



The impact of macroeconomic variables on the prices of financial assets in Iraq for the period (2004-2020)

أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية في أسعار الموجودات المالية في العراق للمدة (٢٠٠٤-٢٠٢٠)
(٢٠٢٠)

*د. أطياف عصام حسين

Abstract

The research aimed to show the impact of macroeconomic variables on the general index of the Iraqi Stock Exchange using quarterly data for the period (2004-2020) and the macroeconomic variables were represented by both) GDP and money supply in its broad sense ،net general budget ،inflation rate ،exchange rate and interest (and showed the results of stability and using the criteria of Dickie Fuller Expanded and Philip Peron that the dependent variable represented by the general index has stabilized at the first difference and for each country while the rest of the variables have stabilized between the first difference Based on the results of stability, the self-regression model of distributed slowdown ARDL was used ،as the results of the model for the Iraqi economy showed immorality as a result of the weak performance of the stock market and the weakness of the private sector and the limitation of the tasks of banks listed in the market between transfers and trade finance.

المستخلص: هدف البحث الى بيان اثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية باستخدام بيانات ربع سنوية للمدة (٢٠٠٤-٢٠٢٠)، وتمثلت المتغيرات الاقتصادية الكلية بكل من (الناتج المحلي الإجمالي و عرض النقد بمعناه الواسع وصافي الموازنة العامة ومعدل التضخم وسعر الصرف والفائدة) وبينت نتائج الاستقرار باستخدام معياري ديكي فولر الموسع وفليب بيرون ان المتغير التابع والمتمثل بالمؤشر العام قد استقر عند الفرق الأول ولكل دول اما بقية المتغيرات فقد استقرت بين الفرق الأول والمستوى، وبناءا على نتائج الاستقرار تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL ، اذ أظهرت نتائج النموذج للاقتصاد العراقي عدم المعنوية نتيجة لضعف أداء السوق الأوراق المالية وضعف القطاع الخاص واقتصار مهام البنوك المدرجة في السوق بين عمليات التحويل وتمويل التجارة.

المقدمة : تتمثل إحدى القضايا الرئيسية في تسعير الموجودات المالية في فهم الأساسيات الاقتصادية التي تدفع تقلبات أسعار الموجودات. ومع ذلك ، ركزت النظريات للاقتصاد المالي الحديثة حول تسعير الموجودات المالية بشكل أساسي على التسعير النسبي للأوراق المالية المختلفة اذ يولي الباحثون اهتماماً متزايداً في ربط أسعار الموجودات المالية بالأسس الاقتصادية كما يتضح من النمو السريع لأدبيات التمويل الكلي. على سبيل المثال ، من خلال دمج قاعدة تايلور في نماذج هيكل المصطلح التقليدية ، ومن بين أمور أخرى يظهر إن ، مخاطر التضخم التي يتم تسعيرها في بيانات المقطع العرضي لعائدات الاسهم ، اذ يتم تقدير سعر السوق لمخاطر التضخم التي يمكن مقارنتها من حيث الحجم بسعر المخاطرة للسوق الكلي. الدورة التجارية يمكن أن تفسر جزءاً كبيراً من تقلبات عوائد السندات. حاولت أدبيات تسعير الموجودات المالية القائمة على الاستثمار أيضا ربط عوائد حقوق الملكية بالاستثمار الحقيقي الكلي ، اذ انه من المعروف ان معدل الاستثمار الاجمالي يرتبط ارتباطا سلبيا بعائدات سوق الاسهم ، يتم تحديد الاستثمار داخلياً استجابة لنوعين من الصدمات: صدمات الإنتاجية وصدمات التفضيل التي تؤثر على معدلات الخصم. تؤثر صدمات التفضيل على عوائد الأسهم المتوقعة ، ومعدل الاستثمار الإجمالي ، وتقلب عائد المخزون في التوازن ، مما يساعد على إعادة إنتاج العلاقات التجريبية بين هذه المتغيرات. وبالتالي ، أن السعر المتغير بمرور الوقت للمخاطر الإجمالية يلعب دوراً مهماً في تشكيل ديناميكيات الاستثمار الإجمالية.

أهمية البحث تتمثل بالدور الذي تلعبه الموجودات المالية في التأثير على الأنشطة الاقتصادية من خلال ايجاد السيولة اللازمة لتمويل تلك الاستثمارات والتي تجعلها أقل مخاطرة وأكثر جاذبية لأنها تسمح للمدخرين بتملك تلك الاصول وسرعة تبديل محافظهم بأقل تكلفة.

مشكلة البحث تعد اسعار الموجودات المالية ذات حساسية للتذبذب الحاصل في متغيرات الاقتصاد الكلي ، لذا فقد اولاهما العديد من الاقتصاديين في مجال الاقتصاد المالي والمتخصصين والمستثمرين اهتماما خاصا . تنصب مشكلة البحث عن عدم الوضوح الذي ينتاب هذه العلاقة في الاقتصاد العراقي .

هدف البحث يهدف البحث الى تحقيق جملة من الاهداف أهمها تحليل أثر مخاطر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي، معرفة أثر التقلبات الاقتصادية على اسعار الموجودات المالية. فرضية البحث يسعى البحث الى اختبار الفروض التالية (توجد علاقة تأثير بين مخاطر الاقتصاد الكلي واسعار الموجودات المالية)

المبحث الاول/ الإطار النظري لمتغيرات البحث

أولاً: مفهوم المخاطر المالية The Concept Of Financial Risk

تعرف المخاطرة على انها الضرر الناجم من الاستثمار نتيجة للظروف غير المتوقعة وغير المرغوب به ^(١). كما تعرف المخاطر بأنها التشتت الحاصل في الأرباح الفعلية عن الأرباح المتوقعة ^(٢) أو انها درجة من عدم اليقين من قبل المستثمر حول العائدات المستقبلية التي يمكن الحصول عليها من قبل المستثمر من خلال الاستثمار في أصل معين ^(٣). وتعرف كذلك بأنها التقلبات غير المنتظمة او المنتظمة، الدورية او غير الدورية، الجزئية او الشاملة التي تحدث في قيم الموجودات او عوائدها المتوقعة في ظروف عدم التأكد السائدة في الأسواق المالية والنشاطات الاقتصادية على المستوى المحلي والدولي ^(٤).

^١ عبد الهادي، محمد سعيد، الادارة المالية: الاستثمار والتمويل – التحليل المالي والاسواق المالية والدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع عمان، الاردن، ٢٠٠٨، ص ٢٣٩

^٢ weston , j. , fread , besley , scott of brigham , f. , eugene " essentials of managerial finance " 11th , Dryden press , 1996, p 182

^٣ Mishkin, S. Frederic, "The economics of money banking and financial markets", Columbia university, 8th edition 2007, p86

^٤ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٥، ص ٢٥٣.

ثانياً: الناتج المحلي الإجمالي (GDP) Gross Domestic Product - يعد الناتج المحلي الإجمالي أحد أهم مؤشرات قياس النشاط الاقتصادي في الدولة خلال فترة معينة، والذي يمكن أن تنعكس التقارير الدورية حول مستوياته واتجاهاته المستقبلية على حركة أسعار الموجودات المالية. إذ أشار بعض المختصين إلى أن أسعار الأوراق المالية تتحرك بشكل متناغم ومتسق مع اتجاه الدورة التجارية، أن استقرار الأسواق المالية وقيامها على أداء مهامها، يتوقف على استقرار النشاط الاقتصادي.

تمر الدورة التجارية بعدة مراحل، يمكن أن تنعكس آثارها على أدوات الاستثمار في الأسواق المالية، وخصوصاً الأسهم والسندات، إلا أن آثارها تكون متفاوتة، فأسعار الفائدة بشكل عام ترتفع خلال مرحلة الرواج، مما ينعكس سلباً على أسعار السندات فتتخفض أسعارها، ويحصل العكس خلال مرحلة الكساد. وتتحرك أسعار الأسهم في اتجاه معاكس لحركة أسعار السندات، إذ تصل أسعارها إلى أقصى مستوى لها قبل وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش، وتصل إلى أدنى مستوى لها قبل وصول النشاط الاقتصادي إلى قاع الركود.

ثالثاً: التضخم Inflation - إن التذبذب في التضخم يقلل من دقة التقييم لمخاطر الائتمان والمخاطر السوقية، ذلك إن التضخم يرتبط بشكل مباشر مع تذبذب مستوى الأسعار الذي يزيد من مخاطر المحافظ المالية ويشوه المعلومات التي تعتمد عليها المؤسسات المالية في تقييمها لمخاطر الائتمان والاستثمار. كما أن الانخفاض السريع والكبير في معدلات التضخم يؤثر سلباً على مستوى السيولة ودرجة الإعسار المالي في المؤسسات المالية.

إن مخاطر التضخم يترتب عليها انخفاض القوة الشرائية للنقود المستثمرة في أصل القرض والفوائد التي يحصل عليها^(٥)، لذا عند اتخاذ المستثمرين لقرارهم الاستثماري، لا بد أن تكون حسابات التكلفة والعائد مبنية على أساس الأرقام الحقيقية، ولذلك عندما تتغير الأسعار بمعدلات عالية، لا تعتبر البيانات الاسمية للعوائد المتولدة عن الاستثمارات مؤشر جيد للحكم على أداء هذه الاستثمارات. ذلك لأن العائد يفقد جزءاً من قيمته، نتيجة انخفاض قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعاً لمعدل التضخم السائد وهذا ما جعل مسألة أثر التضخم على أسعار وعوائد الأصول المالية تشغل حيزاً مهماً من الدراسات النظرية والتجريبية^(٦).

^٥ بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٣، ص ١٨٥

^٦ هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، 2000، ص ٦

ان طبيعة العلاقة بين التضخم و اسعار الاسهم غير ثابتة، وذلك باختلاف اراء الاقتصاديين في هذا المجال فبعض يرى بوجود علاقة طردية و التي وضحها Fisher الذي اشار الى ان معدل الفائدة الحقيقي ينخفض في حال ارتفاع معدل التضخم المتوقع مع بقاء معدل الفائدة الاسمي في المستوى ذاته وذلك لان معدل الفائدة الحقيقي مكون من معدل الفائدة الاسمي مطروحا منه معدل التضخم، اذ تعرف هذه العلاقة باسم معادلة Fisher وبذلك يتأثر المعدل الحقيقي المتوقع لعوائد الاسهم ومعدل التضخم بالمعدل الاسمي لعوائد الاسهم وعلى وفق فرضية Fisher يمكن التحوط من التضخم من خلال الاستثمار بالاوراق المالية وعليه فان العوائد الاسمية للاسهم تزداد بنسبة زيادة معدل التضخم المتوقع نفسها وبالتالي سيعوض المستثمر الخسارة الناجمة عن التضخم في القوة الشرائية لثروته^٧.

رابعاً: سعر الفائدة Interest Rates: تتعامل الأسواق المالية مع هيكل لسعر الفائدة، أي يوجد أكثر من نوع للأسعار الفائدة، اذ تتغير مع الزمن نتيجة لاختلاف انواع الائتمان و آجال الاستحقاق وحسب النظرية الاقتصادية ان العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار الفائدة علاقة عكسية وذلك^(٨):

١. يمكن ان تؤثر أسعار الفائدة على مستوى أرباح الشركات التي تؤثر بدورها على السعر الذي يرغب فيه المستثمرون لدفع ثمن السهم من خلال توقع زيادة التوزيعات او دفع أرباح اعلى في المستقبل، تتأثر أرباح الشركات عند ارتفاع أسعار الفائدة نتيجة لزيادة تكلفة الدين، مما يولد توقعات سلبية اتجاه الأرباح والتوزيعات مما يدفع المستثمرون الى العزوف عن شراء أسهم الشركات، والعكس يحصل في حالة انخفاض أسعار الفائدة.

٢. يشتري العديد من المستثمرين أسهمهم من خلال الاقتراض، وبالتالي فعد ارتفاع معدلات الفائدة تصبح تكلفة الاقتراض عالية، وسوف يتردد المستثمرون في الاقتراض من أجل تحقيق عائد أعلى على الاستثمار في الأسهم لأن المهمة تصبح أصعب في حالة ارتفاع معدل الفائدة والذي يترافق مع ارتفاع معدل التضخم، وبالتالي سوف يتخفف الطلب الكلي على الاسهم

⁷ L.M.C.S. Menike, 'The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Emerging Sri Lankan Stock Market', Sabaragamuwa University Journal, volume 6, Issue N^o 1, 2006, p 51.

⁸ Maysami, Ramin Cooper, Howe, Lee Chuin, and Hamza Mohamed Atkin. "Relationship between macroeconomic variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore All-S Sector Indices", Journal Pengurusan, Vol. 24, (2004), PP 53-54.

وتنخفض الأسعار، ومن البديهي أن تقلبات السعر انخفاضا سوف تؤثر سلباً على الأرباح والعوائد الرأسمالية للأسهم.

وهناك إثر آخر لارتفاع أسعار الفائدة على أسعار الأسهم، يتمثل في ارتفاع تكلفة الاقتراض مما يؤدي إلى عزوف المستثمرين عن الاقتراض، وتنخفض الأموال المخصصة لشراء الأسهم، ويضعف الاتجاه نحو اقتنائها فتتخفض أسعارها وبالتالي فإن التغيرات في معدلات الفائدة تنعكس على أسعار. وعوائد الأسهم دافعة المخاطرة إلى الزيادة أو الانخفاض^(٩).

خامساً: سعر الصرف Exchange Rates : يعتمد تأثير تغيرات أسعار الصرف على الاقتصاد إلى حد كبير على مستوى التجارة الدولية والميزان التجاري. ومن ثم سيتحدد التأثير من خلال الهيمنة النسبية لقطاعي الاستيراد والتصدير في الاقتصاد^(١٠).

تفسر العلاقة بين أسعار الصرف وسوق الأوراق المالية من خلال قناتين^(١١):

١. القناة المباشرة: تكون العلاقة العكسية بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم والسندات. إذ إن انخفاض سعر صرف عملة بلد ما يجعل أسعار الأصول المالية المحلية أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب، مما يولد زيادة من طلبهم عليها وارتفاع أسعارها نتيجة لذلك،

٢. القناة غير المباشرة: إن تقلب أسعار الصرف يولد آثاراً غير مباشرة على سوق الأوراق المالية عبر السوق السلعية، بتأثيرها على القدرة التنافسية الدولية للشركات، من خلال تأثيرها على أسعار المدخلات (المواد الأولية والطاقة) والمخرجات وعلى قيمة أصولها وديونها بالعملة الأجنبية، وبالتالي التأثير في أرباح الشركات وقيمة الأسهم. فارتفاع سعر الصرف يؤدي بالمصدرين إلى فقدان قدرتهم التنافسية في السوق الدولية، وبالتالي تقلص مبيعات وأرباح المصدرين وانخفاض أسعار الأسهم (العكس بالنسبة للمستوردين) وهذا يعني أن ارتفاع سعر الصرف له آثار سلبية (إيجابية) على سوق الأوراق المالية المحلية للدول التي تمتاز بهيمنة

^٩ محمد محمود داغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن: عمان، ٢٠٠٥، ص ١٨٩

^{١٠} Maysami، Ramin Cooper، Howe، Lee Chuin، and Hamza Mohamed Atkin

^{١١} للمزيد ينظر:

Tabak، B. M. (2006). The dynamic relationship between stock prices and exchange rates: evidence for Brazil. Working paper series N° 124، Banco Central Do Brasil. OnLine: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps124.pdf> (Visited 25/05/2018).

Yau، H. Y. & Nieh، C. C. (2006). Interrelationships Among Stock Prices of Taiwan and Japan and NTD/Yen Exchange Rate. Journal of Asian Economics، 17(3)، pp. 535-552. OnLine:

<https://doi.org/10.1016/j.asieco.2006.04.006> (Visited 25/05/2018).

Aniruddh، G. A. et al. (2010). A Study of Exchange Rates Movement and Stock Market Volatility. International Journal of Business and Management، 5(12)، pp. 62-73. OnLine: [10.5539/ijbm.v5n12p62](https://doi.org/10.5539/ijbm.v5n12p62) (Visited 27/05/2018).

الصادرات(الواردات).ويترتب عن انخفاض سعر الصرف تأثير إيجابي للشركات ذات التوجهات التصديرية ومنه زيادة دخل هذه الشركات، مما يدعم أسعار الأسهم، وينعكس سلبا على الشركات التي تعتمد على سلع مستوردة في عملياتها الإنتاجية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكاليفها الإنتاجية وانخفاض أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها .

المبحث الثاني / تحليل متغيرات الاقتصاد العراقي

المطلب الأول: تحليل المتغيرات الاقتصادية للقطاع الحقيقي والنقدي

اولا: تطور الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية للمدة (٢٠٠٤-٢٠٢٠) - بعد انتهاء الحرب في عام (٢٠٠٣) وعودة الحياة الى جزء من طبيعتها بدء الاقتصاد العراقي التحرر من العقوبات الدولية، بدا الاقتصاد العراقي يشهد تحسنا ملحوظا في بعض متغيراته. ارتفع الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية (٢٠٠٥) بمقدار (٢٠٢٩٩) مليار دينار عما كان عليه في عام (٢٠٠٤) محققا معدل نمو سنوي موجب بلغ (٣٨,١٣%) ، وسبب ذلك يعود الى زيادة مساهمة قطاعات النقل والخدمات وانخفاض مساهمة قطاع النفط في هذين العامين. وفي الاعوام (٢٠٠٦ ، ٢٠٠٧) ارتفع الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية وبمعدلات نمو موجبة بلغت (٢٩,٩٩% ، ١٦,٦٠%) على التوالي وسبب الزيادة في عام (٢٠٠٧) الى التحسن النسبي في الوضع الاقتصادي للبلد وزيادة عائدات النفط المصدر الناتجة عن ارتفاع اسعار النفط عالميا. اما عام (٢٠٠٨) فقد شهد حدوث زيادة كبيرة في الناتج اذ بلغت معدلات النمو السنوي (٤٠,٨٩%) ذلك لارتفاع أسعار النفط العالمية، والى نجاح البنك المركزي باتباع سياسة نقدية مناسبة ادت الى تحقيق الاستقرار في مستوى الاسعار وخفض معدل التضخم والحفاظ على نظام مالي ثابت ورفع المستوى المعاشي للمواطنين بالإضافة الى تحسن الوضع الامني^(١٢).

وبحلول عام (٢٠٠٩) انخفض الناتج المحلي الاجمالي محققا معدل نمو سنوي سالب بلغ (-١٦,٨٠%)، نتيجة للازمة المالية العالمية والتي انتقلت الى بقية الدول مما ادى الى تباطؤ النشاط الاقتصادي وحدث انخفاض في اسعار السلع ومن ضمنها المستوردة^(١٣)، ويعود التفاوت في معدلات النمو السنوية في الناتج المحلي الاجمالي الى تأثيرات المخفض الضمني

^{١٢} البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠٠٨، ص١٦.

^{١٣} وسام حسين علي وإسلام محمد محمود، سعر الصرف وأثره على التضخم في العراق للمدة من ٢٠٠٥-٢٠٠٩، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد٧، عدد خاص ببحوث المؤتمر العلمي الثاني لكلية الادارة والاقتصاد، للمدة ١٠-١١/٥/٢٠١١، ص٢٤٢.

للناتج المحلي الإجمالي واستبعاد اثر التضخم^(١٤). ثم عاود الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية بالارتفاع وبمعدلات متباينة خلال المدة (٢٠١٣-٢٠١٠) اذ سجل معدل نمو سنوي موجب للعام (٢٠١٣) بلغ (٧,٦٢%) ، وتعود تلك الزيادة الى ارتفاع اسعار النفط خلال تلك السنوات اذ ارتفع سعر برميل النفط الخام وزيادة كميته المنتجة في عام (٢٠١٢) بنسبة (١٣%) ، (١١,٠%) على التوالي، كما شهدت بعض الانشطة الاقتصادية لاسيما التعدين ونشاط الكهرباء والماء ونشاط البنوك والتأمين ونشاط البناء والتشييد تحسنا في معدلات النمو السنوية^(١٥). وبحلول عام (٢٠١٤) والذي وصف بأنه العام الأسوأ في تاريخ الاقتصاد العراقي في الالفية الجديدة بسبب عدم اقرار الموازنة العامة وانخفاض اسعار النفط العالمية الى مستويات غير مسبوقه اذ بلغ السعر البرميل الى دون الـ (٥٠) دولار للبرميل الواحد^(١٦)، والذي على أثره انخفض الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية مسجلا نمواً سنوياً سالباً بلغ (٦,٨٤%-). وفي عام (٢٠١٥) شهد الاقتصاد العراقي كساداً وركوداً واضحاً في معظم الانشطة والقطاعات الاقتصادية والتي تمثلت بمعدل نمو سالب للاقتصاد نتيجة انخفاض اسعار النفط العالمية وخاصة في النصف الثاني لعام (٢٠١٤) والوضع الذي نتج عن ذلك هو ازمة اقتصادية حقيقية ناجمة عن طبيعة الاقتصاد الريعي وعلى اثر ذلك انخفض الناتج المحلي الاجمالي مسجل معدل نمو سالب بلغ (٢٦,٩%-).

وخلال عام (٢٠١٦) تعافى الاقتصاد العراقي تعافياً ملحوظاً تمثل بمعدل نمو حقيقي موجب للاقتصاد على الرغم من الظروف الامنية التي شهدتها البلاد المتمثلة بالحرب ضد تنظيم جماعات داعش الارهابية ، اذ سجل الناتج معدل نمو سنوي موجب بلغ (١,١٥%) بسبب زيادة كميات انتاج النفط الخام بنسبة (١٩,٢%) لهذا العام. وفي عام (٢٠١٧) ازداد الناتج فقط اذ حقق معدل نمو سنوي بلغ (١٤,٦٢%) والسبب في ذلك الارتفاع الى زيادة كميات انتاج النفط الخام بنسبة بلغت (٢,٥%)^(١٧).

وبحلول عام (٢٠١٨) ارتفع سعر برميل النفط بنسبة (٣٣,١%) كما ارتفع المعدل اليومي للتصدير بنسبة (٢١,٢%)^(١٨)، وتبعاً لتلك الزيادة حقق الناتج المحلي الاجمالي زيادة كبيرة اذ سجل معدل نمو سنوي موجب بلغ (٢١,٣١%). وفي عام (٢٠١٩) بدأ الاقتصاد العراقي يشهد تعافياً واستقراراً تدريجياً على الرغم من الاضطرابات التي حصلت نهاية العام والتي ادت الى

^{١٤} البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠٠٩، ص ٧.

^{١٥} البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠١٢، ص ١٠.

^{١٦} البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠١٤، ص ١٥.

^{١٧} البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠١٦، ص ١٣.

^{١٨} البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠١٨، ص ١٠.

انخفاض اسعار النفط الخام بنسبة (٨,٥%) الا ان نمو القطاعات ولاسيما الزراعة والكهرباء والصناعة بنسب (٣٨,٧% و ١٠,٨% و ٦,٦%)^(١٩) عملت الى زيادة الناتج المحلي اذ حقق معدل نمو سنوي موجب بلغ (٣,٣٣%). كما بلغ معدل النمو السنوي المركب للناتج (٨,٥٨%)

ثانياً: الفائض او العجز في الموازنة العامة للمدة (2004-2020)

ان الموازنة العامة حققت فوائض مالية للمدة ٢٠٠٤-٢٠٠٨ اذ سجل فائض الموازنة في عام ٢٠٠٤ نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي زيادة بلغت من (٢,٧٤%) الى (٨,٥١%) عام ٢٠٠٨ ويعود سبب ذلك الى زيادة الايرادات النفطية من جانب، فضلا عن انحراف مستوى الانتفاع من الطاقة الاستيعابية للنفقات الاستثمارية ليتحول بعد ذلك الى عامل تمويل مضاف ضمن التوسع السنوي في النفقات الجارية للسنة المقبلة. وفي عام ٢٠٠٩ حققت الموازنة عجزا بنسبة (٠,٢٧%) من الناتج المحلي الاجمالي ويرجع سبب ذلك الى الازمة المالية العالمية والتي اثرت على الاسواق العالمية ومنها سوق النفط. وخلال الاعوام (٢٠١٠ ، ٢٠١١ ، ٢٠١٢) حققت الموازنة فائضا اذ بلغ عام (٢٠١٢) ما نسبته (٥,٧٧%) من الناتج المحلي الإجمالي، ويكمن السبب وراء ذلك الى التحسن الذي حصل في اسواق النفط فضلا عن زيادة كميات النفط المصدرة الا ان هذه الفوائض ذهبت هدرًا بفعل الخطط الانفاقية غير المدروسة والمخطط لها اذ تحولت الى نفقات تشغيلية. وفي الاعوام (٢٠١٣ ، ٢٠١٤ ، ٢٠١٥ ، ٢٠١٦) فكان تأثير الصدمة المزدوجة المتمثلة بالركود الاقتصادي من جانب، ومن جانب اخر انخفاض اسعار النفط العالمية، وارتفاع حجم الانفاق الحكومي على الحرب مع تنظيم داعش^(٢٠) ادت كلها الى اختلال الموازنة العامة وحصول عجز اذ بلغ العجز عام ٢٠١٦ ما نسبته (٦,٤٣%) من الناتج المحلي الاجمالي . وفي عامي (٢٠١٧) (٢٠١٨) حققت الموازنة فائضا ماليا بنسبة (٠,٨٢% ، ٩,٦٥%) من الناتج المحلي الاجمالي بسبب تحسن اسعار النفط والذي انعكس بنحو مهم على واقع الموازنة العامة، فحققت الايرادات النفطية ارتفاعا، الا ان سوء التخطيط من قبل الحكومة اذ رفعت من حجم نفقاتها بإدخال وضائف وتعيينات جديدة عمقت من العجز المالي في البلاد وهذا ما يوضحه عام (٢٠١٩) اذ بلغ العجز نسبة (١,٥٨%) من الناتج المحلي الاجمالي. ومن خلال مسار الموازنة العامة يتبين لنا عن قوة تصاعد الانفاق العام وخاصة الانفاق الجاري والذي يكاد يعجز المورد النفطي عن مواكبته الامر الذي يعني ان عناصر النفقات والإيرادات هي مرآة للوضع الاقتصادي اكثر مما هي اداة تغيير، وبما ان

^{١٩} البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠١٩، ص ٩.
^{٢٠} علي عبد الكاظم دعدوش، دور الانضباط المالي في معالجة الصدمات المزدوجة في الاقتصاد العراقي للمدة (٢٠١٠-٢٠٢٠)، مركز البيان للدراسات والتخطيط، ٢٠٢٠، ص ١١.

العراق لا يمتلك فوائض مالية متراكمة تستخدم كاحتياطي للاستقرار المالي فهنا يكون امام خيارين: اما ان يقوم بالاقتراض او يخفض الانفاق، والاختيار بينهما صعب وبالتالي لا تصبح الكفاءة مضمونة الا بقدر اسناد الموازنة في اعدادها وتنفيذها على وفق مبدأين الاول مبدأ الكلفة – الفاعلية لتكون النفقات مشروطة باقل التكاليف لتحقيق الاهداف المطلوبة او مبدأ الكلفة – المنفعة اي العائد الاعلى للنفقة^(٢١) .

ثالثا: تطور سعر الصرف في الاقتصاد العراقي للمدة ٢٠٠٤-٢٠٢٠ حقق : عام (٢٠٠٥) نموا موجبا في سعر الصرف وبمعدل سنوي بلغ (١,١) . اما المدة (٢٠٠٦-٢٠٠٨) فقد حقق سعر الصرف انخفاضا وبمعدلات نمو سالبة متفاوتة بلغت (٥,٥-% ، ١٣-% ، ٢,٨-%) وعلى التوالي وسبب هذا التراجع في اسعار الصرف كان نتيجة سعي البنك المركزي لتحسين قيمة العملة المحلية عن طريق مزاد العملة الاجنبية وتوفير العرض المناسب من الدولار من اجل المحافظة على الاستقرار الاقتصادي^{٢٢} .

وفي عامي (٢٠٠٩) و (٢٠١٠) لم يتغير سعر الصرف اذ بقي ثابتاً و بلغ (١١٨٥) دينار لكل دولار، وخلال الأعوام (٢٠١١-٢٠١٣) شهد سعر الصرف استقرارا اقرب الى الثبات ذلك لتوجه البنك المركزي لتحسين قيمة الدينار العراقي ، في عام ٢٠١٤ حقق سعر الصرف معدل نمو سالب بلغ (١,٣-)، شهد عامي (٢٠١٥) و(٢٠١٦) ارتفاع في سعر الصرف اذ بلغ (١٢١٦، ١٣٠٣) على الترتيب. وخلال المدة (٢٠١٧-٢٠٢٠) شهد سعر الصرف تذبذب واضح اذ حقق معدلات نمو سالبة وموجبة بلغت (٤-% ، ٤,٥-% ، ٠,٦-% ، ١٢,٤-%) على التوالي. بلغ معدل النمو السنوي المركب خلال المدة (٠,٥-%) .

رابعا: تطور معدلات التضخم في الاقتصاد العراقي للمدة (٢٠٠٤-٢٠٢٠) خلال عام ٢٠٠٣ بلغ معدل التضخم السنوي (٣٦,٩٦%) والسبب في هذا الارتفاع في معدلات التضخم هو ارتفاع اغلب فقرات الرقم القياسي لاسيما السلع الغذائية والوقود^(٢٣). واصل معدل التضخم بالزيادة التدريجية خلال الاعوام ٢٠٠٤-٢٠٠٦ اذ وصل معدل التضخم السنوي في عام ٢٠٠٥ الى معدلات عالية لم يشهدها العراق منذ النصف الاول من عقد التسعينات اذ بلغ (٥٣,٢٣%) والسبب يعود الى الصدمات التي حدثت في القطاع الحقيقي ولاسيما قطاع الوقود

^{٢١} عماد محمد علي، محمد شهاب احمد، القواعد المالية بين متطلبات الانضباط المالي والواقع المالي في العراق للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٦)، مجلة المستنصرية للدراسات العربية والدولية، العدد ٦٢، ص ١١٨.

^{٢٢} عبد الحسين جليل الغالبي وليلى بديوي، العلاقة التبادلية بين الصدمات النقدية وسعر الصرف في العراق، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد ٩، العدد ٢٨، ٢٠١٣، ص ٢٢٨.

^{٢٣} البنك المركزي العراقي ، المديرية العامة للاحصاء والابحاث، النشرة الاحصائية السنوية، ٢٠٠٣، ص ٣٩.

والطاقة مع ارتفاع اسعار الوقود بسبب رفع الدعم عنه وعن بعض السلع الاخرى الذي انعكس على ارتفاع تكاليف النقل وتكاليف الانتاج^(٢٤).

وشهد عام ٢٠٠٧ نموا في معدلات التضخم ولكن بمعدلات تنازلية بلغت (٢,٦٧%) والسبب في تراجع معدلات التضخم الى نجاح السياسة النقدية التي اتبعتها البنك المركزي في تحقيق الاستقرار في مستويات الاسعار وكذلك تحسن الوضع الامني^(٢٥). وعلى خلاف الاعوام السابقة شهد معدل التضخم في عام ٢٠٠٨ انخفاضا وحقق نموا سالبا بلغ (٢,١٩-%) بسبب الازمة المالية وتراجع مستوى النشاط العالمي ومستويات الاسعار. ثم عاودت معدلات التضخم النمو وبمعدلات متفاوتة للمدة من ٢٠١٠-٢٠٢٠ فقد بلغ معدل التضخم عام ٢٠٢٠ (٠,٥٧). بلغ معدل النمو المركب للمدة من ٢٠٠٤-٢٠٢٠ (-٢٢%)،

خامسا: تطور أسعار الفائدة في الاقتصاد العراقي للمدة (٢٠٠٤-٢٠٢٠)- ان التحرر المالي للأسواق يقتضي منح حرية واسعة للمصارف حول تحديد معدلات الفائدة اتجاه وحدات العجز ووحدات الفائض مع اهمية قيادة البنك المركزي لمنظومة الفائدة. وهذا الامر هو ما دفع البنك لتحرير اسعار الفائدة المصرفية بقرار منه عام (٢٠٠٤)، واعتماد سعر الفائدة الرئيسي كمعدل تأشيري قصير الامد للتأثير في مستويات السيولة^(٢٦). شهد عام (٢٠٠٤) صدور قانون باستقلالية البنك المركزي العراقي وعدم خضوعه للسلطة التنفيذية الامر الذي ادى الى اعتماد على الاساليب الجديدة في ادارة السياسة النقدية. اذ اعتمدت السياسة النقدية للبنك المركزي على سعر الصرف واعطاه دور أكبر للتأثير على النشاط الاقتصادي لان اعتماد العراق على الاستيرادات يشكل نسبة كبيرة جداً لسد فجوة الطلب الكلي الفعال، الا انها لم تهمل دور سعر الفائدة من حيث تأثير في بالنشاط الاقتصادي وخاصة على التأثير على ظاهرة التضخم.

اذ بلغ سعر الفائدة في عام (٢٠٠٥) (7%) مسجلا معدل نمو سنوي موجب بلغ (١٦,٧%) عن عام (٢٠٠٤) ، و نما سعر الفائدة الى مستويات مرتفعة جداً للمدة (2007-2006) إذ بلغ معدل النمو السنوي على التوالي (١٢٨,٦% ، ٢٥%) اذ بلغ سعر الفائدة (20%) عام (2007) نتيجة لسعي البنك المركزي لجذب الاموال للحد من الآثار التضخمية التي كانت سائدة في النشاط الاقتصادي بسبب عدم مرونة الجهاز الانتاجي وكذلك التقلبات في القطاع الحقيقي .

^{٢٤} اديب قاسم شندي و حيدر كامل نعيم، تأثير السياسة النقدية على التضخم في العراق للمدة (١٩٧٠-٢٠٠٨)، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية، جامعة واسط، المجلد ١، العدد ٥، ٢٠١١، ص ١١.

^{٢٥} البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي، التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠٠٨، ص ٤٠.

^{٢٦} محمود محمد داغر، محمود محمد داغر ، السياسة النقدية في العراق من التبعية الى الاستقلال غير فعال ، مجلة (بحوث اقتصادية عربية) ، العدد (65) ، شتاء 2014 ، ص ٣٨.

إلا ان البنك المركزي لم يخطط الى الاستمرار في سياسة سعر الفائدة المرتفع فعمل البنك على خفض سعر الفائدة، اذ بلغ عام (٢٠٠٩) ما نسبته (8.8%) متراجعا بمقدار (-41.1%) عن عام (٢٠٠٨) ويعود سبب ذلك الى الاتجاه التنزلي الذي اشهه الرقم القياسي لأسعار المستهلك والذي سجل فيه التضخم السنوي الأساسي انخفاضا اذ خفض البنك المركزي سعر الفائدة أربع مرات في نفس العام. استمر البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة ليستقر عند (6%) للمدة (2011٢٠١٥-) اذ نلاحظ نجاح السلطة النقدية في خفض والسيطرة على التضخم لكونها اعتمدت على الاساليب الناجحة في السيطرة عليه وسخرت سعر الفائدة بشكل فعال كأحد أدواتها، الا ان هذا الاستقرار والثبات في سعر الفائدة لم يدوم اذ انخفض سعر الفائدة في عامي ٢٠١٦ وبنسبة بلغت (٢٧,٨%-)، ثم استقر عند نسبة (٤%) خلال الفترة من (٢٠١٧-٢٠٢٠)

المطلب الثاني: تطور مؤشرات السوق المالي في العراق

من خلال تحليل البيانات الخاصة بتطور مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية والواردة في الجدول (١٨) والتي تشمل مؤشر الأسعار والقيمة السوقية وحجم التداول وعدد الشركات المدرجة بالإضافة إلى دور الاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية وكما يلي:

١. بلغ حجم الاستثمار الأجنبي ١٧١٢١ مليون دينار في عام ٢٠٠٧ وكان هذا العام بداية تداول الأجانب في سوق العراق بعد تفعيل قانون الاستثمار الأجنبي رقم ١٣ لعام ٢٠٠٦ والذي سمح بدخول رؤوس الأموال الأجنبية الى البلد وتداول أسهم مختلف الشركات الأجنبية، والتي انعكست على ارتفاع حجم التداول في عام ٢٠٠٨ ليصل الى مليون دينار عراقي وبنسبة تغير بلغت ٤٤,٤% (٢٧). مع ارتفاع مؤشر سوق العراق بمقدار ٣٣,٠٧٢ نقطة لينغلق المؤشر في اخر جلسة من عام ٢٠٠٨ على ٥٨,٣٦ نقطة، بالمقارنة مع ٢٥,٢٨٨ نقطة عام ٢٠٠٦، وبالتالي انعكس هذا الارتفاع في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية على ارتفاع القيمة السوقية لتصل الى ٢,٣ تريليون بمقدار زيادة ٣٣٤ مليون مقارنة مع ١,٩ تريليون عام ٢٠٠٦. مع ارتفاع عدد الأسهم المتداولة لتبلغ ١٥١ مليار سهم وبقية تداول بلغت ٣٠١ مليار دينار عام ٢٠٠٨، بالمقارنة مع ٥٨ مليون سهم متداول عام ٢٠٠٦ وبقية تداول بلغت ١٤٧ مليار دينار، الى جانب ارتفاع عدد الشركات المدرجة لتبلغ ٩٥ عام ٢٠٠٨.

٢. خلال عام ٢٠٠٩ انتقل التداول في سوق العراق للأوراق المالية اعتبارا من جلسة يوم الأحد ٢٠٠٩/٤/١٩ الى التداول الالكتروني لأول مرة في تاريخ العراق واستبدلت اللوحات

^{٢٧} حنان خالد حنش عيسلوي، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط: سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان

انموذجاً. رسالة ماجستير غير منشورة جامعة القادسية كلية الادارة والاقتصاد، ٢٠١٦، ص ٧٧

البلاستيكية بمحطات التداول الالكتروني في مقر السوق وأيضا في ٤٧ موقع لشركة وساطة خارج مبنى السوق والتداول عبر شبكة WAN بالإضافة الى موقع هيئة الاوراق المالية الذي يتولى مراقبة التداول، وأصبحت عدد الجلسات خمسة جلسات أسبوعيا وفقا لنظام التداول الالكتروني وأصبحت عملية نقل الملكية تتم لحظيا والتسويات المالية تتم بعد الجلسة مباشرة T+0 (أي ان التسوية المالية والسهمية تتم في نفس الوقت)^(٢٨). الامر الذي انعكس على تطور مؤشرات السوق فقد أغلق مؤشر سوق العراق لأسعار الأسهم المتداولة في آخر جلسة من عام ٢٠٠٩ على ١٠٠,٨٦ نقطة ، وقد أغلق المؤشر في آخر جلسات عام ٢٠١٠ على ١٠٠,٩٨ نقطة مرتفعا عن إغلاقه لعام ٢٠٠٩ بنسبة ٠,١٢ % ، والتي انعكست بذلك على ارتفاع القيمة السوقية بنسبة ١٠ % لتصل الى ٣٤٤٦ مليار دينار عام ٢٠١٠ بالمقارنة مع ٣١٢٥ مليار دينار عام ٢٠٠٩، مع ارتفاع عدد الأسهم المتداولة بنسبة ٢١ % لتبلغ ٢٥٥,٦ مليار سهم بقيمة ٤٠٠ مليار عام ٢٠١٠ بالمقارنة مع ٢١١ مليار سهم وبقيمة ٤١١ مليار دينار عام ٢٠٠٩ ، كما بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين الأجانب من أسهم الشركات المتداولة خلال العام ٢٠١٠ ب ٦٢,٨٨٨ مليون دينار، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم ب ١٨,٤ مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار الأجنبي قد ارتفع بما قيمته ٥٤,٥٦٩ مليار دينار لعام ٢٠١٠ ، مقارنة مع ١٨,٤ مليار دينار للعام ٢٠٠٩ ، في حين بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق العراق ٨٧ شركة بنهاية عام ٢٠١٠ مقابل ٨٥ شركة مدرجة بنهاية عام ٢٠٠٩.

٣. خلال عام ٢٠١٣ إطلاق سوق العراق للأوراق المالية رقم قياسي جديد (مؤشر السوق) ISX Price Index اعتبارا من شهر شباط ٢٠١٣ اعتمد على استبعاد الشركات المشطوبة وضعيفة التداول التي كانت في العينة السابقة واطافة شركة جديدة تمثل قطاع الاتصالات، بلغت قيمة المؤشر في جلسة الأساس ١٠٠ نقطة، وفي عام ٢٠١٣ بلغت قيمته في آخر جلسة ١١٣,١٣ وقد بلغ عدد الأسهم المتداولة (٨٧٦) مليار سهم بقيمة (٢,٨) تريليون دينار، والقيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق بلغت ١١,٤٧٦ تريليون دينار، كما بلغ قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين الأجانب ١١٤٩ مليار دينار، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم ١٦٩,٧ مليار دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار الأجنبي ٩٨٠ مليار دينار.

٤. عام ٢٠١٥ أطلق سوق العراق للأوراق المالية نظام التداول الالكتروني الجديد X-Stream يقوم هذا النظام باحتساب مؤشر السوق ISX60 في كل جلسة لعينة عددها (٦٠)

^{٢٨} سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، ٢٠١٢، ص ١

شركة مساهمة مدرجة مقارنة بأسعارها لجلسة الأساس، ثم مقارنة أسعار الجلسة الحالية قياساً بالجلسة السابقة لها، وتعتبر قيمة المؤشر قيمة قياسية لبيان حركة السوق اتجاهياً^(٢٩)، اقل مؤشر السوق على ٩٩٥,٩٤٤ نقطة في اول جلسة تداول واقل على ٧٣٠,٥٦ نقطة في اخر جلسة من عام ٢٠١٥ محققاً انخفاضاً نسبته ٢٦ %، وهذا يعزى الى الدمار الذي الحقه الإرهاب الداعشي في البنية التحتية والمكونات الرأسمالية المنتجة، وأصبح حجم السكان ممن تحت الفقر يقدر بنحو ١٠%.

مع تراجع مؤشرات الاقتصاد العراقي بعد الانخفاض الكبير في أسعار النفط عامي ٢٠١٤ و ٢٠١٥ وتحول صافي الموازنة من موجب الى سالب، في وقت كانت العديد من شركات القطاع العام خاسرة ولم تغير من نمط خططها، وبالتالي انعكست بظلالها على انخفاض قيمة الأسهم المشتراة من قبل الأجانب بنسبة ٣٤ % قياساً بعام ٢٠١٤، والتي انعكست بذلك على صافي الاستثمار الأجنبي ليؤشر قيمة سالبة، مع انخفاض عدد الأسهم المتداولة بنسبة ١٧ % لتبلغ ٦١٩ مليار سهم، وانخفاض القيمة السوقية بنسبة ٢% مقارنة مع عام ٢٠١٤.

٥. مع استمرار انخفاض أسعار النفط عالمياً واثره السلبي على مؤشرات الاقتصاد العراقي باعتباره اقتصاد أحادي الجانب في اعتماده على إنتاج وتصدير النفط في الذي يعد المورد الأعظم من موارد الناتج المحلي الإجمالي وتحقق عجز الموازنة العامة، مع متطلبات الحرب على العصابات الإرهابية وتحرير الأرض والتي انعكست على تأخر حركة الأموال المعدة للشراء من قبل الأجانب عن طريق المصارف الأجنبية والعراقية والذي اثر على حجم السيولة واستقطابها نحو التداول والتأثير في جذب مستثمرين جدد إلى السوق، وعلى أساس ذلك اقل مؤشر السوق على ٥١٠,١٢ نقطة في آخر جلسة من عام ٢٠١٨ وقياساً مع عام ٢٠١٧ انخفض المؤشر بنسبة ١٢ % ، مع انخفاض عدد الأسهم المتداولة بنسبة ٣١ % لتبلغ ٨٣٢ مليار سهم عام ٢٠١٨ .

٦. قياساً بمؤشرات عام ٢٠١٩ انخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة ١٢ % وارتفعت وقيمة الأسهم المتداولة بنسبة ١٦,٢% وارتفاع مؤشر الأسعار بنسبة ٣% عام ٢٠٢٠ الذي تضمن فترة قوة قاهرة Covid 19 .

^{٢٩} سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي ٢٠١٥، ص ٦

المبحث الثالث// قياس إثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الموجودات في العراق
للمدة (Q1 ٢٠٠٤ - Q 4 ٢٠٢٠)

اختبار استقراريه المتغيرات : تم اختبار متغيرات الدراسة باستعمال برنامج (Eviews.12) وكذلك الاعتماد على اختبار فليب بيرون (PP) وديكي فولر الموسع (ADF) من اجل معرفة هل ان المتغيرات تعاني من جذر الوحدة وتحديد درجة التكامل، وبعد اجراء الاختبار للمتغيرات تم الحصول على النتائج الاتية كما هو موضح ادناه:-

جدول (١) نتائج اختبار جذر الوحدة حسب معيار فليب بيرون PP للاقتصاد العراقي

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)							
At Level							
		PI	GDP	M2	NB	EX	R
With Constant	t-Statistic	-1.5930	-1.8999	-0.6363	-3.9346	-2.4078	-1.5248
	Prob.	0.4802	0.3304	0.8544	0.0032	0.1437	0.5147
		n0	n0	n0	***	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.2727	-2.1257	-1.2014	-4.1822	-1.6857	-2.5918
	Prob.	0.4421	0.5216	0.9015	0.0082	0.7461	0.2854
		n0	n0	n0	***	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.8343	0.3039	3.1102	-2.8799	-0.9023	-0.3250
	Prob.	0.3506	0.7706	0.9994	0.0046	0.3215	0.5644
		n0	n0	n0	***	n0	n0
At First Difference							
		d(PI)	d(GDP)	d(M2)	d(NB)	d(EX)	d(R)
With Constant	t-Statistic	-3.7836	-7.9891	-5.3976	-15.5869	-6.2808	-3.6685
	Prob.	0.0050	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0070
		***	***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-3.7263	-8.3241	-5.3671	-21.8756	-6.5285	-3.6412
	Prob.	0.0278	0.0000	0.0002	0.0001	0.0000	0.0343
		**	***	***	***	***	**
Without Constant & Trend	t-Statistic	-3.8796	-7.8082	-3.4693	-15.4777	-6.2791	-3.6940
	Prob.	0.0002	0.0000	0.0008	0.0000	0.0000	0.0004
		***	***	***	***	***	***

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

اذ يلاحظ من اختبار (PP) ان جميع المتغيرات كانت غير ساكنة عند مستوياتها الاصلية لان جميع القيم المقدرة (T) اقل من القيمة الجدولية مما يعني قبول فرضية العدم التي تنص على عدم سكون المتغيرات عند مستوياتها الفعلية وبالتالي احتوائها على جذر الوحدة، عدا متغير صافي الموازنة كان مستقرا عند مستواه ، بما ان استقرار المتغيرات كانت عند مستويات مختلفة من (10) و (11) فان هذا يعني وجود علاقة توازن طويلة الاجل، أي صلاحية نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع لتفسير العلاقة بين المتغيرات على المدى الطويل

تقدير الانموذج باستخدام (ARDL)

أظهر النموذج (ARDL) ان فترة الإبطاء المثلى وحسب معيار (AKAIKE) بلغت (0, 3) وكانت نتائج انموذج (ARDL): (0, 1, 1, 0)

جدول (٢) نتائج انموذج ARDL

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
PI(-1)	1.525549	0.132007	11.55656	0.0000
PI(-2)	-1.074090	0.205724	-5.221016	0.0000
PI(-3)	0.434483	0.129059	3.366545	0.0015
EX	-0.054526	0.429827	-0.126856	0.8996
R	5.884346	24.90203	0.236300	0.8142
M2	-4.70E-06	4.81E-06	-0.978049	0.3328
M2(-1)	6.99E-06	4.87E-06	1.434279	0.1577
NB	1.03E-06	1.11E-06	0.927475	0.3581
NB(-1)	2.62E-06	9.43E-07	2.781544	0.0076
GDP	-9.77E-06	3.78E-06	-2.586912	0.0126
C	66.35886	807.8814	0.082139	0.9349
R-squared	0.952552	Mean dependent var		864.1638
Adjusted R-squared	0.943063	S.D. dependent var		784.8223
S.E. of regression	187.2709	Akaike info criterion		13.46479
Sum squared resid	1753520.	Schwarz criterion		13.84544
Log likelihood	-399.6762	Hannan-Quinn criter.		13.61397
F-statistic	100.3788	Durbin-Watson stat		2.140209
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model

المصدر: من عمل الباحث اعتمادا على برنامج EViews12
 نلاحظ من الجدول المذكور انفا الذي يوضح نتائج تقدير انموذج ARDL اذ كانت القدرة التفسيرية للانموذج المقدر ($R^2=0.95$) وكانت قيمة Adjusted R-squared (0.94) اي ان المتغيرات المستقلة الداخلة في الانموذج المقدر تفسر 95% من التغيرات في المتغير التابع، وكذلك الانموذج معنوي اذ كانت قيمة F المحتسبة كبيرة (100,37) وهي معنوية عند مستوى 1% اي ان الانموذج المقدر معنوي اي نرفض فرضية العدم ($H_0: b=0$) ونقبل الفرضية البديلة ($H_1: b \neq 0$). الخطوة التي تليها هي اختبار وجود علاقة تكامل مشترك اي وجود علاقة توازنه طويلة الاجل عن طريق اختبار الحدود (Bounds Test) والموضح في جدول (٤٠)

جدول (٣) اختبار الحدود

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	3.573541	10%	2.26	3.35
K	5	5%	2.62	3.79
		2.5%	2.96	4.18
		1%	3.41	4.68

المصدر: من عمل الباحث اعتماداً على برنامج EViews12 من الجدول (٣) الذي يوضح نتائج اختبار الحدود ومنه نلاحظ ان قيمة (F-statistics) المحسوبة كانت (٣,٥٧) وهي أكبر من القيمة الجدولية الصغرى البالغة (٣,٤١) ولكنها اقل من القيمة الجدولية العظمى (٤,٦٨) عند مستوى معنوية ١% وعليه ستكون في منطقة عدم الحسم وستقبل بوجود علاقة توازنه طويلة الاجل اي نرفض فرضية العدم عند مستوى معنوية (١٠%) اذ كانت أكبر من الحد الأعلى والادنى في هذا المستوى.

اما جدول (٤) فيبين نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) اذ نلاحظ ان إشارة المعلمة تصحيح الخطأ سالبة ومعنوية عند مستوى (١%) مما يعني وجود علاقة طويلة الاجل بين مؤشر الأسعار والمتغيرات المستقلة وبالتالي المتغيرات المستقلة لها تأثير جوهري على المدى الطويل على المتغير التابع.

جدول (٤) تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	66.35886	32.84344	2.020460	0.0487
D(PI(-1))	0.639607	0.103697	6.168019	0.0000
D(PI(-2))	-0.434483	0.109308	-3.974845	0.0002
D(M2)	-4.70E-06	4.19E-06	-1.123157	0.2667
D(NB)	1.03E-06	9.22E-07	1.119397	0.2683
CointEq(-1)*	-0.114058	0.023486	-4.856477	0.0000

المصدر: من عمل الباحث اعتماداً على برنامج EViews12

اما عن العلاقة السببية في الاجل القصير نعتمد على اختبار Wald لاختبار معنوية معاملات المتغيرات المستقلة، أي هل توجد علاقة قصيرة الاجل بين كل متغير مستقل على حدة والمتغير التابع. اذ تم التوصل في جدول (٥) الى معنوية كل المعلمات قصيرة الاجل للنموذج بالتالي توجد علاقة سببية قصيرة الاجل من المتغيرات المستقلة الى مؤشر الأسعار.

جدول (٥) اختبار Wald

Wald Test:			
Test Statistic	Value	Df	Probability
F-statistic	7.177848	(9, 50)	0.0000
Chi-square	64.60063	9	0.0000

المصدر: من عمل الباحث اعتماداً على برنامج EViews12

اما نتائج اختبار التكامل المشترك طويل الأمد فجاءت النتائج تبعا للجدول التالي:

جدول (٦) نتائج التكامل المشترك طويل الأمد

Levels Equation

Case 3: Unrestricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EX	-0.478055	3.798429	-0.125856	0.9004
R	51.59090	216.7678	0.238001	0.8129
M2	2.00E-05	9.45E-06	2.116829	0.0393
NB	3.21E-05	2.33E-05	1.377496	0.1745
GDP	-8.57E-05	4.97E-05	-1.722716	0.0911
EC = PI - (-0.4781*EX + 51.5909*R + 0.0000*M2 + 0.0000*NB -0.0001*GDP)				

المصدر: من عمل الباحث اعتمادا على برنامج EViews12

ومنه يلاحظ عدم معنوية المتغيرات الاقتصادية عدا متغير عرض النقد بمعناه الواسع وتقترب معلمته من الصفر وهو ما يعكس صورة الأسواق المالية العراقية كون ان اغلب الشركات المدرجة فيه وذات فاعلية هي المصارف التجارية سواء كانت حكومية ام أهلية.

اختبار LM الخاص بالارتباط الذاتي واختبار (Heteroskedasticity) الخاص بعدم تجانس التباين

تعد قيمة احصاء (D.W) مظلمة في نماذج الانحدار الذاتي لذا يتم الاعتماد على معامل لاكرانج (LM) في التحقق من خلو الانموذج من مشكلة الارتباط الذاتي وهذا ما يوضحه لنا جدول (٧) الاتي .

جدول (٧) اختبار الارتباط الذاتي (LM)

F - Statistic	2.128558	Prob , F (2,48)	0.1301
Obs *R-Squared	4.969353	Prob chi-Sq. (2)	0.0834

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews. 12

يبين لنا الجدول اعلاه ان معنوية احصاء (F) ومربع كاي كانت غير معنوية عند مستوى (5%) لذا نقبل فرضية العدم (عدم وجود ارتباط ذاتي) ورفض الفرضية البديلة ويدعم هذا الاختبار اختبار (Q-Statistic) اذ يلحظ من عمود (Prob) كل نتائج الاختبارات أكبر من (5%) بالتالي قبول الفرضية العدم (H0=0) ونرفض الفرضية البديلة (H1≠0) بعدم وجود ارتباط ذاتي متسلسل بين الأخطاء العشوائية للأنموذج المقدر.

جدول (٨) اختبار تجانس التباين Heteroskedasticity

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
Null hypothesis: Homoskedasticity			
F-statistic	2.887255	Prob. F(10,50)	0.064
Obs*R-squared	22.33002	Prob. Chi-Square(10)	0.035
Scaled explained SS	22.30274	Prob. Chi-Square(10)	0.036

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12

نلاحظ عدم معنوية إحصاءه (F) ومربع كاي وبالتالي خلو الانموذج من مشكلة عدم ثبات تجانس التباين مما يعني قبول فرضية العدم ورفض فرضية البديلة.

الاستنتاجات

١. اما ما يخص الاقتصاد العراقي فبينت نتائج الاجل القصير عدم معنوية المتغيرات في التأثير على مؤشر سوق الأوراق المالية على الرغم من وجود علاقة تكاملية وتوازنية.
٢. الا نتائج الاجل الطويل أظهرت معنوية ايجابية عرض النقد الواسع بالتأثير على مؤشر سوق الأوراق المالية، وكذلك الناتج المحلي الإجمالي الا انه ذو تأثير سلبي على مؤشر السوق.
٣. ضعف دور سوق العراق للأوراق المالية في تعبئة وتوجيه المدخرات نحو القطاعات الإنتاجية بسبب ضعف القطاع الخاص اذ شكلت المصارف اغلب الشركات المدرجة في السوق والتي يقتصر عملها على التحويل وتمويل التجارة.

التوصيات

١. العمل على تطوير سوق الأوراق المالية بما يضمن توفر كافة الأدوات المالية وخاصة المشتقات المالية للتحوط من التغيرات الاقتصادية والسياسية ونظرا للحساسية المفرطة التي يتميز بها سعر الصرف، وادخال المؤسسات الصانعة للسوق من خلال صناديق الاستثمار، وبيوت الإصدار.
٢. ضرورة تطوير وإعادة هيكلة النظام المصرفي بما يتلاءم مع التطور الاقتصادي والتكنولوجي والعمل على تحسين الثقة في النظام المصرفي وبما يضمن تقليل الاكتناز لدى الافراد والمؤسسات من خلال وضع مراكز للتنبؤ بالأوضاع الاقتصادية المستقبلية وعدم الاقتصار على عمليات التحويل الخارجي وتمويل التجارة، وان تعمل وفق مفهوم الصيرفة الشاملة بالتعاون مع القطاع الخاص التي تساهم في بناء الشركات المساهمة.
٣. ضرورة العمل على استقرار سعر صرف الدينار العراقي، بما يعزز ثقة المتعاملين بالعملة الوطنية والمستثمرين بسوق الأوراق المالية.
٤. استمرار عمل البنك المركزي بالمحافظة بجعل معدل تضخم منخفض، واستثمار الاحتياطات من الصرف الأجنبي، والعمل على زيادتها لأنها تعزز من استقرار العملة، وبالتالي استقرار السوق المالي.
٥. زيادة الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين، وتحفيزهم على الادخار ، من خلال بيان الفرص المتاحة للاستثمار في سوق الأوراق المالية وما يترتب عليه من مزايا، وما يصاحبه من مخاطر وكيفية ادارتها بهدف الحصول على ارباح بدرجة مخاطرة مقبولة.

1. Aniruddh, G. A. et al. (2010). A Study of Exchange Rates Movement and Stock Market Volatility. International Journal of Business and Management, 5(12), pp. 62-73. OnLine: [10.5539/ijbm.v5n12p62](https://doi.org/10.5539/ijbm.v5n12p62) (Visited 27/05/2018).
2. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2006.04.006> (Visited 25/05/2018).
3. Husain Fazal & Mahmood Tariq, Monetary Expansion and Stock Returns in Pakistan, The Pakistan Development Review Vol 38, N°4, Part II, 1999, p 769.
4. L.M.C.S. Menike, The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Emerging Sri Lankan Stock Market, Sabaragamuwa University Journal, volume 6, Issue N° 1, 2006.
5. Maysami, Ramin Cooper, Howe, Lee Chuin, and Hamza Mohamed Atkin. "Relationship between macroeconomic variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore All-S Sector Indices", Journal Pengurusan, Vol. 24, (2004), PP 53-54.
6. Michael S Rozeff, The Money Supply & The stock Market, Financial Analysts Journal, 1975,
7. Mishkin, S. Frederic, "The economics of money banking and financial markets", Columbia university, 8th edition 2007
8. Roncalli T, la Gestion des Risques Financiers, economic, Paris, 2009.
9. Tabak, B. M. (2006). The dynamic relationship between stock prices and exchange rates: evidence for Brazil. Working paper series N° 124, Banco Central Do Brasil. OnLine:

<https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps124.pdf> (Visited 25/05/2018).

10. weston , j. , fread , besley , scott of brigham , f. , eugene " essentials of managerial finance " 11th , Dryden press , 1996, p 182

11. Yau, H. Y. & Nieh, C. C. (2006). Interrelationships Among Stock Prices of Taiwan and Japan and NTD/Yen Exchange Rate. Journal of Asian Economics, 17(3), pp. 535-552. OnLine:

١. اديب قاسم شندي و حيدر كامل نعيم، تأثير السياسة النقدية على التضخم في العراق للمدة (١٩٧٠-٢٠٠٨)، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية، جامعة واسط، المجلد ١، العدد ٥، ٢٠١١

٢. بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٣.

٣. البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، النشرة الاحصائية السنوية، ٢٠٠٣.

٤. البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي، التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠٠٨.

٥. البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠١٢.

٦. البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي، التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠١٤، ص ٣١.

٧. حنان خالد حنش عيساوي، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان انموذجاً. رسالة ماجستير غير منشورة جامعة القادسية كلية الادارة والاقتصاد، ٢٠١٦

٨. دعاء نعمان الحسيني، تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات أسواق الاوراق المالية العربية، مجلة بحوث مستقبلية، الموصل، كلية الحدباء الجامعة، المجلد (٣)، العدد (٤)، ٢٠٠٥

٩. عبد الحسين جليل الغالبي وليلى بديوي، العلاقة التبادلية بين الصدمات النقدية وسعر الصرف في العراق، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد ٩، العدد ٢٨، ٢٠١٣.
١٠. عبد الهادي، محمد سعيد، الادارة المالية: الاستثمار والتمويل – التحليل المالي والاسواق المالية والدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع عمان، الاردن، ٢٠٠٨.
١١. علي عبد الكاظم دعدوش، دور الانضباط المالي في معالجة الصدمات المزدوجة في الاقتصاد العراقي للمدة (٢٠١٠-٢٠٢٠)، مركز البيان للدراسات والتخطيط، ٢٠٢٠.
١٢. عماد محمد علي، محمد شهاب احمد، القواعد المالية بين متطلبات الانضباط المالي والواقع المالي في العراق للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٦)، مجلة المستنصرية للدراسات العربية والدولية، العدد ٦٢.
١٣. محمد فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للطباعة والنشر، ط١، عمان، الاردن، ٢٠٠٥.
١٤. محمد محمود داغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن: عمان، ٢٠٠٥.
١٥. محمود محمد داغر، محمود محمد داغر ، السياسة النقدية في العراق من التبعية الى الاستقلال غير فعال ، مجلة (بحوث اقتصادية عربية) ، العدد (65) ، شتاء 2014.
١٦. مظهر محمد صالح، السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي ومفارقة الازدهار في اقتصاد ريعي، البنك المركزي العراقي، بغداد، اذار، ٢٠١٢.
١٧. هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الاوراق المالية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، 200٠.
١٨. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٥.
١٩. وسام حسين علي وإسلام محمد محمود، سعر الصرف وأثره على التضخم في العراق للمدة من ٢٠٠٥-٢٠٠٩، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد ٧، عدد خاص ببحوث المؤتمر العلمي الثاني لكلية الادارة والاقتصاد، للمدة ١٠-١١/٥/٢٠١١،