

**استخدام مدخل الكفاءة السوقية لتقييم سوق¹
العراق للأوراق المالية للمدة 2015 - 2017**

أ.د. حسين جواد كاظم

جامعة البصرة / قسم العلوم المالية والمصرفية

الباحثة: شهد سمير عمران

جامعة البصرة / قسم العلوم المالية والمصرفية

¹ بحث مستل من رسالة ماجستير

Use The Entrance Of Market Efficiency
Analytical study of the Iraqi Stock Exchange for the
period (2017-2015)

Prof. Dr. Hussein Jawad Kadhim

Researcher: Shahad Sameer Omran

Abstract

Financial Markets in present time became the main place that economic activities are managed mobilize saving and then financial development so the study and analyzing financial market became highly important, according financial our study have one of the most importance ways using to evaluate and analysis financial market that is market efficiency. using different ways and tools in field of financial economics (time series analysis, financial markets evaluating tools, statistical method). The study concluded that Iraq stock exchange inefficient at weak from also the study have recommend reach to severed recommendations related with raising financial market efficiency by raising the size of financial assets to enhance financial performance by raising investment awareness and applying the acts related with raising the level of discloser of financial data of companies listed in the Iraqi stock market.

- المجلد الثالث عشر
- العدد السادس والعشرون
- تشرين الاول 2020
- استلام البحث: 2018/10/9
- قبول النشر: 2018/11/12

استخدام مدخل الكفاءة السوقية

لتقييم سوق العراق للأوراق

المالية للمدة 2017 _ 2015

أ.د. حسين جواد كاظم
الباحثة: شهد سمير عمران

المستخلص

أصبحت الأسواق المالية في الوقت الحاضر المكان الأساسي الذي تتم من خلاله إدارة الفعاليات الاقتصادية المختلفة وتعبئة الادخارات وبالتالي تمويل التنمية، لذا أصبحت دراسة وتحليل الأسواق المالية ذات أهمية كبيرة، وانطلاقاً من هذه الأهمية فقد تناولت الدراسة احد أهم الأساليب المستخدمة في تقييم وتحليل السوق المالي وهو منهج كفاءة السوق لتقييم وتحليل سوق العرق للأوراق المالية، مستخدماً مختلف الطرائق والأدوات في مجال تحليل الاقتصاد المالي (تحليل السلاسل الزمنية، أدوات تقييم السوق المالي، الطرائق الإحصائية).

وقد أظهرت نتائج التحليل لأداء السوق وتحليل السلاسل الزمنية لبيانات الدراسة أن السوق غير (0 كفاءة عند المستوى الضعيف، كما توصلت الدراسة إلى مجموعة من التوصيات لغرض رفع كفاءة السوق، منها زياده حجم الأصول المالية لتعزيز أداء السوق المالي من خلال خلق الوعي الاستثماري والعمل على تطبيق القوانين المتعلقة برفع مستوى الإفصاح فيما يتعلق بالبيانات المالية المنشورة الخاصة بالشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

المقدمة:

تعد الأسواق المالية وعاء استثماري يحرك وينمي المدخرات وإعادة توظيفها في مشاريع داعمة لعملية التنمية الاقتصادية، واحد أهم مصادر التمويل التي تقع في قمة الهرم المالي لأي نظام مالي ناجح، ومن أجل تطوير مصادر التمويل لا بد من بناء أسواق كفوءة تتناسب مع التغيرات الحاصلة في الاقتصاد في ظل تحديات العولمة المالية الذي ارتبط مع ازدياد الأزمات المالية الأمر الذي بات فيه المحافظة والارتقاء بكفاءة السوق مسألة غاية في الأهمية لتجنب مخاطر الأزمات المالية.

إذ تشير كفاءة السوق في الأدبيات المالية إلى أن المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية المتداولة في السوق تنعكس فوراً على سعر الورقة المالية، ويتم تحليل المعلومات في ضوء القيمة الحالية للسعر وانعكاس أثرها في تغيرات موجبة أو سالبة بحسب أثر تلك المعلومة في القيمة الحقيقية للأسهم المتداولة في السوق المالي.

أولاً: منهجية البحث

1 - أهمية البحث:

تتبع أهمية البحث من الدور المحوري الذي يمكن أن يؤديه سوق العراق للأوراق المالية في ظل الانفتاح والتوجه نحو اعتماد آليات السوق في إدارة شؤون الاقتصاد، ومدى أهمية ودور نظام المعلومات في رفع كفاءة وأداء السوق وما إلى ذلك من أهمية في الخروج بنتائج تساهم في تطوير عمل السوق المالي ليخدم الأهداف التي أنشأت من أجلها.

2 - مشكلة البحث:

وانطلاقاً من الأهمية التي تحظى بها الأسواق المالية والتحديات التي تواجهها المتمثلة بالأزمات المالية وبقدر تعلق الأمر بسوق العراق للأوراق المالية تحدد الدراسة الإشكاليات التالية في إطار كفاءة السوق المالي.

أ - ما مدى تطور مؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية ونظام المعلومات الحالي من حيث مصادر المعلومات وسرعة انتقالها وشفافيتها؟

ب - هل أن السوق المالي العراقي كفوء؟

3 - هدف البحث:

تقييم أداء سوق العراق للأوراق المالية، من خلال استخدام الكفاءة السوقية.

4 - فرضية البحث:

إن مؤشرات أداء وكفاءة سوق العراق المالي لم تتطور بالشكل الذي يواكب التغيرات الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد العراقي بعد عام 2003.

5 - الحدود الزمنية للدراسة

إن الحدود الزمنية لهذه الدراسة تمتد من شهر كانون الثاني 2015 إلى شهر كانون الأول من عام 2017 وفق (36) مشاهدة شهرية.

ثانياً: الإطار النظري للبحث

1- مدخل كفاءة السوق:

تعد كفاءة السوق أحد المداخل المهمة المطروحة للتقييم وفرضية شائعة تشير إلى التوقعات المبنية على أنواع المعلومات لجميع المتعاملين في السوق بأسعار الأصول المالية (الكريطي، 2013:35).

أن مفهوم كفاءة السوق مبني على أساس أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، لذلك يسعون إلى تحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن بما يؤدي إلى أن تكون الأسعار مرة لتلك المعلومات. وأن النمط التي تصل به المعلومات إلى السوق يكون غير منظم بذلك لا يمكن لأحد أن يتوقع شكل معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق لأن الحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ لا بد وأن تكون عشوائية. لذلك حركة أسعار الأوراق المالية ستشكل بناء على المعلومات الجديدة التي لا يمكن التنبؤ بها، أما إذا كان بالإمكان التنبؤ بها بامتلاك معلومات شخصية أو من خلال أساليب التحليل والتنبؤ فإن ذلك يعد دليلاً على عدم كفاءة السوق لأن القدرة على التنبؤ بالأسعار تشير إلى أن المعلومات لم تنعكس على الأسعار (سلطان، 2015:103).

كانت بداية الدعم لفرضية الكفاءة السوقية لعالم الرياضيات الفرنسي Bacheiler عام 1900 في أطروحته المقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الرياضيات فقد أوضح Bacheiler أن الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية تنعكس آثارها على سعر الورقة المالية. إلا أنه تم إهمال جميع النتائج التي توصل إليها Bacheiler كغيرها من الدراسات التي أجريت من قبل Holbrook Working عام 1934 وبعده Cowle & Jones عام 1937، حتى أواخر الخمسينات أذ تم تعميمها على الاقتصاديين من قبل Samuelson ونشرت الدراسة من قبل Cootner عام 1964 بعدها قام Eugene Fama عام 1970 بتجميع الأدلة كافة وتقديم إثباتات تجريبية حول فرضية كفاءة السوق، إذ يعد أول باحث اقتصادي قدم تعريفاً شاملاً لكفاءة (Dimson & mussarian, 2000:1)

وقد عرف هندي كفاءة السوق المالي بأنه السوق الذي يعكس سعر السهم المصدر من منشأ ما المعلومات كافة المتاحة عنها سواء تمثلت المعلومات المنشورة في القوائم المالية أم التي تبثها وسائل الإعلام أو المثبتة في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو في التقارير والتحليلات المؤثرة في القيمة السوقية (هندي، 2006:489).

وتقسم كفاءة السوق إلى ثلاث فرضيات وكل فرضية تتضمن نوع محدد من المعلومات

أ- فرضية الشكل الضعيف من كفاءة السوق **The Weak Form of Market Efficiency**

تتضمن هذه الفرضية إطاراً محتواً أن أسعار الأصول المالية الحالية تعكس جميع المعلومات التاريخية (الماضية) للمتعاملين في السوق المالي وتشمل معلومات عن

معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، ولكون هذه المعلومات قد تحققت في وقت سابق فهي متاحة وشائعة للجميع بدون كلفة (الداغر، 2007:284).

ب- فرضية الشكل شبه القوي من كفاءة السوق **The Semi-strong Form of market Efficiency**

في ظل هذه الفرضية فإن الأسعار في الأسواق المالية عموماً تعكس على الفور جميع المعلومات العامة والتاريخية والحالية متمثلة بالأحداث الاقتصادية والإعلانات الخاصة بالشركة المصدرة للأوراق المالية ومن ضمنها عمليات الدمج والاستحواذ بالتالي لا يستطيع المستثمرون تحقيق أرباح غير اعتيادية (Saunders & Conetl, 2007:274).

ج- فرضية الشكل القوي من كفاءة السوق **The Strong Form of market Efficiency**

تنص هذه الفرضية على أن الأسعار في الأسواق المالية تعكس جميع المعلومات العامة والتاريخية والخاصة وعند هذه الفرضية نجد أن من المستحيل حتى للمطلعين من تحقيق عوائد غير اعتيادية باستمرار في سوق الأسهم (Brigham & Daver, 2007:174).

2- نظام المعلومات:

اتفق كل من شرمان و Lucas على تعريف المعلومات بأنها مجموعة من البيانات التي تتم معالجتها لتصبح ذات معنى وقيمة في اتخاذ القرارات الحالية والمستقبلية (الشرمان، 2004:4) (Lucas, 2000:26).

أما نظام المعلومات فيمكن الإشارة بصورة عامة إلى الكم الهائل من المعلومات التي تخص موضوع واحد يتم تخزينها وتصنيفها وتبويبها بطريقة منظمة وتتم معالجتها بأشكال خاصة تخدم مجموعة من الأشخاص العاملين في مجال هذه المعلومات نفسه إذ تهدف إلى تقديم معلومات مفيدة وسريعة للمستفيدين تساعدهم في تسهيل أعمالهم واتخاذ القرار المناسب (السامرائي والزعبي، 2004:33).

يتبين الهدف الأساسي من دراسة البيانات والمعلومات كافة التي تتعلق بالأسواق المالية وهو محاولة للتعرف على الأسهم المسعرة بأكبر أو أقل من قيمتها الحقيقية على أمل تحقيق إيرادات غير طبيعية نتيجة الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية. وهذا الاختلاف يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية بالتالي ترتفع أسعارها، وانخفاض الطلب على الأسهم المسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية بالتالي ينخفض سعرها إلى أن تتجه الأسعار إلى التوازن (غراية، 2012:35).

3- الحركة العشوائية:

تعرف الحركة العشوائية بأنها الحركة غير المنتظمة لأسعار الأوراق المالية ولا تكرر نفسها أي أن تغيرات الأسعار في السوق هي تغيرات مستقلة عن تغيرات الأسعار في الماضي ولا يمكن الاعتماد عليها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية للأسعار (2010:50, Okpara).

4- مؤشرات السوق المالي:

تحتل المؤشرات حيزاً مهماً عند الاقتصاديين والمتعاملين في السوق المالي، ومن شأن المؤشر أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة طالما أن نشاط المؤسسات التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالي تشكل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي ويستند المؤشر في قياسه لمستوى الأسعار في السوق على عينة من الأسهم التي تتداول في السوق المالي وغالباً ما يتم اختيار العينة بدقة وبطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق الأوراق المالية والتنبؤ بالحالة المستقبلية قبل حدوث أي تغير قبل مدة زمنية معينة، ويمكن الاعتماد على المؤشرات التالية لتحديد مدى تطور الأسواق المالية (زيد، 2015:23).

أ- **المؤشر العام للسوق ISX:** هو رقم قياسي مئوي يعتمد قياسه على حركة التغير في أسعار الأسهم لعينة من الشركات المساهمة التي تتداول أسهمها بانتظام، كما تعتمد طريقة قياسه على أساس ثابت وهي الجلسة الأولى لقياس قيمة، أو على أساس متحرك بالاعتماد على مقارنة قيمة الجلسة الحالية بقيمته في الجلسة التي سبقتها (الشيباوي، 2016:61).

ب- **مؤشر القيمة السوقية:** يرتبط مؤشر القيمة السوقية ارتباطاً وثيقاً بتعبئة رؤوس الأموال و بالتالي يعكس مستوى النشاط في السوق، فإذا كانت قيمة المؤشر مرتفعة دل ذلك على جذب أكثر لرؤوس الأموال مما يؤدي إلى اتساعها من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة أو زيادة عدد الأسهم أو زيادة أسعارها أو كليهما معاً، مما يعكس ارتفاع النشاط الاقتصادي ككل (دخيلي، 2017:72).

ج- **مؤشر حجم التداول:** يمثل هذا المؤشر قيمة الأسهم التي تتداول في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال مدة معينة ويعد من المؤشرات التي تعطي تلميحات مهمة عن قوة السوق والتنبؤ باحتمال هبوطه أو صعوده في المستقبل (شندي، 2013:167).

د- **مؤشر السيولة:** تعني قدرة السوق على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوية بسهولة ويضم مؤشر السيولة (معدل القيمة الكلية المتبادلة، ومعدل دوران الأسهم) (عبو، 2016:57).

ثالثاً: الجانب العملي

أ- تحليل مؤشرات السوق المالي

1- المؤشر العام للسوق:

يعكس الجدول رقم (1) المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2015 تميز المؤشر العام للسوق بالانخفاض في بداية الربع الأول من عام 2015 إذ أغلق في نهاية آذار عند 900.900 نقطة* ثم عاود الارتفاع في الربع الثاني من العام وأغلق نهاية حزيران عند 1000.560 نقطة محقق نسبة ارتفاع بلغت 11.6% بعدها يلاحظ استمرار المؤشر بالانخفاض في الربعين الثالث والرابع إذ أغلق نهاية عام 2015 عند

730.560 نقطة ونسبة انخفاض 26.98% مقارنة مع الربع الثاني ويرجع هذا الانخفاض إلى تراجع أسعار النفط عالمياً عامي 2014 و2015. أما في عام 2016 فنلاحظ من خلال الجدول رقم (2) أنه تميز بالانخفاض خلال الربع الأول من العام إذ أغلق عند 579.860 نقطة ونسبة انخفاض 20.63% مقارنة مع نهاية عام 2015 وقد استمر هذا الانخفاض للربع الثاني من العام إذ أغلق نهاية حزيران عند 539.470 نقطة مع ملاحظة تحسن بسيط في الربع الثالث من العام إذ أغلق عند 561.010 نقطة محققاً نسبة ارتفاع 3.99% مقارنة مع الربع السابق، واستمر تحسن المؤشر حتى نهاية عام 2016 وأغلق عند 649.480 نقطة ونسبة ارتفاع 15.24% عن الربع السابق.

بالرغم من هذا التحسن البسيط إلا أنه مع مقارنته مع عام 2015 فقد شهد المؤشر العام انخفاضاً بلغت نسبته 11% بسبب تراجع مؤشرات الاقتصاد العراقي وتعدد التحديات التي تواجهه الاقتصاد والمرتبطة بالحروب وتحرير الأراضي العراقية وتجاوز مشكلة الإنكماش.

أما الجدول (3) فيعكس المؤشر العام للسوق لعام 2017 فقد سجل في الربع الأول من العام انخفاضاً للمؤشر العام وأغلق عند 664.460 نقطة في آذار واستمر هذا الانخفاض حتى الربع الثاني إذ أغلق المؤشر عند 576.11 نقطة نهاية حزيران محققاً نسبة انخفاض 13.29% مقابل الربع السابق، أما في الربع الثالث والرابع من عام 2017 فقد شهد المؤشر تحسن أطفياً إذ أغلق عند 580.540 نقطة محققاً نسبة انخفاض 1.145- أما بالمقارنة مع عام 2016 فقد حقق نسبة انخفاض بلغت 10% -.

جدول (1)

المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2015 (بيانات شهرية)

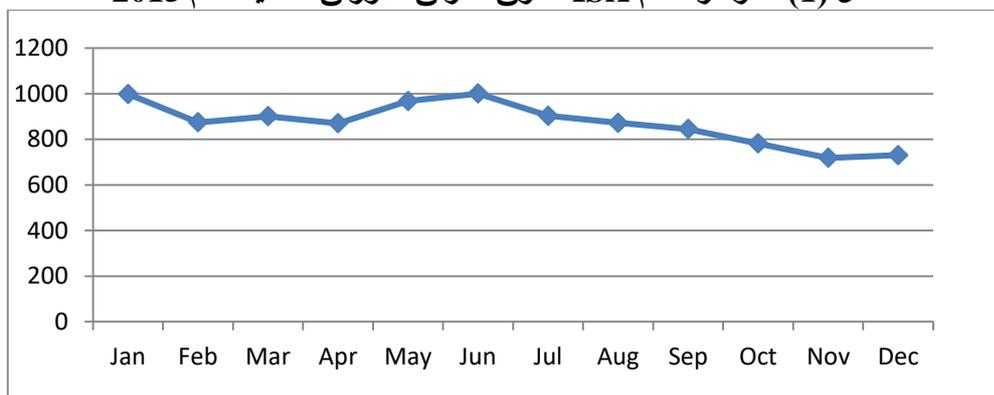
التغير %	قيمة المؤشر العام (نقطه)	الأشهر
—	998.297	كانون الثاني
-12.42	874.32	شباط
3.04	900.9	آذار
-3.43	870.03	نيسان
11.19	967.37	أيار
3.43	1000.56	حزيران
-9.71	903.4	تموز
-3.47	872.03	أب

استخدام مدخل الكفاءة السوقية لتقييم سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015 – 2017 ...

-3.11	844.9	أيلول
-7.50	781.56	تشرين الأول
-8.05	718.64	تشرين الثاني
1.66	730.56	كانون الأول

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المنشورة في التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية عام (2015)

الشكل (1) المؤشر العام ISX لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2015



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (1)

الجدول (2)

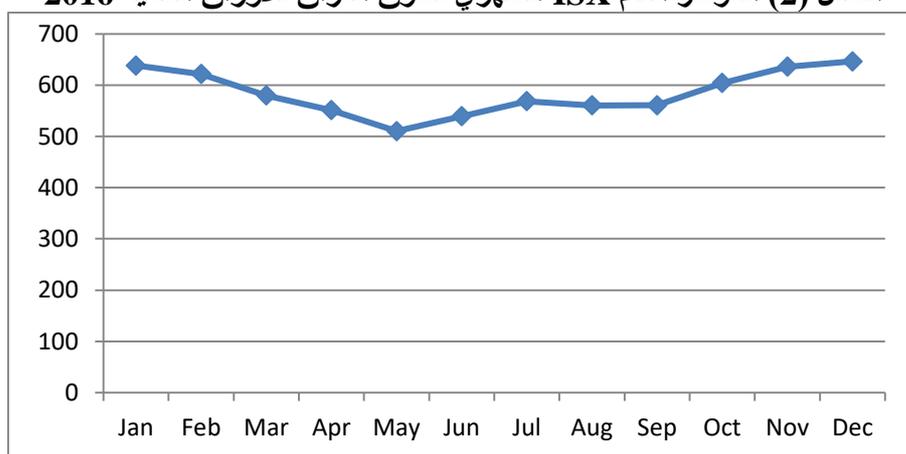
المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2016 (بيانات شهرية)

نسبة التغير	قيمة المؤشر العام (نقطه)	الأشهر
—	638.45	كانون الثاني
-2.59	621.93	شباط
-6.76	579.86	آذار
-4.94	551.22	نيسان
-7.44	510.23	أيار
5.73	539.47	حزيران
5.43	568.77	تموز

-1.41	560.73	أب
0.05	561.01	أيلول
7.75	604.5	تشرين الأول
5.26	636.28	تشرين الثاني
1.60	646.48	كانون الأول

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المنشورة في التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية عام (2016)

الشكل (2) المؤشر العام ISX الشهري لسوق العراق للأوراق المالية 2016



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (2)

جدول (3)

المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2017 (بيانات شهرية)

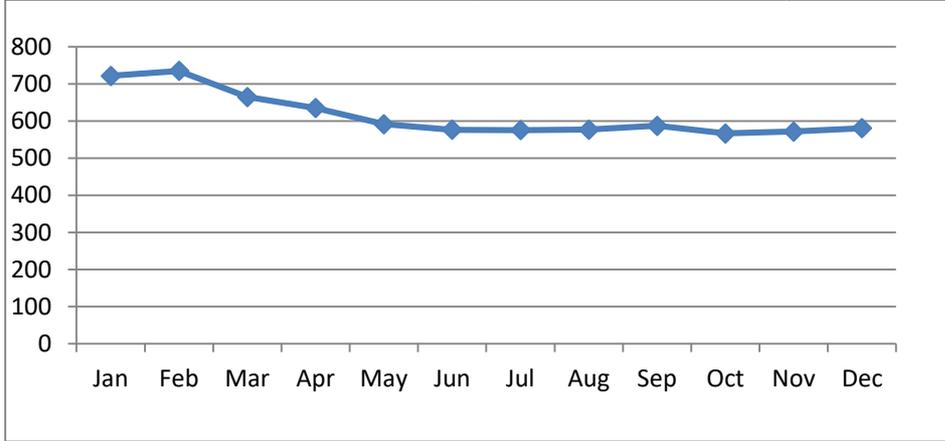
التغير %	قيمة المؤشر العام (نقطه)	الأشهر
————	721.27	كانون الثاني
1.88	734.84	شباط
-9.58	664.46	آذار
-4.44	634.98	نيسان
-6.86	591.44	أيار
-2.59	576.11	حزيران

استخدام مدخل الكفاءة السوقية لتقييم سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2017 - 2015 ...

-0.09	575.61	تموز
0.17	576.58	أب
1.85	587.22	أيلول
-3.59	566.14	تشرين الأول
0.96	571.55	تشرين الثاني
1.57	580.54	كانون الأول

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات الشهرية المنشورة في التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية (2017)

الشكل (3) المؤشر العام ISX الشهري لسوق العراق للأوراق المالية 2017



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (3)

2- مؤشر القيمة السوقية

وهو يعد من أهم مؤشرات السوق في قياس حجم السوق ويبين الجدول رقم (4) مؤشر القيمة السوقية السنوي الذي اتسم بارتفاع متواصل في قيمه على عكس من المؤشر العام، إذ بلغ عام 2015 (9.2) ترليون دينار.

ويوضح الجدول رقم (5) مؤشر القيمة السوقية خلال عام 2016 فقد بلغ (9.355) ترليون دينار وبنسبة تغير 0.9% عن السنة السابقة وذلك بسبب مساهمة بعض الشركات بالإفصاح عن الأحداث الجوهرية وعن ايجابية قرارات الهيئات العامة ونجاح بعضها في تنفيذ خططها المعلنة في تحرك مؤشر أسعار الأسهم المتداولة بفعل ارتفاع الطلب على أسهمها.

وفي عام 2017 ارتفعت إلى (10.721) ترليون دينار وهو ما يوضحه الجدول رقم (6) وبنسبة تغير 14%، جاء ذلك نتيجة استحداث قواعد جاذبة للاستثمار بالأوراق المالية

وتشجيع تأسيس الشركات المساهمة وأدراجها في السوق والسعي إلى جذب السيولة لرفع معدل الدوران (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، 2017:6).

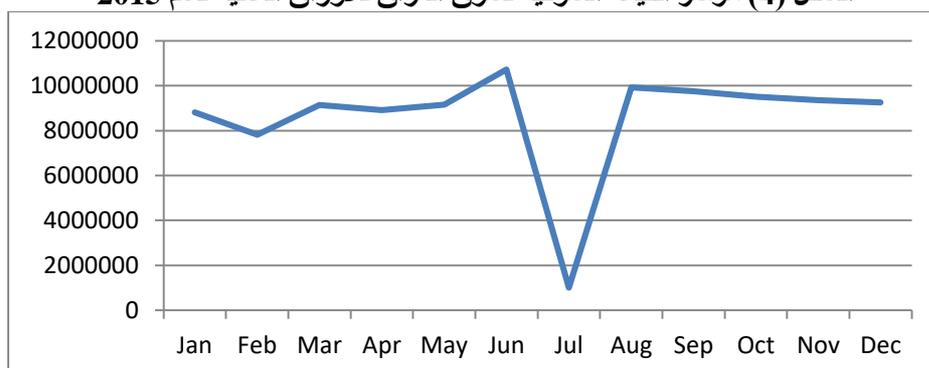
الجدول (4)

مؤشر القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية للعام 2015 (بيانات شهرية)

التغير %	القيمة السوقية (ترليون)	الأشهر
—	8814572	كانون الثاني
-11	7822457	شباط
17	9146010	آذار
-2	8920129	نيسان
3	9158156	أيار
17	10725747	حزيران
-6	10067546	تموز
-1	9923782	أب
-2	9754548	أيلول
-3	9509218	تشرين الأول
-2	9358602	تشرين الثاني
-1	9264815	كانون الأول

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات النشرة الإحصائية لعام 2015 الصادرة من البنك المركزي العراقي

الشكل (4) مؤشر القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2015



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول (4)

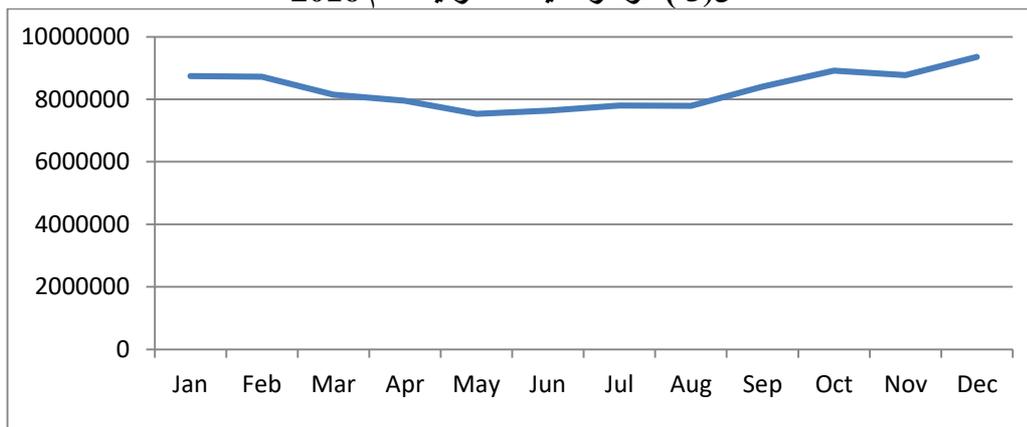
استخدام مدخل الكفاءة السوقية لتقييم سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2017 - 2015 ...

جدول (5)
مؤشر القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2016

التغير %	القيمة السوقية (ترليون)	الأشهر
—	8746030	كانون الثاني
0	8723469	شباط
-7	8146211	آذار
-2	7952114	نيسان
-5	7534053	أيار
1	7636613	حزيران
2	7803995	تموز
0	7786755	أب
8	8398885	أيلول
6	8910689	تشرين الأول
-2	8776562	تشرين الثاني
7	9354696	كانون الأول

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات النشرة الإحصائية السنوية لعام 2016 الصادرة من البنك المركزي العراقي

الشكل (5) مؤشر القيمة السوقية لعام 2016



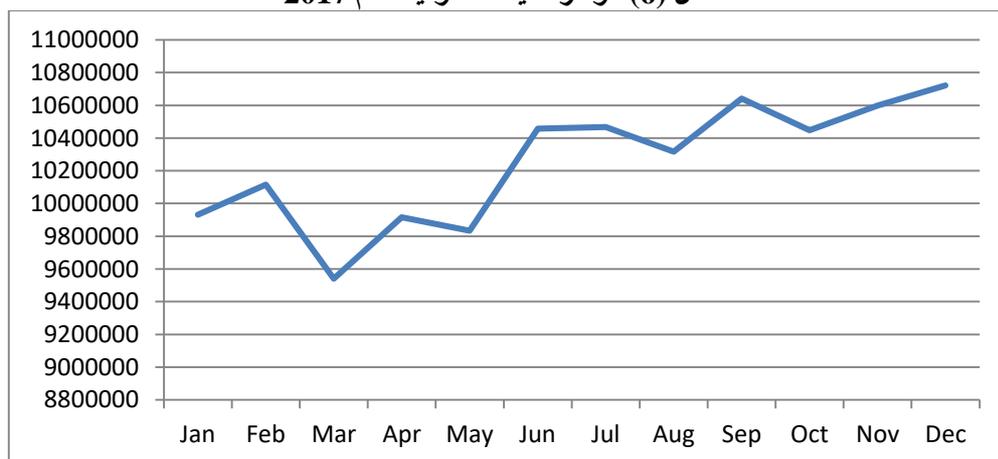
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول (5)

جدول (6)
مؤشر القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2017

الأشهر	القيمة السوقية (ترليون)	التغير %
كانون الثاني	9930837	—
شباط	10114457	2
آذار	9539643	-6
نيسان	9915526	4
أيار	9833126	-1
حزيران	10456615	6
تموز	10466977	0
أب	10315802	-1
أيلول	10640555	3
تشرين الأول	10447942	-2
تشرين الثاني	10597496	1
كانون الأول	10721116	1

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات النشرة الإحصائية السنوية لعام 2017 الصادرة من البنك المركزي العراقي

الشكل (6) مؤشر القيمة السوقية لعام 2017



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول (6)

3 - مؤشر حجم التداول

أن أي زيادة في هذا المؤشر تعني زيادة الاستثمار في الأوراق المالية ويوضح الجدول رقم (7) مؤشر حجم التداول الشهري لعام 2015 إذ تميز بالارتفاع في الربع الأول فقد بلغ نهاية آذار 61 مليار دينار مع تراجع طفيف نهاية الربع الثاني إذ وصل 59 مليار دينار وبنسبة انخفاض 3.71% عن الربع السابق وعاود بعدها المؤشر بالارتفاع في الربع الثالث وصل إلى 11 مليار دينار واستمر بالارتفاع حتى نهاية العام محققاً 18 مليار دينار وبنسبة ارتفاع 60.97% مقابل الربع السابق.

أما الجدول رقم (8) فيعكس قيمة المؤشر الشهرية لعام 2016 ويسجل ارتفاعاً في الربع الأول من عام 2016 مقارنة مع العام السابق إذ بلغ 53 مليار دينار لكنه شهد تراجعاً في الربع الثاني إذ وصل إلى 32 مليار دينار مع نسبة انخفاض 39.12% واستمر بالتراجع خلال الربع الثالث من العام وصل إلى 10 مليارات دينار وبنسبة انخفاض 68.26% بعدها شهد ارتفاعاً ملحوظاً نهاية العام إذ بلغ 60 مليار دينار ، أما مقارنة مع العام السابق فقد حقق نسبة انخفاض بمقدار 6.44% ، وذلك بسبب تأخر إصدار الإفصاح السنوي والفصلي من قبل بعض الشركات ولجوء هيئة الأوراق المالية إلى إيقاف تداول أسهمها لحماية المساهمين والمستثمرين مما أدى إلى أضعاف المؤشرات وتقييد التداول من قبل المساهمين.

ويلاحظ في الجدول رقم (9) مؤشر حجم التداول الشهري لعام 2017 الذي اتسم بالتذبذب ما بين الارتفاع والانخفاض إذ سجل انخفاضاً ملحوظاً في الربع الأول من العام بلغ نهاية آذار إلى 48 مليار دينار وعاود الارتفاع بداية الربع الثاني ثم هبط بشكل ملحوظ نهاية حزيران وصل إلى 9 مليارات دينار محققاً نسبة انخفاض 80.12% عن الربع السابق ،إما في الربع الثالث من العام فقد شهد تحسناً وصلت قيمة المؤشر إلى 48 مليار دينار واستمر حتى نهاية العام بقيمة 123 مليار دينار ، أما مقارنة مع عام 2016 فقد حقق نسبة ارتفاع 74.4% ، جاء ذلك نتيجة العمل على تطوير خطط جذب الاستثمار من خلال تبسيط الإجراءات وترصين الآليات وتوسيع قاعدة المساهمين في قطاعات الاقتصاد المختلفة (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، 2017:6)

الجدول رقم (7)

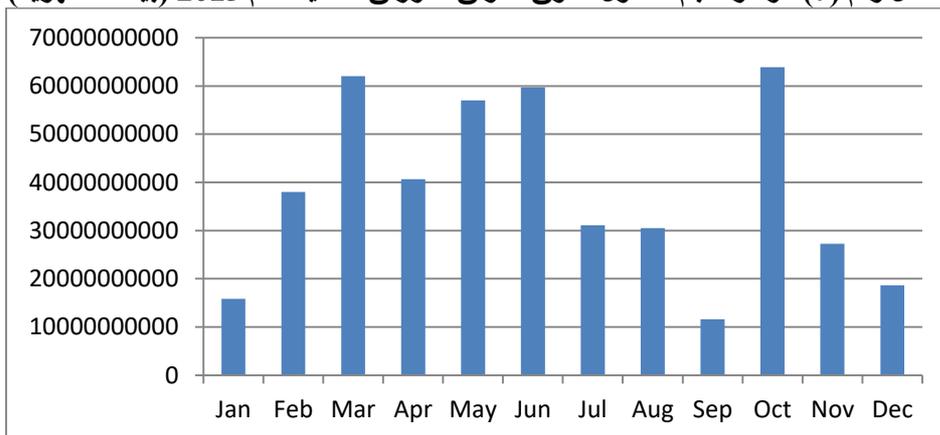
مؤشر حجم التداول لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2015 (بيانات شهرية)

الأشهر	مؤشر حجم التداول (مليار)	نسبة التغير %
كانون الثاني	15816016215	—
شباط	38013387405	140.34
آذار	61996434629	63.09

-34.43	40650489043	نيسان
40.17	56979011745	أيار
4.77	59695358970	حزيران
-47.84	31135673668	تموز
-2.0005	30512808253	أب
-62.03	11583737559	أيلول
451.35	63866587081	تشرين الأول
-57.29	27280448086	تشرين الثاني
-31.65	18649803217	كانون الأول

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات الشهرية المنشورة في التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية لعام (2015)

الشكل رقم (7) مؤشر حجم التداول لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2015 (بيانات شهرية)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (7)

الجدول رقم (8)

مؤشر حجم التداول لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2016 (بيانات شهرية)

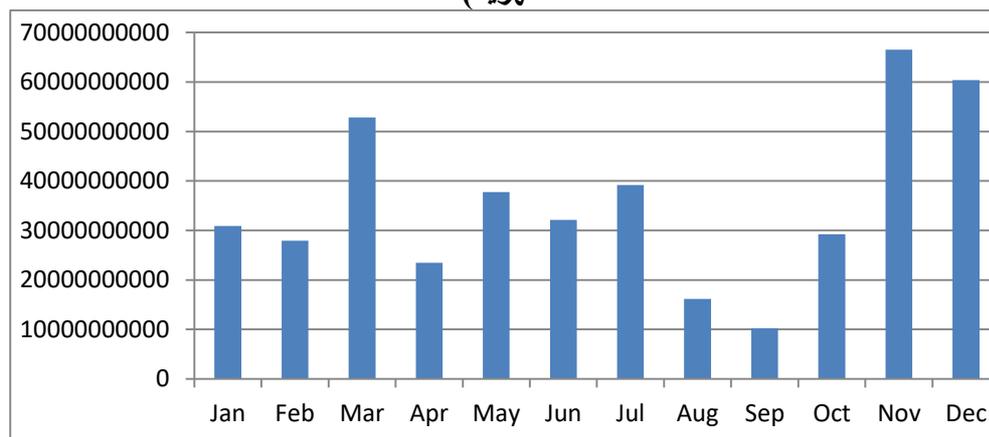
الأشهر	حجم التداول (مليار)	نسبة التغير %
كانون الثاني	30924211411	—
شباط	27935692542	-9.66

استخدام مدخل الكفاءة السوقية لتقييم سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015 – 2017 ...

89.13	52835804580	آذار
-55.61	23455473360	نيسان
61.10	37787203189	أيار
-14.87	32167251903	حزيران
21.85	39197242581	تموز
-58.83	16137149722	أب
-36.73	10210145173	أيلول
186.13	29214298475	تشرين الأول
127.80	66550533390	تشرين الثاني
-9.28	60373137048	كانون الأول

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات الشهرية المنشورة في التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2016

الشكل رقم (8) مؤشر حجم التداول لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2016 (بيانات شهرية)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (8)

جدول (9)

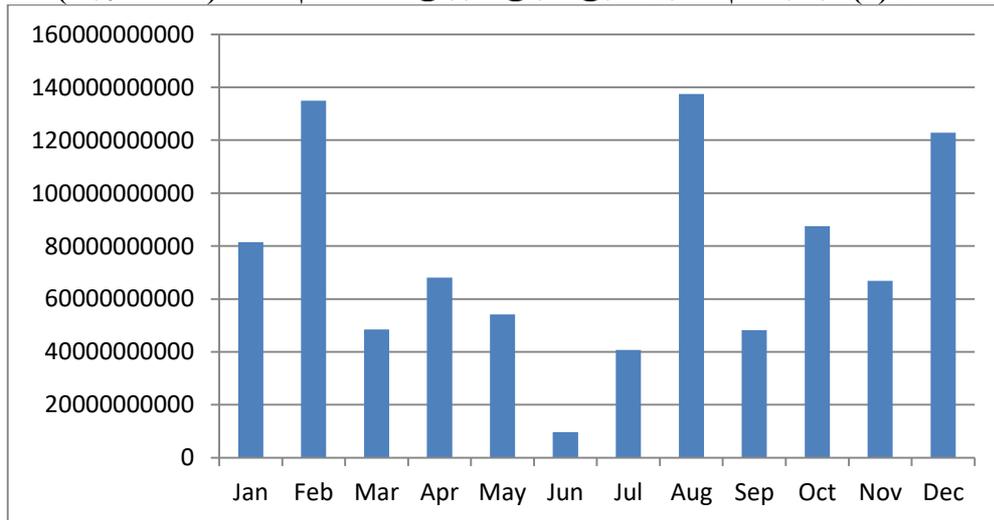
مؤشر حجم التداول لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2017 (بيانات شهرية)

الأشهر	مؤشر حجم التداول (مليار)	نسبة التغير %
--------	--------------------------	---------------

_____	81481423272	كانون الثاني
65.57	134911642297	شباط
-64.12	48401799387	آذار
40.54	68023498323	نيسان
-20.44	54121143637	أيار
-82.22	9620277049	حزيران
323.27	40719577295	تموز
237.73	137522407483	أب
-64.97	48175560850	أيلول
81.70	87536824630	تشرين الأول
-23.63	66854912134	تشرين الثاني
83.66	122785153840	كانون الأول

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات الشهرية المنشورة في التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية لعام (2017)

الشكل (9) مؤشر حجم التداول لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2017 (بيانات شهرية)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (9)

5 - مؤشرات السيولة:

عند ملاحظة معدل القيمة الكلية المتبادلة لسوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة نرى أنه تميز بالتذبذب ما بين الارتفاع والانخفاض خلال العام إلا إنه بالمقارنة مع الأعوام التالية نرى أنه شهد ارتفاعاً واضحاً وهذا دليل على كفاءة ونشاط السوق المالي، ويوضح الجدول رقم (10) معدل القيمة الكلية خلال العام 2015 إذ بلغ مجموعها نهاية العام 23% وبلغ عدد الأسهم المتداولة 457 مليار سهم، ومعدل دوران 7 مرات.

بينما الجدول رقم (11) يوضح معدل القيمة الكلية لعام 2016 إذ شهد ارتفاعاً في قيمته عن العام السابق بما يقارب 45% نهاية العام مع ارتفاع عدد الأسهم المتداولة إلى 917 مليار سهم وهذا دليل على زيادة نشاط السوق، كذلك معدل دوران الأسهم يشهد ارتفاعاً في قيمته وصل إلى 11 مره وبنسبة تغير 57% بفعل مرونة التداول ومحاولة الاستفادة من الحجم الكلي لتداول المحافظ الاستثمارية الفردية والمؤسسية والاستفادة من انخفاض وحدة التداول في تحقيق الأرباح الرأسمالية فضلاً عن مرونة التداول باستخدام النظم الالكترونية المتقدمة.

أما الجدول رقم (12) فيوضح معدل القيمة الكلية خلال العام 2017 وقد شهد أيضاً هذا العام قيمة المعدل مقارنة مع العام السابق بارتفاع قيمة المعدل الإجمالي للقيمة 54% مع ارتفاع عدد الأسهم المتداولة إلى 1215 مليار سهم بما يدل على زيادة كفاءة ونشاط سوق العراق للأوراق المالية خلال عام 2017، مع محافظة معدل دوران الأسهم على استقراره في عام 2017 إذ بلغ (11) مره أيضاً.

الجدول (10)

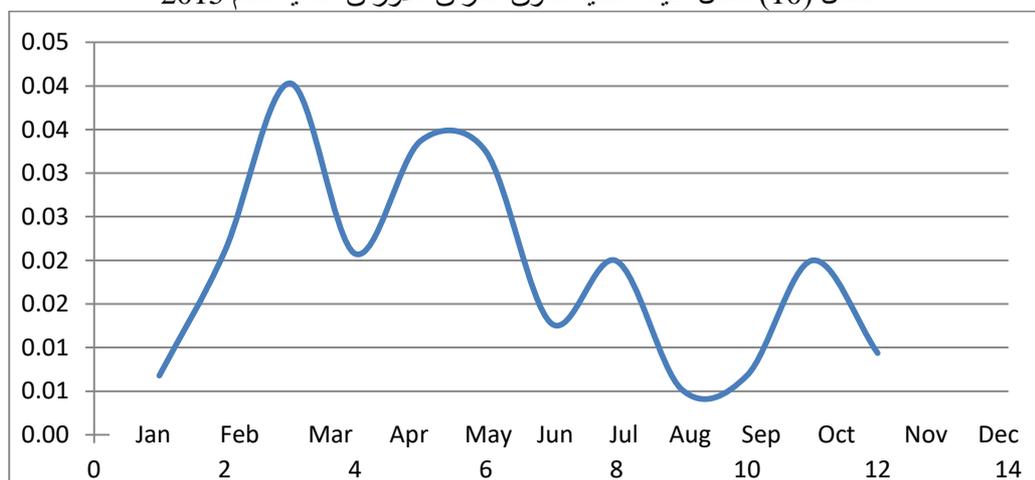
مؤشرات السيولة لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2015 (بيانات شهرية)

الأشهر	TVT	التغير %	معدل الدوران (مرة)	التغير %
كانون الثاني	0.01	—	0.2	—
شباط	0.02	209.80	0.5	249.09
آذار	0.04	91.92	0.9	64.15
نيسان	0.02	-48.52	0.5	-47.21
أيار	0.03	62.35	0.7	58.13
حزيران	0.03	-3.57	0.6	-17.67
تموز	0.01	-60.64	2.5	319.29
أب	0.02	55.93	0.4	-84.18

-73.49	0.1	-73.94	0.01	أيلول
34.20	0.1	30.82	0.01	تشرين الأول
198.85	0.4	194.12	0.02	تشرين الثاني
-52.69	0.2	-53.16	0.01	كانون الأول

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات الشهرية المنشورة في التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق عام 2015، النشرة الإحصائية السنوية، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للأبحاث والإحصاء 2015

الشكل (10) معدل القيمة الكلية لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2015



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول (10)

الجدول (11)

مؤشرات السيولة لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2016 (بيانات شهرية)

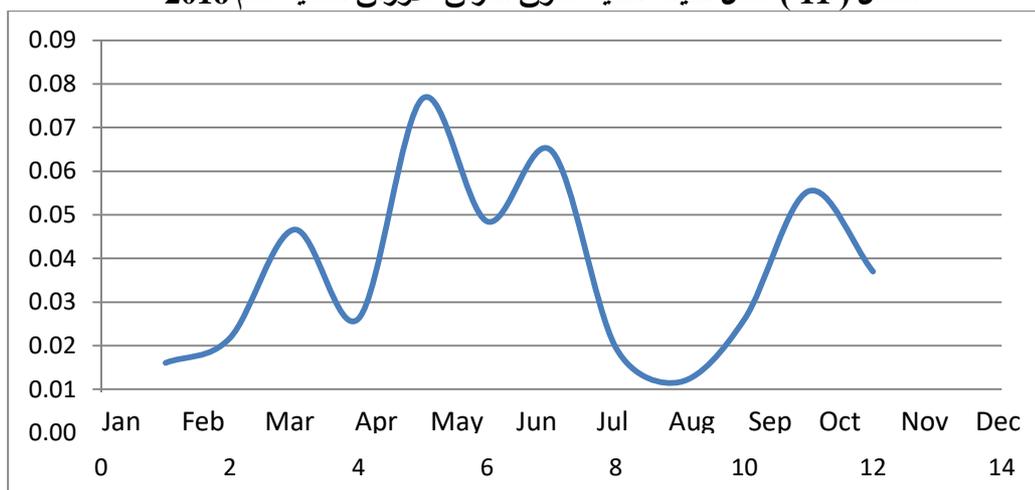
الأشهر	TVT	التغير %	معدل الدوران (مرة)	التغير %
كانون الثاني	0.02	—	0.4	—
شباط	0.02	35.41	0.5	35.76
آذار	0.05	114.49	1.2	129.69
نيسان	0.03	-43.81	0.7	-42.44
أيار	0.08	192.91	2.1	209.17

استخدام مدخل الكفاءة السوقية لتقييم سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015 – 2017 ...

-37.64	1.3	-36.79	0.05	حزيران
30.54	1.7	33.40	0.06	تموز
-69.65	0.5	-69.71	0.02	أب
-44.82	0.3	-40.48	0.01	أيلول
110.24	0.6	123.05	0.03	تشرين الأول
116.34	1.3	113.08	0.06	تشرين الثاني
-37.38	0.8	-33.25	0.04	كانون الأول

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات الشهرية المنشورة في التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق علم 2016، النشرة الإحصائية السنوية، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للأبحاث و الإحصاء 2016

الشكل (11) معدل القيمة الكلية لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2016



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول (11)

الجدول (12)

مؤشرات السيولة لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2017 (بيانات شهرية)

الأشهر	TVT	التغير %	معدل الدوران (مرة)	التغير %
كانون الثاني	0.05	—	1.2	—
شباط	0.10	89.16	2.2	85.73

استخدام مدخل الكفاءة السوقية لتقييم سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2017 – 2015 ...

وعند مختلف الصيغ (مقطوع، مقطوع واتجاه، بدون مقطوع واتجاه). في حين كانت القيم الاحتمالية Prob. معنوية واقل من 5% لجميع الصيغ وهذا يعني رفض الفرض العدمي القائل بعدم استقرار السلسلة (السلسلة عشوائية) وقبول الفرض البديل (استقرار السلسلة). وهو ما لا يدعم الفرض الضعيف لكفاءة السوق.
الجدول (6) يوضح نتائج اختبار

Augmented Dickey –Fuller Unit Root Test on ISX RETURN

At Level	CRITICAL VALUE			T-STATISTI C	Prob.
	1%	5%	10%		
CONSTANT	-3.639407	-2.951125	-2.614300	-4.990588	0.0003
CONSTANT & TREND	-4.252879	-3.548490	-3.207094	-4.925904	0.0018
NONE	-2.634731	-1.951000	-1.610907	-4.982503	0.0000

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي EViews

:The Phillips- Peron Test (PP) - 2

أظهرت النتائج المتعلقة باختبار فيليبس بيرون أن قيم T الجدولية اكبر من القيم الحرجة عند مختلف مستويات المعنوية وتدعم هذه النتيجة معنوية القيم الاحتمالية عند مختلف الصيغ إذ كانت اقل من 5% وبالتالي تشير نتائج هذا الاختبار إلى رفض فرضية العدم القائلة بعشوائية السلسلة الزمنية لعائد مؤشر السوق وهو ما يدعم عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

الجدول (7) يوضح نتائج اختبار

Phillips-Peron Unit Root Test On ISX RETUN

At Level	CRITICAL VALU			T-STATISTI C	Prob.
	1%	5%	10%		
CONSTANT	-3.639407	-2.951125	-2.614300	-5.065331	0.0002
CONSTANT & TREND	-4.252879	-3.548490	-3.207094	-5.012444	0.0015
NONE	-2.634731	-1.951000	-1.610907	-5.050155	0.0000

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي EViews

3 - Kwiatkowski-Philips-Schmidt-Shin (KPSS)

وتشير نتائج اختبار إحصاء LM الى انها اقل من القيم الحرجة لمختلف الصيغ وعند كل المستويات الأمر الذي يعني رفض الفرض البديل القائل باستقرارية السلسلة الزمنية لمؤشر عائد السوق وبالتالي قبول الفرض العدمي القائل باستقرارية السلسلة الزمنية (غير عشوائية). وكما توضحها نتائج الجدول (8).

الجدول (8) يوضح نتائج اختبار

KPSS Unit Root Test On ISX RETURN

At Level	CRITICAL VALU			LM-Stat.
	1%	5%	10%	
CONSTANT	0.739000	0.463000	0.347000	0.163928
CONSTANT & TREND	0.216000	0.146000	0.119000	0.74347

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي EViews

4 - ACF Test

أظهرت نتائج معامل الارتباط بين مشاهدات السلسلة الزمنية لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية علاقة ارتباط قوية بين مشاهدات مؤشر سوق العراق للأوراق المالية وكما يظهرها الجدول رقم (9)، الأمر الذي يدعم النتائج التي توصل إليها اختبارات الاستقرارية القائمة على اختبار جذر الوحدة Unit Root

الجدول (9) يوضح نتائج اختبار ACF

Correlation probability	ISXR	ISXR-1
ISXR	1.000000	
ISXR-1	0.940020	1.000000

الجدول من إعداد الباحثة

5 - RUN Test

وبعد إجراء الحسابات الخاصة باختبار التكرار لعوائد مؤشر السوق حصلنا على النتائج التالية:

$$\text{Mean} = 18.94 \quad \sigma_R = 2.947$$

$$\sigma_R^2 = 8.687 \quad R = 8$$

$$13.17 \leq 8 \leq 24.71$$

وبما أن 8 تقع خارج حدود الثقة إذن نرفض فرضية العدم الخاصة بعشوائية السلسلة و نقبل الفرض البديل وهو أن السلسلة مستقرة وأن السوق بالتالي غير كفوء على المستوى الضعيف.

الاستنتاجات والتوصيات

1- الاستنتاجات:

أ - قد كان للجانب الأمني وعدم الاستقرار نتيجة التحديات التي تواجه الاقتصاد والمرتبطة بالحرب على الارهاب أثر بالغ على أداء سوق العراق للأوراق المالية لأنه مرآة لحالة الاقتصاد العراقي، وهذا يمكن ملاحظته من قيم مؤشر السوق خلال مدة الدراسة

ب - وقد أثبتت نتائج اختبار استقراريه السلاسل الزمنية لعوائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية والمتمثلة باختبار ADF، واختبار P.P، واختبار KPPS باستقراريه السلسلة الزمنية لعائد مؤشر السوق، وقد اثبتت أيضاً نتائج اختبار الارتباط الذاتي واختبار التكرارات بعدم ثبات استقرارية السلاسل الزمنية (أي لا تتبع السير العشوائي) ج - من خلال النتائج التي توصلنا إليها عبر التحليل القياسي والإحصائي يمكن الحكم على عدم كفاءة سوق العراق للأوراق المالية بشكله الضعيف.

2 - التوصيات:

أ - تعزيز أداء الأسواق المالية وزيادة حجم الأصول المتداولة من خلال خلق الوعي الاستثماري وتوفير الحماية القانونية للمستثمرين.

ب - رفع مستوى الرقابة على البيانات والتقارير المنشورة من قبل الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لتعزيز ثقة المستثمر في تلك البيانات.

ج - العمل على تطبيق الضوابط والقوانين لتنظيم عمل السوق ورفع مستوى الإفصاح وزيادة الشفافية فيما يتعلق بالبيانات المالية المنشورة الخاصة بالشركات المدرجة في السوق المالي.

المصادر:

أولاً: المصادر العربية

أ: الكتب

- 1- الداغر، محمود محمد، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005.
- 2- السامرائي، أيمن فاضل و الزعبي، هيثم محمد، نظم المعلومات الإدارية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2004.
- 3- الشрман، زياد محمد، مقدمة في نظم المعلومات الإدارية، دار صفاء للنشر و التوزيع الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004.
- 4- هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006.

ب - الرسائل والأطاريح:

1- دخيلي، ساعد، أثر سيولة السوق على عائد سوق الأوراق المالية - دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية 2000-2015، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر، 2017.

2- زيد، حياة، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم - دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن والسعودية وفلسطين)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة - الجزائر، 2015.

3- سلطان، مونية، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني - دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015.

4- الشيباوي، أمل شاكر كنكون، دور المصارف التجارية الخاصة في تفعيل نشاط سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004-2013، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، 2016.

5- عبو، عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي - بالشلف - الجزائر، 2016.

6- غراية، زهير، إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف - الجزائر، 2012.

7- الكريطي، عدي عباس عبد الأمير، تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة السوق - دراسة مقارنة بين أسواق (العراق والدوحة ولندن) للأوراق المالية للمدة (2008-2012)، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، 2013.

ج - الدوريات والبحوث:

1- شندي، أديب قاسم، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية - دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.

د- التقارير الرسمية:

1- تقارير سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2015- 2017).

2- النشرات الإحصائية السنوية، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث للمدة (2015-2017).

ثانياً: المصادر الأجنبية

A - Book:

- 1- Brigham, Eugene F. & Daves, Phillip R., **Intermediate Financial Management** ,9th ed., Thomson /South-Western, 2007.
- 2- Lucas, Henry c., **Information technology for management**, 7th ed., McGraw-Hill / Irwin, New York, 2000.
- 3- Saunders, Anthony & Cornett, Marcia Millon, **Financial Markets and Institutions**, 5th ed., published by McGraw- Hill/ Irwin, New York, 2012.

B- Periodicals:

- 1- Dimson, Elroy, and Massoud Mussavian. "Market efficiency." The current state of business disciplines 3, no. 1 (2000): 959-970.
- 2 - Okpara, Godwin Chigozie. "Stock market prices and the random walk hypothesis: Further evidence from Nigeria." Journal of Economics and International Finance 2, no. 4 (2010): 049-057.