

**اثر تغير عرض النقود على اسعار الاسهم
لسوق العراق للاوراق المالية / دراسة تحليلية**

أ.م.د. أسامة جيل مصلى
الجامعة المستنصرية / مركز الدراسات
العربية والدولية

المستخلص:

كان دور سوق العراق للأوراق المالية محدود جدا في تمويل النشاطات الاقتصادية للقطاع الخاص والقطاع الحكومي لضعف سوق الاسهم ، وعدم وجود سوق للسندات فيه. فضلا عن تركيز نشاط السوق في القطاعات الخدمية وبالذات المصارف مقابل القطاعات الانتاجية ، وان نشاطه كان تابعا لاسعار النفط وذلك لتاثير السياسة المالية للحكومة وتاثير النشاط الاقتصادي بذلك ، في حين لم يتاثر الاقتصاد العراقي وسوقه المالية بالازمة المالية العالمية عام (٢٠٠٨) لكونه اقتصاد غير منفتح عالميا من حيث تدفقات رؤوس الاموال والتجارة الدولية ، واطهرت نتائج التحليل القياسي للعلاقة ما بين المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة واسعار الاسهم لسوق العراق المالي ، ملائمة تحليل المدرسة النقدية لظروف العراق بوصفها من الاقتصادات النامية ، وقوة تاثير مستوى النشاط الاقتصادي الحالي على اسعار الاسهم ، في حين كان تاثير تغير اسعار صرف الدولار مقابل الدينار العراقي على اسعار الاسهم ضعيف ، وذلك يعود الى ميل وتفضيل الأفراد الى استبدال أرصدهم المحلية بالعملة الأجنبية بدلاً من شراء الاسهم والسندات ، وذلك عند انخفاض قيمة عملاتهم المحلية ، كذلك ضعف تاثير معدل الفائدة للاقراض على اسعار الاسهم ، مما يشير الى تفضيل الأفراد العراقيين الى التحول وفي إطار الحافطة الاستثمارية من الموجودات الأقل سيولة (الاسهم والسندات) الى النقود التي تتمتع بسيولة كاملة . مما يستوجب من البنك المركزي العراقي اتخاذ العديد من الاجراءات لتحقيق التطور والاستقرار في السوق المالية .

Abstract:

The role of Iraqi market for financial papers was very limited in financing the economic activities for the private & governmental sector because of weaken of the shares market, & non existence of bonds market. Beside concentrating it in the service sectors , especially banks, in contrary of productive sectors , & that activity of the market was following for oscillation prices of the oil , since the financial policy of government was influenced by deflation or expansion & the influenced of economic activity with all of that . The Iraqi economy & the market doesn't influence with the worldwide finance at (2008), because it was not opened on the universe economy , whether for it investments worldwide or from the foreign investments inside , & that because there was no attractive environment.

Results of standard analysis for the relationship between the whole economic variables effective & the prices of the shares to the Iraqi finance market , showed the suitable monetary school analysis for the circumstances of Iraq as it was described from the developing economies, & the impact power of level of the current economic activity on prices of the shares, whereas the impact of change exchange rates of the Iraqi Dinar opposite the dollar on prices shares was weak , that inclination to the preference of the individuals accustoms to replacement their balances the foreign sweetening in the currencies instead of purchase the shares the bonds , at local depreciation of their currencies, beside, likewise weakness impact of interest rate for the lending on prices of the shares, which indicates to the preference of the Iraqi individuals to the conversion & within investment preservative from assets less liquidity (the shares & the bonds) to the cash which had complete liquidity in , which required measures from the Iraqi central bank to development & financial stability in the market .

المقدمة

هنالك نظريتان لدراسة حركة أسعار الأسهم هما (نظرية الثقة والنظرية التقليدية)، إذ تعتبر نظرية الثقة الى أن العامل الأساسي في حركة أسعار الأسهم هو التغير في ثقة المستثمرين بمستقبل هذه الأسعار والعوائد ومقسوم الأرباح . ومن هذه النظرية يمكن أستخلاص طريقة التحليل الفني ، والذي يهتم بتفسير حركة أسعار الأسهم في الأجل القصير من خلال العوامل المؤثرة من داخل السوق والمرتبطة بنشاط المضاربين ، وتفترض طريقة التحليل الفني بان أفضل وسيلة لتحديد التغيرات المستقبلية لأسعار الأسهم الركون الى ملاحظة التقلبات السابقة لهذه الأسعار .

أما النظرية التقليدية لأسعار الأسهم فتشير الى أن السبب الأساس في حركة او تغير أسعار الأسهم يكمن في التغير المتوقع في عوائد الشركات . ومن ثم فإن كافة العوامل الأساسية التي من شأنها ان تؤثر على عوائد الشركات ستؤثر لاحقاً على مقسوم الأرباح ومن ثم على أسعار الأسهم . وهذه العوامل تتضمن العديد من المتغيرات الاقتصادية اهمها (عرض النقد ، التضخم ، أسعار الفائدة ، مستوى النشاط الاقتصادي الخ). ومن هذه النظرية يمكن أستخلاص طريقة التحليل الأساسي لتفسير حركة اسعار الاسهم في اطار منهج الاقتصاد الكلي .

من هذا المنطق برزت اهمية الدراسة في تحليل اثر التغيرات في عرض النقود على اسعار الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية ، وذلك للمساعدة في وضع السياسات الاقتصادية الملائمة لتطوير وتنشيط واستقرار السوق قيد الدراسة والتي تعاني من التخلف مقارنة بالبلدان المتقدمة .

فرضية الدراسة :-

تنطلق الدراسة من فرضية ملائمة تحليل المدرسة النقدية وعدم ملائمة التحليل الكينزي لشرح الية تأثير الصدمات النقدية على السوق المالية في الاقتصاد العراقي باعتباره من الاقتصادات النامية .

البعد المكاني والبعد الزمني لأختبار فرضية الدراسة :-

تم تحديد البعد المكاني في العراق وذلك لعدم وجود دراسات وبحوث تتناول موضوع الدراسة، أما البعد الزمني فتحدد في المدة (٢٠١٥-٢٠٠٤)، التي شهدت احداث عسكرية واقتصادية وسياسية وامنية ، حيث شهدت الاحتلال الامريكي وما اعقبه من احداث سياسية وامنية غير مستقرة والحرب على الارهاب للمدة (٢٠١٧-٢٠١٤) فضلاً عن تذبذب اسعار النفط خلال مدة الدراسة .

هدف الدراسة :-

١- التعرف على تأثير عرض النقود والمتغيرات الاقتصادية الكلية الاخرى على أسعار الأسهم وبتباطؤاتها الزمنية المختلفة في السوق المذكورة .

٢- التوصل الى أفضل توصيف لنموذج قياس لأسعار الأسهم لسوق العراق للأوراق المالية ، بحيث يمكن الاعتماد عليه لغرض التحليل لفهم آلية تأثير عرض النقود والمتغيرات الاقتصادية الكلية الاخرى على أسعار الأسهم ، والتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم وحركة النشاط الاقتصادي من خلال متابعة المتغيرات والسياسات الاقتصادية القائمة .

٣- تحديد نسبة التباين في أسعار الأسهم في السوق قيد الدراسة ، الذي تفسره العوامل الاقتصادية الكلية بشكل منفرد أولاً ومجموعة ثانياً .

٤- التعرف على اثار الاحتلال وما اعقبه من حالة عدم الاستقرار السياسي والامني والحرب على الارهاب فضلاً عن التعرف على اثار تذبذب اسعار النفط ، واثار الازمة المالية العالمية لعام (٢٠٠٨) على مؤشرات السوق المذكورة .

منهجية الدراسة :-

أعتمدت الدراسة أسلوب المزج بين المنهج الوصفي- التحليلي ، والمنهج الكمي -الاستقرائي وبالذات في الفقرة الثالثة المتعلقة بقياس العلاقة بين تغيرات أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة .

هيكل الدراسة :-

وللأحاطة بكل ما تقدم ، تم تقسيم الدراسة الى ثلاثة محاور ، حيث تناول المحور الاول المؤشرات الرئيسية لسوق العراق للأوراق المالية (حجم التداول واعداد الاسهم والسندات والقيمة السوقية لها) والعوامل المؤثرة عليها، فيما تناول الثاني الاطار النظري لتحليل اثر تغير عرض النقود على أسعار الأسهم، والثالث نتائج التحليل القياسي لهذا الاثر ، واختتمت الدراسة بالاستنتاجات والتوصيات .

ونود ان نشير هنا الى نقطة في غاية الاهمية الى ان الباحث يسجل معارضته الشديدة للفائدة على راس المال كونها محرمة شرعاً، وان هذه الكلمة اينما وردت في البحث تعاني الربا المحرم شرعاً.

المحور الاول : المؤشرات الرئيسية لسوق العراق للأوراق المالية

نتيجة لتغير توجه الحكومة في منتصف الثمانينات نحو ترسيخ دور القطاع الخاص وزيادة مساهمته في البناء الاقتصادي للقطر وتحويل عدد كبير من المنشآت العامة الى شركات مساهمة، مما انعكس على عدد الشركات المساهمة والأسهم المتداولة في السوق ،الى الحد الذي خلق الحاجة لوجود سوق منظم للأوراق المالية بدلاً من السوق غير المنظم الموجود فعلاً^(١) ، وقد أدى ذلك الى صدور القانون المرقم (٣٤) لعام (١٩٩١) والذي نص على تأسيس سوق بغداد للأوراق المالية^(٢)، وقد تم تغيير تسميتها الى سوق العراق للأوراق المالية بموجب القانون المؤقت المرقم (١٤) بتاريخ (١٨/٤/٢٠٠٤) والذي يتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال الإداري والمالي، وحدد القانون اهداف السوق بتنمية الأذخار وتطوير الوعي الاستثماري عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية ، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني ، وتنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية وتنظيم مهنة الوساطة في التعامل للأوراق المالية ، وتحديد التزامات وحقوق الأطراف المعنية والسبل الكفيلة لحماية مصالحها المشروعة ، فضلاً عن جمع وتحليل ونشر الاحصاءات والمعلومات اللازمة لتحقيق اهداف السوق^(٣) .

الا ان تحويل تلك الأهداف الى واقع ملموس اصطدم بالعديد من المعوقات والصعوبات ، اهما البيئة الاقتصادية الغير ملائمة للعراق ، اذ يعتمد تطور نشاط السوق على عرض وطلب الأدوات الاستثمارية (أسهم وسندات). ففي جانب العرض عانت السوق المالية العراقية من ضيق ومحدودية الأدوات الاستثمارية ، فقد أقتصرت على الأسهم العادية الصادرة من الشركات المساهمة ، وسندات قرض حكومة العراق التي تم والتداول فيها في النصف الثاني من عام (١٩٩٤)، والى جانب ذلك هناك جملة من الأسباب اسهمت في تعزيز قلة المعروض أهمها، الملكية العائلية ، والمشاريع الفردية ، وذلك بفعل حالة عدم قبول فكرة فصل الملكية عن الإدارة والسيطرة ، الأمر الذي يحدو بالأفراد للأنتجاه نحو الاستثمار في مشاريع صغيرة يتناسب حجمها ومقدار أموالهم محققين في الوقت نفسه الاشراف بأنفسهم على إدارة تلك المشاريع ، فضلاً عن امتلاك القطاع العام النسبة الكبيرة من أسهم الشركات المساهمة ونسبة (٥٥٪) ، فضلاً عن محدودية وضيق سوق السندات، اذ يقتصر إصدار السندات على السندات الحكومية التي تم إصدارها خلال ظروف معينة (الحرب والحصار)، اذ لم يجيز قانون الشركات المرقم (٣٦) لعام (١٩٨٣) للشركات بأصدار السندات واقتصارها على إصدار الأسهم فقط ، فضلاً تركيز إصدارات السندات بيد المصارف بقصد الأيفاء بمتطلبات نسبة السيولة في ظل نسبة الفائدة المرتفعة نسبياً مقارنة بالنسبة الممنوحة لحالات الخزينة والبالغة (٧،٥٪) سنوياً^(٤)، لذلك تؤثر الاحصاءات المالية مدى التدهور

الحاصل في سوق السندات ، أذ أنخفضت عدد السندات المتداولة من (٥٥٣٦) سند عام (١٩٩٤) الى (٦٨٧) سند عام (٢٠٠١) ، وبمعدل انخفاض (١٢.٥٪) سنوياً لهذه المدة ، كما أنخفضت قيمة السندات المتداولة من (٢٦٠٣٩) مليون دينار عام (١٩٩٢) الى (١٥٠٩) مليون دينار عام (٢٠٠١) وبمعدل انخفاض (١٤.٣٪) سنوياً لتلك المدة ^(٥)، وبعدها ولم يكون هنالك اي اصدار وتداول للسندات الحكومية وهذا يؤثر تراجع السوق المالية لتلبية احتياجات القطاع الحكومي .

وفيما يتعلق بالطلب على الأدوات الاستثمارية فإنه كان ضعيفاً في السوق قيد الدراسة ، وذلك لانخفاض الدخل الفردي وبالتالي ضعف المدخرات الشخصية، كذلك ضعف الوعي الاستثماري والمصرفي وقلة الثقة به، فضلاً عن انخفاض العوائد الصافية على الاوراق المالية ، علاوة على ان عدم الاستقرار الأمني والسياسي والحروب والنزاعات المتكررة ادى الى خلق مجتمع غير مستقر اقتصادياً وسياسياً ، وهذا انعكس على سلوك الوحدات الاقتصادية وبالذات الافراد حيث يفضلون الاستثمار قصير الأجل على الاستثمار طويل الأجل في الموجودات غير المادية (الأسهم والسندات)، وذلك يعود الى اهتمامهم بالحاضر والمستقبل القريب أكثر من المستقبل البعيد ، مما دفع بالافراد الى توجيه استثماراتهم في مشاريع قصيرة الأمد أكثر منها للمشاريع الطويلة الأمد ، أذ أن الأولى سهلة للتكيف تبعاً لتغير الظروف والأوضاع المحيطة من الثانية ^(٦).

فضلاً عن تخلف وعدم نضوج الجانب التنظيمي والمؤسسي للسوق مما حدا من نموها وتطورها ، علاوة على القصور في مجال نقص المعلومات وعناصر الشفافية والافصاح المالي واساليب ونظم الادارة المالية ، وضعف دور الاعلام في التعريف بفرص ومزايا الاستثمار في السوق المالية والتأثير لرفع الوعي الاستثماري وضرورة تشغيل المدخرات بدلاً من اكتنازها ، وغياب المؤسسات الساندة التي تعمل على تقليل من حدة التقلبات في الاسعار وتخفيض المخاطر وزيادة سرعة التداول ^(٧).

اما بالنسبة الى المؤشرات الرئيسية للسوق فبالرغم من ظروف الاحتلال عام (٢٠٠٣) وما أعقبها من تردي الأوضاع الأمنية والسياسية ، الا انها حققت تطور ملحوظاً خلال مدة الدراسة ، وذلك نتيجة للتغيرات في السياسة المالية للحكومة بناءاً على التغيرات الحاصلة في اسعار النفط وكما مبين في جدول (١) فقد ازدادت الشركات المدرجة من (٧٥) شركة عام (٢٠٠٤) الى (٩٦) عام (٢٠٠٨) ، بعدها انخفضت نحو (٨٧) عام (٢٠١٠) لترتفع بعدها لتصل نحو (٩٧) عام (٢٠١٦) ، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة من (٤١) مليار سهم عام (٢٠٠٤) واستمر الارتفاع ليصل نحو (٨٧١،٢) مليار سهم

عام (٢٠١٣) ^(٨)، وذلك على اثر الانتعاش الذي شهده الاقتصاد العراقي نتيجة للسياسة المالية التوسعية للحكومة على اثر ارتفاع اسعار النفط خام برنت من نحو (٤٨) دولار للبرميل عام (٢٠٠٤) حتى وصل نحو (١٤٥) دولار للبرميل عام (٢٠١٢) ، وبعدها انخفض عدد الاسهم المتداولة الى نحو (٧٤٣،٩، ٦١٩) مليار سهم عام (٢٠١٤، ٢٠١٥) وعلى التوالي، على اثر السياسة المالية الانكماشية للحكومة نتيجة لانخفاض اسعار النفط وظروف الحرب على الارهاب ، حيث انخفض سعر النفط خام برنت من (١٠٤) دولار للبرميل عام (٢٠١٣) الى ما دون (٥٠) دولار للبرميل عام (٢٠١٥). وقد سيطر القطاع المصرفي على عدد الاسهم المتداولة بمتوسط نسبة (95%) من اجمالي الاسهم المتداولة خلال مدة الدراسة، يليه قطاع الصناعي بنسبة (2.7%) ، ثم قطاع الخدمات بنسبة (0.8%) ، وبقية القطاعات بمتوسط نسبة (1.5%) من الاجمالي ^(٩) .

كذلك الحال لقيمة الاسهم المتداولة حيث شهدت ارتفاعاً مستمراً من نحو (٣٦٧) مليار دينار عام (٢٠٠٥) الى (٢،٨٤٠) مليار دينار عام (٢٠١٣) ، انخفضت نحو (٨٩٨، ٤٩٥) مليار دينار عامي (٢٠١٥، ٢٠١٤) ، وذلك لارتفاع اسعار النفط للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٣) وانخفاضه للمدة (٢٠١٤-٢٠١٦) ، فضلاً عن ظروف الحرب على الارهاب خلال هذه المدة ، وهذا يشير الى التطور الكبير في حركة التداول من عمليات البيع والشراء للأسهم في السوق بالرغم من تذبذبها نتيجة الحرب على الارهاب وتذبذب اسعار النفط ، وقد سيطر القطاع المصرفي على حجم التداول في السوق و بمتوسط مساهمة (٨١%) من حجم التداول الكلي لمدة الدراسة ، يليه قطاع الصناعة بمتوسط نسبة (٦%) ، ثم قطاع الفنادق والسياحة بنحو (٥،١%) ، ثم تلت قطاعات الخدمات والاستثمار والتأمين والزراعة بنسب (٥،٣، ٢، ٠) على التوالي من حجم التداول لذلك العام ^(١٠) .

وبالتأكيد قد انعكس هذا كله على القيمة السوقية (M.S) لسوق العراق للأوراق المالية ، إذ ارتفعت من (٩٢٥) مليون دينار عام (٢٠٠٥) ليصل الى نحو (١١،٤٥٠) مليار درهم عام (٢٠١٣) ، بعدها انخفضت نحو (٩،٥٤٨ ، ٩،٣٧٢) مليار دينار عامي (٢٠١٤، ٢٠١٥). وقد سيطر القطاع المصرفي على القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية حيث بلغ متوسط نسبته منها خلال مدة الدراسة نحو (٨٢%) ، فيما حل قطاع الصناعة بالمرحلة الثانية بمتوسط (٩،٥%) ، وجاء قطاع الفنادق والسياحة بالمرحلة الثالثة بنحو (٧%) ، كما حل قطاع الخدمات رابعاً بنحو (0.94%) ثم قطاع الزراعة (0.26%) ، وقطاع الاستثمار (0.23%) و اخيراً قطاع التأمين (0.13%) . ومن ذلك يتضح ضعف

اداء القطاعات الانتاجية كالصناعة والزراعة وقطاع الاستثمار والتأمين في نشاط السوق خلال مدة الدراسة ، فيما استحوذت القطاعات الخدمية وبالذات القطاع المصرفي والفنادق والخدمات عليه ^(١١).

وفيما يتعلق بأسهام نشاط سوق العراق المالية في تكوين السيولة الكلية للاقتصاد العراقي ، يلاحظ أن نسبة القيمة السوقية الى عرض النقد الواسع أخذت تتطور بشكل كبير ، حيث بلغت (٦,٣%) عام (٢٠٠٥) لترتفع بعدها الى (١٠%) عام (٢٠٠٧)، انخفضت نحو (٧%) عام (٢٠٠٨) واستمر الانخفاض حتى وصل نحو (٥,٧%) عام (٢٠١٠) على اثر الزيادات المتحققة في عرض النقد الواسع على اثر الارتفاع في الانفاق الحكومي نتيجة للزيادات المتحققة في اسعار النفط خلال هذه المدة ، ثم ارتفعت هذه النسبة نحو (١٣,١%) عام (٢٠١٣) نتيجة ارتفاع القيمة السوقية ، بعدها انخفضت نحو (١٠,٥%، ٧%، ١٠%) عامي (٢٠١٦، ٢٠١٤) ، وذلك لانخفاض القيمة السوقية نتيجة لعدم الاستقرار السياسي والامني والعسكري نتيجة الحرب على الارهاب ، فضلا عن انخفاض اسعار النفط خلال هذه المدة ^(١٢)، ومن ذلك يلاحظ أن نسبة القيمة السوقية الى عرض النقد الواسع كانت متذبذبة خلال مدة الدراسة ما بين (٥,٧% ، ١٣,٢%) كحد أدنى وأعلى عامي (٢٠٠١ ، ٢٠١٥) ، وعلى التوالي لتعكس تقلبات في مستوى النشاط الاقتصادي ، وقد بلغ متوسطها (٩%) للمدة (٢٠٠١ - ٢٠١٥) ، مما يؤشر ضعف مساهمة سوق العراق للأوراق المالية في تكوين السيولة الكلية للاقتصاد ، وضألة حجم

جدول (١)

المؤشرات المالية الرئيسية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٦)

السنة	عدد الشركات المدرجة	عدد الاسهم المتداولة مليار سهم	عدد العقود المنفذة الف عقد	حجم التداول مليار دينار عراقي	القيمة السوقية ترليون دينار	عرض النقد الواسع ترليون دينار	نسبة القيمة السوقية الى عرض النقد الواسع %
٢٠٠٤	٧٥	٤١	٤٩	٢٨٠٩	١٠٥٨٠	١١٠٩٦	١٣٠٢
٢٠٠٥	٨٥	٥٦	٥٥	٣٦٧	٠٠٩٢٥	١٤٠٦٨	٦٠٣
٢٠٠٦	٩٣	٥٨	٣٨٠٦	١٤٧	١٠٩٤٥	٢١٠٠٨	٩٠٢
٢٠٠٧	٩٤	١٥٣	٣١	٤٢٧	٢٠٧١٣	٢٦٠٩٥	١٠٠١
٢٠٠٨	٩٦	١٥١	٣١٠١	٣٠١	٢٠٤٣٣	٣٤٠٩٢	٧٠٠
٢٠٠٩	٩١	٢١١٠٣	٤٩٠٤	٤١٢	٢٠٧٦٧	٤٥٠٤٤	٦٠١
٢٠١٠	٨٧	٢٥٥٠٦	٧١٠٧	٤٠٠	٣٠٤٤٦	٦٠٠٤٠	٥٠٧
٢٠١١	٨٧	٤٩٢٠٣	١٣٢	٩٤١	٤٠٩٣٠	٧٢٠٢٠	٦٠٨
٢٠١٢	٨٤	٦٢٥٠٣	١٣٦	٨٩٤	٥٠٢٣٢	٧٥٠٤٧	٦٠٩
٢٠١٣	٨٣	٨٧١٠٢	١٢٧	٢٨٤٠	١١٠٤٥١	٨٧٠٧٠	١٣٠١
٢٠١٤	٨٣	٧٤٣٠٩	١٤١	٨٩٨	٩٠٥٤٨	٩٠٠٧٠	١٠٠٥
٢٠١٥	٩٨	٦١٩	١٣٠	٤٩٥	٩٠٣٧٢	٨٢٠٦٠	١١٠٣
٢٠١٦	٩٧	١٠٣٨	١١٢٠٢	٥١٦	٩٠٤٠١	٨٨٠٠٧	١٠٠٧

المصدر: سوق العراق للأوراق المالية، قسم الدراسات وتحليل المعلومات، التقارير السنوية للاعوام (٢٠٠٤-٢٠١٦).

التمويل الذي توفره سوقه المالية ، اذ لا تزال المصارف التجارية تشكل السبيل الوحيد الذي يلجأ اليه المستثمرون لتمويل اوجه نشاطهم الاستثماري، من خلال ما توفره من سيولة ، حيث بلغ الائتمان النقدي الممنوح لها نحو (٣٤) ترليون دينار عام (٢٠١٤) (١٣).

يتضح مما تقدم ايضا عدم تاثر الاقتصاد العراقي وبالذات سوقه المالي بالازمة المالية العالمية عام (٢٠٠٨) التي امتدت اثاره لتشمل البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء وبالذات دول الخليج النفطية ، وذلك لكون الاقتصاد العراقي شبه مغلق وغير منفتح على الاقتصاد العالمي من حيث الاستثمار في الخارج ، وذلك لعدم وجود اصلا استثمارات حكومية في الخارج واقتصرت استثمارات القطاع الخاص على المضاربة في سوق العقار والعملات الاجنبية، او من حيث الاستثمارات الاجنبية الوافدة اليه، اذ لم يتجاوز صافي الاستثمار الاجنبي في السوق قيد الدراسة عام (٢٠١٥) نسبة (١١%) من اجمالي حجم التداول تركز معظمه في القطاع المصرفي وبالذات في منطقة كردستان ، وذلك لعدم توفر البيئة الاقتصادية والسياسية والامنية والقانونية الجاذبة للاستثمارات الاجنبية في بقية مناطق العراق (١٤).

المحور الثاني:- الاطار النظري لتحليل اثر تغير عرض النقود على اسعار الاسهم

هناك اتجاهان رئيسان في تحليل وبيان تأثير وآلية انتقال الصدمات النقدية الى أسواق الأسهم والسندات، ومن ثم الى النشاط الاقتصادي ، كما هو موضح في الفقرتين الآتيتين :-

أ- الاتجاه الكينزي :- تؤكد المدرسة الكينزية على ان انتقال الصدمات النقدية الى الأسواق المالية يتم عن طريق سعر الفائدة (١٥)، ولبين ذلك نفترض ان السلطة النقدية تتبع سياسة نقدية توسعية وذلك من خلال قيامها بشراء السندات الحكومية من السوق المالية ، الأمر الذي يقود الى ارتفاع الطلب عليها ، مما سيرفع من أسعارها وهبوط عوائدها. مما سيترتب على ذلك زيادة الأرصدة النقدية لدى كل من الأفراد والبنوك ، الأمر الذي يدفعهم الى إعادة تنظيم الحافظة الاستثمارية لهم وذلك بتقليل حصة النقود فيها واستبدالها بالموجودات المالية ، ولاسيما السندات الذي يعني زيادة مقتنياتهم منها ويقود ذلك الى زيادة أسعارها ومن ثم انخفاض عائداتها (سعر الفائدة) ، وذلك سيؤدي الى تحول الأفراد صوب الموجودات الحقيقية مما يرفع من اسعارها ، الأمر الذي يشجع المستثمرين على إصدار المزيد من الأوراق المالية ولاسيما ان سعر الفائدة منخفض نسبياً، وذلك لتمويل التوسع في استثمارات ورفع طاقاتها الانتاجية وبالتالي زيادة الإنتاج القومي، من النماذج الكينزية المعروفة في هذا المجال نموذج (Tobin) (١٦).

٢- الاتجاه النقدي:- يؤكد النقيديون على أن التغير في عرض النقد يؤثر وبشكل مباشر في

الأنفاق على الموجودات الحقيقية^(١٧)، ولأستيعاب وجهة نظر النقيديين ، نفترض أن السلطة النقدية قررت اتباع سياسة نقدية توسعية من خلال قيامها بشراء السندات الحكومية من الوحدات الاقتصادية ، فأن ذلك يؤدي الى زيادة ارصدتهم النقدية مما يؤدي الى انخفاض المنفعة الحدية للنقد، الأمر الذي يدفع الوحدات الاقتصادية الى التخلص منها وأستبدالها في بادئ الأمر بالسندات ثم الاسهم ، الأمر الذي يعني زيادة الطلب على الموجودات المالية وهذا يقود الى ارتفاع أسعارها ، ومن ثم تتجه الوحدات الاقتصادية الى أحلال الموجودات الحقيقية محل الموجودات المالية بسبب ارتفاع أسعار الأخيرة ، الأمر الذي يقود الى ارتفاع أسعار الموجودات الحقيقية ، وسيجد الأفراد أسعار الخدمات لاتزال منخفضة نسبياً مقارنة بأسعار الموجودات الحقيقية، لذلك يتوجه الأفراد الى زيادة الطلب على الخدمات مما يؤدي في النهاية الى زيادة كل من أنتاج السلع والخدمات مع زيادة في مستوى أسعارها^(١٨) .

اما عن صلاحية هذا التحليل للاقتصادات النامية ، فان معظم هذه الدول لا تتوافر فيها الا النقود والموجودات الحقيقية (عقارات، ذهب ، ارصدة نقدية اجنبية)، وقدر ضئيل من الموجودات المالية، لذلك فان غياب طائفة متنوعة من الاصول المالية يجعل البديل الوحيد لحيازة النقود بوصفها شكلاً من اشكال الثروة هي الاصول الحقيقية^(١٩)، ومن ثم فان اثر زيادة كمية النقود سوف يتحول بصفة مباشرة الى الاصول الحقيقية من خلال (اثر الاحلال واثر الثروة ووفرة الائتمان المصرفي) ، لذا فان فحوى التحليل النقدي الذي يسلم بوجود علاقة مباشرة بين التغير في كمية النقود ، وبين مستوى النشاط الاقتصادي اقرب من واقع الاقتصاد النامي مقارنة بالتحليل الكينزي^(٢٠) .

وفي ضوء التحليل النقدي فان عرض النقد يعد من أهم المتغيرات المؤثرة في أسعار الأسهم ، وهذا ما أكدته الدراسات والبحوث من ان عرض النقد يؤثر على أسعار الأسهم في ظل تباطؤ زمني معين ، وفي هذا المجال تكون المدة الزمنية اللازمة لأنتقال تأثير التغيرات النقدية الى سوق السلع والخدمات (القطاع الحقيقي) في الاقتصادات النامية أقصر نسبياً من الاقتصادات المتقدمة، وذلك كون الموجودات البديلة للنقد في البلدان النامية محدودة كماً ونوعاً مما ينعكس على قصر سلسلة المعاملات المتعلقة بالأحلال بين هذه الموجودات^(٢١). الى جانب متغير عرض النقد ، فقد أشارت العديد من الدراسات والبحوث السابقة الى عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة على أسعار الأسهم اهمها :-

١. اسعار السندات :

ان زيادة عرض النقد يمكن ان تؤدي في بادئ الامر الى زيادة الوحدات الاقتصادية لمشترياتها من السندات ، الامر الذي يؤدي الى رفع اسعارها في السوق ، ونظرا للعلاقة العكسية ما بين اسعار الفائدة واسعار السندات ، ستخفض اسعار الفائدة على هذا السندات ، بعبارة اخرى تصبح هذه الاخيرة مرتفعة السعر ومنخفضة العائد ، وعلى هذا الاساس تنخفض جاذبية السندات لغرض الاستثمار ، ويتم التحول الى الاسهم التي تكون اسعارها منخفضة نسبيا ، مما يزيد من الطلب عليها وارتفاع اسعارها ، لذلك فان تحركات اسعار السندات تسبق تحركات اسعار الاسهم (٢٢) .

٢. مستوى النشاط الاقتصادي :

يمر الاقتصاد بشكل دوري بمراحل من التوسع والانكماش وهناك ثلاثة مجموعات من المتغيرات الاقتصادية ذات اصلة بذلك ، الاولى السابقة او المتحركة بالدورات وتتضمن المتغيرات الاقتصادية التي تسبق حركتها تقلبات النشاط الاقتصادي وبفاصلة زمنية محددة ، والثانية المواكبة للدورات وتتعلق بالمتغيرات الاقتصادية التي تتحرك بشكل متزامن مع مستوى النشاط الاقتصادي ، والثالثة اللاحقة للدورات والتي تتضمن المتغيرات التي تحدث فيها تقلبات بعد التقلبات الخاصة في مستوى النشاط الاقتصادي وما يهنا هنا ان مستوى اسعار الاسهم يعد واحداً من المتغيرات المتضمنة في المجموعة الاولى ، مما يعني ان حركة اسعار الاسهم تسبق حركة مستوى النشاط الاقتصادي بفاصلة زمنية تتراوح بين (٩) أشهر في حالة الانتعاش و (٤) أشهر في حالة الكساد، ومن ثم يمكن التنبؤ بمستوى النشاط الاقتصادي من خلال حركة اسعار الاسهم في البورصة ، وهذا ما أكدته (Sprinkle) (٢٣) .

٣. التضخم : تؤكد الدراسات على العلاقة الطردية ما بين التضخم وأسعار الأسهم انطلاقاً من اهتمامهم باستخدام الأسهم كوسيلة تحوط التضخم (طبقاً لفرضية فيشر او فرضية فاما) وليس بسبب ارتفاع اسعارها في الفترات التضخمية فحسب وانما بسبب ارتفاع مقسوم الأرباح ، وهذا ما أشارت اليه نتائج دراسة كل من (Rilly , Johnos and Smith , Cagan) من أن الأسهم العادية وسيلة تحوط جيدة في الأجل الطويل (٢٤) .

٤. أسعار الفائدة :

أكدت العديد من الدراسات على العلاقة العكسية ما بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في ظل فرضية مفادها أن النقود الرخيصة تمكن الأفراد من الحصول على الائتمان المصرفي بأسعار فائدة متدنية والاتجاه نحو سوق الاسهم والاستفادة من الفرق بين العائد الناجم عن شراء الأسهم وكلفة اقتراض النقود (أسعار الفائدة المنخفضة)، وأن اندفاع الجمهور لأتباع هذا الأسلوب يدفع بأسعار الأسهم الى الأعلى بافتراض (استقرار في عرض الأسهم)، والعكس صحيح^(٢٥). أما ناحية الفجوة الزمنية، فقد توصل (Leonard M.Aress) الى أن التغيرات في أسعار الفائدة تسبق التغيرات في أسعار الأسهم زمنياً بسنة^(٢٦).

٥- أسعار الصرف

أن انخفاض قيمة عملة بلد ما ، من شأنه ان يجعل أسعار الموجودات المالية المحلية (الأسهم والسندات)، أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب (بافتراض ثبات العوامل الأخرى)، وذلك يؤدي الى زيادة الطلب عليه ،من جهة اخرى فان انخفاض قيمة عملة ذلك البلد ، يؤدي الى دفع بعض المستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية الى التخلص منها والاتجاه صوب الموجودات المالية الأخرى في الاقتصاد (الأسهم والسندات)، ومن ثم زيادة الطلب عليها وارتفاع أسعارها ،وهذا يشير الى العلاقة العكسية بين اسعار الصرف وأسعار الأسهم (بافتراض ثبات العوامل الأخرى)^(٢٧).

ثالثاً: التحليل القياسي لاثـر تغير عرض النقود على أسعار الأسهم لسوق العراق المالي

يعتمد سوق العراق للأوراق المالية الرقم القياسي المرجح لأسعار الأسهم (٢٠٠٩ = ١٠٠) ، والذي يعبر عن المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة، ويكتسب هذا الرقم أهمية كبيرة وخاصة للمستثمرين، أذ يمكن من خلال متابعة هذا المؤشر أن يقيم المستثمرون نشاط السوق المالية ومن ثم تحديد قراراتهم الاستثمارية في السوق المالية ، وتشير الإحصاءات المالية وكما هو واضح في الجدول (٢) الى أن هذا المؤشر قد حقق قفزات كبيرة ومهمة طيلة المدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٦) ، فقد ارتفع من (٣٩,٥) نقطة عام (٢٠٠٤) الى نحو (١٣٦) نقطة عام (٢٠١١) على اثر السياسة المالية التوسعية نتيجة لارتفاع اسعار النفط خلال هذه المدة ،انخفض بعدها واستمر بالانخفاض طيلة المدة (٢٠١٥-٢٠١٢) لتصل نحو (٨٧) نقطة عام (٢٠١٥)، على اثر السياسة الانكماشية الحكومية بسبب انخفاض اسعار النفط ونفقات الحرب على الارهاب .

مما يشير الى أن سوق العراق للأوراق المالية هي سوق تصاعدية بالرغم من تذبذبه نتيجة لارتفاع وانخفاض اسعار النفط . فضلا عن عدم تأثر هذا المؤشر بالازمة المالية العالمية عام (٢٠٠٨) حيث شهد المؤشر ارتفاعا خلال مدة الازمة ، في حين شهدت مؤشرات الاسعار للسواق المالية للبلدان المتقدمة وحتى النامية ومنها الخليجية بالذات انخفاضا كبيرا ، وذلك لكون الاقتصاد العراقي غير منفتح على الاقتصادات العالمية من حيث استثماراته في الخارج او في الاستثمارات الاجنبية الوافدة اليه، اذ ان بيئته الاقتصادية والسياسية والامنية والقانونية غير مشجعة لجذب هذه الاستثمارات .

وقد يبدو للوهلة الأولى أن الارتفاع او الانخفاض الذي حققه مؤشر أسعار الأسهم ناتج عن الارتفاع او الانخفاض في عرض النقد او في النشاط الاقتصادي ، الا ان هناك عوامل اقتصادية أخرى تؤثر فيه ، بالتاكيد ان حركة هذا المؤشر من حيث الاتجاه والمقدار تعكس محصلة تأثير جميع المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة باتجاهات ومقادير متباينة وفي آن واحد ، وان معرفة ذلك من خلال التحليل الوصفي والبياني تبدو مسألة في غاية التعقيد ، لذلك لجأت الدراسة الى النموذج القياسي للعلاقة ما بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم والمتغيرات الكلية المؤثرة فيه ، لتوصيف هذا النموذج يستند المختص في هذا الى النظرية الاقتصادية أو على معلومات متوفرة حول الظاهرة موضوع الدراسة والتي يستقيها من البحوث والدراسات التطبيقية ، وفيما يتعلق بموضوع الدراسة وكما هو موضح في الاطار النظري فان المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة فيه ، تتمثل بعرض النقد الضيق * ، والتضخم (الرقم القياسي لأسعار المستهلك ٢٠٠٧=١٠٠) ، ومستوى النشاط الاقتصادي (الناتج المحلي الأجمالي الثابت ٢٠٠٧ = ١٠٠) ، وأسعار صرف الدولار / الدينار العراقي ، وأسعار الفائدة للقروض طويلة الاجل الموضحة في بيانات الجدول (٢) ، وقد تم استبعاد متغير اسعار السندات من هذه المتغيرات لعدم وجود سندات صادرة او متدولة خلال مدة الدراسة .

ولتقدير نموذج هذه الدراسة استخدمت طريقة الأنحدار التدريجي الخلفي (Backward stepwise Mothed) كونها أكثر كفاءة في التوصل الى أفضل تشكيلة تحقق فكرة حسن المطابقة من طريقة الأنحدار التدريجي الامامي (Forward stepwise Mothed) ، وذلك كون طريقة الأنحدار

* من الجدير بالإشارة أننا استخدمنا مؤشر عرض النقد بالمعنى الضيق (MS_1) وهو المؤشر الشائع الاستخدام في الدراسات والبحوث التجريبية المتعلقة بعلاقة عرض النقد بالمتغيرات الاقتصادية ومنها أسعار الأسهم .

انظر : ١٦ - ١٤ ، (London : Granam & Trotman , 1985) ، B.kettel , Monetary Economics ;

التدريجي الخلفي ممكن ان تعالج مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات الاقتصادية ،اذ تسمح باستبعاد أي متغير لا يتسم بمعنوية جوهرية من النموذج في حين لاتسمح طريقة الانحدار التدريجي الأمامي بإمكانية استبعاد متغير سيق وان تم إدخاله في خطوة سابقة عندما يصبح تأثيره غير جوهري في حالة وجود تشكيلة من متغيرات جديدة في النموذج (٢٨) .

الا أن معالجة مشكلة الارتباط الخطي المتعدد وفق طريقة الانحدار التدريجي الخلفي تظهر مشكلة أخطاء التوصيف الناجم عن استبعاد متغير توضيحي عند كل خطوة من خطواتها، وأن ذلك يؤدي الى تحيز معلمات المتغيرات المتبقية من جهة، وتخفيض تباينات تلك المعالم من جهة أخرى، وهذا يعني ان استبعاد متغير توضيحي له أثر إيجابي (منفعة) متمثل في تخفيض تباينات التقديرات ، وأثر سلبي (كلفة) يتمثل في تحيز معلمات المتغيرات المتبقية، وأن هناك مقايضة دائماً بين الأثرين وأن أخذ كل منهما بمعزل عن الآخر امر قد لا يكون مرغوباً فيه ، ومن المؤشرات الاحصائية المهمة التي تبين الأثرين متوسط مربع الخطأ الذي هو عبارة عن مجموع التباين ومربع التحيز، أو الخطأ المعياري للتقدير الذي هو جذر متوسط مربع الخطأ، فاذا أصبحت إحدى هاتين المركبتين (التحيز، التباين) صغيرة على حساب الأخرى، فان النتيجة النهائية يعكسها متوسط مربع الخطأ أو الخطأ المعياري للتقدير. فاذا كان التباين صغير فانه يعني ان التحيز كبير وذلك يؤدي الى ارتفاع متوسط مربع الخطأ في حين اذا كان التحيز صغير، فإنه يعني ان التباين كبير وهذا يؤدي الى ارتفاع متوسط مربع الخطأ (٢٩).

ومن أجل التوصل الى أفضل نموذج قياسي لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية يمكن الاعتماد عليه في التحليل للتعرف على تأثير وأسهم كل متغير من المتغيرات المؤثرة ، او في التنبؤ لأتجاهات أسعار الأسهم ، فقد تم تقدير واختبار الدالة موضوع الدراسة على المرحلتين الآتيتين :-

أ-المرحلة الأولى :- وفيها تم تقدير واختبار العلاقة بين تغيرات أسعار الأسهم وتغيرات العوامل الاقتصادية الكلية وبشكل منفرد ، وفي ظل وجود تباطؤ أو تقدم زمني للعلاقة وبالصيغ الخطية واللاخطية ، وباستخدام طريقة الانحدار في سبيل للتوصل الى أفضل بعد زمني للعلاقة وكما يلي الفقرات الآتية :-

١- علاقة عرض النقد بأسعار الأسهم :-

للتعرف على ذلك تم تقدير النموذج الذي يعبر عن العلاقة ما بين أسعار الأسهم كمتغير تابع وكل من المتغيرات المستقلة والمتمثلة بعرض النقد الحالي (M_t) ، والمتباطيء زمنياً بسنة (M_{t-1})

(، والمتباطيء زمنياً بسنتين (M_{t+2}) وكل على حده، وبالصيغ الخطية واللاخطية وباستخدام طريقة الأنحدار، وكان أفضل النماذج هو $(Ps_t = 25.93 + 1.214M_t)$ الذي كان عنده الخطأ المعياري للتقدير $(S.E.E)$ أقل ما يمكن ، أذ بلغ (20.644)، مقارنة بالخطأ المعياري للتقدير العلاقة بين المتغيرين (p_{st}, M_{t-1}) البالغ نحو (24.656) او الخطأ المعياري للتقدير العلاقة بين المتغيرين (p_{st}, M_{t-2}) البالغ نحو (28.9110) .

لذلك ينبغي تحليل نتائج النموذج المنتخب ، اذ يشير التحليل الاقتصادي الى ان زيادة عرض النقود الحالي من شأنه أن يؤدي الى ارتفاع أسعار الأسهم ، وهذا ما يتفق مع المنطق الاقتصادي وبالأذات مع تحليل المدرسة النقدية ، كما تميزت المعلمة المقدرة ونموذج الأنحدار ككل بمعنوية عند مستوى (5% ، 1%) ، اذ بلغت (F, t) المحتسبة نحو (5.08 ، 25.89) وعلى التوالي ، وتشير قيمة معامل التحديد المعدل (R^2) الى أن (70%) من التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم سببها المتغير (M_t) ، وان (30%) سببها متغيرات أخرى .

٢ - علاقة مستوى النشاط الاقتصادي بأسعار الأسهم :-

تم قياس العلاقة ما بين أسعار الأسهم كمتغير تابع (p_{st}) وكل من المتغيرات المستقلة وعلى حده المتمثلة بالنتائج المحلي الأجمالي الثابت الحالي (G_t) والمتباطيء زمنياً بسنة (G_{t-1}) ، والمتقدم زمنياً بسنة (G_{t+1}) وبمختلف الصيغ الخطية واللاخطية وباستخدام نفس الطريقة السابقة ، التي توصلنا من خلالها الى النموذج الأفضل هو $(Ps_t = -45.20 + 0.830G_t)$ بناءً على أقل خطأ معياري للتقدير والذي بلغ $(S.E.E = 26.166)$ ، مقارنة بالخطأ المعياري للتقدير العلاقة بين $(G_{t+1}$ و $p_{st})$ البالغ (27.128) والخطأ المعياري للتقدير العلاقة بين $(G_{t-1}$ و $p_{st})$ البالغ (30.6) . ويشير التحليل الاقتصادي للنموذج المنتخب الى أن العلاقة الطردية ما بين مستوى النشاط الاقتصادي المعبر عنه بالنتائج المحلي الأجمالي الثابت الحالي وأسعار الأسهم ، وهذا يتفق واقع الاقتصادات النامية ولاسيما الاقتصاد العراقي من أن زيادة مستوى النشاط الاقتصادي تعني زيادة في مستوى الأرباح ، الأمر الذي سينعكس في زيادة طلب المستثمرين على الأسهم مما يؤدي الى ارتفاع أسعارها ، كما بلغت (F, t) المحتسبة نحو (3.458 ، 11.96) وعلى التوالي ، مما يشير الى معنوية المعلمة المقدرة ونموذج الأنحدار ككل عند مستوى معنوية (5% ، 1%) ، وتبين قيمة معامل التحديد المعدل (R^2) الى أن

(48% من التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم سببها المتغير (G_t) ، وان (52%) سببها متغيرات أخرى .

٣- علاقة التضخم بأسعار الأسهم :-

لقد تبين من قياس العلاقة بين أسعار الأسهم كمتغير تابع (p_{st}) وكل من الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك الحالي (I_t) والمتباطيء زمنياً بسنة (I_{t-1}) ، والمتباطيء زمنياً بسنتين (I_{t-2}) ، ان النموذج الآتي ($Ps_t = -86.11 + 1.363I_t$) هو النموذج المنتخب ، اذ بلغت عنده قيمة الخطأ المعياري للتقدير أقل ما يمكن ($S.E.E = 21.470$) ، مقارنة بالخطأ المعياري للتقدير العلاقة بين المتغيرين (p_{st} و I_{t-2}) البالغ (25.152) والخطأ المعياري للتقدير العلاقة بين المتغيرين (p_{st} و I_{t-1}) البالغ (27.859) ، ويشير التحليل الاقتصادي للعلاقة الطردية ما بين أسعار الأسهم (Ps_t) والرقم القياسي العام لأسعار المستهلك الحالي ، وهذا يتفق مع المنطق الاقتصادي من ان الأسهم وسيلة تحوط جيدة تجاه التضخم ، وخاصة في الأجل الطويل .

وقد أثبت اختبار (F, t) معنوية المعلمة المقدرة ونموذج الانحدار ككل ، عند مستوى معنوية (1% ، 5%) ، اذ بلغت نحو (23.12 ، 4.1) وعلى التوالي، ويلاحظ ان قيمة معامل التحديد المعدل (R^2) قد بلغت (65%) وهي التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم سببها المتغير (I_{t-1}) وأن نحو (35%) سببها متغيرات أخرى .

٤- علاقة أسعار الصرف بأسعار الأسهم :-

ولتوضيح ذلك فقد تم تقدير العلاقة بين أسعار الأسهم كمتغير تابع (p_{st}) ومعدل صرف الدولار/الدينار العراقي الحالي (E_t) ، والمتباطيء زمنياً بسنة (E_{t-1}) والمتباطيء زمنياً بسنتين (E_{t-2}) ، وقد كانت أفضل النتائج للنموذج الآتي ($Pst = 474.7 - 0.309E_{t-1}$) فقد كانت قيمة الخطأ المعياري للتقدير أقل ما يمكن ($S.E.E = 19.729$) ، مقارنة بالخطأ المعياري للتقدير العلاقة بين المتغيرين (p_{st} و E_{t-1}) البالغ (29.546) والخطأ المعياري للتقدير العلاقة (p_{st} و E_{t+1}) البالغ (27.890) ، وهذا يشير الى أن العلاقة العكسية بين معدل صرف الدولار/الدينار العراقي المتخلف زمنياً بسنة واحدة وأسعار الأسهم ، وهذا يتفق مع المنطق الاقتصادي الذي يشير الى أن ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الدينار العراقي يؤدي الى انخفاض قيمة الدينار العراقي ، مما يدفع الأفراد الذين يحتفظون بأرصدة عراقية الى استبدالها بالموجودات المالية الأخرى ومنها الأسهم ، مما يؤدي الى ارتفاع

اسعارها، وبلغت قيمة (F, t) المحتسبة نحو $(5.422, 29.4)$ وعلى التوالي، مما يشير الى معنوية المعلمة المقدرة ونموذج الانحدار ككل عند مستوى معنوية $(5\%, 1\%)$ ، وتبين قيمة معامل التحديد المعدل (R^2) أن (70%) من التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم سببها المتغير (E_{t-1}) ، في حين (30%) سببها متغيرات أخرى.

٥- علاقة اسعار الفائدة للقروض طويلة الأجل بأسعار الأسهم :-

ولتوضيح ذلك تم قياس العلاقة بين أسعار الأسهم كمتغير تابع (p_{st}) والمتغيرات المستقلة المتمثلة بأسعار الفائدة للقروض الحالي (R_t) ، والمتباطيء زمنياً بسنة (R_{t-1}) ، والمتباطيء زمنياً بسنتين (R_{t-2}) (2) ، وقد كانت أفضل النتائج للنموذج $(Pst = 296.48 - 15.622R_t)$ ، اذ كانت قيمة الخطأ المعياري للتقدير $(S.E.E = 25.010)$ وهي اقل من الخطأ المعياري للتقدير $(32.904, 37.779)$ العلاقة ما بين $(R_{t-1}$ و $p_{st})$ وما بين المتغيرين $(R_{t-2}$ و $p_{st})$ وعلى التوالي، ويشير التحليل الاقتصادي للنموذج المنتخب الى العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة للقروض الحالي وأسعار الأسهم وهذا يتفق مع المنطق الاقتصادي، ويشير اختبار (t) الى معنوية المعلمة المقدرة عند مستوى معنوية $(5\%, 1\%)$ ، اذ بلغت (3.761) ، في حين بلغت (F) المحتسبة نحو (14.14) ، مما يشير الى معنوية الانحدار ككل عند مستوى معنوية $(5\%, 1\%)$ ويوضح (R^2) أن التغيرات الحاصلة في (Ps) نتيجة التغيرات الحاصلة في (r_t) بلغت نحو (56%) ، وما تبقى (44%) يعود الى متغيرات أخرى.

يتضح مما تقدم، أن أفضل المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة على المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة العراق للأوراق المالية، تتمثل في عرض النقد الضيق الحالي (M_t) والنواتج المحلي الأجمالي الثابت الحالي (G_t) ، والرقم القياسي لأسعار المستهلك الحالي (I_t) ، ومعدل صرف الدولار/الدينار العراقي المتباطيء زمنياً بسنة (E_{t-1}) ، وأسعار الفائدة للقروض الحالي (R_t) بناءً على اجتياز هذه المتغيرات للمعايير الاقتصادية والاحصائية.

ب - المرحلة الثانية :- تم تقدير واختبار تأثير جميع هذه المتغيرات على الدالة موضوع

الدراسة وبالصيغ الخطية واللاخطية وباستخدام طريقة الانحدار التدريجي الخلفي، وقد أرشأت الدراسة، أن تعرض نتائج تقدير واختبار النموذج الخطي، كونه أفضل النماذج تعبيراً عن الدالة، وكذلك للتعرف على آثار سوء التوصيف الناجم عن استبعاد توضيحي عند كل خطوة من خطوات هذه الطريقة،

والتوصل الى النموذج الذي يكون عنده الأثر الصافي لأستبعاد متغير أو متغيرات توضيحية أكبر ما يمكن . وكما هو واضح في الخطوات الآتية :-

الخطوة الأولى :- يتضمن النموذج في هذه الخطوة جميع المتغيرات التوضيحية وقد كانت النتائج كالآتي :-

$$Ps_t = 430.3 + 2.202M_t + 1.172G_t + 0.305I_t - 0.144E_{t-1} - 0.1238R_t$$

$$t \quad 1.907 \quad 1.983 \quad 1.718 \quad 0.194 \quad -1.541 \quad -1.016$$

$$ta \quad \quad 1.519 \quad 1.018 \quad 0.184 \quad 0.340 \quad 0.267$$

$$R=0.936 \quad R^2=0.877 \quad R^{-2}=0.789 \quad F=9,950 \quad S.E.E=16.644 \quad D.W=1.443$$

يلاحظ من نتائج النموذج أن قيمة معامل التحديد المعدل قد بلغت (84.6 %) ، وهو مقدار التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم التي سببها المتغيرات التوضيحية في النموذج أعلاه ، في حين أن حوالي (15.4 %) من التغيرات الحاصلة في (Ps_t) سببها متغيرات أخرى ، وقد أظهر اختبار (t) عدم معنوية المعلمات المقدرة عند مستوى معنوية (5 % ، 1 %) ، وذلك نتيجة لآثار مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات التوضيحية ككل ، في حين أظهر اختبار (F) معنوية نموذج الانحدار ككل عند مستوى معنوية (5 % ، 1 %) ، ويشير التحليل الاقتصادي الى اتفاق جميع أشارت معلمات المتغيرات الاقتصادية مع المنطق الاقتصادي .

الخطوة الثانية :- لقد أستبعد في هذه الخطوة المتغير (I_t) الذي يمثل الرقم القياسي لأسعار المستهلك وكانت النتائج كالآتي :-

$$Ps_t = 394.2 + 2.209M_{t-1} + 1.232G_t - 0.117E_{t-1} - 5.088R_t$$

$$t \quad 3.304 \quad 2.651 \quad 2.167 \quad -1.449 \quad -1.107$$

$$Beta \quad \quad 1.420 \quad 1.071 \quad -0.323 \quad -0.244$$

$$R=0.936 \quad R^2=0.876 \quad R^{-2}=0.814 \quad F=14.122 \quad S.E.E=15.610$$

$$D.W = 1.342$$

ويتبين من نتائج النموذج أعلاه :-

١. ارتفاع قيمة معامل التحديد المعدل (R^2) من (0.846) في الخطوة الأولى الى (0.876) في الخطوة الثانية ، مما يشير الى ضعف العلاقة ما بين المتغير المستبعد (I_t) والمتغير التابع (Ps_t) ، وذلك لا يتفق مع المنطق الاقتصادي من ان الاسهم وسيلة تحوط جيدة اتجاه التضخم ، وبالأذا ان كان الارتفاع في المؤشر العام لأسعار الأسهم بمستوى التضخم ، ولكنه يتفق مع الواقع الاقتصادي للعراق من ان معظم الأفراد يفضلون استبدال موجوداتهم النقدية بموجودات حقيقية (اراضي وعقارات ، سلع معمرة ، وذهب) فضلاً عن الموجودات الأجنبية عند حصول ارتفاع في الاسعار وذلك للحفاظ على القيمة الحقيقية لتلك الأرصدة النقدية بدلا من التوجه لسوق الاسهم واتخاذها وسيلة للتحوط اتجاه التضخم وذلك لضعف الوعي الاستثماري .
 ٢. ارتفاع قيمة (F) المحتسبة من (10.88) في الخطوة الأولى الى (16.89) في الخطوة الثانية ، وكذلك ارتفاع معنوية معاملات المتغيرات المتبقية حسب اختبار (t) ، وذلك لتحيز قيم هذه المعلمات نحو الأعلى بدرجة أقل من تحيز تباينها المقدر نحو الأسفل ، وقد انعكس هذا في قيمة الخطأ المعياري للتقدير ($S.E.E$) الذي انخفض من (294.6) في الخطوة الأولى الى (264.2) في الخطوة الثانية ، مما يعني ان الأثر الأيجابي لاستبعاد المتغير (I_t) المتمثل بتخفيض تباينات معاملات المتغيرات المتبقية كان أكبر من أثره السلبي المتمثل بتحيز قيم تلك المعلمات .
- الخطوة الثالثة :-** وفي هذه الخطوة أستبعد المتغير (R_t) الذي معدل الفائدة على القروض طويلة الاجل وكانت النتائج كالآتي :-

$$Ps_t = 337.35 + 2.014M_t + 1.046G_t - 0.149E_{t-1}$$

$$t \quad 3.094 \quad 2.566 \quad 1.902 \quad -1.930$$

$$Beta \quad 1.390 \quad 0.909 \quad -0.409$$

$$R=0.926 \quad R^2=0.857 \quad R^2=0.809 \quad F=17.977 \quad S.E.E=15.80526$$

$$D.W=1.226$$

ويلاحظ من نتائج النموذج أعلاه :-

١- انخفاض قيمة معامل التحديد المعدل (R^2) من (0.814) في الخطوة الثانية الى (0.809) في الخطوة الثالثة ، مما يشير الى وجود علاقة مابين المتغير المستبعد (R_t) و (P_{st}) ، وهذا يتفق مع المنطق الاقتصادي الذي يؤكد على العلاقة العكسية ما بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم وتحكم الأولى بالثانية . ففي إطار النشاط الاقتصادي ، فإن الارتفاع في أسعار الفائدة يؤدي الى زيادة كلفة اقتراض الشركات الأمر الذي سيؤثر على مستوى أرباحها ، فضلاً عن الانخفاض العام في مستوى الطلب للاقتصاد الذي سيؤثر سلبياً على مبيعات الشركات المختلفة . أما في إطار السوق المالية فارتفاع سعر الفائدة يؤثر ندرة النقود في الاقتصاد مما يدفع الى التحول ، وفي إطار الحافظة الاستثمارية ن الموجودات الأقل سيولة (الأسهم والسندات) الى النقود التي تتمتع بسيولة كاملة .

٢- ارتفاع معنوية نموذج الانحدار ككل حيث ارتفعت (F) المحتسبة من (14.122) في الخطوة الثانية الى (17.98) في الخطوة الثالثة ، كذلك ارتفاع معنوية معلمات المتغيرين (E_t) حسب اختبار (t) ، وذلك لتحيز قيم تلك المعلمات نحو الأعلى بدرجة أقل من تحيز تباينها المقدر نحو الاسفل ، في حين انخفضت معنوية معلمات المتغيرين (M_t, G_{t+1}) وذلك لتحيز قيم تلك المعلمات نحو الأسفل بدرجة اكبر من مقدار الانخفاض في تباينهما المقدر ، وقد انعكس هذا كله في ارتفاع قيمة الخطأ المعياري للتقدير من (15.610) في الخطوة الثانية الى (15.805) في الخطوة الثالثة ، مما يعني أن الأثر السلبي لأستبعاد المتغير (R_t) كان أكبر من اثره الايجابي .

ج- اختيار أفضل نموذج لتمثيل أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية

أظهر تحليل النتائج السابقة لخطوات الانحدار التدريجي الخلفي ، أن إدخال جميع المتغيرات التوضيحية في النموذج قيد الدراسة يعطي صورة أكثر واقعية بحيث يكون النموذج المقدر قريباً من النموذج الحقيقي ، ومن ثم التوصل الى مقدرات غير متحيزة ، الا أنه في الوقت نفسه يؤدي الى اتساع حجم تباينات المعلمات المقدرة ، وذلك لوجود مشكلة الارتباطي الخطي المتعدد مابين المتغيرات التوضيحية ، لذلك بلغ الخطأ المعياري للتقدير في الخطوة الأولى نحو (16.643) بسبب ارتفاع مركبة التباين فيه ، وأن أستبعاد المتغيرين (R_t, I_t) في الخطوة الثانية والثالثة وعلى التوالي ينشئ مشكلة سوء

التوصيف الناجم عن حذف متغير ، والذي أدى الى تخفيض تباينات معاملات المتغيرات المتبقية (اثر ايجابي) بدرجة أكبر من تحيز قيمها.

لذلك فإن نموذج الخطوة الثانية هو النموذج الافضل لأسعار الأسهم في بورصة العراق للأوراق المالية وذلك لأمتلاكه أقل خطأ معياري للتقدير والبالغ (15.610) والذي كان عنده الأثر الأيجابي لحذف متغير توضيحي أكبر من أثره السلبي وذلك مقارنة بالخطوات السابقة واللاحقة .

عليه ينبغي تحليل نتائج هذا النموذج اذ بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (R^2) نحو (81.4 %) ، وهو مقدار التغيرات الحاصلة في (P_s) التي سببها المتغيرات (M_t, E_t, R_t, G_{t+1}) ، في حين ان (18.6 %) من التغيرات الحاصلة في (P_{st}) سببها متغيرات أخرى ، وأظهر اختبار (F) معنوية انحدار النموذج ككل عند مستوى معنوية (5 % ، 1 %) ، وبين اختبار (t) معنوية المعلمة المقدرة للمتغيرين

(M_t, G_t) عند مستوى معنوية (5 % ، 1 %) وعلى التوالي، ومعنوية المعلمة المقدرة (R_t, E_{t-1}) عند مستوى معنوية (15 %) وبين اختبار ($D.W$) وقوع القيمة المحتسبة للنموذج في منطقة القبول عند مستوى معنوية (5 % ، 1 %) ، مما يشير الى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتبقيات العشوائية في السلسلة الزمنية المستخدمة .

وفيما يتعلق (بالتحليل الاقتصادي)* ، فيشير التقدير الخاص بعرض النقود الحالي (M_t) الى العلاقة الطردية بينه وبين أسعار الأسهم مقدارها (1.420) وحدة معيارية ، أي ان ارتفاع عرض النقود في السنة الحالية بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى ارتفاع الرقم القياسي لأسعار الأسهم بمقدار (1.420) وحدة بافتراض ثبات العوامل الأخرى ، وهذا يشير الى قوة العلاقة ما بين المتغيرين (M_t) و (P_{st}) فضلاً عن معنوية العالية لمعلمة عرض النقود الحالي حسب اختبار (t) ، وهذا يتفق تماماً مع النظرية الاقتصادية ، ولاسيما آراء المدرسة النقدية . فالزيادة في عرض النقود تؤثر في مجمل الاقتصاد ، اذ ان زيادة الأرصدة النقدية لدى الوحدات الاقتصادية ، تؤدي الى حدوث اختلال في المحفظة الاستثمارية لتلك الوحدات بحيث تنشأ لديها الرغبة في إعادة التوازن فيها ، وذلك لأن زيادة الأرصدة النقدية تعني

* لغرض التحليل الاقتصادي لمدى تأثير المتغيرات التوضيحية على أسعار الأسهم ، فقد أستعين بمعاملات ($Beta$) وذلك لاختلاف وحدات القياس للمتغيرات التوضيحية ما بين (مليون دولار) لقياس عرض النقد الضيق ، و(الدینار) لقياس معدل صرف الدولار مقابل الدينار العراقي ، ونسبة مئوية لقياس سعر الفائدة للقروض طويلة الأجل .

أنخفاض المنفعة الحدية للنقد، الأمر الذي يدفع الوحدات الاقتصادية الى التخلص منها واستبدالها بالموجودات المالية الأخرى ومنها الأسهم مما سيرفع من الطلب عليها ويرفع من أسعارها .

ويشير التقدير الخاص بمعدل صرف الدولار/الدينار العراقي في السنة السابقة (E_{t-1}) الى العلاقة العكسية بينه وبين أسعار الأسهم (Ps_t) مقدارها (0.323) وحدة معيارية ، أي ان ارتفاع معدل صرف الدولار / الدينار العراقي في السنة السابقة بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى ارتفاع الرقم القياسي لأسعار الأسهم بمقدار (0.323) نقطة بافتراض ثبات العوامل الأخرى ، وهذا يتفق مع المنطق الاقتصادي الذي يؤكد على أن ارتفاع معدل صرف الدولار/الدينار العراقي ، يؤدي الى انخفاض قيمة الدينار العراقي ، مما يدفع بالأفراد الذين يحتفظون بأرصدة عراقية الى التخلص منها واستبدالها بالموجودات المالية الأخرى ومنها الأسهم ، مما سيزيد من الطلب عليها ويرفع من أسعارها . الا انه لوحظ ضعف تأثير معدل صرف الدولار/الدينار العراقي على أسعار الأسهم ، اذ لم يتجاوز (0.323) وحدة معيارية ، فضلاً عن عدم معنوية معلمة معدل صرف الدولار/الدينار العراقي حسب اختبار (t) عند مستوى معنوية (1%، 5%) ، مما يعني أن الأسهم لا تمثل البديل الوحيد والمفضل امام الأفراد الذين يحتفظون بأرصدة عراقية ويبغون التخلص منها لأنخفاض قيمتها ، فقد يقوم هؤلاء باستبدالها بالدولار او بأية عملات أجنبية أخرى في إطار نفس سوق الصرف الأجنبي . لذلك تكون العملات الأجنبية الأخرى بديلاً قريباً وأسهل مقارنة بالأسهم والسندات والتي يتم تداولها في سوق أخرى هي سوق رأس المال .

بينما يشير التقدير الخاص بأسعار الفائدة للقروض في السنة السابقة (R_t) الى العلاقة العكسية بينه وبين أسعار الأسهم (Ps_t) مقدارها (0.244) وحدة معيارية ، أي أن ارتفاع أسعار الفائدة للقروض بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى انخفاض أسعار الأسهم (0.244) نقطة بافتراض ثبات العوامل الأخرى ، وهذا يتفق مع المنطق الاقتصادي الذي يؤكد على العلاقة العكسية ما بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم وتحكم الأولى بالثانية . ففي إطار النشاط الاقتصادي ، فإن الارتفاع في أسعار الفائدة يؤدي الى زيادة كلفة اقتراض الشركات الأمر الذي سيؤثر على مستوى أرباحها ، فضلاً عن الانخفاض العام في مستوى الطلب للاقتصاد الذي سيؤثر سلباً على مبيعات الشركات المختلفة . أما في إطار السوق المالية فارتفاع سعر الفائدة يؤثر ندرة النقود في الاقتصاد مما يدفع الى التحول ، وفي إطار الحافظة الاستثمارية من الموجودات الأقل سيولة (الأسهم والسندات) الى النقود التي تتمتع بسيولة كاملة . الا انه لوحظ ضعف تأثير سعر الفائدة للقروض على أسعار الأسهم ، اذ لم يتجاوز (0.244) وحدة معيارية ، وهذا يتفق مع واقع الاقتصاد العراقي الذي شهد انخفاضاً في سعر الفائدة الحقيقي للقروض ،

نتيجة لتفوق الارتفاع الكبير والمستمر في المستوى العام للأسعار على الزيادة الحاصلة في سعر الفائدة الأسمي للقروض.

المحور الرابع :- اثر الازمة المالية العالمية على اسعار الاسهم لسوق العراق للاوراق المالية
 للتعرف على مدى تأثير الازمة المالية العالمية لعام (2008) على اسعار الاسهم للسوق قيد الدراسة ، تم اضافة المتغير الوهمي (D) الى النموذج المنتخب لاسعار الأسهم في السوق قيد الدراسة ، وذلك بالتعبير عنه بالعدد (٠) في حالة عدم وجود الازمة وللمدة (٢٠٠٤-٢٠٠٧) وللمدة (٢٠١٢-٢٠١٦)، والعدد (١) في حالة وجود الازمة وللمدة من (٢٠١١-٢٠٠٨) وقد كانت النتائج كالآتي :-

$$P_t = 108.7 + 1.97M_t + 0.827 G_t + 0.077 E_{t-1} - 7.393 R_t + 32.19D$$

$$t \quad 0.88 \quad 3.67 \quad 1.99 \quad 0.917 \quad 2.26 \quad 3.11$$

$$Bete \quad 1.362 \quad 0.719 \quad 0.212 \quad 0.355 \quad 0.450$$

$$R=0.971 \quad R^2=0.948 \quad R^{-2}=0.911 \quad F=25.47$$

$$S.E.E=10.182 \quad D.W=2.29$$

ويلاحظ من النتائج مايلي :-

١- يشير التحليل الاقتصادي لمعلمة المتغير (D_t) الى العلاقة الطردية بينه وبين أسعار الأسهم مقدارها (0.450) وحدة معيارية، أي أن الازمة المالية العالمية ادت الى ارتفاع اسعار الاسهم بمقدار (0.450)، وهذا لا يتفق مع المنطق الاقتصادي من ان الازمة العالمية ادت الى تراجع مؤشرات اسواق المال في البلدان المتقدمة والنامية ومنها اسعار الاسهم ، ولكنه يتفق مع واقع سوق العراق للاوراق المالية الذي شهد ارتفاعا في الرقم القياسي لاسعار الاسهم من نحو (34.6) نقطة عام (2007) قبل الازمة المالية الى نحو (58.7) نقطة عام الازمة (2008) واستمر بالارتفاع طيلة مدة امتداد اثار الازمة (2008-2011) حتى وصل نحو (136) نقطة عام (2011) ، ونحو (125) نقطة عام (2012) ، وذلك بسبب ارتفاع اسعار النفط وبالذات خلال

المدة (2007-2011) حيث وصل سعر برميل النفط نحو (105) دولار للبرميل عام (2013) بعد ما كان يبلغ (٣٦) دولار للبرميل عام (٢٠٠٤) ، في حين شهدت المدة (-2016 2014) انخفاضاً في الرقم القياسي لأسعار الاسهم الى نحو (96 ، 49) نقطة عامي (2014, 2016 على الرغم من انتهاء اثار الازمة المالية ، وذلك يعود الى انخفاض اسعار النفط ما دون (50) دولار للبرميل لعامي (٢٠١٦-٢٠١٥) ، وهذا يعني عدم تاثر الاقتصاد العراقي و سوقه المالية بالازمة المالية لعدم انفتاحه على الخارج وبالذات من حيث الاستثمارات الاجنبية، بل كان تابعاً لانخفاض وارتفاع اسعار النفط ، لذلك فان المتغير الوهمي اصبح يعبر ضمناً عن اثر ارتفاع اسعار النفط وانخفاضها بدلاً من التعبير عن الازمة المالية والذي هو الغرض من اضافته الى النموذج لذلك ظهرت الاشارة الموجبة لتعكس العلاقة الطردية بين المتغير الوهمي واسعار الاسهم ، فضلاً عن معنوية (مصادقية) معلمة هذا التأثير للمتغير (D) عند مستوى معنوية 1% (5% ، اذ بلغت قيمة (t) المحتسبة له (3.11). الى جانب ذلك فقد أدى ادخال متغير الازمة المالية (D) الى النموذج المنتخب الى نتائج ايجابية ومهمة على المعايير الاقتصادية والاحصائية والقياسية وكما يلي :-

١- انخفاض قيمة معلمة التقاطع (الثابت) للنموذج المنتخب من نحو (394.19) قبل اضافة المتغير الوهمي الى نحو (108.7) بعد اضافته مما يشير اهمية هذه المتغير في شرح التغيرات الحاصلة في اسعار الاسهم للسوق قيد الدراسة.

٢- تحسن كبير في القوة التفسيرية للنموذج ، فقد ارتفعت قيمة معامل التحديد المعدل (R^2) من (0.814) الى (0.911) عند ادخال المتغير (D) ، وهذا يشير الى وجود علاقة قوية بين المتغيرين (D) و (P_{St}) .

٣- تحسن معنوية نموذج الانحدار ككل حيث ارتفعت (F) المحتسبة من (14.12) الى (25.47) ، كما ارتفعت معنوية معلمات المتغيرين (M_t , R_t) لتحيز قيم هاتين المعلمتين بدرجة أقل من تخفيض تباينها المقدر ، في حين انخفضت قليلاً معنوية (G_t , E_{t-1}) لارتفاع تباينها المقدر بدرجة اكبر من انخفاض قيمتها المقدر.

٤- وقد انعكاس هذا كله في انخفاض قيمة الخطأ المعياري للتقدير من (15.610) الى (10.817) بعد اضافة المتغير الوهمي ، مما يعني ان اضافة هذا المتغير الى النموذج المنتخب

كان له اثر ايجابي ومهم على نتائج النموذج المنتخب أكبر من الأثر السلبي له. وهذا يعني بدورها ان المتغير (D) هو متغير مهم ومؤثر على سوق العراق للاوراق المالية.

جدول (٢) المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على اسعار الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية

السنة	الرقم القياسي لاسعار الاسهم ٢٠٠٩=١٠٠	معدل التغير %	عرض النقد الضيق بالاسعار الجارية مليون دينار	الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الثابتة ٢٠٠٧=١٠٠	الرقم القياسي لاسعار المستهلك ٢٠٠٧=١٠٠	معدل صرف الدولار / الدينار العراقي	معدل الفائدة للقروض طويلة الاجل
٢٠٠٤	٣٩,٥	----	١٠١٤٩	١١١,٢	٩٢	١٤٣٣	١٣,٦٦
٢٠٠٥	٤٥,٧	١٠,٥	١٠٨٥٨	١١٢٣,٠	٩٦	١٤٧٨	١٣,٩٩
٢٠٠٦	٢٥,٣	٥٠, -	١٥٩٨٥	١١٣٩٣	٩٢	١٣٠٤	١٤,٥
٢٠٠٧	٣٤,٦	٣٨	٢١٧٢١	١١٥٤٦	١٠٠	١٢٦٧	١٨,٠٠
٢٠٠٨	٥٨,٧	٧٠	٢٨١٩٠	١٢٣١٠	١١٠	١٢٠٣	١٦,٢٥
٢٠٠٩	١٠٠	٤٨	٣٧٤٠٠	١١٣٠٣	١٢٢	١١٨٢	١٤,٨
٢٠١٠	١٠١	١	٥١٧٤٣	١٢٩٧٥	١٢٥	١١٩٣	١٣,٥
٢٠١١	١٣٦	٣٦	٦٢٤٧٤	١٦٢١٠	١٣٢	١٢٠٢	١١,٤
٢٠١٢	١٢٥	٠,٨ -	٦٣٧٣٦	١٦٢٥٨	١٤٠	١٢٣٣	١١,٢
٢٠١٣	١١٣	٠,٧ -	٧٣٨٣١	١٧٢٩٨	١٤٣	١٢٣٢	١٠,٨
٢٠١٤	٩٢	١٧ -	٧٢٦٩٢	١٧٥٣٣	١٤٦	١٢١٤	١١,٧
٢٠١٥	٨٧	٥,٣ -	٦٥٤٤٩	١٨٢٣٣	١٤٨	١٢٤٧	١١,٥
٢٠١٦	٩٠	٣,٥	٧٠٧٤٠	١٩٣٧٠	١٤٥	١٢٧٥	١١,٠

المصدر :

- البنك المركزي العراقي ، المديرية العامة للأحصاء والأبحاث ، النشرة السنوية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٦)
- سوق العراق للاوراق المالية ، قسم الدراسات وتحليل المعلومات ، التقارير السنوية للأعوام (٢٠٠٤ - ٢٠١٦).

الاستنتاجات والتوصيات:-

وفي ضوء ما تقدم من البحث والتحليل ، تم أستخلاص عدد من الاستنتاجات وكما يأتي :-

١- كان دور سوق العراق لالوراق المالية في تمويل النشاطات الاقتصادية للقطاع الخاص والقطاع الحكومي محدود جدا لضعف سوق الاسهم ، وعدم وجود سوق للسندات فيه. فضلا عن تركيز نشاطه في القطاعات الخدمية وبالذات المصارف مقابل القطاعات الانتاجية ، وان نشاط السوق كان تابعا لتذبذب اسعار النفط وذلك لتاثر السياسة المالية للحكومة وتاثر النشاط الاقتصادي بذلك ، وان الاقتصاد العراقي ومنها سوقه المالية لم تتاثر بالازمة المالية العالمية عام (٢٠٠٨) لكونه اقتصاد غير منفتح عالميا من حيث أستثماراته في الخارج او من الاستثمارات الاجنبية فيه ، لعدم توفر البيئة الجاذبة له .

٢- أظهرت نتائج التحليل القياسي للعلاقة ما بين المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة واسعار الاسهم للسوق قيد الدراسة ، أن النموذج الخطي هو أفضل النماذج تعبيراً على واقع هذه السوق، وقد كان نموذج الخطوة الثانية افضل نموذج لاسعار الاسهم للسوق المذكورة وفق طريقة الانحدار التدريجي الخلفي، وقد تبين من تحليل الاقتصادي لهذه الخطوة ما يأتي :-

١- ملائمة تحليل المدرسة النقدية لظروف الاقتصاد العراقي بوصفه من الاقتصادات النامية ، والذي يؤكد على العلاقة المباشرة ما بين عرض النقد والنشاط الاقتصادي..

ب- قوة الارتباط والعلاقة ما بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم للسوق قيد الدراسة ، اذ بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (R^2) نحو (٨١،٤٪) .

ج- قوة تأثير مستوى النشاط الاقتصادي الحالي على اسعار الاسهم ، في حين كان تأثير تغير أسعار صرف الدينار العراقي مقابل الدولار على أسعار الأسهم ضعيف ، وذلك يعود الى ميل وتفضيل الأفراد الى أستبدال أرصدتهم المحلية بالعملات الأجنبية بدلاً من شراء الأسهم والسندات ، وذلك عند انخفاض قيمة عملاتهم المحلية ، كذلك ضعف تأثير معدل الفائدة للاقراض على أسعار الأسهم ، مما يشير الى تفضيل الأفراد العراقيين الى التحول وفي إطار

الحافظة الاستثمارية من الموجودات الأقل سيولة (الأسهم والسندات) الى النقود التي تتمتع بسيولة كاملة .

التوصيات:-

وفي ضوء ما تقدم من نتائج ، يمكن صياغة التوصيات الآتية :-

١ - ينبغي للبنك المركزي العراقي أن يمارس دوراً في معالجة التخلف الاقتصادي والمالي للعراق ، فهو لايشتمل فقط على الرقابة الفعالة على النقد والائتمان المصرفي، والعمل على تحقيق الاستقرار النقدي من خلال وسائلها المباشرة وغير المباشرة ، وإنما يتعدى ذلك الى تطوير الأنظمة المصرفية والنقدية والمالية وبالذات المصارف التجارية والسوق المالي الى مستوى يتلاءم مع متطلبات النمو الاقتصادي والمالي وأستمراره زماناً ومكاناً وذلك من خلال ما يأتي :-

أ- السماح بإنشاء مصارف استثمار ، ولاسيما للترويج والاكتتاب في الأصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وضمان الاكتتاب بها للمساهمة في تنشيط السوق المالية والعمل المصرفي من جانب. و تمكين صغار المدخرين من بناء محفظة استثمارية تتوافر فيها جميع متطلبات التنوع بما يتلاءم مع المستثمر الصغير، كما يمكن للشركات الكبيرة والحكومة المشاركة في مثل هذه الصناديق.

ب- السماح للمصارف باقامة مؤسسات تمويل مشتركة تساهم فيها، وتضمن إصداراتها من الأسهم ، وتوفر لها ما تحتاجه من تمويل ، على ان تقوم هذه بتقديم التمويل لأجل مختلف .

٢- تعديل الأنظمة الضريبية بإدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى. والعمل على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية

٣- الا هم من هذا كله ينبغي اعتماد استراتيجية لتتبع مصادر الانتاج والدخل القومي ،للتخلص من دوامة تأثير الاقتصاد الوحيد الجانب ، والعراق يمتلك امكانات وموارد طبيعية وبشرية عديدة ومتنوعة تمكنه من تحقيق تنمية شاملة ومستدامة ،ولكنه يحتاج الى اتخاذ خطوات وتغييرات عميقة سياسية واقتصادية واجتماعية مؤسسية وتحولات جذرية على مستوى التصميم على التغيير وبلورة استراتيجيات وسياسات العمل من اجله ،وصياغة الادوات اللازمة للتنفيذ ،بحيث يتحقق تبدل جوهري في توجهات الاقتصاد ومضمون الانماء وادائهما، وذلك لايتحقق الا بوجود حكومة وطنية موحدة مستقلة سياسيا واقتصاديا ،بحيث تستطيع السيطرة على مقدرات البلاد الاقتصادية وتوجيهها باتجاه تعزيز حالة النمو والاستقرار في سبيل ايجاد الحلول للمشاكل الاقتصادية .

الهوامش :-

- ١- حسن الدجيلي، كيف نشأت البورصة في بغداد ، مجلة غرفة تجارة بغداد ، مجلد ١٤ ، أيلول / ١٩٥١ ، ص ص ٤١٣ - ٤٢٣ .
- ٢- عبد المنعم السيد علي ، سياسات الاستثمار في العراق ، (١٩٥٠ - ١٩٨٧) ، ندوة سياسات الاستثمار في البلاد العربية ، تحرير سعيد النجار ، الصندوق العربي للأمناء الاقتصادي والاجتماعي ، مؤسسة دار الهلال ، القاهرة ، ١٩٨٩ ، ص ٢٦٩ .
- ٣- سوق العراق للأوراق المالية ، العلاقات العامة ، التقرير الأول ، لشهر تموز ، ٢٠٠٤ ، ص ص ٤-٥ .
- ٤- د. خالد حسين الصواف ، أسواق الأوراق المالية في اقطار عربية مختارة ، مجلة كلية صدام للحقوق ، جامعة صدام ، المجلد ٦ ، العدد ٩ ، نيسان ، ٢٠٠٤ ، ص ٩٦ .
- ٥- سوق بغداد للأوراق المالية ، قسم الدراسات وتحليل المعلومات ، التقارير السنوية للاعوام (١٩٩٦ - ٢٠٠٢) .
- ٦- د. اديب قاسم شندي ، الاسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية - سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة - مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، ٢٠١٣ ، ص ١٦٥ .
- ٧- د. حيدر يونس الموسوي ، انعكاسات الازمة المالية العالمية على اسواق المال العربية (دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة للمدة ٢٠٠٣ - ٢٠٠٨ ، مجلة الادارة والاقتصاد ، الجامعة المستنصرية ، ٢٠١١ ، ص ١٨٠ .
- ٨- احتسبت من قبل الباحث بالاعتماد على :-
- هيئة الاوراق المالية ، التقرير السنوي عن حركة التداول في سوق العراق للأوراق المالية ، للاعوام ٢٠٠٤ - ٢٠١٦ .
- سوق العراق للأوراق المالية ، الجداول الاحصائية ، للاعوام ٢٠٠٤ - ٢٠١٦ .
٩- صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، للاعوام ٢٠٠٥ - ٢٠١٢ .

١٠- د. اسامة جبار مصلح ، اثار انخفاض اسعار النفط على البطالة في العراق ، بحث مقدم للندوة العلمية (الاقتصاد العراقي وتحديات المرحلة المقبلة) ، مركز المستنصرية الدراسات العربية والدولية ، ٢٠١٦ ، ص ٧-٤.

١١- هيئة الاوراق المالية ، مصدر سبق ذكره ، للاعوام ٢٠٠٤-٢٠١٦.

١٢- سوق العراق للاوراق المالية ، مصدر سبق ذكره ، مصدر سبق ذكره ، للاعوام ٢٠٠٤-٢٠١٦.

١٣- البنك المركزي العراقي ، التقرير الاقتصادي السنوي ، عام ٢٠١٤ ، ص ٤٥.

١٤- هيئة الاوراق المالية ، مصدر سبق ذكره ، عام ٢٠١٥ ، ص ٧.

15-Michal S.Rozeff , the Money supply & The stock Market , Financial Analysts Journal (sep – oct , 1975).P120.

16- Charles N.Henning , William pigott , and Robert seott , Financial Market & The Economy , (New York : Prentice Hall , Inc , 1975),P228.

١٧- د. عماد محمد علي العاني ، اندماج الأسواق المالية الدولية أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي ، بيت الحكمة ، بغداد ، ٢٠٠٢ ، ص ص ٢٨٥ - ٢٨٦ .

١٨- عوض فاضل إسماعيل الدليمي ، الموقف الراهن للجدال بين الكينزيين والنقديين حول كيفية تأثير التغيرات النقدية الى مستوى النشاط الاقتصادي ومدى ملائمتها للاقتصادات النامية ، مجلة جامعة صدام للحقوق ، جامعة صدام ، المجلد ١ ، العدد ٣ ، ١٩٩٧ ، ص ٥٨-٥٩.

١٩- باري سيجل ، النقود والبنوك والاقتصاد ك وجهة نظر النقديين ، ترجمة د . طه عبد الله منصور و د. عبدالفتاح عبدالرحمن . (الرياض ، دار التريح ، ١٩٨٧ ، ص ٤٨٧.

٢٠- لمزيد من الاطلاع :-

- عبد المنعم السيد علي ، اقتصادات النقود والمصارف (الجزء الأول) ، الطبعة الثانية ، مطبعة الديواني ، بغداد ، ١٩٨٦ ، ص ص ٥٤-٥٦.

- د. ناظم محمد نوري الشمري ، النقود والمصارف ، دار الكتب للطباعة والنشر ، الموصل ، ١٩٨٨ ، ص ص ٤٣-٤٠.

- د. وداد يونس يحيى ، النظرية النقدية (النظريات - المؤسسات - السياسات)، الجامعة المستنصرية ، ٢٠٠١ ، ص ص ٦٠-٦٣.

- ٢١-د. عوض فاضل الدليمي ،مصدر سبق ذكره ،ص ٥٧.
- ٢٢-د. عماد محمد علي ،مصدر سبق ذكره ،ص ٢٩٢.
- ٢٣-منير إبراهيم هندي ، الارواق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ١٩٩٩ ، ص ص ٢٩٦-٣٠٠.
- ٢٤-منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشأة المعارف بالإسكندرية ، ١٩٩٩ ، ص ص ٢٣-٢٥.
- 25-George L.Leffer , The Stock Market , The Ronald press Company , New York , 1951.pp 477-458.
- 26-David Sutton , Understanding the stock Market , probus publishing Company , New York , 1989 ,p656.

٢٧-لمزيد من الاطلاع :-

- فاخر عبد الستار حيدر ، تحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم ، أطروحة دكتوراه فلسفة في الاقتصاد مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، ١٩٩٦ ، ص ص ١٨٥-١٨٧.

٢٨-لمزيد من الاطلاع :-

- د. وليد إسماعيل السيفو ، المدخل الى الاقتصاد القياسي ، مديرية دار الكتب للطباعة والنشر ، جامعة الموصل ، ١٩٨٨ . ص ٣٥.

- د. عادل عبد الغني محبوب ، كيف يعمل المختص بحقل الاقتصاد القياسي (معالجة أجرائية) ، مجلة تنمية الرافيدين ، جامعة الموصل ، كلية الإدارة والاقتصاد ، المجلد ١٩/١٩٨٧ ، ص ٢٣.

- د. عادل عبد الغني محبوب ، حول استخدام طريقة الانحدار التدرجي مع دراسة تطبيقية على دالة الطلب على دور السكن في العراق ، مجلة الإدارة والاقتصاد ، الجامعة المستنصرية ، العدد ٨ ، ك ١٩٨٨/٢ ، ص ص ٢٠-٢١.

٢٩-لمزيد من الاطلاع :-

- كوتسيانيس، نظرية الاقتصاد القياسي ، ترجمة د. محمد عبد العال وآخرون، الجامعة المستنصرية ، مطبعة دار الحكمة للطباعة والنشر ، الموصل ، ١٩٩١ .
- بوتلري راو ، روجر ليروي مبلر ، القياس الاقتصادي التطبيقي ، ترجمة د. أموري كاظم ، د. سعيد علي هادي ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد، ١٩٩٠ . ص ٥٦.

المصادر

١. المصادر العربية

- ١- د. اديب قاسم شندي ، الاسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية - سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، ٢٠١٣ .
- ٢ - د. اسامة جبار مصلح ، اثار انخفاض اسعار النفط على البطالة في العراق ، بحث مقدم للندوة العلمية (الاقتصاد العراقي وتحديات المرحلة المقبلة) ، مركز المستنصرية الدراسات العربية والدولية ، ٢٠١٦ .
- ٣ - البنك المركزي العراقي ، التقرير الاقتصادي السنوي ، عام ٢٠١٤ .
- ٤ - بوتلري راو ، روجر ليروي مبلر ، القياس الاقتصادي التطبيقي ، ترجمة د. أموري كاظم ، د. سعيد علي هادي ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد، ١٩٩٠ .
- ٥ - باري سيجل ، النقود والبنوك والاقتصاد وجهة نظر النقديين ، ترجمة د . طه عبد الله منصور و د. عبدالفتاح عبدالرحمن . (الرياض ، دار المريخ ، ١٩٨٧) .
- ٦ - حسن الدجيلي، كيف نشأت البورصة في بغداد ، مجلة غرفة تجارة بغداد ، مجلد ١٤ ، ١٩٥١ .
- ٧ - د. حيدر يونس الموسوي ، انعكاسات الازمة المالية العالمية على اسواق المال العربية (دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة للمدة ٢٠٠٣ - ٢٠٠٨ ، مجلة الادارة والاقتصاد ، الجامعة المستنصرية ، ٢٠١١ .
- ٨ - صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، للاعوام ٢٠٠٥-٢٠١٢ .
- ٩ - سوق العراق للأوراق المالية ، الجداول الاحصائية ، للاعوام ٢٠٠٤-٢٠١٦ .
- ١٠ - عبد المنعم السيد علي ، اقتصادات النقود والمصارف (الجزء الأول) ، الطبعة الثانية ، مطبعة الديواني ، بغداد ، ١٩٨٦ .

- ١١- عوض فاضل إسماعيل الدليمي ، الموقف الراهن للجدال بين الكينزيين والنقديين حول كيفية تأثير التغيرات النقدية الى مستوى النشاط الاقتصادي ومدى ملائمتها للاقتصادات النامية ، مجلة جامعة صدام للحقوق ، جامعة صدام ، المجلد ١ ، العدد ٣ ، ١٩٩٧ .
- ١٢- عادل عبد الغني محبوب ، كيف يعمل المختص بحقل الاقتصاد القياسي (معالجة أجرائية) ، مجلة تنمية الرافدين ، جامعة الموصل ، كلية الإدارة والاقتصاد ، المجلد ١٩ / ١٩٨٧ .
- ١٣- عادل عبد الغني محبوب ، حول استخدام طريقة الانحدار التدريجي مع دراسة تطبيقية على دالة الطلب على دور السكن في العراق ، مجلة الإدارة والاقتصاد ، الجامعة المستنصرية ، العدد ٨ ، ١٩٨٨ / ٢ .
- ١٤- د. عماد محمد علي العاني ، اندماج الأسواق المالية الدولية أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي ، بيت الحكمة ، بغداد ، ٢٠٠٢ .
- ١٥- فاخر عبد الستار حيدر ، تحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم ، أطروحة دكتوراه فلسفة في الاقتصاد مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، ١٩٩٦ .
- ١٦- كوتسيانيس ، نظرية الاقتصاد القياسي ، ترجمة د. محمد عبد العال وآخرون ، الجامعة المستنصرية ، مطبعة دار الحكمة للطباعة والنشر ، الموصل ، ١٩٩١ .
- ١٧- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ١٩٩٩ ، ص ص ٢٩٦-٣٠٠ .
- ١٨- منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشأة المعارف بالإسكندرية ، ١٩٩٩ ، ص ص ٢٣-٢٥ .
- ١٩- ناظم محمد نوري الشمري ، النقود والمصارف ، دار الكتب للطباعة والنشر ، الموصل ، ١٩٨٨ .
- ٢٠- هيئة الأوراق المالية ، التقرير السنوي عن حركة التداول في سوق العراق للأوراق المالية ، للاعوام ٢٠٠٤-٢٠١٦ .
- ٢١- وداد يونس يحيى ، النظرية النقدية (النظريات - المؤسسات - السياسات) ، الجامعة المستنصرية ، ٢٠٠١ .

٢٢-وليد إسماعيل السيفو، المدخل الى الاقتصاد القياسي ، مديرية دار الكتب للطباعة والنشر ، جامعة الموصل ، ١٩٨٨ . سوق العراق للاوراق المالية، الجداول الاحصائية ،للاعوام ٢٠٠٤-٢٠١٦.

٢-المصادر الاجنبية

- 1-Charles N.Henning , William pigott , and Robert seott , Financial Market & The Economy , (New York : Prentice Hall , Inc , 1975),P228.
- 2-David Sutton , Understanding the stock Market , probus publishing Company , New York , 1989.
- 3- George L.Leffer , The Stock Market , The Ronald press Company , New York , 1951.
- 4 - Michal S.Rozeff , the Money supply & The stock Market , Financial Analysts Journal (sep – oct , 1975).