

# تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وسعر الفائدة (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)

أ.د. بشير مطر هادي

طالبة الماجستير : هبة محمد هيد الزهره

جامعة القادسية / كلية الادارة والاقتصاد / قسم العلوم المالية والمصرفية

2018م

1439هـ

المستخلص :

يهدف هذا البحث الى دراسة قياس وتحليل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وسعر الفائدة اذ استخدم نماذج قياسية لتحليل النموذج منها اختبار استقرارية لذي فولر الموسع (ADF)، و اختبار سببية جرانجر، ونموذج (VAR) لقياس هذا التأثير بشكل كمي ، على الفترة الزمنية ميدان البحث ببيانات ربع سنوية تغطي الفترة (2004-2016) واستنتج وجود علاقة سببيه باتجاه واحد بين القيمة السوقية وسعر الفائدة .

المقدمة :

مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أضحت الضرورة إلى وجود أسواق مالية ذات كفاءة بوصفها أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، وإن ذلك يقتضي توفر قدر كافٍ من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة وتناول في هذه الدراسة العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وسعر الفائدة (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية) والقيمة السوقية للسهم هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق المالية والذي يخضع لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية و السياسية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولي والداخلي و تعريف ايضا القيمة السوقية للسهم بأنها القيمة التداولية للسهم في سوق الاوراق المالية.و تعتبر القيمة السوقية للسهم أهم القيم من وجهة نظر المستثمر، وهي لا تتسم بالثبات بل تقلب من وقت لآخر وفقاً لتغير العوامل المؤثرة عليها. وتتأثر القيمة السوقية تأثراً كبيراً بمعدلات الأرباح التي تقوم الشركة بتوزيعها على الاسهم وبمدى دوريتها وانتظامها وكلما كانت هذه المعدلات منتظمة ومرتفعة كلما زدت القيمة السوقية للسهم . اما سعر الفائدة هو المبلغ المدفوع على الدين كجزء منه خلال مدة زمنية معينة وهناك أنواع مختلفة من سعر الفائدة تتحدد وفقا لتاريخ الاستحقاق، المخاطر المرتبطة بالدين وسهولة تداول الاوراق المالية في السوق والقيمة السوقية للأسهم تتأثر بشكل عكسي بتحركات أسعار الفائدة وذلك لان قيمة الورقة المالية هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية وان سعر الفائدة هو معامل الخصم الذي يستخدم لخصم هذه التدفقات فعند ارتفاع سعر الفائدة تنخفض أسعار الأسهم والحالة بالعكس وأكثر الاوراق المالية تأثراً بانخفاض أو ارتفاع أسعار الفائدة هي السندات طويلة الأجل ذات الدخل الثابت.

**اهمية البحث :** يكتسب البحث اهميته من اظهار دور القيمة السوقية للاسهم في النمو والنشاط الاقتصادي، وبما أن أسواق رأس المال تعد جزءا مهما ومكملا للنشاط الاقتصادي كان لابد من دراسة أسواق رأس المال وتطور أدائها ، والتعرف الى ما تولده اسعار الفائدة من تأثيرات وانعكاسات على القيمة السوقية للاسهم بالقدر الذي يسهم في طرح معلومات جديدة ومهمة لعدد من الجهات المعنية بأسواق رأس المال ، من أجهزة حكومية ومستثمرين وباحثين في هذا المجال .

**مشكلة البحث:** تتمثل مشكلة البحث بالسؤال الاتي :هل هناك علاقة بين القيمة السوقية للاسهم وسعر الفائدة .

**اهداف البحث :** يسعى البحث الى تحديد جملة من الاهداف ,وهي:

- 1- التعرف على القيمة السوقية .
- 2- التعرف على التغيرات في سعر الفائدة .
- 3- قياس وتحليل العلاقة بين القيمة السوقية للاسهم المتداولة في سوق العراق للاوراق المالية وسعر الفائدة.

**منهج البحث :** اعتمد البحث المنهج الاستقرائي في تحليله للعلاقة بين القيمة السوقية للاسهم وسعر الفائدة ، ومن ثم تعزيزه بأسلوب القياس الكمي وذلك لمعرفة درجة تلك العلاقة وحجم التأثير الذي يتركه متغير سعر الفائدة على القيمة السوقية للاسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية .

### **المبحث الاول : الاطار النظري للقيمة السوقية وسعر الفائدة**

**المطلب الاول : مؤشر القيمة السوقية :** يقصد به رسملة السوق المالي (Capitalization) وهو مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط اسعارها في نهاية المدة ويشير ايضا هذا المؤشر الى اجمالي قيمة الاوراق المدرجة في السوق وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة الأسهم للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية تبعا لسعر السوق ) ، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الاجمالي ، ويفترض المحللون الاقتصاديون ان معدل السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الاموال وتنويع المخاطر . وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق (كبر حجم السوق ) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه . و ارتفاع الاسعار الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية او كليهما معا ،

وبالتالي يكون ذلك انعكاساً لارتفاع النشاط الاقتصادي ، وتعزى الزيادة في القيمة السوقية الى العديد من الاسباب من ابرزها : (الدعمي، 2010ص 180)

أ- درجة تطور نشاط السوق نفسه ولا سيما بعد ادخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة وهو ما يعرف بالمشتقات (الخيارات والمبادلات والمستقبلات ) الامر الذي سيحفز العديد من المستثمرين على طلب التمويل وذلك من خلال اصدار انواع مختلفة من الادوات المالية التقليدية والحديثة والتي تشبع رغبة المدخر والمستثمر في ان واحد ، الامر الذي ينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة ، وبالتالي القيمة السوقية للأسهم .

ب-تعد زيادة الطلب على الاوراق المالية ناجمة عن زيادة التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار وهي عوامل تؤدي الى ارتفاع مؤشرات اسعار السوق ، وهي من الاسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية .

ج- التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنولوجية والابتكارات الالكترونية ولا سيما بعد ادخال نظام الكمبيوتر

**المطلب الثاني : سعر الفائدة ( Interest Rate ) :** يتمثل سعر الفائدة ثمن التخلي عن النقود أو رأس المال، وتستخدمه الدولة أداة لضبط الأسواق وتوجيه النشاط الاقتصادي ، لذلك فإنه تغيراً طفيفاً في سعر الفائدة يؤثر في حركة رؤوس الأموال في الأسواق وتوجهات الاستثمار فيها، سواء كان مباشراً على شكل مشروعات أم غير مباشر في الأوراق المالية (هندي، 2004، ص 67)، وفيما يتعلق بتأثير سعر الفائدة في أسواق الأوراق المالية تحت أشكال متعددة :

أ- إن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية تمثل القيمة الحالية للنقود فقيمتها تتوقف على سعر الخصم أو العائد المتوقع، وهذا السعر هو سعر الفائدة السائد في اللحظة نفسها والمتعلق بالتوظيف للمدة ذاتها.

ب- بعد دراسة عنصر مهماً في نفقات المشروع وذلك لان المشروعات عادةً تلجأ الى الاقتراض في ظل مواردها الذاتية المتاحة من الاحتياطيات والإرباح المتراكمة وما تحوزه من أصول نقدية سائلة .

ج- يؤثر سعر الفائدة في الاستثمارات الخاصة في شركات الأعمال وبهذا فهي تؤثر في الإنفاق الكلي والإرباح والعوائد الموزعة على المساهمين .

د- يؤثر سعر الفائدة في تخصيص الأموال بين أسواق الأسهم فهي بذلك تؤثر في الطلب على الأسهم وأسعارها.

وان التغير في أسعار الأسهم في الأجل القصير ناتج من تغيرات أسعار الخصم وهذا بدوره يؤثر على القيمة السوقية للأسهم ، التي تعكس الثقل الذي يضعه المستثمرون على الدخل المستقبلي للأسهم عند تحديد قيمة الأسهم ( Bank & Marke :2001) وهذا يعني أن البنك المركزي يستطيع أن يغير في مستويات واتجاه حركات أسعار الفائدة التي تنعكس سلباً على التدفقات النقدية للشركة فعند ارتفاع أسعار الفائدة بهدف إيداع الأموال بشكل ودائع مصرفية بأسعار عالية وإذا ما اتجه أكبر من هؤلاء لبيع أسهمهم فإن ذلك ينتج عنه عرض كثيف للأسهم فينخفض حجم التداول وانخفاض الأسعار الأسهم ومن ثم العوائد.

وعلى العكس من ذلك في حالة انخفاض أسعار الفائدة فإن المستثمرين قد يجودون من الأفضل لهم أن يستخدموا الائتمان لانخفاض كلفته لزيادة استثماراتهم فالموارد المالية ذات كلفة أقل تميل إلى تفضيل الاستثمارات ذات رؤوس الأموال الكثيفة ونتيجة لاستخدام الائتمان والتوجيه نحو أسواق الأسهم ، يزداد الطلب ذلك إلى ارتفاع أسعار الأسهم وعوائدها. ومن ذلك يتضح ان هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وعوائد الأسهم فارتفاع أسعار الفائدة سيكون له تأثير سلبي على عوائد الأسهم من خلال تأثيرها بشكل مباشر على مستوى إرباح الشركات عن طريق ارتفاع تكلفة الإقراض من البنوك وهذه الزيادة تؤثر على قرارات المستثمرين في الاستثمار في الأسهم لان معظم الشركات تحول رأس مالها من القروض وارتفاع أسعار الفائدة سيزيد كلفة المعاملات في سوق الأسهم مما يؤدي انخفاض الطلب من ثم انخفاض الأرباح والعوائد وبالعكس . ( Ramin ، Lee chain :2004: 54)

### المبحث الثاني: تحليل اداء مؤشر القيمة السوقية للاسهم وسعر الفائدة في العراق

اولاً: مؤشر القيمة السوقية: يقصد بالقيمة السوقية او رسملة السوق : مجموع الأسهم المدرجة في السوق مضروبة بمتوسط اسعارها في نهاية المدة ، او انها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق تبعا لأسعار سوق الاوراق المالية . (العاني ،2002 : 57 ) ويستخدم هذا المؤشر لقياس الحجم الكلي للسوق إذ يعد مقياساً مناسباً لقدرة الدولة على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر على المستوى الكلي ، وكذلك يستخدم من قبل العديد من المراقبين

للأسواق المالية بوصفه مؤشراً لنشاط السوق ، ، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الاجمالي ، ويفترض المحللون الاقتصاديون ان معدل السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الاموال وتنويع المخاطر . وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق (كبر حجم السوق ) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه . و ارتفاع الاسعار الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية او كليهما معا ، وبالتالي يكون ذلك انعكاسا لارتفاع النشاط الاقتصادي ، وتعزى الزيادة في القيمة السوقية الى العديد من الاسباب من ابرزها :

(الدعمي، 2010ص 180)

ومن بيانات الجدول(1) يتضح لنا ان القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية غالبا ما تتجه باتجاه تصاعدي خلال مدة البحث قد شهدت ارتفاعا في عام (2005) لتبلغ (3160) دينار بعد ان كانت (1715) دينار في عام (2004) وبمعدل نمو (84.2%) ويعود السبب لهذه الزيادة ان الحكومة العراقية قامت بإصدار مجموعة من القوانين والتشريعات الاقتصادية والمالية التي تهدف الى خلق البيئة الملائمة لتطوير الاقتصاد الوطني وكذلك ارتفاع اسعار الأسهم نتيجة لقيام الشركات برسملة ارباحها وزيادة رؤوس اموالها، واستمرت القيمة السوقية بالتقلب والتذبذب بالارتفاع والانخفاض خلال مدة البحث. وفي عام (2013) شهدت القيمة السوقية ارتفاعا ملحوظاً إذ بلغت نسبته (104.6%) ويرجع سبب الارتفاع الى تحسن الوضع الامني وازدحام قطاع جديد في التداول المتمثل بقطاع الاتصالات في عام (2013) . وفي عام (2014) انخفضت القيمة السوقية لتصل الى(9521) دينار وبنسبة انخفاض ذات قيمة سالبة (-16.8%) ، أما في عام (2015) انخفضت القيمة السوقية لتصل الى (8504) دينار وبنسبة انخفاض سالبة (-10.7%) ويرجع سبب الانخفاض الى تدهور الوضع الامني والاعتداءات الارهابية . وفي عام 2016 انخفضت القيمة السوقية الى (7995) ويرجع سبب الانخفاض الى

تلكو عمل الشركات المساهمة في السوق والجدول الاتي يوضح القيمة السوقية للمدة (2016-2004) .

جدول (1)  
القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2016-2004) (مليار دينار)

معدل النمو %	القيمة السوقية	
-	1.7115	2004
84.2	3166	2005
(38.3)	1949	2006
9.2	2129	2007
7.2	2283	2008
36.8	3125	2009
10.3	3446	2010
43.06	4930	2011
13.5	5597	2012
104.6	11451	2013
(16.8)	9521	2014
(10.7)	8504	2015
5	7995	2016

المصدر :  
العمود (1) بالاعتماد على بيانات التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية لسنوات متفرقة .  
العمود (2) تم احتسابه من قبل الباحثة .  
القيم بين الاقواس سالبة .

**ثانياً: سعر الفائدة :** يعد البنك المركزي هو السلطة النقدية المسؤولة عن تحديد سعر الفائدة بالشكل الذي يتلاءم مع ظروف الاقتصاد، ففي أوقات التضخم يعمل البنك المركزي على دفع سعر الفائدة مرتفع على الودائع من أجل جذب مدخرات الأفراد وامتصاص أكبر قدر ممكن من السيولة وبالعكس في حالة الانكماش فان البنك المركزي يعمل على تقليل أسعار الفائدة من أجل التشجيع على منح الائتمان وتحريك الاقتصاد. (التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي، 2004 : 15 ) . وفي مطلع عام (2004) وبناء على المتطلبات الجديدة في تحقيق الانسجام مع الإطار العام للسياسة النقدية في الظرف الحالي والتوجه نحو اقتصاد السوق وبما يحقق التوازن الحقيقي لقوى العرض والطلب على النقد، ولما كان سعر الفائدة جزءاً من السياسة السعرية وبهدف تطوير القطاع المالي على وفق أحدث الأسس المعاصرة والتجارب الناجحة فقد قرر مجلس إدارة البنك المركزي " التحرير الكامل لسعر الفائدة على الودائع والائتمانات والأوراق المالية وكافة الأدوات المالية الأخرى " وذلك اعتباراً من / (2004 )، إذ يعد هذا القرار تحولاً جذرياً في العمل المصرفي في القرارات للتحرك صوب تعزيز دور (الإشارات ) السعرية لمعدلات الفائدة وفق قواعد وكفاءة السوق للوصول الى السعر التوازني الذي يضيق الفجوة بين

أسعار الفائدة الدائنة والمدينة والذي يعد الوسيلة المثلى لتحقيق كفاءة عملية الوساطة المالية وازدياد المنافسة داخل النظام المصرفي , على الرغم من إعطاء البنك المركزي حرية للمصارف في تحديد أسعار الفائدة الدائنة والمدينة ألا أن تحديدها يرتبط بسعر فائدة السياسة النقدية الذي يعد بمثابة بوصلة ملاحية للتأثير في سلوك أسعار الفائدة ، إذ يتحدد بموجبة ما يفترض به البنك المركزي وما تودع المصارف في البنك المركزي في إطار السيطرة على حجم السيولة النقدية بهدف إصلاح قدرة إدارة الاقتصاد الكلي وإصلاح وتنمية المؤسسات المالية والسوق المالية بغية حماية الاستقرار الكلي عبر مكافحة النشاطات التضخمية واتجاهاتها والتصدي لنشاط المضاربة بصورها المختلفة مستخدماً (قاعدة تايلور) . إذ أن معدلات النمو في الاقتراض المصرفي لم تتقاطع مع ظاهرة تحرير القطاع المالي وممارسة سياسة نقدية ضابطة لمناسيب السيولة والتصدي للظاهرة التضخمية الجامحة في البلاد. إذ أجرى البنك المركزي العراقي تعديلاً على سعر الفائدة المعتمد لديه ( سعر فائدة السياسة النقدية ) الذي أصبح (20% ) منذ مطلع عام (2007) قبل ان ينخفض الى (15% ) في عام (2008) لتحفيز معدلات الفائدة الإجمالية في الاقتصاد بغية تحقيق مستويات ادخارية عالية ومرغوبة تتناسب مع مستوى العوائد التي تحفز الجمهور والمؤسسات الأعمال على زيادة إيداعاتها لدى المصارف فضلاً عن التصدي المناسب السيولة المرتفعة من خلال الدور الذي تؤديه إشارات سعر الفائدة في تقوية ميكانيكية الانتقال النقدي للحد من التضخم المتصاعد. (التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي ، 2006: 50)

بدأ البنك المركزي العراقي يعتمد سعر فائدة البنك (سعر فائدة السياسة النقدية ) في تاريخ 2005/1/26 بمعدل (6.33% ) وكما موضح في الجدول رقم (5) الذي يوضح تطور معدلات الفائدة . ثم بعد ذلك قام البنك المركزي برفعة تدريجياً الى أن وصل أعلى مستوى له (20%) في عام (2007) وكان الهدف من ذلك هو تحفيز معدلات الفائدة في تأدية دورها في تعظيم مستويات الادخار والحفاظ على مستوى عوائد الإيداعات لدى المصارف , وكذلك منح السوق المالية إشارات قوية لتعديل معدلات الفائدة المعتمدة لديها وعلى نحو متناسب ومرغوب في الهيكل الزمني لمعدلات الفائدة في تعبئة الادخار, فضلاً عن تأثيرها في معدلات السيولة المصرفية الأمر الذي يؤدي الى معدلات فائدة توازنه لتقلص الفجوة بين الاستثمار والعائد على الادخار التي بدورها تؤدي الى خفض التضخم والاستقرار النظام المالي وتشجيعاً للنشاط الاقتصادي .

## الجدول (5)

يوضح تطور اسعار الفائدة

السنوات	سعر الفائدة للبنك المركزي R	معدل النمو السنوي %
2004	لا يوجد	-
2005	6.33	-
2006	16	1.28
2007	20	0.25
2008	16.8	(0.16-)
2009	7	(0.58)
2010	6	-0.14
2011	6	0
2012	6	0
2013	6	0
2014	6	0
2015	6	0
2016	4.33	-0.27

المصدر :

العمود (1) بالاعتماد على بيانات التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي العراقي لسنوات متفرقة .  
العمود (2) تم احتسابه من قبل الباحثة .  
القيم بين الاقواس سالبة .

### المبحث الثاني

#### قياس وتحليل العلاقة بين القيمة السوقية لاسهم وسعر الفائدة

أ- اختبار التكامل المشترك (Cointegration test) .

من خلال الجدول ادناه الذي يتضمن نتائج طريقة (Johanson) لتقدير متجه التكامل التي تعتمد على نوعين من الاختبارات (اختبار الاثر Trace ، واختبار القيمة العظمى (Maximum Eigenvalue) اذ ان القيمة المحسوبة لنسبة الاثر (trace) البالغة (59.90107) اكبر من القيمة الحرجة المقابلة لها (54.07904) لمستوى معنوية (5%) اي ان الباحثة ترفض فرضية عدم القائلة بعدم وجود أي متجه للتكامل المشترك، اذ يتضح وجود اربع متجهات للتكامل المشترك .

### الجدول (3)

اختبار التكامل المشترك لنموذج القيمة السوقية (MV) سعر الفائدة R (الاثر) خلال فترة الدراسة (2016-2004)



<b>Date: 05/12/18 Time: 12:39</b>				
<b>Sample (adjusted): 3 49</b>				
<b>Included observations: 47 after adjustments</b>				
<b>Trend assumption: No deterministic trend (restricted constant)</b>				
<b>Series: R MV</b>				
<b>Lags interval (in first differences): 1 to 1</b>				
<b>Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)</b>				
	<b>0.05</b>	<b>Trace</b>		<b>Hypothesized</b>
	<b>Critical Value</b>	<b>Statistic</b>	<b>Eigenvalue</b>	<b>No. of CE(s)</b>
<b>Prob.**</b>	<b>76.97277</b>	<b>101.7693</b>	<b>0.605544</b>	<b>None *</b>
<b>0.0002</b>	<b>54.07904</b>	<b>58.04766</b>	<b>0.413974</b>	<b>At most 1 *</b>
<b>0.0212</b>	<b>35.19275</b>	<b>32.93131</b>	<b>0.303154</b>	<b>At most 2</b>
<b>0.0860</b>	<b>20.26184</b>	<b>15.95534</b>	<b>0.198358</b>	<b>At most 3</b>
<b>0.1765</b>	<b>9.164546</b>	<b>5.563961</b>	<b>0.111644</b>	<b>At most 4</b>
<b>Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level</b>				
<b>* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level</b>				
<b>**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values</b>				

ان الجدول (4) يبين ان القيمة العظمى المحسوبة البالغة (28.11635) اكبر من القيمة الحرجة المقابلة التي تبلغ (25.58808) لمستوى معنوية (5%) وهو دليل على رفض فرضية عدم القائلة بعدم وجود أي متجه للتكامل المشترك ، وبالتالي وجود اربع متجهات للتكامل المشترك.

#### جدول (4)

اختبار التكامل المشترك لنموذج القيمة السوقية (MV) وسعر الفائدة R(القيمة العظمى) خلال فترة الدراسة (2004-2016)

<b>Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)</b>				
	<b>0.05</b>	<b>Max-Eigen</b>		<b>Hypothesized</b>
	<b>Critical Value</b>	<b>Statistic</b>	<b>Eigenvalue</b>	<b>No. of CE(s)</b>
<b>Prob.**</b>	<b>Value</b>	<b>Statistic</b>	<b>Eigenvalue</b>	<b>No. of CE(s)</b>

0.0034	34.80587	43.72159	0.605544	None *
0.03304	25.58808	28.11635	0.413974	At most 1 *
0.2344	22.29962	16.97597	0.303154	At most 2
0.3000	15.89210	10.39138	0.198358	At most 3
0.2272	9.164546	5.563961	0.111644	At most 4
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

### ب-تقدير نموذج تصحيح الخطأ ( Error correlation Model ).

لقد تم بناء نموذج تصحيح الخطأ ( ECM ) بعد الحصول على علاقة التكامل المشترك، وبحسب فرضية (Granger) التي تنص على انه في حالة وجود التكامل المشترك يعني امكانية بناء نموذج ( VAR ) وفق هيئة فروق اولى للمتغيرات مع اضافة فجوة زمنية متباطئة لحد تصحيح الخطأ(ect-j) وان غاية هذا الحد هو قياس سرعة تكيف الاختلالات في الاجل القصير الى التوازن في الاجل الطويل ، الى النموذج المقدر، لقد اوضح جوهانسون بان القيم المتباطئة زمنياً للتغير في المتغيرات المستقلة تمثل اثر العلاقة السببية في الاجل القصير، بينما يمثل حد تصحيح الخطأ اثر العلاقة السببية في الاجل الطويل ، وبذلك يمكن صياغة النموذج كالاتي:

$$\begin{aligned}
-\text{Log MV} = & \alpha_{01} + B_{11} \sum_{i=1}^n \log MV_{t-j} + B_{21} \sum_{i=1}^n \text{Log } M2_{t-j} \\
& + B_{31} \sum_{i=1}^n \text{Log } R_{t-j} + B_{41} \sum_{i=1}^n \text{Log } EX_{t-j} \\
& + B_{51} \sum_{i=1}^n \text{Log } CPI_{t-j} + ec_{1t-j} + Ut \dots \dots \dots ( )
\end{aligned}$$

لقد استخدمت الباحثة طريقة (OLS) لتقدير نموذج تصحيح الخطأ فضلا عن الاختبارات الاحصائية المتمثلة بـ ( F , R<sup>2</sup> , DW ) لاختبار جودة النموذج ، ويتضمن الجدول (5) نتائج تقدير النموذج، اذ بلغت قيمة معامل التكيف (ec<sub>t-j</sub>) لحد تصحيح الخطأ (-0.290454) وهي قيمة موجبة وقليلة تشير الى وجود علاقة طويلة الاجل بين مؤشرات المتغيرات النقدية والقيمة السوقية (MV)، وفيما يتعلق بالعلاقة قصيرة الاجل بينهما التي تعكسها معاملات النموذج المقدر، يتضح من خلال النتائج وجود علاقة طردية في الربع

الاول والثاني بين معدل الفائدة (R) والقيمة السوقية (MV) وقيمتها (568.5618) و(3345.367) ، كذلك تعكس النتائج جودة النموذج المقدر من خلال معامل التحديد المعدل الذي بلغت قيمته (0.3458) اي ان النموذج فسر (35%) من التغيرات في والقيمة السوقية (MV)، فضلا عن خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي واختلاف التباين .

#### جدول (5)

#### نموذج تصحيح الخطأ لنموذج والقيمة السوقية (MV)

D(MV)	Error Correction:
-0.290454	CointEq1
(0.12865)	
[-2.25763]	
-0.306031	D(MV(-1))
(0.18046)	
[-1.69584]	
-0.096182	D(MV(-2))
(0.17127)	
[-0.56158]	
568.5618	D(R(-1))
(2394.83)	
[ 0.23741]	
3345.367	D(R(-2))
(2226.86)	
[ 1.50228]	
10124.18	C
(5240.65)	
[ 1.93186]	
0.345800	R-squared
0.134147	Adj. R-squared
1.02E+10	Sum sq. resids
17338.85	S.E. equation
1.633806	F-statistic
-507.3111	Log likelihood
22.57875	Akaike AIC
23.05578	Schwarz SC
1214.957	Mean dependent
18633.66	S.D. dependent

المصدر: نتائج البرنامج الاحصائي

## ج- سببية (Granger) .

يتضح من خلال الجدول (6) الذي يتضمن نتائج سببية (Granger) بين القيمة السوقية (MV) والمتغيرات النقدية، انه في التباطؤ الاول معنوية (F) المقدرة مقارنة مع الجدولية، إذ بلغت قيمة (F) المحسوبة (3.65222) لمستوى معنوية (5%) مما يعني قبول فرضية وجود علاقة سببية بين القيمة السوقية (MV) والمتغيرات النقدية.

### جدول (6)

#### اختبار سببية (Granger)

#### Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/12/18 Time: 13:52

Sample: 1 49

Lags: 1

F- Statisti	Prob. c	Obs	Null Hypothesis:
0.5312	0.46988	48	MV does not Granger Cause R
3.6522	0.04242		R does not Granger Cause MV

المصدر : نتائج البرنامج الاحصائي

#### الاستنتاجات :

1- أتسمت مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية بالتقلب وعدم الاستقرار ولكن باتجاه صعودي , إذ حققت خلال المدة المبحوثة ارتفاعات ففي عام 2004 ازدادت القيمة السوقية لتصبح (7995) مليون دينار عام 2016، وكان استخدام التداول الالكتروني في 2009\9\3 من أبرز التطورات التي شهدتها السوق خلال هذه المدة.

2- تشير النتائج الى وجود علاقة طردية في الربع الاول والثاني بين معدل الفائدة (R) والقيمة السوقية (MV) .

3- اظهرت نتائج الاختبار القياسي ان العلاقة السببية بين القيمة السوقية وسعر الفائدة هي علاقة سببية باتجاه واحد تتبلور من القيمة السوقية الى سعر الفائدة اذ يلاحظ ان اسعار الفائدة نمارس دورا ضعيفا في الاقتصاد العراقي بسبب ضعف الجهاز المصرفي وضالة الثقافة المصرفية في التعامل بين الافراد الامر الذي يفقد الاقتصاد مقوما مهما من مقومات التحول نحو اقتصاد السوق.

## التوصيات:

- 1- ان الاصلاح النقدي والمالي وتعميق وعي المستثمر العراقي للأسس العلمية للاستثمار ضروري جدا لتطوير سوق العراق للأوراق المالية، وبما يؤدي الى زيادة فاعليته في خدمة الاقتصاد العراقي .
- 2- إنشاء مراكز خاصة داخل سوق العراق للأوراق المالية، هدفها إطلاع المستثمرين على المعلومات المتعلقة بالإجراءات التي يتخذها البنك المركزي العراقي بشأن السياسة النقدية، بما يدعم قرارات البيع والشراء داخل السوق من جانب، ومن جانب آخر لا بد أن تأخذ السلطة النقدية في إجراءاتها وقراراتها الموازنة بين التأثيرات الايجابية والسلبية في أداء سوق العراق للأوراق المالية.
- 3- ان سعر الفائدة يعتبر من اهم الادوات التي يعتمد عليها في الاقتصاد النقدي وبما ان الاقتصاد العراقي من الاقتصاديات التي تدعي التحول الى الاقتصاد السوق لذا يجب على السياسة الاقتصادية الاهتمام بمتغير سعر الفائدة وتفعيله ليصبح مؤثر للسيولة العامة وينقل اثر السياسة النقدية الى القطاع الحقيقي في الاقتصاد .

## المصادر :

- 1- العاني ,عماد محمد علي اندماج الاسواق المالية والدولية اسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي ،ط.1بيت الحكم، بغداد 2002 ،
- 2- يسرى مهدي حسن السامرائي ، تحليل العوامل المؤثرة في بورصة الأوراق المالية وتقويمها ، خلال تجربة مصر ، بحوث المناقشات ، المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية ، الطبعة الأولى ، بيت الحكمة ، بغداد ، 2002
- 3- منير ابراهيم هندي ،الفكر الحديث في الاستثمار ،ط.9 توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية 2004
- 4- الدعيمي ،عباس كاظم ،السياسات المالية والنقدية ، ط, 1 دار صفاء للنشر والتوزيع ,عمان , 2010
- 5- البنك المركزي العراقي ، التقرير الاقتصادي السنوي لعام 2010 و 2011 و 2012.
- 6- البنك المركزي العراقي ، التقرير الاقتصادي السنوي لعام 2004 .
- 7- البنك المركزي العراقي ،التقرير الاقتصادي السنوي لعام 2005 .
- 8- البنك المركزي العراقي ،التقرير الاقتصادي السنوي لعام 2006.
- 9- البنك المركزي العراقي ،التقرير الاقتصادي السنوي (2010-2016)

- 10- البنك المركزي العراقي, المديرية العامة للإحصاء والأبحاث ,التقرير الاقتصادي السنوي لعام 2016.
- 11- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي ، 2004 .
- 12- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الحادي عشر ، 2014 .
- 13- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي السابع ، 2010 .
- 14- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي العاشر ، 2013 .
- 15- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الثاني عشر ، 2015 .
- 16- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الثاني ، 2005 .
- 17- Sara Watip Singh & Prem.p Talwar, ( 1982), "monetary and stock prices ,"Journal of Business Finance and accounting , Vol .9 , No1
- 18- Ramin cooper maysami , Lee chain Howe, Mohomd Atkin Hamzah ,( 2004), " Relations ship between macroeconomic
- 19- Nathans Bank & Marke ( 2001) , " Explaining Stock prices Movements: I there a case for fundamentals Economic and Financial Review, third quarter