

أثر تقلبات اسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الاسهم دراسة تطبيقية -في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٥-٢٠١١)*

الباحث سليم رشيد عبود الزبيدي

أ.م.د. عامر عمران كاظم المعموري

جامعة كربلاء//كلية الإدارة والاقتصاد//قسم العلوم المالية والمصرفية

المستخلص

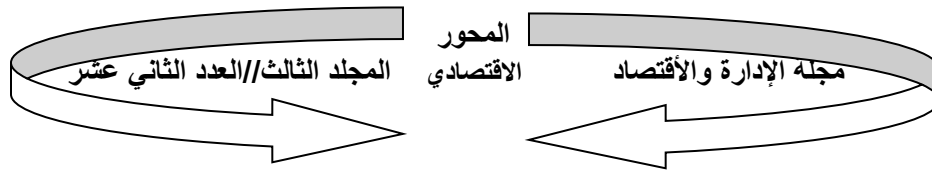
يهدف هذا البحث إلى معرفة أثر تقلبات سعر صرف الدينار العراقي ، على المؤشر العام لأسعار أسهم الشركات ، المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية و توضيح نوع العلاقة بين تلك التقلبات ،والمؤشر العام لأسعار الاسهم . وقد تم الاستعانة بمنهجية (جوهانسن -جسليوس) للتكامل المشترك ومتجه الانحدار الذاتي وسببية (جرانجر) لاختبار العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق للمدة (٢٠٠٥-٢٠١١) . و افصحت نتائج التحليل عن وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين المتغيرات المذكورة ، تتجه من سعر الصرف الى المؤشر العام لأسعار من جهة ، ومن المؤشر العام لأسعار الاسهم الى سعر الصرف من جهة اخرى ، وهذا ينسجم مع الجانب التحليلي للبحث والمؤكد على اسبقية التحرك في المؤشر العام لأسعار الاسهم مقارنة بالتغير بتقلبات اسعار الصرف وبالتالي امكانية اعتبار مؤشر سوق الاسهم كمؤشر عام حول اتجاه النشاط الاقتصادي المستقبلي. كما بينت نتائج متجه الانحدار الذاتي . ان لتقلبات اسعار الصرف تأثير متباين و باتجاهات مختلفة على المؤشر العام لأسعار الاسهم من شهر الى اخر وحسب المدة المبحوثة ،لسوق المالي عينة البحث . وهذا يعني امكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات سوق الاوراق المالية ومنها المؤشر العام للأسعار ، وبالتالي توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح .

Abstract

The aim of this research to know the effect of fluctuations in the exchange rate of the Iraqi dinar , the general index of the prices of shares of companies listed on the Iraq Stock Exchange and to clarify the type of relationship between these fluctuations , and the general index of the stock prices , has been the use of a methodology (Johansen - Geslius)co integration of vector autoregressive and causality (Granger) to test the relationship between the exchange rate and the general index of share prices in Iraq for the period (2005-2011) .

Results of the analysis were known about the existence of a causal relationship bidirectional between the variables mentioned, moving from the

*بحث مستقل



exchange rate to the general index of prices on the one hand , and the general index of share prices to the exchange rate on the other hand , and this is in line with the analytical side of the research , and certainly the primacy move in the general index of the stock prices change compared to the fluctuations in exchange rates and therefore the possibility of considering the possibility of the index in the stock market as an indicator on the direction of future economic activity . The regression results showed that self- destined to fluctuations in exchange rates and disparate impact in different directions on the general index of the stock prices from month to month , according to the surveyed period , to financial market of the research sample . Means the possibility of using the exchange rate policy to influence economic activity through the influence of the stock market indicators , including the general index of prices , and thus guide the exchange rate policy properly .

المقدمة

تعانى كل اقتصاديات العالم من آثار التقلبات الحادة في سعر صرف العملات على المستوى الدولي ، نتيجة انهيار نظام بريتون وودز عام ١٩٧١ بسبب ارتباط الدولار بالذهب و تبنى معظم الدول الكبرى نظام سعر الصرف العائم الذي تتميز أسعار الصرف في ظلّه بتقلباتها المستمرة و ما يترتب عن ذلك من آثار -سلبية طبعاً-بالغة الأهمية على معظم المتغيرات الاقتصادية ، سواء تعلق الأمر بالنشاط المالي أو الحقيقي على حد سواء و هذا ما انعكس على نشاط كثير من الممارسات الاقتصادية والمالية ، الأمر الذي حتم عليها ضرورة مواجهة تقلبات أسعار الصرف باكتشاف تقنيات متعددة للوقاية أو لتجنب مثل هذه التقلبات ، و يرجع السبب وراء اختيار موضوع البحث لأهميته على صعيد البلدان النامية ، إذ أن قضية نظام الصرف من القضايا التي تلقى اهتماماً متزايداً من هذه البلدان عموماً والنفطية منها على وجه الخصوص بسبب الصعوبات التي يفرضها النظام النقدي الدولي الجديد ، ولأن سعر الصرف يؤدي دوراً مهماً وتأثيراً في الاقتصاد المحلي ، إذ يمثل المرتكز الذي تتحدد من خلاله أسعار السلع والخدمات المحلية في الخارج وكذلك السلع والخدمات الأجنبية ، لذلك فإن أي تغيير يطرأ عليه سينعكس على مستوى الأسعار والتكاليف في البلد المعني. وإن لأسعار الصرف دوراً سياسياً في الحياة الاقتصادية اليومية مما يفرضي بجزمنا بأنه ليس هناك مجتمع يعيش بمنأى عن التأثير بالتغيرات الطارئة في سوق صرف العملات والذي يزيد من فعالية سعر الصرف هو طابع العالمية الذي تتسم به اسواق الصرف ، وعلى هذا الاساس اصبح المجتمع الاقتصادي يعيش تحولات في الانظمة النقدية ، حيث انتقل من سعر الصرف الذهبي الى نظام استقرار اسعار الصرف ثم تعويم اسعار الصرف . من خلال هذا فان سعر الصرف يعد مؤشرا هاما ومتغيرا اساسيا له بالغ الاثر في رخاء بلد معين ونظرا لما له من اهمية كبرى جعل العديد من الاراء تختلف حول ماهيته . فقد عد اداة ربط بين الاقتصاديات المختلفة في العالم ، كما يحظى بدور بارز ومؤثر في الاسواق المالية ، ولا ننسى ان معظم

النظريات الحديثة كشفت النقاب عن مدى تأثير سعر الصرف على الاستقرار الاقتصادي .اما المؤشر العام لأسعار الاسهم فهو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في الاسواق المالية بوصفها مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة لكونها مصدر التمويل الرئيسي التي تعتمد عليها دول العالم المتقدم لتنفيذ سياساتها المالية والاقتصادية وتطويرها ، لا سيما النظم الرأسمالية اذ يتم من خلالها تجميع مدخرات بعض الوحدات الاقتصادية التي تحقق فوائض مالية قد لا تحتاج إليها في زمن معين وترغب في استثمار هذا الفائض بدلا من الاحتفاظ به في صورة سيولة نقدية تمثل رأس مال فائض ، وتوجيه تلك المدخرات إلى وحدات اقتصادية أخرى تعاني عجزا في مواردها المالية وتسعى لطلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج وتطوير سوق السلع والخدمات في الدول ، كذلك قد تلجأ الأنظمة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص ، لتجميع رؤوس الأموال من الأسواق المالية من أجل التنمية الاقتصادية كما تستخدم في الوقت نفسه في عملية تقييم تلك الاقتصاديات ، لذا تم تناول المتغيرين المذكورين في دراستنا الحالية للوقوف على طبيعة العلاقة بينهما واتجاهيهما وأهم التأثيرات التي تسبب عنهما.

المبحث الاول :منهجية البحث

اولا-مشكلة البحث :

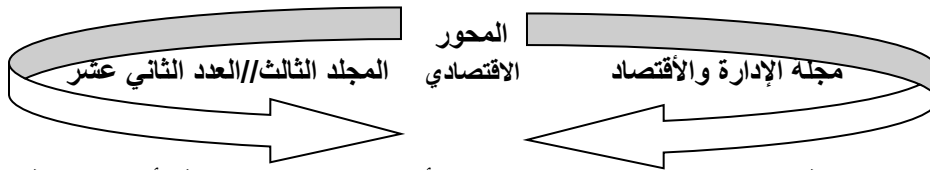
ان تقلبات اسعار صرف العملات والمخاطر المرتبطة بها تمثل احدي اهم المشاكل التي تواجه المؤسسات المالية و الاقتصادية على اختلاف انواعها ، اذ يعاني العراق من تقلبات في اسعار صرف عملته الوطنية او عملات الدولة الاخرى المتعاملة معه ، فضلا عن ذلك تعاني العديد من المؤسسات المالية و الاقتصادية العراقية ذات الانشطة الدولية مشاكل متعددة في عملها ناشئة في جزء كبير منها من التقلبات غير المتوقعة في اسعار صرف العملات الاجنبية الامر الذي يؤدي الى حدوث خسائر ليست بالحسبان في نشاط تلك المؤسسات وكذلك الى ارباك خططها و تعطيل تحقيق اهدافها المرسومة . فضلا عن بيئة العراق ليست كباقي الدول من حيث اختلاف الوضع الامني والاستقرار الاقتصادي لذلك كانت هناك حاجة ماسة لطرح مشكلة الدراسة المتمثلة في الاجابة على التساؤل الرئيسي : ما اثر تقلبات سعر الصرف الدينار العراقي على المؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق ؟ وهذا السؤال يقودنا الى التساؤلات الاتية :

- ١- ما طبيعة واتجاه العلاقة بين اسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية ؟
- ٢- هل تؤثر تقلبات سعر صرف الدينار العراقي بالنسبة للدولار الامريكي على المؤشر العام لأسعار الاسهم في المدى القصير والطويل ؟

- ٣- ما دور المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة (٢٠٠٥-٢٠١١) ؟
- ثانيا : أهمية البحث :**

تنتقل أهمية الدراسة من تحديد ومعرفة تقلبات اسعار صرف الدولار لدينار العراقي وتأثيرها على المؤشر العام لأسعار الاسهم ، و تكمن أهمية الدراسة في ما يأتي :

- ١-تساعد معرفة العلاقة بين اسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الاسهم المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة.



٢-تساهم تحديد العلاقة بين اسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم بيان درجة تأثير السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي .

٣-المساهمة في تقديم المقترحات وتوصيات للمعنيين ومتخذي القرار في البنك المركزي العراقي وسوق العراق للأوراق المالية لاخذ التدابير والسياسات المالية والاقتصادية اللازمة التي تحافظ على استقرار اسعار صرف الدينار العراقي .

٤-تعد الدراسة حديثة نسبيا لبيان طبيعة العلاقة بين اسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق ، فضلا عن حداثة المدة الزمنية المبحوثة والأسلوب القياسي المستخدم .

ثالثا : اهداف البحث :

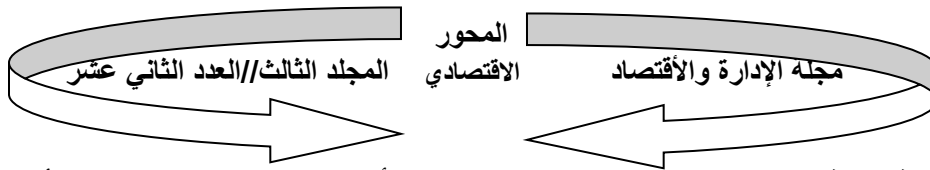
تهدف الدراسة الى :

- ١-دراسة اثر سلوك سعر الصرف على المؤشر العام لأسعار الاسهم .
- ٢-بيان حساسية المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية لتقلبات سعر الصرف ، باعتبارها من الظواهر الهامة التي تواجه معظم الاسواق المالية في مختلف أنحاء العالم .
- ٣-بيان أثر تقلبات سعر الصرف على سوق الاسهم ، وهل لهذه التقلبات آثار ملائمة ام غير ملائمة على حركة اسعار الاسهم .
- ٤-التعرف على اتجاه التغيرات في المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية وطبيعة اتجاه العلاقة مع التغيرات في اسعار صرف الدينار العراقي مقابل الدولار .

رابعا : فرضيات البحث :

انطلقت الدراسة من فرضيتين رئيسيتين هما :

- ١-فرضية العدم : لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين تقلبات اسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية .وتشتق من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية الآتية :
 - أ-لا توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين تقلبات اسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية .
 - ب-لا توجد علاقة توازنية طويلة الاجل بين تقلبات اسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية .
 - ج-لا توجد علاقة سببية بين تقلبات اسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية .
- ٢-فرضية البديلة : توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين تقلبات اسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية .وتشتق من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية الآتية :
 - أ-توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين تقلبات اسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية .
 - ب-توجد علاقة توازنية طويلة الاجل بين تقلبات اسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية .



ج-توجد علاقة سببية بين تقلبات اسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية .

خامسا : اسلوب وطريقة العمل :

حاولت الدراسة الجمع بين المنهجين الاتيين :

أ-المنهج الاستنباطي : يتم الاعتماد عليه في الجانب النظري في الدراسة .

ب-المنهج الاستقرائي : يتم الاعتماد عليه في الجانب التطبيقي من الدراسة ويتم استخدام البرامج الاحصائية والقياسية ذات العلاقة من اجل التوصل الى النتائج المطلوبة .

سادسا : حدود البحث :

تم اختيار سوق العراق للأوراق المالية كعينة للدراسة بالاعتماد على :

١-الحدود المكانية : تشمل الدراسة فقط دولة العراق مستخدمة كل من :

أ-التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية

ب-التقارير السنوية للبنك المركزي العراقي

٢-الحدود الزمانية : تمتد مدة الدراسة من شهر كانون الثاني عام (٢٠٠٥) الى شهر كانون الأول عام

(٢٠١١) مستخدمة (٨٤) مشاهدة شهرية لمؤشر العام لأسعار اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق

المالية ، وكذلك اسعار الصرف المدرجة في البنك المركزي العراقي ، اي المدة الزمنية التي تمثل السنوات الآتية :

(٢٠٠٥-٢٠٠٦-٢٠٠٧-٢٠٠٨-٢٠٠٩-٢٠١٠-٢٠١١) على اساس البيانات الشهرية لهذه المدة وتم

اختيار هذه المدة بناء لتوفر البيانات اللازمة للبحث ولدقة بيانات هذه المدة .

سابعاً : أساليب جمع البيانات :

أ-الجانب النظري: تم استخدام المصادر العربية والأجنبية التي لها علاقة بموضوع الدراسة من كتب علمية

متخصصة و اطاريح ودراسات علمية وبحوث منشورة على شبكة المعلومات العالمية لاغناء الجانب النظري من

الدراسة .

ب-الجانب التطبيقي: اعتمد الباحث في تغطية الجانب العملي للدراسة ، على تقارير سوق العراق للأوراق

المالية ، المنشورة من سوق العراق على شبكة العالمية للمعلومات التي تضمنت البيانات الشهرية للمؤشر العام

لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية ، كذلك البيانات الشهرية لأسعار الصرف التي تم الحصول عليها

من التقارير والنشرات السنوية للبنك المركزي ، المنشورة من البنك المركزي العراقي على شبكة العالمية للمعلومات .

تاسعا : اساليب التحليل :

قد شرعنا في هذه الدراسة بغية الوصول الى نتائج تخدم الهدف الاساس فيها اعتمد الباحث المنهج الوصفي ،

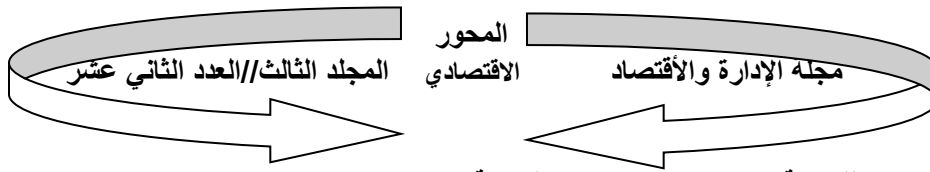
فضلا عن منهج التحليل القياسي والأساليب الاحصائية وبما ينسجم مع المنطق النظري لطبيعة العلاقة بين

متغيرات الدراسة :

١-الاساليب القياسية :

a-اختبار ديكي - فولر الموسع : لاستقرارية بيانات السلاسل الزمنية.

b-اختبار التكامل المشترك للمتغيرات : من خلال استخدام اختبار جوها نسن .



c- اختبار كرا نجر للسببية : بهدف تحديد اتجاه السببية .

d- نموذج تقدير متجه الانحدار الذاتي : لتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة.

٢- الاساليب الاحصائية :

ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة وقياسها ، تمت الاستعانة بمجموعة من الأساليب الإحصائية ، إذا تم استخدام وكالاتي : E- (Views 5.1 عدد من الاختبارات بالاستعانة بالبرنامج الاحصائي) :

١- اختبار (T) : و تستخدم لاختبار معنوية علاقات الارتباط وقياسها بين متغيرات الدراسة .

٢- معامل التفسير (معامل التحديد) (R^2) : وهو يوضح مقدار التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد التي من الممكن تفسيرها عن طريق المتغير المستقل . و (R^{-2}) معامل التحديد المعدل

٣- اختبار (F) : وقد تم استخدامه في اختبار معنوية علاقات التأثير وقياسها بين متغيرات الدراسة .

المبحث الثاني : الجانب النظري

المطلب الاول : الاطار النظري للبحث

أولاً : ماهية سعر الصرف:

١- مفهوم سعر الصرف :

أن سعر الصرف بكل بساطة هو سعر إحدى العملات لبلد معين اتجاه عملة بلد آخر و يمكن التعبير عنه بإحدى

الصيغتين 260 : 2010 , Pilbeam

-وحدة من العملة الأجنبية لكل وحدة من العملة المحلية مثلاً نأخذ الدينار العراقي كعملة محلية والدولار الامريكي كعملة أجنبية فإن لكل دولار واحد يتطلب دينار عراقي واحد .

-وحدة من العملة المحلية لكل وحده واحدة من العملة الأجنبية اي دينار عراقي يتطلب الحصول على دولار واحد ويعد حلقة وصل بين العملة المحلية والعملات الأجنبية مما يؤدي إلى سهولة المقارنة بين التكاليف والأسعار وتحديدتها بين مختلف الدول وهي بذلك تكون من ابرز الأسس التي تعتمد عليها العلاقات الاقتصادية والتجارية بين الدول (العابدي ، ٢٠٠٥ : ٩)

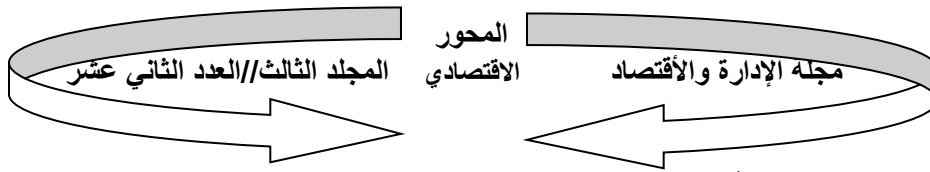
2-أنواع سعر الصرف :

يقسم سعر الصرف الى سعر صرف حقيقي واسمي و فعلي وكالاتي:

(أ) سعر الصرف الاسمي : ويعبر سعر الصرف الاسمي عن عدد الوحدات من العملة المحلية التي تدفع ثمنها لوحد واحد من العملة الأجنبية وهذا السعر الاسمي يمثل المقياس لقيمة عملة بلد ما والتي يمكن مبادلتها بقيمة عملة بلد آخر، ويتم تبادل العملات أو عمليات الشراء أو بيع العملات حسب أسعار هذه العملات (المعلنة) بين بعضها البعض (النقاش ، 2006 : 136)

(ب) سعر الصرف الحقيقي : هو سعر الصرف الاسمي المعدل للأسعار النسبية بين البلدان (Anne ,1984 :18)

(ج)سعر الصرف الفعلي : هو المتوسط المرجح لأسعار الصرف بين العملة المحلية والعملة من الشركاء التجاريين في البلاد التجارية الأكثر أهمية (Salvatore , 1996 : 143)



ثانيا : أسعار الصرف كيفية تحديدها والعوامل المؤثرة فيها وخصائصها :

1- كيفية تحديد سعر الصرف : إن تحديد سعر الصرف يظهر من خلال العرض والطلب على الصرف الأجنبي ، و كما مبين في أدناه.

أ-الطلب على الصرف الأجنبي : أن معاملات الصرف الأجنبي هي جزء من آلية المدفوعات الدولية فالإفراد والشركات وغيرهم لا يشترون ويبيعون العملات الأجنبية لرغبة ذاتية كامنة بل من أجل أشياء أخرى كالسلع والخدمات والموجودات المالية الأخرى ، وعليه فإن الطلب على النقد الأجنبي هو الانعكاس للفقرات المدينة في ميزان المدفوعات أي ما يجب تأديته من مدفوعات إلى العالم الخارجي ومن خلال ذلك يمكن حصر مصادر الطلب

على الصرف الأجنبي على الوجه الآتي : (Jcorbough ,2002:492)، (Delbert,1967:291)

1-استيرادات السلع أو الاستيرادات المنظورة .

2-التحويلات من جانب واحد إلى الخارج .

3-استيرادات الخدمات أو الاستيرادات غير المنظوره.

4-صادرات رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل.

5-استيرادات الذهب لإغراض نقدية.

ب-عرض الصرف الأجنبي : على عكس منحى العرض يشتق من الفقرات الدائنة في ميزان المدفوعات ، أي من المعاملات التي تؤدي إلى استلام المقبوضات النقدية من الخارج ، ويمكن حصر مصادر العرض الكلي للصرف

الأجنبي (الطلب الكلي للعملة الوطنية) وتكون على الوجه الآتي: (Carbough,2002:494)

1-الصادرات السلعية أو الصادرات المنظورة.

2-الصادرات الخدمية أو الصادرات غير المنظورة .

3-استيرادات رؤوس الأموال قصيرة الأجل وطويلة الأجل .

4-التحويلات من جانب واحد للداخل .

5-صادرات الذهب لإغراض النقدية.

ج-سعر الصرف التوازني : يمكن تعريف سعر الصرف التوازني بأنه السعر الذي يتساوى فيه عرض الصرف الأجنبي والطلب عليه أي انعدام حالة الفائض أو العجز في الصرف الأجنبي ويحدث التوازن في النقطة التي

يتقاطع فيها منحى عرض الصرف الأجنبي مع منحى الطلب عليه (ألعابدي ، 2005 : 37)

2-العوامل الاقتصادية المؤثرة على سعر الصرف :

هناك مجموعة من العوامل المؤثرة على اسعار الصرف من ابرزها :

(أ) كمية النقود : أن الإفراط في الإصدار النقدي وتزايد كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار وبالتالي جعل سلع الدولة المعنية أقل قدرة على منافسة سلع الدول الأخرى مما يؤدي إلى زيادة الاستيرادات وانخفاض الصادرات ويقابل ذلك زيادة في الطلب على العملات الأجنبية وانخفاض الطلب على العملة المحلية وبالتالي انخفاض قيمتها الأمر الذي ينتج عنه ارتفاع أسعار صرف العملات الأجنبية (العكيلي ، 2007 : 51)

(ب) اسعار الفائدة الحقيقية : إن أسواق الصرف الأجنبية حساسة جدا لتحركات أسعار الفائدة فالتغير في أسعار الفائدة يتبعها تغير في أسعار الصرف فأن ارتفع سعر الفائدة المحلي في حين بقي سعر الفائدة الأجنبي وسعر الصرف بدون تغيير ، يؤدي ذلك إلى تحويل تفضيلات المستثمرين إلى الأوراق المالية بالعملة المحلية ، وان رغب المستثمرون الدوليين في الاستثمار بهذه الأوراق المالية ذات الفوائد الأعلى لابد لهم من شراء العملة المحلية أولاً ومن ثم القيام بشراء الأوراق المالية المحلية (Pugel&Lindert,2000:409).

(ج) أرباح الاستثمارات : عندما يحصل المستثمرون على عوائد استثماراتهم فأنهم يقومون بعرضها لشراء عملة محلية وبالتالي ستزيد قيمة العملة المحلية في الأسواق المالية العالمية ، ويؤدي قيام الاستثمارات الأجنبية في بلد ما الى زيادة الطلب على عملة البلد من اجل الأنفاق الاستثماري بها ،كذلك يؤدي بيع هذه الاستثمارات داخل هذا البلد الى زيادة الطلب على العملات الأجنبية ، وتتحول الأموال من دولة الى أخرى وذلك لدفع قيمة الديون والإرباح حسب الاتفاق بين الدائن في دولة والمدين في دولة أخرى (صالح ،2010: 21) .

ثالثاً : نظم أسعار الصرف والنظريات المفسرة لسعر الصرف :

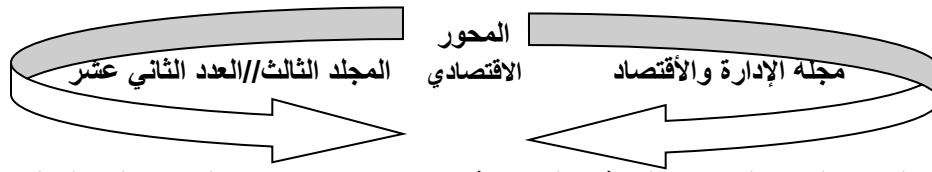
١-نظم أسعار الصرف : قد تضمن نوعين من نظم الصرف هما نظام سعر الصرف الثابت ونظام سعر الصرف المرن .

(أ)نظام سعر الصرف الثابت : يعرف نظام سعر الصرف الثابت بأنه النظام الذي يتم فيه تدخل السلطات النقدية في تحديد مستوى سعر الصرف وذلك من اجل مراقبة دخول وخروج العملات الصعبة ، اذ يمكن للسلطات القيام بتثبيت سعر عملتها بالنسبة الى عملة اجنبية واحدة عندما تكون معظم معاملاتها تتم مع دولة واحدة ، او ان تقوم بتثبيت سعر عملتها بالنسبة الى سلة من العملات الاجنبية وهذا عندما تكون معاملاتها تتم مع دول اخرى ، ان الخيار الثاني يسمح للبلد بتفادي نتائج التقلبات التي قد تحدث للعملة الاجنبية الواحدة المتخذة في الحالة الاولى (Prissert , et.al ,1992 :305)

(ب) نظام سعر الصرف المعوم : وتكون من نظامين هما :

١-التعويم المدار : حيث يتحدد سعر الصرف بتفاعل قوى العرض والطلب على العملات ، وتدخل السلطات النقدية في السوق لإدارة سعر الصرف وذلك لمنع التقلبات الحادة في السوق ، دون تحديد مستوى معين لمسار سعر الصرف . ويطلق صندوق النقد الدولي على هذا النوع من أنظمة سعر الصرف ، التعويم المدار مع عدم التحديد المسبق لمسار سعر الصرف ، ومن خلال هذا النظام تستطيع السلطات النقدية التأثير على حركة سعر الصرف ، بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي ، و للتأثير على اتجاه سعر الصرف في الأجل الطويل دون سابق تحديد لمسار سعر الصرف أو استهدافه ، ويمكن أن يكون هذا التدخل مباشر أو غير مباشر . (المنداوي ، ٢٠١١ : ١٠-١١)

2-التعويم الحر : وهو وضع يسمح بموجبة لقيمة العملة ان تتغير صعودا وهبوطا حسب قوى السوق ، ويسمح التعويم للسياسات الاقتصادية الاخرى بالتححرر من قيود سعر الصرف ، وبالتالي فأن تعويم العملات يسمح للسلطات بإعداد السياسة الملائمة ،ومثل هذا الوضع يدفع بأسعار الصرف ذاتها ان تتكيف مع الاوضاع الساندة لا ان تشكل قيودا (يمينه ، ٢٠١٠ : ١٦)



٢- النظريات المفسرة لسعر الصرف : لقد قدم الفكر الاقتصادي محاولات متعددة لتفسير العوامل التي تقف وراء تحديد سعر الصرف وتفسيره عند مستوى معين ، فمنها من ارجع أسباب تحديد سعر الصرف وتفسير إلى العوامل الحقيقية ومنها من عزاها إلى العوامل النقدية ، ومنها من ربط بين الاثنين . ورغم أن التنبؤ بتطور أسعار الصرف صعب للغاية ، إلا أن هناك نظريات حاولت أن تضع قواعد تساعد على التنبؤ بسعر الصرف منها:

(أ) نظرية تكافؤ القوة الشرائية وقانون السعر الواحد : تعد نظرية تعادل القوة الشرائية من أبسط النماذج وأقدمها المعتمدة في تحديد سعر الصرف ، وتنسب إلى غوستاف كاستيل في العشرينات من القرن الماضي ، وعلى الرغم من أصولها الفكرية تعود إلى كتابات في القرن التاسع عشر لعالم الاقتصاد البريطاني ديفيد ريكاردو. (Pilbeam 137 : 1998)

ويمثل قانون السعر الواحد المفهوم الأبسط لتكافؤ القوة الشرائية ، والذي ينص على أن البضائع المتماثلة تباع بالسعر ذاته في كل بلدان العالم ، فهو يقتضي بان يكون سعر السلعتين المتماثلتين متساويا ، يستند قانون السعر الواحد على فكرة المراجعة للسلع والتي تمثل عملية البيع والشراء المتزامنة للموجودات أو السلع المتشابهة في الأسواق المختلفة للحصول على الأرباح الخالية من المخاطر والاستفادة من فروقات الأسعار (Shapiro , 117 : 2003)

(ب) نظرية تعادل سعر الفائدة : أن نظرية تعادل سعر الفائدة تعني أن سعر الصرف على المدى القصير يعتمد على : (Eun & Resnick , 2007 : 155)

(١) أسعار الفائدة النسبية بين البلدين .

(٢) أسعار الصرف المتوقعة في المستقبل .

وهذه النظرية ستوضح العلاقة بين سعر الصرف وسعر الفائدة على النحو الآتي : (Arnold , 2012 : 511)

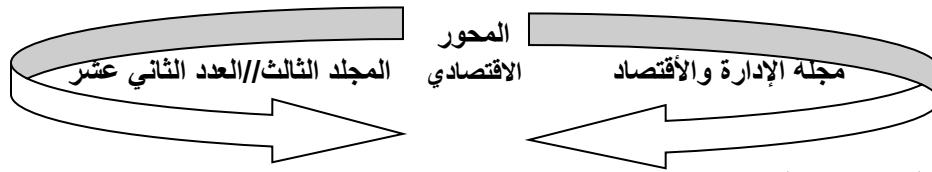
-ارتفاع سعر الفائدة للعملة : في هذه الحالة يكون تداول العملات بأسعار الصرف الآجلة اقل من أسعار الصرف الآنية ، لان العملات تتداول بخصم في سعر الصرف الأجل مقارنة بسعر الصرف الآني .

-انخفاض سعر الفائدة للعملة : وفي هذه الحالة يكون تداول العملات بأسعار الصرف الآجلة هو أعلى من أسعار الصرف الآنية ، لان العملات تتداول بعلاوة في سعر الصرف الأجل مقارنة بسعر الصرف الآني .

رابعا : تقلبات اسعار الصرف ، مفهومها ، اسبابها

١- مفهومها

تعد تقلبات أسعار الصرف من المخاطر السوقية التي تواجه الشركات العاملة في المجال الدولي إذ تنشأ المخاطر السوقية (النظامية) بسبب حساسية الشركات للتقلبات لعوامل عديدة تتمثل في أسعار السلع وأسعار الصرف وأسعار الفائدة ، وتلعب قوى السوق دورا كبيرا في تحديد تلك العوامل (Wild,et.al,2001:294) . وقد تكون تقلبات أسعار الصرف مصدرا لمخاطرة إضافية أو أن تخفض تلك المخاطرة وذلك يعتمد على حجم تلك التقلبات واتجاهاتها (Anne,1984:18) وعليه فقد عرف التعرض لمخاطر أسعار الصرف على أنه حساسية سعر السهم للشركة، مقاساً بالعملة المحلية، للتغير في قيمة تلك العملة (Solnik,2000:176) .



٢- اسباب تقلبات اسعار الصرف :

كثير من الاسباب والعوامل وراء هذه التقلبات يمكن ايجازها بعبارة بسيطة وشاملة وهي : ان سعر الصرف ما لعملة معينة يتحدد في ضوء تفاعل العرض والطلب عليها ، ومن هذه العبارة يتبين ان سعر صرف لعملة معينة يتحدد في ضوء ما هو معروض منها بالتداول ومقدار الطلب عليها ، وهذه اساس نتيجة لمجموعة من العوامل تتحكم في مقدار المعروض من العملة وكذلك في الطلب عليها ، وفيما يأتي توضيح لأهم تلك العوامل :

أ-الوضع العام لميزان المدفوعات للبلد ، اذ ان وجود عجز في ميزان المدفوعات يؤدي الى انخفاض قيمة العملة نتيجة زيادة المعروض الذي تسبب عنه انخفاض سعر الصرف لها مقابل العملات الاخرى . اما اذا كان هناك فائض فإن هذا يعني زيادة الطلب على العملة وبالتالي زيادة قيمتها ومن ثم ارتفاع سعر الصرف لها مقابل العملات الاخرى (الساعدي ، والشاوي : ٢٠١٢ : ١٥٥-١٥٦)

ب-التغيرات في قيمة الصادرات والواردات ، اي وضع الصادرات والواردات من السلع والخدمات فإذا تحقق فائض في الحساب الجاري فإن الطلب على العملة يرتفع ، اي اذا كان حجم الصادرات اكبر من حجم الواردات في البلد فإن سعر صرف العملة يرتفع وذلك لزيادة الطلب عليها (بوخاري ، ٢٠١٠ : ١٢٥)

ج-التغير في معدلات الفائدة المحلية والأجنبية ، يؤدي ارتفاع اسعار الفائدة الى زيادة الطلب على العملة النقدية ومن ثم ترتفع قيمتها والعكس صحيح (العامري ، ٢٠٠٨ : ١٤٨)

د-التدخلات الحكومية ، تدخل الحكومة عن طريق البنك المركزي بتدخله في السوق بيعا وشراء حسب ما يوافق السياسة المالية والاقتصادية (يمينة ، ٢٠١٠ : ١١)

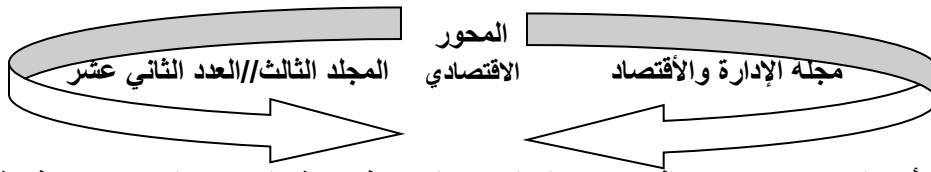
هـ-ان معاناة بلد معين من التضخم النقدي يعني ارتفاع الاسعار مما يؤدي الى فقدان القدرة على المنافسة مما ينتج عنه انخفاض قيمتها اي سعر الصرف لها مقابل العملات الاخرى ، والعكس بالعكس (الساعدي ، والشاوي : ٢٠١٢ : ١٥٥-١٥٦)

و-العوامل السياسية والعسكرية ، يتأثر سعر الصرف بالاضطرابات السياسية ، فمن منطلق المقولة التي تقول ان رأس المال جبان فإن اي اضطراب سيؤثر على تدفقات راس المال من والى الدولة وثم رؤوس الاموال على التوجه نحو المناطق التي يشوبها الاضطراب وعدم الاستقرار (بوخاري ، ٢٠١٠ : ١٢٦).

المطلب الثاني : الاطار المفاهيمي و المعرفي للمؤشر العام لأسعار الاسهم

اولا : مفهوم المؤشر العام للأسعار الاسهم :

ان المؤشر عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق المال ومنها سوق الاسهم ، ولهذا المؤشر مزايا كثيرة اهمها : انه يلخص اداء السوق الاجمالي اذا كان معبرا تعبيراً صادقا عن جميع المفردات في بنائه . ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته عند البدء ليصار الى مقارنة المؤشر بعد ذلك عند اية نقطة زمنية للتعرف على تحركات واتجاهات السوق ليصبح بعد ذلك احد مرجعيات المستثمر المهمة عن السوق او قطاع معين في السوق او اسهم معينة في قطاع محدد .اي هو احد الوسائل التي يسترشد به المستثمرون في اسواق راس المال في توقيت قراراتهم الاستثمارية كما انه يستخدم وعلى نحو متزايد في تقييم اداء الاسواق ومعرفة اتجاهات الاداء فيها



ومقارنتها بالأداء لغيرها من الاسواق فضلا عن المعلومات التي يوفرها هذا المؤشر والتي تستخدم في قياس مدى تحقيق هذا الاسواق لأهدافها (تاج الدين والشكرجي ، ٢٠٠٨ : ٧٣-٧٤)
ثانيا : فوائد استخدام مؤشرات الأسهم :

يمكن تلخيص فوائد مؤشرات الأسهم بصورة خاصة ومؤشرات الأدوات المالية بصورة عامة بالآتي : (حطاب ، ٢٠٠٧ : ٤٠-٤١)

أ-يستخدم المؤشر لمتابعة أداء السوق أو القطاع من السوق الذي يمثله
ب-كما يمكن استخدامه كدليل للحكم على أداء مدرء الاستثمار .

ج-فضلا عن استخدام هذا المؤشر لقياس العلاقة بين مؤشرات الأدوات المالية المختلفة و لدول مختلفة وهذا الأمر تبرز أهميته عند إنشاء المحافظ المالية التي تركز سياستها الاستثمارية على توزيع الاستثمار بين مختلف الأدوات و بين العديد من الدول .

د-ان القائمين على وضع السياسات والتشريعات المالية والاقتصادية يستخدمون هذا المؤشر للحكم على مدى الأثر الذي سيتركه تشريع معين على أداء السوق

هـ-وبواسطة هذا المؤشر يقاس ما يعرف بالمخاطر النظامية لأي أداة مالية وذلك من خلال استخدامه في حساب معامل بيتا .

و-أصبحت المؤشرات تستخدم كأساس لبعض أدوات المشتقات و بالتالي استخدامها لغايات التحوط أو المضاربة و دون الحاجة للتعامل مع الأسهم المكونة لهذا المؤشر .

ثالثا : استخدامات المؤشر وعلاقته بالحالة الاقتصادية :

طالما ان نشاط الشركات التي تم تداول اوراقها المالية في سوق راس المال يمثل الجانب الاكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة ، وفي حالة اتسمت سوق راس المال بقدر من الكفاءة فان المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه ان يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للبلد الذي تعمل فيه السوق ، كما يمكن لمؤشرات اسعار الاسهم ، فضلا عن ذلك ، التنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث اي تغير قبل فترة زمنية . (الشكرجي وتاج الدين ، ٢٠٠٨ : ٧٥) والسؤال الذي يبقى دائما مطروحا مفاده : هل ان المؤشر يعكس حركة جميع الاسهم بالتساوي ، او هل ان انخفاض او ارتفاع اي سهم يؤثر بالمؤشر ؟ لقد تباينت وجهات النظر فيما يتعلق بتبرير استخدام المؤشر العام لأسعار الاسهم بوصفة قائدا للتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي ، اذ تعتمد وجه النظر الاولى على الانموذج التقليدي لتحديد سعر السهم بوصفه القيمة الحالية للتدفقات النقدية فكما ارتفعت توقعات الارباح ارتفعت اسعار الاسهم . كما ان الانخفاض في الاسعار يمكن ان يحدث حتى لو لم يكن هناك توقع بانخفاض الارباح ، ليغدو من الممكن لسوق رأس المال في هذه الحالة ان يبعث بإشارات خاطئة عن مستقبل الوضع الاقتصادي العام . (عبد المطلب ، ٢٠٠٤ : ١٦) اما وجهة النظر الثانية فتركز حول التأثيرات النفسية لتغيرات اسعار الاسهم ، اذ ترى ان اسعار الاسهم تتذبذب مع حالات التفاؤل والتشاؤم ، لذلك ان اسعار الاسهم تبدأ بالارتفاع عندما يشعر الافراد بأن الوضع الاقتصادي في حالة انتعاش ،

مما يزيد من رغبتهم في الاستثمارات ذات المخاطر العالية كالأسهم ، وبذلك تصبح الموثوقية وليس ارباح الشركة هي المحرك الاساس لأسعار الاسهم (البديري والخوري ، ١٩٩٧ : ٢١٥)

رابعاً : أنواع المؤشرات العامة لاسهار الاسهم :

يوجد عدة معايير لتقسيم المؤشرات وهي كآلاتي :

أ-انواع المؤشرات استنادا الى عملية توزيع الاسهم المكونة للمؤشر : (حطاب ، ٢٠٠٧ : ٤٢-٤٣)

١-المؤشرات ذات الاوزان المتساوية : وهي المؤشرات التي تكون مكوناتها ذات اوزان متساوية وبالتالي فهي مبنية على فكرة قيام المستثمر باستثمار مبلغ معين او نسبة معينة في كل سهم بغض النظر عن قيمته السوقية ، تعطى الاهمية في هذا الرقم للتغير النسبي في اسعار الاسهم .

٢-المؤشرات الموزونة بأسعار الاسهم المكونه لها : وهنا يتم استثمار عدد اسهم معين من كل سهم مكون للمؤشر . هذا المؤشر يعطي للشركات التي يتم احتساب الرقم القياسي على اساسها (العينة) وزنا بناءً على سعر سهمها . ويكون انحيازه للشركات ذات الاسعار العالية ، فكلما زاد سعر الشركة زاد تأثيرها على تحركات الرقم القياسي . ويتم احتساب هذا المؤشر عن طريق استخدام الوسط الحسابي لأسعار الشركات المكونة لعينة الرقم القياسي

٣-المؤشرات الموزونة بالقيمة السوقية للأسهم المكونة لها : وهنا تقوم فكرة المؤشر على استثمار مبلغ في كل سهم يعتمد على القيمة السوقية له والتي تعرف بعدد الاسهم المدرجة مضروباً بالسعر السوقي للسهم ، وهذه الطريقة الاكثر شيوعاً في الاسواق المالية .

ب-انواع المؤشرات من حيث الوظيفة تقسم الى : (العرييد ، ٢٠٠٨ : ٣٨-٣٩)

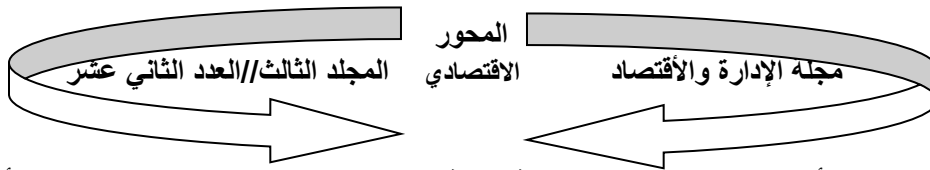
أ- مؤشرات عامة : تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية ، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية ، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة ، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي ، وفي هذه الحالة يمكن القول أنّ سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة.

ب-مؤشرات قطاعية : وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات ، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر (داو جونز) للصناعة ومؤشر ستاندراند اندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز .

خامساً : بناء المؤشر العام لأسعار الاسهم :

يقوم المؤشر العام للأسعار الاسهم على الاسهم المتداولة في السوق كافة او يستخرج من عينة مختارة من الاسهم التي تتداول في السوق .وفي هذه الحالة يفترض ان يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر ان يعكس الحالة التي عليها السوق الذي يستهدف المؤشر قياسه .ويمكن بناء المؤشر على اسس معينة وكالاتي:

أ-العينة : تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر ، بأنها مجموعة من الاوراق المالية المستخدمة في ، حساب ذلك المؤشر وينبغي ان تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم والاتساع والمصدر . فيما يخص للحجم فان القاعدة العامة هو انه كلما زاد عدد الاوراق المالية التي يشملها المؤشر اكبر كلما كان المؤشر اكثر تمثيلاً



وصدقا لواقع السوق. أما الاتساع فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق . أما المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر ، إذ ينبغي ان يكون المصدر السوق الاساسية حيث يتم تداول الاوراق المالية (خضر ، ٢٠٠٤ : ٨)

ب-الاوزان : تعرف الاوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة وهناك ثلاثة مداخل لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الاسهم التي يقوم عليها المؤشر (الشكري وتاج الدين ، ٢٠٠٨ : ٧٩)

١-مدخل الوزن على اساس السعر : اي نسبة سعر السهم الواحد للشركة الى مجموع اسعار الاسهم الفردية الاخرى التي يقوم عليها المؤشر .ومما يؤخذ على هذا المدخل ان الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين ان سعر السهم قد لا يكون مؤشر على اهمية الشركة او حجمها .

٢-مدخل الاوزان المتساوية : وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر .

٣-مدخل الاوزان حسب القيمة :اي اعطاء وزن لسهم على اساس القيمة السوقية الكلية لعدد الاسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر وهذا يعني تجاوز العيب الاساسي في مدخل السعر .اذ لم يعد سعر السهم الوزن النسبي للسهم فالشركة التي تساوي فيها القيمة السوقية لا سهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم او عدد الاسهم المصدرة وهذا يعني اشتقاق الاسهم لم يحدث اي خلل في المؤشر .

ج-وحدة القياس : أن قيمة المؤشر المحتسب يجب أن تتم بوحدات قياس سهلة الفهم وقادرة على التعبير عن طبيعة الحركة الحاصلة في السوق فهناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية ، وهناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر . ويحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي أو على أساس المتوسط الهندسي (هندي ، ١٩٩٥ : ٢٥٨) .

المبحث الثالث :الجانب التطبيقي

تقدير العلاقة بين تقلبات اسعار الصرف والمؤشر العام لاسعار الاسهم في العراق

لتحليل اثر تقلبات اسعار الصرف على المؤشر العام (E Views 5.1) تم استخدام البرنامج الاحصائي

لأسعار الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية ، ويتضمن هذا التحليل المتغيرات التالية:

١- سعر الصرف (EX) .

٢- المؤشر العام لأسعار الاسهم (المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية) ، (٢٠٠٥ - ٢٠١١) اي بواقع حجم مشاهدات (٨٤) مشاهده شهرية خلال الفترة المذكورة ، وبناء على ذلك تم استخدام اختبار استقرارية سلسلة سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم للسوق ككل(عند المستوى وعند الفروق الاولى) كما تم استخدام اختبار كرا نجر السببية واستخدام التكامل المشترك ، فضلا عن نموذج متجة الانحدار الذاتي في هذا المبحث وسيكون المتغير التابع المؤشر العام للأسعار والمتغير المستقل اسعار الصرف بتخلف زمني معين وكالاتي :

أولاً: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة :

أولاً : اختبار استقرارية السلاسل الزمنية :تعد اختبارات استقرار السلاسل الزمنية وسيلة تشخيص معيارية في تطبيقات تحليل السلاسل الزمنية ، ومعرفة الخصائص الاحصائية للسلاسل الزمنية محل الدراسة من حيث درجة تكاملها .ونظرا لما بينته الكثير من الدراسات ان طريقة الفحص النظري قد لا تؤدي الى نتائج مؤكدة بشأن طبيعة استقرار السلاسل الزمنية ، خاصة في ظل وجود اختبارات قياسية طورت لهذا الغرض (المعموري وآخرون ، ٢٠١١ : ١٩٦) والخطوة الاولى في تحليل البيانات تبدأ باختبار استقرارية السلاسل الزمنية بغية تجنب ظهور مشكلة الانحدار الزائف الذي يظهر في السلاسل الزمنية غير المستقرة .

ومن الاساليب الاحصائية المعاصرة في تحديد استقرارية البيانات هو اختبارات جذر الوحدة التي تؤدي الى نتائج اكثر دقة ، وذلك من خلال الاستعانة باختبار ديكي-فولر البسيط وديكي -فولر الموسع ، ولكن سنقتصر على استخدام اختبار واحد وهو اختبار ديكي -فولر الموسع الذي طور من قبل ديفيد ديكي ووليام فولر الذي يعد من افضل الاختبارات والذي يأخذ الصيغ الآتية : (نقار والعواد ، ٢٠١١ : ١٣٠)

$$(١).....\Delta X_t = a_1 X_{t-1} + \sum B_j \Delta X_{t-j} + e_t$$

اي بدون قاطع واتجاه عام

$$(٢).....\Delta X_t = a_0 + a_1 X_{t-1} + \sum B_j \Delta X_{t-j} + e_t$$

اي بوجود قاطع

$$(٣).....\Delta X_t = a_0 + a_2 t + a_1 X_{t-1} + \sum B_j \Delta X_{t-j} + e_t$$

اي بوجود قاطع واتجاه عام

اذ ان :

: يمثل السلسلة المراد اختبارها X

: يمثل الفروق الاولى للسلسلة Δ

: يمثل حد الخطأ العشوائي et

ويعد اجراء اختبار جذر الوحدة (اختبار ديكي-فولر الموسع) سنقوم باختبار الفرضيتين :

Ho : a =0 الاولى فرضية العدم

H1 : a > 0 الثانية الفرضية البديلة

فإذا كانت :

المحسوبة اكبر من قيمتها الجدوليه سنرفض فرضية العدم ونقبل فرضية البديلة اي خلو السلسلة T قيمة (المحسوبة

اقل من قيمتها الجدوليه نقبل فرضية العدم و T) من جذر الوحدة والسلسلة مستقرة ، اما اذا كانت قيمة

السلسلة تكون غير مستقرة وسيتم اخذ الفروق الاولى فإذا حققت السلسلة الاستقرار فان المتغير متكامل من الدرجة

اما اذا كانت غير مستقرة فيتم اخذ الفروق من درجة اعلى .وهكذا تصبح السلسلة مستقرة(عبد وجبر H الاولى (١)

، ٢٠١٢ : ١٧)

وتشير نتائج هذا الاختبار وقبل الشروع بأجراء التكامل المشترك ، يتعين التأكد من استقرار السلاسل الزمنية وتحديد الرتبة لمتغيرات الأنموذج القياسي ، ومعرفة هل ان السلسلة الزمنية مستقرة ام لا؟ ويتم ذلك من خلال تطبيق اختبار ديكي فولر الموسع الذي يعد من الاختبارات الدقيقة في بيان مدى استقرار السلاسل الزمنية ومعرفة الخصائص الإحصائية للمتغيرات محل الدراسة، وبعد إجراء هذا الاختبار حصلنا على النتائج المبينة في (جدول-١).

يتبين من النتائج من الجدول(١) ان سلسلة سعر الصرف وسلسلة المؤشر العام لاسعار الاسهم كانتا غير مستقرة عند مستوياتها وبوجود حد ثابت واتجاه عام او حد ثابت فقط ، أي أن القيم المحسوبة كانت اقل من القيم الجدولية أي أنها غير معنوية إحصائيا عند مستويات معنوية (١%، ٥%، ١٠%) ومن ثم قبول فرضية عدم استقرار المتغيرات ، وطالما ان المتغيرات غير مستقرة عند مستوياتها تم اختبار جذر الوحدة بأخذ الفروق الأولى للسلاسل الزمنية الاصلية وبعد اجراء الاختبار اتضح بان شرط الاستقرار تحقق للمتغيرات وعند مستوى معنوية (١%، ٥%، ١٠%) ومع وجود حدثابت او حد ثابت واتجاه عام كما هو مبين في (جدول-١) ؛ لذا فإن المتغيرات ستكون متكاملة من الدرجة الاولى .

جدول (١) : (نتائج اختبارات جذور الوحدة للمتغيرات الدراسة)

Variables	ADF المستوى			
	A(حد ثابت واتجاه عام)		B(الحد الثابت)	
X(سعر الصرف)	-1.578	-3.514*	-1.498	-4.076*
		-2.898**		-3.467**
		-2.586***		-3.160***
Y(المؤشر العام لاسعار الاسهم)	-1.643		-2.776	
	1 st . Differences		1 st . Differences	
X	-3.920		-4.731	
Y	-6.301		-6.279	

*: عند مستوى معنوية ١% .

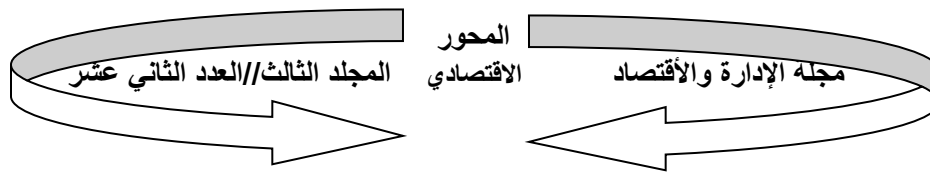
** عند مستوى معنوية ٥% .

*** عند مستوى معنوية ١٠% .

A. تعني الانحدار يحتوي على حد ثابت واتجاه عام .

B. تعني الانحدار يحتوي على حد ثابت .

المصدر : الجدول من عمل الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية



ثانيا : اختبار التكامل المشترك : Co- integration testing

بعد الحصول على استقرارية السلاسل الزمنية والتعرف على درجة تكامل هذه السلاسل للمتغيرات المستخدمة في الدراسة والتأكد من استقرار هذه المتغيرات يمكن استخدام طريقة التكامل المشترك لاختبار وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين السلاسل الزمنية لكن يشترط في ذلك ان تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة نفسها . ويعد اختبار التكامل المشترك ، اختبارا لوجود علاقة توازنية مستقرة في النظرية الاقتصادية ودليل على صحة توصيف النموذج (الوائلي، ٢٠١٢، : ١٤٢) اما مفهومه فيعتبر من المفاهيم المهمة في السلاسل الزمنية الاقتصادية وتعود فكرة التكامل المشترك الى كرا نجر عام ١٩٨١ ، وقام بتوضيحها بالتفصيل انجل وكرا نجر عام ١٩٨٧ (Engle ,Granger ,1987:251-276) .

اختبار التكامل المشترك بطريقة جوهنا نسن -جسليوس : تم استخدام اختبار جوهنا نسن في تحديد العلاقة التكاملية بين المتغيرات ، وان اختبار جوهنا نسن الذي اقترحه (Juselius & Johansen ,1990 ,169) يستخدم عندما يزيد عدد المتغيرات عن متغيرين او حتى عندما يكون عددهما اثنين ولتحديد عدد متجهات التكامل المشترك هناك اختباران احصائيان : (Johansen ,1991 :1551)

الاختبار الاول : اختبار الأثر λ_{trace} : والذي يختبر فرضية العدم القائلة ان عدد متجهات التكامل المشترك يقل او يساوي العدد (r) ، مقابل الفرضية البديلة بان عدد المتجهات يساوي $r(n=r)$ ويحسب حسب الصيغة الاتية :

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(1-\lambda^i)$$

اذ ان :

T: تمثل حجم العينة

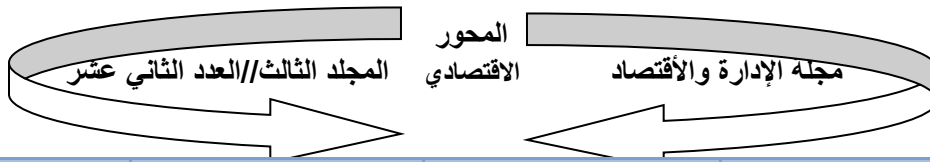
الاختبار الثاني : اختبار القيمة العظمى λ_{Max} : اذ يتم اختبار فرضية العدم بأن عدد متجهات التكامل المشترك يساوي $r(n=r)$ ، مقابل الفرضية البديلة بأن عدد متجهات التكامل يساوي $(n=r+1)$ ويحسب وفق الصيغة الاتية :

$$\lambda_{max}(r,r+1) = -T \ln(1-\lambda^{r+1}) \dots (٥)$$

ان اختبار جوهنا نسن هو اختبار لرتبة المصفوفة (II) ويتطلب وجود التكامل المشترك بين المتغيرات ان لا تكون المصفوفة ذات رتبة كاملة ($0 < r \leq n$)

ويوضح الجدول (٢) طبيعة العلاقة طويلة الاجل بين اسعار الصرف والمؤشر العام لاسعار الاسهم في العراق وكلاتي :
جدول (٢) : اختبار التكامل المشترك لجوهنا نسن بين سعر الصرف والمؤشر العام

القيم الحرجة Critical Value	القيم الاحصائية Statistic Value	الفرضية البديلة	فرضية العدم
اختبار 1-Trace			
15.49471	18.73347	r > 1	r = 0



$r \leq 1$	$r > 2$	2.849033	3.841466
Maximum اختبار ٢-			
$r = 0$	$r = 1$	15.88444	14.26460
$r = 1$	$r = 2$	2.849033	3.841466

لاسعار الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية (X , Y)

عند مستوى معنوية ٥%

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

نلاحظ من خلال الجدول (٢) ان نتائج اختبار جوها نسن تشير الى وجود متجه للتكامل المشترك حسب اختبار الاثر ومن ثم رفض فرضية العدم، الفائلة بعدم وجود تكامل مشترك وذلك عند مستوى معنوية (٥%) ثم قبول فرضية الوجود (وجود تكامل مشترك بين المتغيرات) عند مستوى ثقة ٩٥ % اما اختبار القيمة العظمى لجوها نسن يشير الى وجود متجه ايضا عند مستوى معنوية (٥%) ، الامر الذي يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين المؤشر العام للاسعار وسعر الصرف وهذا يعني عدم امكانية وجود الانحدار الزائف للمتغيرات وبعد التأكد من وجود تكامل مشترك بين المتغيرين يكون بالامكان اجراء اختبار السببية .

ثالثا : اختبار كرانجر لتحديد اتجاه العلاقة السببية :

X و Y ان هذا الاسلوب اقترح من قبل كرانجر عام ١٩٦٩ وطوره سيمز عام ١٩٧٢ ، وبافتراض متغيرين هما تساعد في تفسير التغيرات الحالية X يستخدم في تحديد ما اذا كان التغيرات السابقة في المتغير فان نموذج كرانجر ، ويمكن اعادة Y الى X وفي حالة وجود مثل هذه العلاقة فيقال بوجود علاقة سببية تتجه من Y في المتغير (داغر وعلي ، ٢٠١٠ : ١٢٩) X في المتغير يتسبب التغيرات Y الاختبار لمعرفة هل ان المتغير ويستخدم اختبار كرانجر في التأكد من مدى وجود علاقة تغذية مرتدة او استرجاعية او علاقة تبادلية بين المتغيرين ، ويمكن اختبار سببية كرانجر من خلال الصيغ التالية :

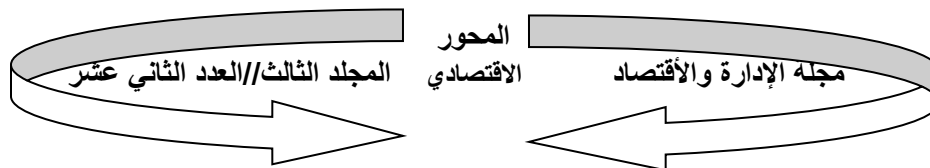
$$(٦) \dots \dots \dots X_t = \sum_{i=1}^m a_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^n b_j Y_{t-j} + U_t$$

$$(٧) \dots \dots \dots Y_t = \sum_{i=1}^r c_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^s d_j X_{t-j} + V_t$$

ويتم اختبار السببية من خلال اجراء اختبار (F) للتعرف على معنوية معاملات القيم الحالية والسابقة ، فإذا كانت (F) المحسوبة اقل الجدوليه (الدرجة) فيتم قبول فرضية العدم اي بعدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين ، اما اذا كانت علاقة سببية (F) المحسوبة اكبر من قيمتها الجدوليه (الدرجة) فيتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة بوجود بين المتغيرين (الوالملي ، ٢٠١٢ : ١٤٤)

ويتضح من اختبار اتجاه العلاقة السببية بين سعر الصرف والمؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية ان :

بعد التأكد من ان السلاسل الزمنية للمتغيرات مستقرة ويوجد تكامل مشترك بين المتغيرات ، نقوم باختبار سببية كرانجر من اجل تحديد اتجاه السببية بين متغيرات الدراسة اذ يظهر هذا الاختبار اتجاه السببية فيما اذا كان باتجاه



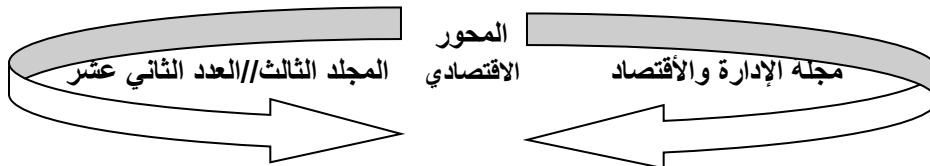
واحد أو باتجاهين متبادلين أو ان كلا المتغيرين مستقلين عن بعضهما ، وبعد اجراء الاختبار كانت النتائج كما موضحة في الجداول الاتية :

جدول (٣): نتائج اختبار كرا نجر لتحديد اتجاه العلاقة السببية بين سعر الصرف و المؤشر العام للاسعار الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية)

Lags	F . Probability	F. statistic	obs	اتجاه السببية
١	0.02305	5.37524	81	Y →
	0.07146	3.33941		X →
٢	0.54462	.61261٠	٨٠	لا توجد علاقة
	0.08669	2.52695		X →
٣	0.23243	1.46082	٧٩	لا توجد علاقة
	0.09257	2.22503		X →
٤	0.36362	1.10001	٧٨	لا توجد علاقة
	0.39684	1.03244		Y ←
٥	0.58924	0.74971	٧٧	X ←
	0.45987	0.94202		X ←
٦	0.55902	0.81945	٧٦	X ←
	0.70595	0.62962		Y ←

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي

اختبار (f) معنوي فقط عند عدد مشاهدات ٨١ هناك اتجاهين للسببية لفترة ابطاء واحدة وعند استعمال فترتين ابطاء فيكون اتجاه العلاقة من سعر الصرف الى المؤشر العام لاسعار الاسهم عند مستوى ٨% ولثلاث فترات ابطاء ايضا من سعر الصرف الى المؤشر العام لاسعار الاسهم عند مستوى معنوية ٩% . اما جميع الحالات الاخرى غير معنوية .



رابعا- متجة اختبار الانحدار الذاتي للمتجه (VAR)

يمكن معرفة مفهوم الانحدار الذاتي من خلال التسمية اذ ان كل متغير يعتمد على القيم الماضية للمتغير نفسه وللمتغيرات الاخرى الداخلة في انموذج الانحدار الذاتي ، اي ان القيم المستقبلية للمتغير تعتمد على القيم المر حجه (Rachev ,2007:321) الماضية والحاضرة للمتغيرات مع بعض الخطأ (تأثيرات المتغيرات الخارجية ويعتبر هذا النموذج انموذج مطور يعتمد على اختبار كرا نجر لاكتشاف اتجاه السببية وان الشكل العام لنموذج متجه الانحدار الذاتي هو كالاتي : (الوالتلي ، ٢٠١٢ : ١٤٥)

$$(٨).....Z_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i Z_{t-i} + v_t$$

اذ ان :

Zt : متجه المتغيرات الداخلية

a 0 : متجه الثوابت (n*1) (n*n)

β : مصفوفة المعاملات

P : عدد مدد التباطؤ (درجة النموذج)

Ut : متجه حد الخطأ

و يتم تقدير نموذج متجه الانحدار الذاتي وفقا للصيغة التالية(Khalifah ,1998:837-844)

$$(٩).....\Delta Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^L a_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{j=1}^k \Delta Y_{t-j} + \lambda_1 u_{t-1} + v_t$$

$$(١٠).....\Delta X_t = \beta_0 + \sum_{j=1}^K \beta_{1j} \Delta Y_{t-j} + \sum_{i=1}^L \Delta X_{t-i} + \lambda_2 u_{t-1} + v_t$$

اذ ان :

: صيغة الفروق من الدرجة الاولى Δ

: حدود الخطأ المقدره 1 - ut

ويعد ذلك لابد من ملاحظة معنوية المعلمة (λ١) السالبة ، والتي تمثل نسبة عدم التوازن في المتغير التابع والذي لابد من تعديله تباعا في الاجل القصير . و يستخدم هذا الانحدار بصورة عامة في انظمة التنبؤ للسلاسل الزمنية المتبادلة وفي تحليل المعطيات الحركية للتوزيع العشوائي كما في المتغيرات وعند استخدام الانحدار الذاتي فان ذلك لا يتطلب نماذج هيكلية اذ ان جميع المتغيرات المستخدمة في هذا النموذج هي متغيرات داخلية وهي دالة للقيم المختلفة لجميع المتغيرات الداخلية في الانموذج ، وطالما اعتمد هذا الانموذج على حالات التباطؤ فأنه يتطلب اعتماد معيار لتحديد التباطؤ المثلى في الاختبار وتحديد الانموذج الامثل ، وهناك اختبارات يتم اعتمادها وهي كالاتي : (الطرفي ، ٢٠١٢ : ٩٩)

: اذ يتم الاعتماد اكبر قيمة لهذا الاختبار عند اختبار النموذج الامثل

١-اختبار (Likelihood)

2-معيار اكايك : القيمة الصغرى هي القيمة المفضلة في اختبار الانموذج الافضل

٣-معيار شوارز : اختبار التباطؤ الامثل استنادا الى قيمة المعلمة

نتائج اختبار الانحدار الذاتي بين سعر الصرف والمؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية

بما ان اختبار السببية يحدد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات حسب و لا يقدم تفسيرات لتأثيرات ونوع العلاقة بين المتغيرات ، لذلك نستخدم نموذج الانحدار الذاتي ، اذ ظهرت نتائج الاختبار في جدول (٤) لمعادلتين موضحة على شكل اعمدة يقرأ كل عمود في الجدول بمعادلة انحدار للمتغير المعتمد الموضوع في اعلى العمود و لإجراء اختبار الانحدار الذاتي يتطلب تحديد فترة التخلف المثلى التي سيتم استخدامها في هذا الاختبار و من اجل التوصل الى نتائج اكثر دقة سوف يتم تحديد فترة تخلف بناء على نتائج اختبار شوارز : لتحديد فترة التخلف

المناسبة ، و تحديد افضل نموذج من خلال معياري : (Likelihood , AIC)

جدول (٤) : (نتائج اختبار متجه الانحدار الذاتي)

للعلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار اسهم سوق العراق للاوراق المالية (X ,Y)

المتغيرات	X	Y
X(-1)	1.799132	0.138653
	(0.11511)	(0.24459)
	[15.6299]	[0.56688]
X(-2)	-1.083266	-0.175169
	(0.20808)	(0.44214)
	[-5.20597]	[-0.39619]
X(-3)	0.278693	-0.016648
	(0.11623)	(0.24696)
	[2.39784]	[-0.06741]
Y(-1)	0.083203	1.003738
	(0.05238)	(0.11130)
	[1.58838]	[9.01801]
Y(-2)	-0.126909	0.132872
	(0.07672)	(0.16303)
	[-1.65409]	[0.81503]
Y(-3)	0.080557	-0.345391
	(0.05191)	(0.11029)
	[1.55197]	[-3.13160]
C	2.814223	84.94341
	(14.5113)	(30.8341)
	[0.19393]	[2.75485]

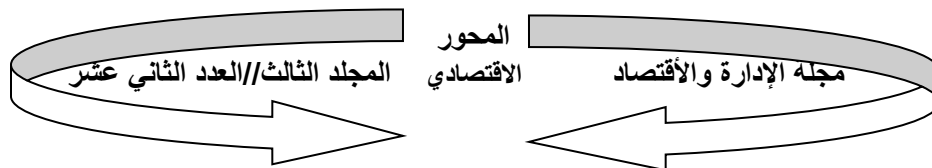
0.878804	0.994568	R-squared
0.868704	0.994115	Adj. R-squared
87.01284	2196.948	F-statistic
-345.4540	-285.9121	Log likelihood
8.922885	7.415496	Akaike AIC
9.132836	7.625447	Schwarz SC

[] اختبار T & () الخطأ المعياري ، المصدر : نتائج البرنامج الاحصائي

يبين من نتائج التحليل القياسي بأن فترة التخلف او الإبطاء المثلى هي (٣) أي التباطؤ الثالث اعتماد على مؤشر يكون (Akaike), (Schwarz), (likelihood) واعتمادا على فترة الإبطاء فأن المؤشرات المؤثرة على سعر الصرف اثرها خلال مدة ثلاثة اشهر (اجل زمني قصير) اذ ان السياسة النقدية من خلال تغير اسعار الصرف تكون فعالة خلال مدة زمنية قصيرة الاجل ، و تم اختيار هذا التباطؤ او التخلف من بين مجموعة من التباطؤات او التخلفات . كما اظهرت نتائج الاختبار في الجدول (٤) ان المعادلة الاولى تمثل افضل تقدير للنموذج وفقا لمعيار (AIC) الذي بلغ ادنى قيمة (٧,٤١٥٤) ومعيار (Likelihood) الذي يمكن من خلاله الذي يمكن من خلاله بتحديد اكبر قيمة له بلغت (-٢٨٥,٩١) وهي اعلى قيمة من المعادلة الاخرى وبلغت قيمة (-٠,١٢) المعلمة وفق معيار (Schwarz) .

ومن خلال ذلك و من النموذج جدول (٤) يبين ان هناك نموذجين للانحدار الذاتي للمتغيرات الخاصة بهذه الدراسة (سعر الصرف والمؤشر العام لاسعار اسهم سوق العراق للاوراق المالية) :

فالنموذج الاول : يبين ان زيادة مؤشر سعر الصرف لشهر سابق بمقدار دينار واحد يؤثر ايجابا على سعر الصرف للشهر الحالي بمقدار (١,٧٩) دينار ، في حين كان الاثر سلبي للشهر الثاني السابق على سعر الصرف الحالي أي ان زيادة سعر الصرف للشهر الثاني بمقدار دينار واحد يؤثر سلبا على سعر الصرف الحالي بمقدار (-١,٠٨) دينار، اما سعر الصرف للشهر الثالث السابق فقد كان الاثر موجبا على سعر الصرف الحالي أي ان زيادة سعر الصرف للشهر الثالث السابق بمقدار دينار واحد يؤثر ايجابا على سعر الصرف الحالي بمقدار (٠,٢٧) دينار وهذا يعني ان العلاقة طردية بين سعر الصرف لشهر سابق ولثلاثة اشهر سابقة وسعر الصرف الحالي ، في حين تكون علاقة عكسية بين سعر الصرف لشهرين سابقة وبين سعر الصرف لشهر الحالي . اما بالنسبة للمؤشر العام لاسعار اسهم سوق العراق للاوراق المالية فقد كان الاثر ايضا موجب بالنسبة لشهر سابق ولثلاثة اشهر سابقة على سعر الصرف الشهر الحالي أي زيادة المؤشر العام بمقدار دينار واحد يؤثر ايجابا على سعر الصرف الشهر الحالي بمقدار (٠,٠٨٣) دينار و(٠,٠٨٠) دينار على التوالي ، في حين كان الاثر سالبا للشهر الثاني السابق على سعر الصرف الحالي أي ان زيادة المؤشر العام للسوق بمقدار دينار واحد يؤثر سلبا على سعر الصرف الحالي بمقدار (-٠,١٢) دينار وهذا يعني ان العلاقة طردية بين المؤشر العام للسوق لشهر سابق ولثلاثة اشهر سابقة وسعر الصرف الحالي ، في حين تكون علاقة عكسية بين المؤشر العام لشهرين سابقة وبين سعر الصرف لشهر الحالي



وكانت القدرة (R^2) لهذ الانموذج تساوي (٠,٩٩) اي ان هذه المتغيرات استطاعت ان تفسر (٠,٩٩) التفسيرية

من التغيرات الحاصلة في النموذج والنسبة المتبقية تفسرها متغيرات اخرى غير داخله في الانموذج وهي مقدار التغير الحاصل في اسعار الصرف . اما قيمة القدرة التفسيرية المعدله (R^{-2}) ايضا تساوي (٠,٩٩) كما ان الاختبارات الاحصائية تظهر معنوية المعلمات وقبولها عند تجاوز قيمة (t) المحتسبة قيمها الجدولية ، كما يظهر اختبار (F) معنوية المعادلة لان (F) المحتسبة اكبر من قيمتها الجدولية وبالغاة (2196.948) وان سالبية اشارة معلمة المتغيرات يمكن ان تفسر ان الاسهم لا تتمثل البديل الوحيد اما المستثمرون فد يقومون باستبدال اموالهم من العملات المحلية (الدينار العراقي) بعملات اخرى كالدولار او غيره من العملات ، في اطار سوق الصرف الاجنبي دون اللجوء الى سوق الاوراق المالية لذلك تكون العملات الاجنبية بديلا سهلا وقريبا مقارنة بالاسهم والسندات . الاسهم تمثل حقوقا على موجودات حقيقية تزداد قيمتها مع ارتفاع الاسعار كذلك عائد السهم يساوي العائد المتوقع زائد معدل التضخم.

اما الانموذج الثاني :

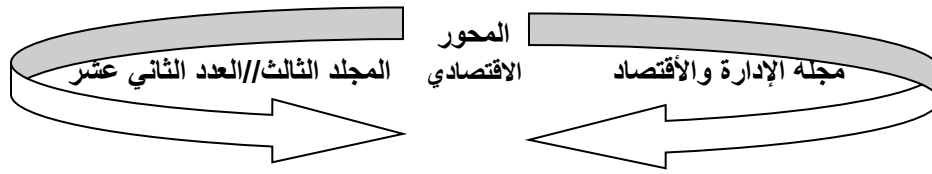
ان زيادة مؤشر سعر الصرف لشهر سابق بمقدار دينار واحد يؤثر ايجابا على المؤشر العام لاسعار الاسهم للشهر الحالي بمقدار (٠,١٣) دينار ، في حين كان الاثر سلبيا للشهر الثاني السابق على المؤشر العام لاسعار الاسهم أي ان زيادة سعر الصرف للشهر الثاني بمقدار دينار واحد يؤثر سلبا على المؤشر العام الحالي بمقدار (٠,١٧) - دينار ، كذلك اثر سعر الصرف الشهر الثالث السابق سلبيا على المؤشر العام لاسعار الاسهم للسوق الحالي أي ان زيادة سعر الصرف الخاص بالشهر الثالث السابق بمقدار دينار واحد يؤثر سلبا على المؤشر العام الحالي بمقدار (٠,٠١) - دينار وهذا يعني ان العلاقة طردية بين سعر الصرف لشهر سابق و المؤشر العام للشهر الحالي في حين تكون العلاقة عكسية بين سعر الصرف لشهرين سابقة ولثلاثة اشهر سابقة و المؤشر العام لاسعار الاسهم الحالي.

اما بالنسبة للمؤشر العام لاسعار اسهم سوق العراق للاوراق المالية فقد كان الاثر ايجابا بالنسبة لشهر سابق ولشهرين سابقين على المؤشر العام لاسعار الشهر الحالي أي زيادة المؤشر العام بمقدار دينار واحد يؤثر ايجابا على المؤشر العام لاسعار الاسهم لشهر الحالي بمقدار (١,٠٠٣) دينار و (٠,١٣) دينار على التوالي ، في حين كان الاثر سالبا للشهر الثالث السابق على المؤشر العام الحالي أي ان زيادة المؤشر العام للسوق بمقدار دينار واحد يؤثر سلبا على المؤشر العام الحالي بمقدار (٠,٣٤) - دينار وهذا يعني ان العلاقة طردية بين المؤشر العام للسوق لشهر سابق ولشهرين سابقة والمؤشر العام الحالي ، في حين تكون العلاقة عكسية بين المؤشر العام

لثلاثة اشهر سابقة وبين المؤشر العام لشهر الحالي . وكانت (R^2) للانموذج تساوي (٠,٨٧) مما يؤكد ان القدرة التفسيرية للنموذج القياسي استطاعت ان تفسر (٠,٨٧) من التغيرات الحاصلة في النموذج ترجع الى عوامل والنسبة المتبقية تدخل ضمن متغير الخطا العشوائي أي انها غير داخله في النموذج ، بينما (R^{-2} اخرى) تساوي (٠,٨٦) ، والانموذج معنوي (F) قيمة المحتسبة اكبر من الجدولية حيث بلغت قيمتها (٨٧,٠١) .

نلاحظ ان المتغير الاول (سعر الصرف) في فترات سابقة مقارنة بفترات حالية منقلب من شهر الى اخر وكذلك المتغير الثاني (المؤشر العام لاسعار الاسهم) ايضا منقلب من شهر الى اخر ، فضلا عن العلاقة بين المتغيرين هي كذلك متقلبة ولنفس الفترات السابقة والحالية من شهر الى اخر وان اسباب هذا التقلب كثيرة كان من ابرزها :-

- ١- انعدام الاستقرار الامني.
- ٢- العراق مر بفترات قد فرغت الخزينة من الاحتياطات الدولار الامريكي او الغطاء الذهبي للعملة سواء في البنوك العراقية او البنوك الاجنبية مثل البنك الدولي وهذا سببا مباشرة في ضعف العملة العراقية وعدم تمثيلها المقياس الحقيقي المستخدم في قياس تبعات التغير فيها واثره في المؤشر التي كان باتجاه السالبة.
- ٣- الصراعات السياسية وسوء الاوضاع الامنية وعدم استقرار الوضع الراهن كان سبب حقيقي وملحوس في انخفاض العملة ولد تقلبات نحو الانخفاض في المؤشر .
- ٤- الانخفاض المستمر لدينار العراقي اتجاه العملات الاخرى ومنها الدولار الامريكي نتيجة اسباب متعددة (سياسية ، اقتصادية ... الخ) ولد خلافا في تمثيل المؤشر نفسه ومن ثم انعكس ذلك في العلاقات السلبية او الاشارات السالبة في العلاقة.
- ٥- الارادات الدولية كانت العامل الاكبر في الانخفاض المستمر لقيمة العملة العراقية والتقلبات التي اثرت سلبا او ايجابا على المؤشر العام ، كان هو السبب في عدم تحسن العملة العراقية للشهر الباقية.
- ٦- اعتماد العراق على النفط وبشكل ربعي شكلا خلافا في استجابة القطاعات الاخرى بالتغيرات الهيكلية في الاقتصاد العراقي.
- ٧- البند السابع كان السبب الرئيسي لتقلبات اسعار الصرف وخصوصا نحو الانخفاض في العملة العراقية اتجاه الدولار الامريكي.
- ٨- يعد العراق من البلدان المستهلكه؛ لذا تتجه عملة هذا البلد ؛ لانخفاض المستمر اتجاه الدولار ؛ لانه المحدد الرئيس لعملة البلد المصدر.
- ٩- العجز المستمر في ميزان المدفوعات يعد من الاسباب المهمة في التقلبات الحادة للعملة العراقية اتجاه الدولار الامريكي.
- ١٠- الديون التي تحملها العراق جراء الحروب السابقة . والكثير من العلاقات السلبية بين اسعار الصرف واسعار الاسهم تتحمل جزء من تبعاتها الاسواق المالية العراقية التي لازالت في مرحلتها البدائية وعدم تاثر مؤشرات دولية في قياس اسعار الاسهم العراقية ، وان الارتباط الضعيف لسوق العراق للاوراق المالية للاسواق المالية العالمية خصوصا وان تحركات اسعار الصرف لاتقتصر على الجانب المحلي فقط ولكنها بنسبة كبيرة تتحدد عالميا من خلال الربط السابق نستنتج بأنه العلاقة كانت سلبية بين سعر صرف العملة والمؤشر العام لاسعار الاسهم .



المبحث الرابع :

الاستنتاجات والتوصيات

اولا : الاستنتاجات

يستند تأطير الاستنتاجات على القاعدة الفكرية للموضوع ونتائج تحليل نموذج الدراسة واختباراتها الإحصائية ، و في ضوء ما تم تناوله ، فقد توصلت الدراسة الحالية الى مجموعة استنتاجات ذات صلة بالإطار النظري والتطبيقي من اهمها الاتي :

١-يمثل سعر الصرف المرآة التي تعكس مركز الدولة التجاري مع العالم الخارجي وذلك من خلال العلاقة بين الصادرات و الاستيرادات ، لذلك تعد أداة ربط بين اقتصاد مفتوح وباقي اقتصادات العالم من خلاله يتم معرفة التكاليف والأسعار الدولية وبذلك يقوم بتسهيل المعاملات الدولية المختلفة وتسويتها.

٢-ضعف الارتباط بين سوق العراق لأوراق المالية والنشاط الاقتصادي وهيمنة النشاط المضاربي داخل السوق بحثا عن الارباح السريعة و عزوف كثير من المستثمرين عن الاستثمار في القطاع الحقيقي .

٣-اسعار الاسهم تعتبر دالة للعرض والطلب في السوق كأسعار البضائع الأخرى ، غير ان ما يميز آلية العرض والطلب في سوق الاسهم يختلف عنه في الاسواق الأخرى هو ان العرض والطلب في سوق الاسهم يتأثر بالمعلومات التي ترد الى المستثمرين بشأن العوائد المستقبلية المتوقعة للشركة

٤-يستخدم المؤشر العام للأسعار الاسهم في التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة فالأوضاع الاقتصادية تؤثر على ارباح الشركات حيث ان ربحية الشركة المحدد الرئيسي للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره وهذا يعني ان الاوضاع الاقتصادية هي التي تؤثر في السهم الذي يباع به السهم في السوق.

٥-ان أي تقلب في سعر الصرف سيجد صداه في سوق الأسهم لان سعر الصرف يعد احد العوامل المؤثرة على أداء سوق الأسهم بوصفه احد محددات النشاط الاقتصادي ، ألا أن تأثير أسعار الصرف على أسواق الأسهم يتباين من بلد إلى آخر وداخل نفس البلد بين قطاع وآخر ومن شركة إلى أخرى داخل نفس القطاع.

٦- ان اتجاهات الاقتصاديين كانت متباينة في ترجيح ثبات سعر الصرف او حرته فمنهم من يدافع عن ثبات سعر الصرف ، لما يحققه من استقرار في العلاقات الاقتصادية وميزان المدفوعات ، امثال جونسون وأصحابه ، ومنهم من يدافع عن حرته امثال فريدمان وجيمس ميد اعتقادا بأن ذلك يسمح لقوى السوق بالعمل التلقائي لإعادة التوازن في العلاقات الاقتصادية الدولية .

٧-السمة الربعية للاقتصاد العراقي وضعف القاعدة الانتاجية ادت الى ارتباط الاقتصاد العراقي وبشكل كبير بالخارج مما جعل العوامل الخارجية هو التحكم في اغلب متغيرات الاقتصاد العراقي بما فيها سعر الصرف .

٨- بينت نتائج اختبار الاستقرار احتواء السلاسل الزمنية لسعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق على جذر الوحدة و انها غير مستقرة في المستوى العام ، في حين تصبح هذه المتغيرات مستقرة في الفروق الاولى ، طبقا لاختبار ديكي- فولر الموسع مما يعني انها متكاملة من الدرجة الاولى .

٩- افصح اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية جوهنا نسن -جسليوس ، عن وجود متجه للتكامل المشترك بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار اسهم سوق العراق للأوراق المالية ، وهذا يعني ان هناك علاقة توازنية طويلة الاجل باتجاهين بين المؤشرات المذكورة في العراق .

١٠- بناء على نتائج اختبار السببية يتضح ان هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين متغيرات الدراسة (سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار اسهم سوق العراق للأوراق المالية في العراق تتجه من تتجه من سعر الصرف الى المؤشر العام لأسعار من جهة ، ومن المؤشر العام لأسعار الاسهم الى سعر الصرف من جهة اخرى ، وهذا يعكس ان التغيرات في سعر الصرف تسبب التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الاسهم وان التغيرات في المؤشر العام لأسعار الاسهم تسبب التغيرات الحاصلة في سعر الصرف ، وهذا ينسجم مع الجانب التحليلي للدراسة والمؤكد على اسبقية التحرك في المؤشر العام لأسعار الاسهم مقارنة بالتغير بتقلبات اسعار الصرف وبالتالي امكانية اعتبار امكانية المؤشر سوق الاسهم كمؤشر عام حول اتجاه النشاط الاقتصادي المستقبلي

١١- بينت نتائج الانحدار الذاتي للمتجهة ان لتقلبات اسعار الصرف تأثير متباين و باتجاهات مختلفة على المؤشر العام لأسعار الاسهم من شهر الى اخر وحسب المدة المبحوثة لعينة الدراسة .

ثانيا : التوصيات

من الجانب التطبيقي للدراسة والاستنتاجات التي تم التوصل لها في الجانب النظري توصلت الباحثة إلى عدد من التوصيات :

١- يتنبؤ سعر الصرف دورا هاما في مستوى النشاط الاقتصادي ، لذا لا بد ان يكون في مستواه الحقيقي ، وبالتالي للمحافظة على استقرار قيمة الدينار العراقي يجب الحفاظ على معدل تضخم منخفض واستثمار احتياطات الصرف والعمل على زيادتها لمواجهة الازمات الاقتصادية التي من الممكن ان ينصرف منها العراق بسبب اعتماده على النفط كمورد اساس في تمويل الموازين .

2- وضع إستراتيجية محددة لتحسين سعر صرف الدينار العراقي تجاه الدولار الأمريكي في السوق الموازية تدريجياً من خلال استبعاد الحلقات الوسيطة الغير ضرورية والتي تساهم بارتفاع سعر الصرف لضمان استقرار السوق العراقية لكي تكون بيئة جاذبة للاستثمار .

٣- ضرورة العمل على زيادة استقرار قيمة الدينار العراقي ، ودعمه بما يعزز الثقة بالاقتصاد العراقي بشكل عام ، ويمكن ان يساهم في تحقيق ذلك العمل على تبني سياسة مالية تعتمد اكثر على ارتباط اسعار صرف الدينار العراقي بسلة من العملات فضلا عن الدولار الامريكي لما لها من تأثير كبير على قيم الاسهم وحجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية .اي ان ضرورة الابتعاد عن نظام سعر الصرف الواحد والتحول الى نظام سلة العملات ، ويقوم البلد بعملته بسلة من العملات العالمية ، وبالتالي المحافظة على استقرار اكبر في قيمة العملة الوطنية .

4- أهمية وجود إدارة للتخطيط والرقابة والتوجيه على مستوى الشركة العاملة على نطاق عالمي فيما يتعلق بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف ، الأمر الذي يمكنها من مواجهة أي خطر قد تتعرض له نتيجة هذه التغيرات ، وهنا يكون الحديث على مستوى الشركة التي ترغب الدخول إلى الأسواق العالمية .

5- على السياسة النقدية ان تعمل جاهدة للحفاظ على سعر صرف الدينار العراقي مرتفعاً مقابل العملات الاجنبية عن طريق مزادات بيع العملة ، كون سعر الصرف القوة الاقتصادية للبلد من خلال ميزان المدفوعات الذي يربط الاقتصاد العراقي بالاقتصاديات الاخرى ، بما ينسجم والحفاظ على القيمة الخارجية للدينار العراقي وتحقيق التوازن

6- ضرورة استخدام الشركات العراقية لمشتقات العملة لغرض التحوط ضد التقلبات في أسعار الصرف الاسمية في الأجل القصير ، حيث أثبتت العديد من الدراسات بان سوق المشتقات بأدواته المالية المتنوعة يوفر إمكانية تخفيض التباين في التدفقات النقدية الناجمة عن التقلبات السوقية ومنها تقلبات أسعار الصرف ، ولا بد للشركات عموماً والتي لديها تعاملات دولية بشكل خاص أن يتوفر فيها عامل المرونة التشغيلية والتي تمكنها من التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف الحقيقية في الأجل الطويل وإمكانية تحويل مصادرها الإنتاجية ومصانعها والتخلي عن الأسواق الأجنبية التي يمكن أن تسبب لها خسائر إلى أسواق أخرى وتوفير المرونة السعريّة بما يوازي المنافسين .

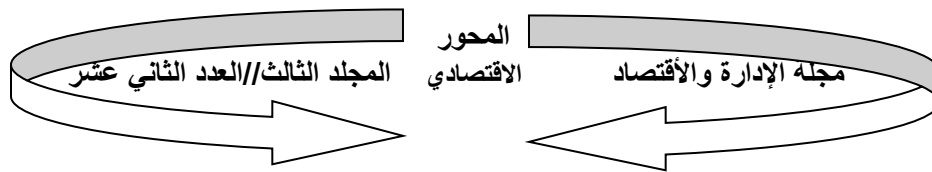
7- على الحكومة اعادة النظر في سياسة سعر الصرف الثابت للدينار العراقي مقابل الدولار الامريكي ، لما لهذه السياسة من اثار كبيرة على اسعار الاسهم السوقية ، نتيجة تقلبات سعر صرف الدولار مقابل العملات العالمية الاخرى لأنه عملة معومة .

8- انشاء مراكز خاصة داخل سوق العراق للأوراق المالية ، هدفها اطلاع المستثمرين على المعلومات المتعلقة باجرات التي يتخذها البنك المركزي العراقي بشأن سياسة سعر الصرف بما يدعم قرارات البيع والشراء داخل السوق

9- ان الاصلاح النقدي والمالي وتعميق وعي المستثمر العراقي للأسس العلمية للاستثمار ، ضروري جداً لتطوير سوق العراق للأوراق المالية ، وبما يؤدي الى زيادة فاعليته في خدمة الاقتصاد الوطني .

10- يمكن اعتماد نتائج التحليل القياسي التي توصلت اليها الدراسة في إمكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات سوق الاوراق المالية ومنها المؤشر العام للأسعار ، وبالتالي توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح .

11- ضرورة اجراء البحوث والدراسات المعمقة حول الموضوع وبعينات اكبر واشمل و اوسع ، والاعتماد على الاساليب الحديثة والدقيقة لتوفير بيانات اكثر دقة للمتغيرات الاقتصادية في العراق لان ذلك سيجعل نتائج الدراسات اكثر دقة ويمكن الاستفادة منها لتحسين الوضع الاقتصادي في العراق .

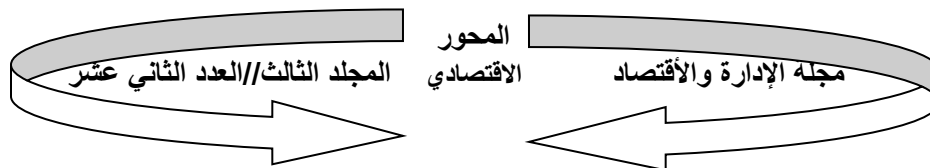


المصادر

أولاً : المصادر العربية :

أ-الكتب

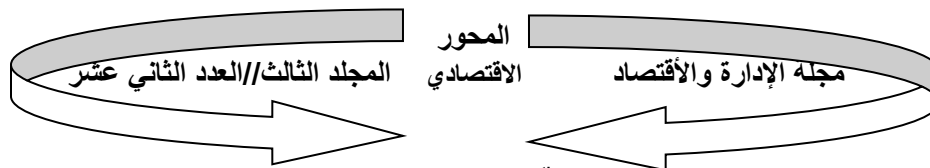
- ١-بوخاري ، لعلو موسى ، "سياسة الصرف الاجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية " -دراسة تحليلية قياسية لآثار الاقتصادية ، الطبعة الاولى ، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع ، بيروت ، لبنان ، ٢٠١٠
 - ٢-الشماع ، خليل محمود حسن ، " الادارة المالية " ، مطبعة الخلود ، الطبعة الرابعة ، بغداد ، العراق ١٩٩٢
 - ٣-العامري ، سعود جايد مشكور ، "المالية الدولية " ، دار زهران للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى ، ٢٠٠٨
 - ٤-العريبي ، عصام فهد ، " الاستثمار في بورصة الاوراق المالية " الطبعة الاولى ، دار الرضا للنشر ، دمشق ، ٢٠٠٨
 - ٥-هندي ، منير ابراهيم ، " الاوراق المالية والأسواق المالية " ، منشأة المعارف ، الطبعة الاولى ، الاسكندرية ، مصر ، ١٩٩٥
- ب-الرسائل و الاطاريح الجامعية (العراقية والعربية) :
- ٦-صالح ، اويابة ، " اثر التغير في سعر الصرف على التوازن الاقتصادي " -دراسة حالة الجزائر ١٩٩٠-٢٠٠٩ ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في تخصص التجارة الدولية ، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير ، السنة الجامعية، ٢٠١٠
 - ٧-العابدي ، شيماء رشيد محسن ، " تقييم سياسة سعر الصرف في العراق " ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة الكوفة ، ٢٠٠٥
 - ٨-عبد المطلب ، ايمان ، " تأثيرات السياسة النقدية في اداء اسواق راس المال في مجموعة من الدول العربية للفترة (١٩٩٤-٢٠٠١) ، رسالة ماجستير (غير منشورة) ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة موصل ، ٢٠٠٤
 - ٩-العكيلي ، نمارق قاسم حسين سعيد ، " قياس الأثر المتبادل بين النمو الاقتصادي والتضخم وسعر رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية كلية الإدارة ، (2002-1982) الصرف في الاقتصاد العراقي للمدة والاقتصاد ، جامعة كربلاء ٢٠٠٧
 - ١٠-الهنداوي ، عماد عمر محمود علي ، " علاقة أنظمة سعر الصرف بأداء الاقتصاد المصري " ، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه الفلسفة في الاقتصاد ، قسم الاقتصاد ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق ، مصر ، ٢٠١١
 - ١١-الوائلي ، خضير عباس حسين ، " اثر الصدمات الاقتصادية في بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في العراق للمدة (١٩٨٠-٢٠١١) ، رسالة مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة كربلاء ، ٢٠١٢
 - ١٢-يمينه ، درقال ، " دراسة تقلبات اسعار الصرف في المدى القصير " ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص تجارة دولية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير ، جامعة ابي بكر بلقايد ، ٢٠١٠
- ج-المجلات والدوريات :
- ١٣-البديري ، صباح ، و الخوري ، رتاب ، " دراسات تحركات الاسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية ، مجلة دراسات للعلوم الادارية ، المجلد ٢٤ ، العدد ١ ، الجامعة الاردنية ، عمان ، الاردن ، ١٩٩٧ .
 - ١٤-خضر ، احسان ، : " تحليل الاسواق المالية " ، مجلة جسر التنمية ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية ، العدد ٢٧ ، آذار ، ٢٠٠٤ .



- ١٥- داغر ، محمود محمد ، وعلي ، محمد علي ، : " الانفاق العام على مشروعات البنى التحتية وإثرها في النمو الاقتصادي في ليبيا " ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، الجمعية الغربية للبحوث الاقتصادية ، لبنان العدد ٥١ ، ٢٠١٠
- ١٦- الساعدي ، علاء عبد الحسين والشاوي ، الهام جعفر ، " طرائق وأساليب التحوط من تقلبات اسعار صرف العملات والعوامل المؤثرة فيها " ، مجلة العلوم الاقتصادية ، العدد ٣٠ ، المجلد ٨ ، العراق ، ٢٠١٢
- ١٧- الشكرجي ، بشار ذنون محمد ، و تاج الدين ، ميادة صلاة الدين ، " علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية -دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية " مجلة تنمية الرافدين ، الرياض ، المجلد ٨٩ ، العدد ٣٠ ، ٢٠٠٨
- ١٨- عبد ، حميد عبيد و جبر ، مأمون احمد ، " العلاقة السببية بين الاسعار والمساحات المزروعة و انتاج الرز في العراق " للفترة ١٩٧٠-٢٠٠٨ ، مجلة الادارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية ، جامعة بابل ، العدد ١ ، ٢٠١٢
- ١٩- عبد الحكيم ، هشام طلعت و كوين ، عبد الكاظم محسن وجاسم ، نغم علي ، " تقييم اسعار صرف بعض العملات العربية بالدينار العراقي باستخدام نظرية تعادل القوة الشرائية -دراسة مقارنة-مجلة الادارة والاقتصاد ، العدد الحادي والسبعون ، ٢٠٠٨
- ٢٠- المعموري ، محمد علي موسى وعلي ، سحر فتح الله محمد و احمد ، حيدر حسين ، : " تحليل العلاقة بين تقلبات سوق الاسهم والنشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الامريكية " ، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، بغداد ، المجلد ١٧ ، العدد ٦٣ ، ٢٠١١
- ٢١-نقار ، عثمان و العواد منذر ، " منهجية بوكس جينكينز في تحليل السلاسل الزمنية والتنبؤ دراسة تطبيقية على اعداد تلاميذ الصف الاول من التعليم الاساسي في سورية " ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية ، المجلد ٢٧ ، العدد ٣ ، ٢٠١١
- و-المؤتمرات والندوات :
- ٢٢-حطاب ، سامي ، "المحافظ الاستثمارية ومؤشرات اسعار الاسهم وصناديق الاستثمار " ، هيئة الاوراق المالية والسلع ، ابو ظبي ، ٢٠٠٧
- : ثانيا : المصادر الأجنبية

A-BOOKS

- 23-Arnold , Glen , MODERN FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS APRACTICAL PER SPECTIVE , 1th Ed ,Pearson, 2012
- 24-Carbaugh . Robert J. , "GLOBAL ECONOMICS " ,13th Ed ,South -Western , C engage Learning ,2000
- 25-Delbert A. Snider, "INTRODUCTION TO INTERNATIONAL ECONOMICS", Fourth Edition, U.S.A., 1967.
- 26-Eun , cheols & Bruce, Resnick G., INTERNATIONAL FINANCIAL MANAGEMENT,4thed,McGraw-Hill Irwin,2007.
- 27- Jcorbough , Rebert, INTERNATIONAL ECONOMICS ,eight edition, Central Washington , 2002.
- 28-Pilbeam , Keith, INTERNATIONAL FINANCE, 6th ed., U.K.: Palgrave Inc, 1998.



- 29–Pilbeam,Keith,FINANCEANDFINANCIALMARKETS,3th ed , Palgrave Macmillan,2010..
- 30–pugel ,Thomas , A.,& Lendert ,peter ,H., INTERNATIONAL ECONOMICS 11th Ed, McGraw–Hill Irwin ,2000
- 31–Salvatore , ph.D. Dominick , “INTERNATIONAL ECONOMICS “ ,4th Ed , Schaum’s Outline Series , The McGraw–Hill Companies , INC , 1996.
- 32–Solnik , Bruno ,INTERNATIONAL INVESTMENT ,4th Ed , Addison –Wesley Longman , Inc ., 2000.
- B–Searches**
- 33–Anne, Krueger ,EXCHANGE RATE DETERMINATION , London Cambridge University press ,1984
- 34–Engle ,R. F , and Granger , C.W.”CO–INTEGRATION AND ERROR–CORRECTION REPRESENTATION ,ESTIMATION AND TESTING “Econometrics ,55.2,USA ,1987
- 35–Johansen S. ESTIMATION and hypothesis testing of co integration vectors in Gaussian vector autoregressive models ,econometric ,1991
- 36–P. Prissert et A Piquemal , STRATEGIE et ECONOMIE DES ECHANGES INTERNATIONAUX , Ed Economical , 1992
- 37–Saetlozar T.Rachev and etal , FINANCIAL ECONOMETRICS ,SECOND ED ,JOHN , WILEY &sons ,new ,jersey ,2007
- C–periodicals**
- 38–Johansen S. Juselius , K. Maximum LIKELIHOOD ESTIMATION AND INTERFERENCE ON CO INTEGRATION WITH APPLICATION TO THE DEMAND FOR MONEY ,oxford bulletin of Economics and statistics ,vol 52 ,1990
- 39–Wild ,Allayaninis , G.and Ofek,E., EXCHANGE RATE EXPOSURE, HEDGING AND THE USE OF CURRENCY DERIVATIVES , Journal of International Money & Finance , Vol,20.,2001 .