

قياس وتحليل أثر تغيرات أسعار الفائدة في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للمدة
(2005-2022)

Measuring and analyzing the impact of interest rate fluctuations on the general
index of the Iraqi Stock Exchange for the period (2005-2022)

م.د. عبدالرزاق ابراهيم شبيب

كلية الادارة والاقتصاد / جامعة الانبار

Abdulrazaq.shabeeb@uoanbar.edu.iq

Dr.Abdulrazzaq I. Shabeeb

تاريخ استلام البحث 2022/ 12/14 تاريخ قبول النشر 2023/2/11 تاريخ النشر 2023/4 / 4

المستخلص

هدف البحث إلى التعرف على التقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة وتأثيرها في أداء سوق العراق للأوراق المالية باستخدام المؤشر العام للسوق للمدة (2005-2022) وبتوظيف بيانات شهرية للمتغيرات الداخلة في الدراسة. إذ طبقت الدراسة على الاقتصاد العراقي للمدة التي شهدت تقلبات كبيرة في معدلات أسعار الفائدة خلال مدة البحث. واستخدم الباحث منهجية التكامل المشترك باستخدام نموذج الـ (ARDL) المطور في مطابقة العلاقات والوصول إلى درجة التأثير بعد تطبيق نموذج (KPSS) للتعرف على سكون السلاسل الزمنية المتضمنة في النموذج. وقد خلصت الدراسة إلى جملة استنتاجات كل أهمها وجود علاقة عكسية طويلة الأجل بين أسعار الفائدة الطويلة الأجل مع المؤشر العام للسوق. في حين كانت هناك علاقة طردية طويلة الأجل بين عرض النقد الواسع والمؤشر العام للسوق.

الكلمات المفتاحية: أسعار الفائدة، سوق الأوراق المالية، المؤشر العام للسوق، التكامل المشترك.

Abstract:

The aim of the research is to identify the fluctuations in interest rates and their impact on the performance of the Iraqi stock market by using the general index of the market for the period (2005-2022) and by employing monthly data for the variables included in the study. The study was applied to the Iraqi economy for a period that witnessed large fluctuations in interest rates during the research period. The researcher used the co-integration methodology using the developed (ARDL) model to match the relationships and reach the degree of influence after applying the (KPSS) model to identify the stillness of the time series included in the model. The study concluded a number of conclusions, the most important of which is the existence of a long-term inverse relationship between long-term interest rates with the general market index. While there was a direct long-term relationship between the broad money supply and the general market index.

Keywords: interest rates, stock market, general market index, cointegration.

1: مقدمة:

لا تزال قضية التقلبات في العوامل المؤثر في أداء الأسواق المالية تتركز على القضايا الاستثمارية بشكل عام والاستثمار المالي بشكل خاص. إذ تمارس أسعار الفائدة دوراً مهماً في الساحة الاقتصادية لأي بلد، فالتقلبات الحاصلة في معدلات أسعار الفائدة تؤثر على أسعار السلع والخدمات والقوة الشرائية للعملة وتمتد هذه الآثار عادة إلى مؤشرات الاقتصاد الكلي كمعدلات التضخم والناجح المحلي الإجمالي والدين العام. وتمثل أسعار الفائدة كأحد أدوات السياسة النقدية

في الدولة (البنك المركزي هو السلطة المسؤولة في مراقبة وتعديل أسعار الفائدة مع مراعاة مصلحة الدولة). ففي حالة زيادة أسعار الفائدة يميل معظم المودعين إلى زيادة مدخراتهم لدى المصارف لتحسين دخولهم والحصول على عوائد مالية ولكن هناك نتيجة أخرى لهذا الارتفاع فقد يؤدي ارتفاع معدلات الفائدة إلى ارتفاع أسعار الأصول المعمرة بسبب زيادة تكاليف التمويل، وتشمل الأصول المعمرة الآلات والممتلكات والعقارات والمعدات. كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى امتصاص جزء من النقد المتداول في السوق وذلك للحد من التضخم الذي يتمثل في وجود السيولة في التداول بكمية أكبر من حجم السلع والخدمات المتوفرة في السوق مما يتسبب في حدوث ركود وبالتالي يقوم البنك المركزي بتخفيض أسعار الفائدة مما يدفع بالمودعين إلى سحب معظم مدخراتهم من المصارف مما يزيد السيولة في التداول والعودة إلى النشاط الاقتصادي. ومن أجل توفير فهم أعمق لتأثيرات التقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة على كل من الأسواق المالية والحقيقية يمكن أن نستند إلى نظرية فشر كأداة مفيدة في هذا المجال لأنها تربط التضخم وأسعار الفائدة بمعدل الفائدة الاسمي. معدل الفائدة النقدية الفعلي المكتسب على الاستثمار (Y) يتحدد بسعر الفائدة الحقيقي (R) (المعدلات الاسمية أقل التضخم) ومعدل التضخم (i)

$$(1+Y) = (1+R) (1+i)$$

وتم اختيار المدة 2005-2022 إذ تغيرت فيها أسعار الفائدة بشكل حاد خلال هذه السنوات والتي تعزى إلى الأوضاع الاقتصادية والسياسية والأمنية التي شهدتها العراق خلال هذه السنوات والآثار التي ترتبت على انتشار جائحة كورونا، وقد أصبحت أسعار الفائدة في السنوات اللاحقة شبه مستقرة.

مشكلة البحث: إن التقلبات التي تشهدها أسعار الفائدة لها انعكاسات على الواقع الاقتصادي بشكل عام وعلى شركات التأمين المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بشكل خاص. فعندما ترتفع معدلات التضخم لسبب ما ينبغي على السلطة النقدية معالجة ذلك الارتفاع من خلال رفع معدلات الفائدة كأحد أدوات السياسة النقدية ولكن هذا الارتفاع في أسعار الفائدة سيؤدي إلى سحب جزء من النقود في التداول على شكل ودائع لدى الجهاز المصرفي مما يؤثر على الهيكل التمويلي لكافة الشركات الاستثمارية. الأمر الذي جعل اللجوء إلى هذه الآداة لمعالجة التقلبات الاقتصادية مسألة تؤرق القائمين عليها والتي يجب التعامل معها بحذر شديد حتى لا تميل كفة الآثار السلبية على آثارها الإيجابية.

فرضية البحث: يفترض البحث أن التغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة لها آثار مختلفة في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية.

هدف البحث: يهدف البحث إلى التعرف على أثر تغيرات أسعار الفائدة على أداء سوق العراق للأوراق المالية ومن ثم قياس آثار هذه التأثيرات على العوائد المالية للشركات المدرجة وعلى المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2022)

أهمية البحث: للبحث أهمية كبيرة تتمثل في اعتبار أسعار الفائدة عامل رئيسي في التأثير على الوضع الاقتصادي للدولة ولها دور في تحديد أسعار السلع والخدمات، كما أنها تؤدي دوراً مهماً في التغيرات الحاصلة للعديد من مؤشرات الاقتصاد الكلي كمعدلات التضخم والناتج المحلي الإجمالي والدين الحكومي. فضلاً عن ذلك فإن تقلبات أسعار الفائدة لها آثار سلبية وإيجابية على أسعار الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية ففي حالة انخفاض أسعار الفائدة يزداد طلب المستثمرين على الاقتراض من المصارف مما يؤدي إلى زيادة الرغبة في شراء الأسهم وبالتالي زيادة حجم التداول مما ينعكس إيجاباً على معدلات الربحية للأسهم المتداولة لتلك الشركات.

2: الادبيات السابقة

دراسة (Mayasami & Koh, 2000) فقد هدفت الى دراسة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة سنغافورة للمدة (1988-1995) وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة طردية بين عرض النقد والمؤشر العام للبورصة وعكسية بين سعر الفائدة و معدل التضخم والمؤشر العام. اما دراسة (Boyer, Fillion, 2004) فقد هدفت الى تقدير العلاقة بين اسعار الفائدة واسعار الصرف واسعار النفط وعوائق السوق باعتبارها متغيرات مستقلة وبين عوائد الاسهم كمتغير تابع وقد توصلت الدراسة الى وجود علاقة تأثير طردية بين عوائد السوق واسعار النفط وعكسية مع اسعار الفائدة واسعار الصرف. في حين جاءت دراسة (محمد وكنعان، 2014) فقد هدفت الى معرفة مدى اسهام هامش الفائدة الصافي في ربحية المصرف التجاري وقد خلص البحث الى ان ربحية المصارف التجارية تشكل الفائدة النسبة الاكبر منها والتي تعبر عن الفرق بين الفوائد الدائنة المستوفاة من الائتمانات الممنوحة وبين الفوائد المدينة المدفوعة على الابداعات. اما دراسة (Wahyudi & et al, 2017) فقد هدفت الى تحليل اثر متغيرات الاقتصاد الكلي كالتضخم واسعار الفائدة والنتائج المحلي الاجمالي، واسعار النفط في المؤشر العام لسوق الاوراق المالية لدول شرق اسيا للمدة (2001-2015) باستخدام نموذج التغيرات الشرطي للانحدار الذاتي وتوصل البحث الى ان معدل الفائدة والتضخم والنتائج المحلي الاجمالي لهم تأثير سلبي على المؤشر العام للسوق في جميع دول العينة باستثناء تايلاند ؛ اما سعر النفط الخام له تأثير ايجابي في إندونيسيا وماليزيا وسنغافورة.

دراسة (الجنابي، 2018) هدفت الدراسة الى تحليل فاعلية اسعار الفائدة ودورها في التأثير في التعاملات المالية الجارية في سوق العراق للاوراق المالية فضلاً عن دفع المستثمرين في الى التحوط من تقلبات اسعار الفائدة لحماية استثماراتهم من الخسائر التي قد تتجم عن تلك التقلبات. وتوصلت الدراسة الى ان كثرة التقلبات الحاصلة في اسعار الفائدة لها انعكاس خطر على السوق المالي العراقي لطالما يدفع المستثمرين واصحاب رؤوس الاموال الى العزوف عن التعامل في سوق العراق للاوراق المالية. اما دراسة (مستلم، 2018) فقد هدفت الى تحليل اثر ادارة مخاطر اسعار الفائدة في مؤشرات الربحية ومؤشر الاستقرار المالي في القطاع المصرفي السوري من خلال منهجية الانحدار الخطي المتعدد ونموذج الانحدار وفقاً لطريقة المربعات الصغرى، وقد توصل البحث الى وجود علاقة ارتباط موجب بين ادارة مخاطر اسعار الفائدة والربحية وان السيطرة على تقلبات اسعار الفائدة تقود الى تحسن مؤشر الربحية. اما دراسة (المحمدي والهييتي، 2020)،

اما دراسة (Al-Rimawi & Kaddumi, 2021) فقد هدفت الى قياس وتحليل تأثير بعض متغيرات الاقتصاد الكلي (معدل التضخم ، معدل الفائدة، معدل النمو الاقتصادي ، الاستثمار الأجنبي) على بورصة عمان. تقلبات الفترة 1999-2018 على المؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وخلصت النتائج إلى أن الاستثمار الأجنبي يشكل العامل الأكثر تأثيراً على أداء بورصة عمان، يليه التغير في سعر الفائدة، ثم معدل التضخم، والأقل تأثيراً على معدل النمو الاقتصادي.

وما يميز دراستنا هذه انها تناولت المدة الزمنية التي شهدت تقلبات كبيرة في اسعار الفائدة خلال المدة (2005-2022) فضلاً عن شمولها لثلاث انواع من اسعار الفائدة وهي كل سعر الفائدة الطويل الاجل والسنوي وسعر السياسة فضلاً عن ادخال متغيرات ضابطة كعرض النقد الواسع وسعر الصرف للوصول الى نتائج اكثر دقة. بالإضافة الى ذلك شهدت مدة الدراسة تغيير الية احتساب المؤشر العام للسوق ونسبته الى 1000 نقطة بدلاً من النسبة المئوية.

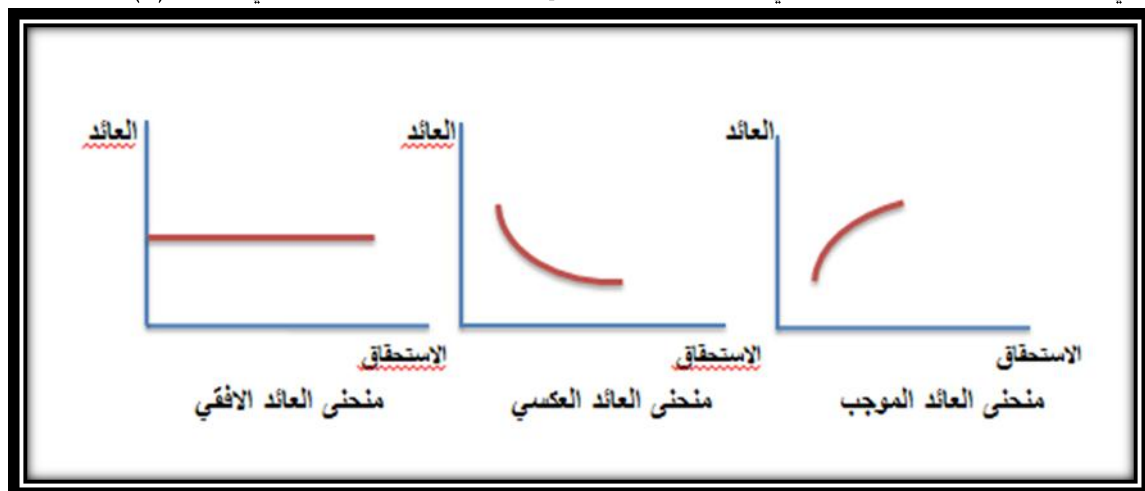
3: التأصيل النظري لسعر الفائدة ومؤشر السوق.

3-1: سعر الفائدة- تأصيل نظري.

يعد سعر الفائدة احد ادوات السياسة النقدية في الاقتصاد والذي يمارس تأثيرات مختلفة على المتغيرات الاقتصادية وعلى اداء الاسواق المالية بشكل خاص.

3-1-1: مفهوم اسعار الفائدة: يعرف سعر الفائدة بأنه " تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود وهو حلقة الوصل بين النقود والائتمان من جهة وبين الادخار والاستثمار من جهة اخرى". وقد عبر الكينزيون عن الفائدة بأنها مصدر القلق لدى اصحاب الادخارات اذ كلما زاد تفضيل الافراد للاحتفاظ بمدخراتهم على شكل نقود سائلة، ادى ذلك الى ارتفاع سعر الفائدة الذي سيطلبه المقترضين من اجل التخلي عن اموالهم (Al-Rimawi & Kaddumi, 2021: 34). فهو يعتبر السعر الذي يدفعه المستثمر مقابل الحصول على التمويل اللازم للقيام باستثماراته خلال مدة زمنية ولذلك فهو يمثل تارة العائد على الاموال المعدة للإقراض وتارة اخرى يمثل تكلفة لاستخدام تلك الاموال (فخري وقادر، 2016: 151)، ويأخذ سعر الفائدة اشكال متعددة منها الاسمي وهو ما يدفعه المصرف فعلياً ومنها الحقيقي والذي يمثل السعر الاسمي مطروحاً منه التضخم او المخاطر المحتملة الاخرى. ومن جهة اخرى فان المؤسسة المالية تتعرض الى مخاطر مختلفة كاسعار الفائدة بكافة اشكالها ومعدلات التضخم والنمو الاقتصادي بشكل يؤثر في حجم الارباح فالمخاطر التي تتركها اسعار الفائدة متنوعة ومتزايدة بشكل يمكنها من تشكيل تهديداً على الارباح وعلى رأس المال على حد سواء، فالتذبذب الحاصل في اسعار الفائدة ينعكس على ربحية الاصول الموظفة في المصرف وبالتالي ستتغير صافي الدخل المتأتي من الفوائد فضلاً عن تأثير في المصاريف التشغيلية وفي القيمة الضمنية للاصول والمطلوبات طالما تتغير القيمة الحالية للتدفقات النقدية تبعاً للتغيرات الحاصلة في اسعار الفائدة. ومن المفاهيم التي اطلقت على سعر الفائدة بأنه التأثيرات الحاصلة في ربحية المصرف (Rose, et al, 1999: 174).

3-1-2: الهيكل الزمني لسعر الفائدة: يوضح مفهوم الهيكل الزمني لأسعار الفائدة العلاقة بين اسعار فائدة الاجل الطويل والاجل القصير وعادة ا يطلق مصطلح العائد الطبيعي على منحني العائد المتجه من الاسفل الى الاعلى وهذا يتشكل حينما تكون اسعار الفائدة القصيرة الاجل اقل منها في الاجل الطويل. اما منحني العائد المتجه من الاعلى الى الاسفل فيسمى بمنحني العائد العكسي اذ تكون اسعار الفائدة في الاجل الطويل اقل منها في الاجل القصير (Pablo & et al, 2015: 98). في حين اذا تقاربت اسعار الفائدة في الاجلين فيكون منحني العائد مستقيماً وكما مبين في الشكل (1):



المصدر: مستلم، محمد (2018)، اثر ادارة مخاطر سعر الفائدة في الربحية والاستقرار المالي في المصارف التجارية (دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الاقتصاد، جامعة حلب.

الشكل (1) الهيكل الزمني لأسعار الفائدة

3-1-3: النظريات المفسرة لأسعار الفائدة: توجد العديد من النظريات التي تناولت اسعار الفائدة وكيفية تحديده. وكل نظرية لها فروض ومن ثم وجهت لها بعض الانتقادات وكما يلي:

3-1-3-1: النظرية الكلاسيكية: عبر ديفيد ريكاردو عن سعر الفائدة بأنه ظاهرة حقيقية اي تتقرر بعوامل حقيقية كالادخارات والطب الاستثماري الذي يحدد سعر الفائدة التوازني ولذلك عرفت هذه النظرية بنظرية التفضيل الاستثماري. ووفقاً لهذه النظرية فان سعر الفائدة يمثل العلاوة التي تدفع للأفراد لتأجيل استهلاكهم الحاضر. بمعنى اخر هو ثمن مدفوع لاستخدام رأس المال وهذا الثمن يتحدد بتقاطع دالة الاستثمار مع دالة الادخاري انه يتحدد تلقائياً من خلال التوازن بين الطلب والعرض (فارس ومحمد، 2009: 3).

3-1-3-2: النظرية الكينزية: يرى كنز ان اسعار الفائدة ظاهرة نقدية خلافاً للكلاسيك بمعنى ان معدل الفائدة في الاجل القصير يتحدد بواسطة عوامل نقدية ناتجة عن اجراءات السياسة النقدية بناءً على سياسات الوحدات الاقتصادية وهذا يعني ان سعر الفائدة يتحدد من خلال التفاعل بين الطلب على النقود وعرضها في الاقتصاد (Hamrita & Trifi, 2011: 223).

3-1-3-3: نظرية الاموال القابلة للإقراض: وضع هذه النظرية العالم السويدي فيكسل ويرى بان سعر الفائدة هو السعر الذي يحقق التعادل بين عرض الاموال المعدة للإقراض وبين الطلب على تلك النقود وبالتالي فان الاموال المعدة للإقراض تتأثر بمقدار النقد المضافة الى الكتلة النقدية والادخارات الفردية (Wahyudi & et al, 2017).

3-1-3-4: نظرية التوازن العام (النظرية الحديثة): يتحدد سعر الفائدة هنا من خلال التوازنات الاربعية (تفضيل السيولة، الاستثمار، الادخار، كمية النقود) مع الدخل الكلي فإننا نحصل على تفسير كافي للحالة التي تتحدد بها سعر الفائدة، ولذلك فقد تم الجمع بين نظرية تفضيل السيولة ونظرية الارصدة المعدة للإقراض لإعطاء توضيح اشم للالة التي يتحدد بها سعر الفائدة (المعموري والدعوي، 2015: 287).

3-2: مؤشر سوق العراق للأوراق المالية: المؤشر عبارة عن قيمة رقمية تعكس التطورات الحاصلة في اداء سوق الاوراق المالية ويتميز بمزايا عدة منها: يختزل الاداء الكلي لسوق الاوراق المالية اذا بُني بشكل صحيح في مفرداته، يستخدمه المستثمرون في الاسترشاد بتوقيت اتخاذ القرار الاستثماري، فضلاً عن استخدامه في تقييم اداء السوق المالي ومعرفة اتجاه الاداء ومقارنة الاداء المحلي بالأداء السابق.

ومن الفوائد التي يقدمها هذا المؤشر تتمثل في انه يستخدم لمتابعة اداء سوق الاوراق المالية او القطاع الذي يعبر عنه. ويستخدم ايضاً للدلالة على اداء مدراء الاستثمار. وفي حالة وجود محافظ الاستثمار الدولية فانه يستخدم لقياس العلاقة بين المؤشرات المالية للدول المختلفة.

3-2-1: استخدام المؤشر وعلاقته في النشاط الاقتصادي: ان النشاط الاستثماري للشركات المدرجة في السوق المالي يعكس حالة النشاط الاقتصادي للبلد وتزداد هذه القراءة كلما اقترب هذا السوق من الكفاءة الكاملة فاذا اتسم السوق بقدر كافٍ من الكفاءة كان كفيلاً بان يعطي معلومات دقيقة حول النشاط الاقتصادي، فضلاً عن ذلك فان التقلبات الحاصلة في

المؤشر العام للسوق تعد مصدر معلومات للتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية قبل حدوثها (الحسيني و الميالي، 2021: 40).

ولقد تباينت وجهات النظر حول التقلبات الحاصلة في المؤشر هل هي ناتجة حرجة جميع الاسهم ام مقتصرة على اسهم محدده؟ وهنا يمكن ان نفسر ذلك من خلال النظرية التقليدية للتقلبات الحاصلة في اسعار الاسهم التي ترى بان سعر السهم يتحدد بتوقعات الارباح فكلما ارتفعت تلك التوقعات بالحصول على ارباح اعلى ادى ذلك الى ارتفاع اسعار الاسهم. في حين ان النظرية النفسية ترى بان العامل النفسي للمستثمر دوراً في تحديد اسعار الاسهم ففي حالة التفاؤل بالوضع الاقتصادي يؤدي الى زيادة رغبة الافراد بالتوسع في شراء الاسهم والسندات وزيادة استثماراتهم وبالتالي فان هذا الاجراء المستند على افكار المستثمر ادى الى ارتفاع اسعار الاسهم والمؤشر العام للسوق على حد سواء (النقيب، 2021: 76).

3-2-2: دلالات استخدام المؤشر العام للسوق: يعطينا المؤشر العام للسوق فوائد عديد نسترشد من خلالها على الاداء العام للسوق وعلى اداء الشركات المدرجة فيه منها استخدامه للدلالة على اداء مدراء الوحدات الاستثمارية، كما يستخدم على تتبع التأثير الذي يتركه التشريع القانوني فيما يتعلق بالسوق، فضلاً عن استخدامه لقياس المخاطر النظامية للأدوات المالية عن طريق استخراج معامل بيتا (خليل وجفات، 2021: 9).

3-2-3: العلاقة بين اسعار الفائدة ومؤشر السوق: أصبحت أسواق الأوراق المالية جزءاً لا يتجزأ من الاقتصاديات مع إدخال سياسات اقتصادية حرة ومفتوحة وتقنيات متقدمة وادوات مالية حديثة، وجد المستثمرون سهولة الوصول إلى تلك الاسواق حول العالم. كما أن مؤشرات الاسواق المالية أصبحت تشير الى صحة اقتصاد البلد وإلى أهمية أسواق الأوراق المالية. وبالتالي فقد ادت الأهمية المتزايدة لسوق الأوراق المالية إلى صياغة العديد من النظريات التي تصف الية عمل أسواق الأوراق المالية (Uddin & Alam, 2018: 8).

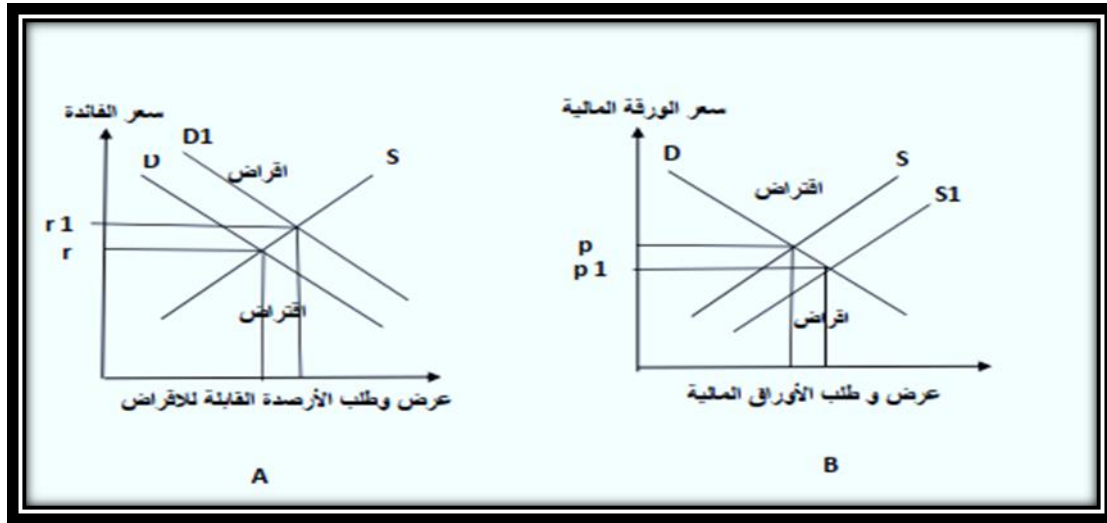
فهناك علاقة ترابطية بين اسواق الأوراق المالية هي أسعار الفائدة وتقلبات اسعار الاسهم، فمن الناحية النظرية هناك علاقة سلبية بين أسعار الفائدة وسعر السهم طالما الارتفاع الحاصل في اسعار الفائدة سيؤدي الى تراجع القيمة الحالية للدخل وللأرباح المستقبلية مما يعني انخفاض اسعار الأوراق المالية ومن ثم تراجع المؤشر العام للسوق المالية بشكل عام. وعلى العكس من ذلك فان انخفاض اسعار الفائدة يعني تدني كلفة الاقتراض وانخفاض تكلفة الفرصة البديلة مما يساهم في تفعيل الجانب الاستثماري وتشجيع المستثمرين على التوسع في الاقتراض وبالتالي زيادة ارباح الشركات الاستثمارية وتحقيقها لعوائد مالية جيدة مما يساهم في ارتفاع اسعار الأوراق المالية لتلك الشركات وبالتالي تحسن المؤشرات المالية للسوق بشكل عام والمؤشر العام للسوق بشكل خاص.

وتختلف تأثيرات اسعار الفائدة على النشاط الاقتصادي بحسب الجهة التي تتعامل فيها فالجهات المقترضة تعد سعر الفائدة كلفة اقتراض وبالتالي اي ارتفاع في هذا السعر سيزيد من كلفة الاقتراض اما الجهات المانحة فتعتبر سعر الفائدة ايراداً. اما الجهات التي تحتفظ بالنقد على شكل اصول سائلة ترى بان سعر الفائدة يمثل كلفة الفرصة البديلة بمعنى اخر يمثل التضحية التي يتحملها الافراد بسبب احتفاظهم بالنقد على شكل ارصدة نقدية عاطلة.

3-2-4: قنوات انتقال اثر اسعار الفائدة الى اداء الاسواق المالية: ان التقلبات الحاصلة في اسعار الفائدة تأخذ طريقها الى سوق الأوراق المالية من خلال القنوات التالية (Martínez & et al, 2013: 5):

- ان ارتفاع اسعار الفائدة يشير الى ارتفاع كلفة الاقتراض لاسيما الشركات المعتمدة على المديونية المرتفعة وبالتالي ستخفض العوائد والتدفقات النقدية للأرباح الموزعة مما يساهم في انخفاض اسعار اسهم تلك الشركات.

- تمارس تقلبات اسعار الفائدة تأثيراً واضحاً على القيمة السوقية للموجودات المالية للشركات غير المالية.
 - ان ارتفاع اسعار الفائدة يجعل التوجه الى السندات كأدوات استثمارية اكثر جاذبية وبالتالي سترتفع على هذا الارتفاع تغيير التركيبة النوعية للمحفظة الاستثمارية (الزبيدي، 2012: 178).
 - لسعر الفائدة تأثير سلبي على النشاط الحقيقي وبالتالي سيؤثر على اسعار الاسهم نتيجة التدفقات النقدية المستقبلية.
- 4: آلية تأثير اسعار الفائدة في الاسهم والسندات:** ان الطريقة التي تتحدد بها اسعار الفائدة في السوق لا تختلف عن بقية الاسعار الاخرى الا في حدود ضيقة، كما ان اسواق الاسهم والسندات تتصف بالمنافسة القوية من خلال تلاقي الدائنين والمدينين في هذا السوق وان اسعار الفائدة لها انعكاسات واثار جانبية على السوق المالية بشكل عام وعلى الشركات المصرفية بشكل خاص وكما مبين في الشكل (2).



المصدر: حسين، نمارق قاسم (2017)، قياس العلاقة بين سعر الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية دراسة لتجربتي مصر واليابان مع اشارة خاصة للعراق للمدة 1990-2015، اطروحة دكتوراه، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.

شكل (2) العلاقة بين العرض والطلب للارصدة النقدية وبين الالوراق المالية

يتضح من الشكل (2) ان المسار S يمثل عرض الارصدة النقدية المعدة للاقراض والمسار D يمثل الطلب على الارصدة النقدية، فعند تحرك المسار D الى اليمين الى D1 فان ذلك سيؤدي الى ارتفاع اسعار الفائدة هذا من جانب، ومن جانب اخر فان زيادة الطلب على الارصدة النقدية يعني زيادة المعروض من الالوراق المالية وبذلك يتحرك منحني العرض الى جهة اليمين مما يؤدي الى انخفاض اسعار الالوراق المالية كما موضح في الشكل (B) وبالتالي نستنتج مما سبق ان هناك علاقة عكسية بين اسعار الفائدة واسعار الالوراق المالية للشركات المدرجة في السوق (AL-Naif, 2017:185).

4- تغييرات اسعار الفائدة في الاقتصاد العراقي للمدة 2005-2022

شهدت اسعار الفائدة في العراق تغييرات وتقلبات عديدة وهذا الامر يعود الى متطلبات البنك المركزي الهادفة الى تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي، وهذا الامر يجعل هذه الاداة دالة استجابة للقطاع المصرفي في التعامل مع معطيات السياسة النقدية مما يترك اثاراً مختلفة الابعاد على الشركات المالية والمصرفية العاملة في سوق العراق للالوراق المالية. والجدول (1) يبين المسارات التي اتخذتها اسعار الفائدة في العراق خلال مدة الدراسة.

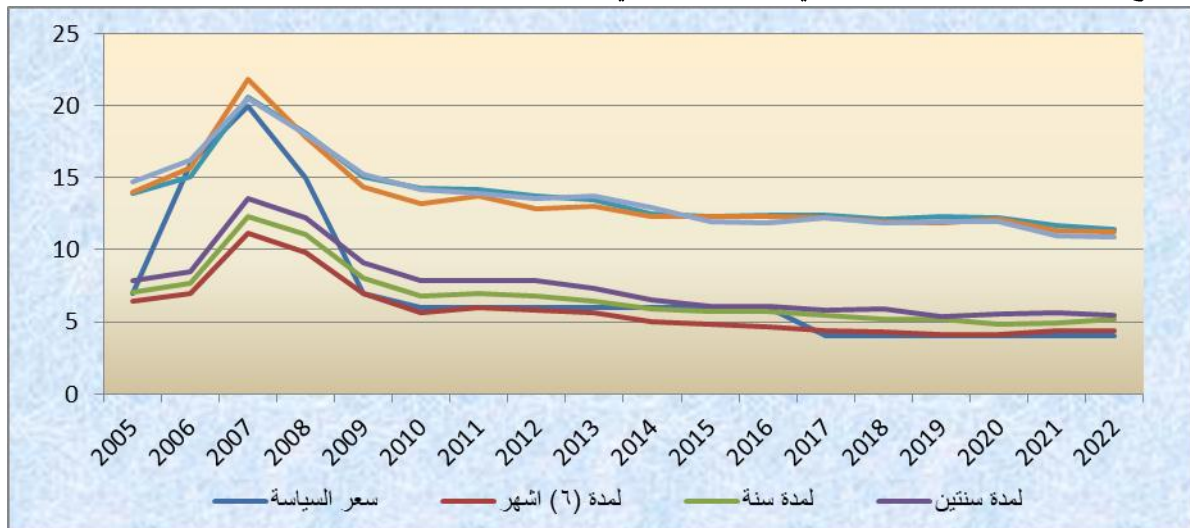
الجدول (1) تطور اسعار الفائدة في العراق للمدة 2010 - 2021

على الاقتراض			على الودائع			سعر السياسة	السنة
طويل الاجل	المتوسط الاجل	قصير الاجل	لمدة سنتين	لمدة سنة	لمدة (6) اشهر		
14.7	14	13.9	7.9	7.1	6.4	7	2005
16.2	15.7	15.1	8.5	7.7	7	16	2006
20.5	21.8	20.6	13.6	12.3	11.16	20	2007
18	17.8	18.1	12.2	11.1	9.8	15	2008
15.23	14.39	15.06	9.08	8.01	6.93	7	2009
14.15	13.19	14.28	7.86	6.77	5.67	6	2010
13.94	13.74	14.15	7.85	6.95	5.97	6	2011
13.56	12.86	13.75	7.83	6.78	5.86	6	2012
13.73	13.01	13.46	7.36	6.4	5.64	6	2013
12.94	12.3	12.49	6.51	5.9	4.99	6	2014
11.97	12.27	12.34	6.08	5.71	4.84	6	2015
11.85	12.3	12.38	6.09	5.75	4.66	6	2016
12.18	12.24	12.38	5.84	5.46	4.4	4	2017
11.89	11.97	12.17	5.93	5.17	4.3	4	2018
12	11.87	12.28	5.41	5.19	4.13	4	2019
11.94	12.1	12.25	5.53	4.88	4.15	4	2020
10.98	11.35	11.66	5.68	4.95	4.37	4	2021
10.86	11.27	11.43	5.57	5.16	4.35	4	2022

المصدر: البنك المركزي العراقي، الموقع الاحصائي الرسمي.

تستخدم السياسة النقدية في العراق اداة اسعار الفائدة للتاثير على الكتلة النقدية من اجل تحقيق اهداف اقتصادية قد تتمثل في معالجة التضخم او تحفيز الجانب الاستثماري او زيادة حركة التداول في الاسواق المالية وهذا ما ينعكس على معظم المتغيرات الاقتصادية وهذا ما ينعكس على اداء الشركات بشكل عام وعلى المؤشر العام للسوق بشكل خاص. ففي عام 2004 كان سعر السياسة قرابة (6%) ثم ارتفع بعد ذلك ليصل عام 2007 الى (20%) والهدف من هذا الارتفاع كان لمعالجة التضخم البالغ (56%) لعام 2006 والذي ترتب على هذا الجراء انخفاض معدل التضخم الى (30.8%) عام 2007. ومن ثم تراجع الى (3%) عام 2009. وفي عام 2010 اذ قامت السلطات النقدية بتخفيض اسعار الفائدة عما كانت عليه في السنوات السابقة وجاء هذا التوجه محاكاة لمعدلات التضخم التي بلغت قرابة (2%) (البنك المركزي العراقي، 2010: 84) ثم شهدت معدلات الفائدة تذبذباً حول متوسطها للمدة 2010 - 2015 لتشهد معدلات اسعار الفائدة بأنواعها السبع بعد ذلك انخفاضاً ويأتي هذا الانخفاض بعد تبني البنك المركزي العراقي اجراءات مالية واقتصادية جريئة تهدف الى تقديم الدعم للاقتصاد العراقي في ظل ظروف مالية واقتصادية صعبة. وقد تبنت السلطة النقدية اطاراً معاصراً وجديداً لاتجاه السلطة النقدية للمدة (2016-2020) من خلال اتباع استراتيجية فاعلة تتضمن حلولاً مختلفة الآجال بهدف تعزيز الثقة بالاقتصاد العراقي وتوفير الامكانيات الضرورية للنهوض بالواقع الاقتصادي وتجاوز الازمات المالية في تلك المدة. كما تسبب نمو عرض النقد الضيق بنسبة (8.1%) وعرض النقد الواسع بنسبة (6.6%) نتيجة الاثر التوسعي لصافي الديون

الحكومية الى تراجع معدلات فائدة السياسة بنسبة (33%) في عام 2017 فضلاً عن تخفيض سعر فائدة النافذة الاستثمارية لتصل الى (0.05%) للاستثمار لمدة (7) ايام سنوياً و فائدة الاستثمار لمدة (14) يوم لتصل الى (0.75%) وفائد (30) يوم لتصل الى (1%) فيما نتج عن ذلك استقرار معدلات التضخم العام اذ سجل (0.4%). كما عملت السلطة النقدية على تحفيز الاقتصاد وتعزيز استقراره المالي والنقدي بشكل يساهم في تحقيق الرخاء الاقتصادي للمجتمع مما نتج عن هذه السياسة ايجاد مصادر تمويل الموازنة العامة من ادوات متنوعة (حوالات الخزينة، السندات). واستمر هذا النهج الى حتى عام 2020 اذ حافظت السياسة النقدية على سعر سياسة ثابت مع المحافظة على معدل التضخم العام بنسبة (0.6%) ليتماشى مع التوجه نحو تطوير المؤسسات المالية بما ينسجم مع السياسة النقدية والمالية في توفير الائتمان المصرفي والعمل على تلافي الركود ومنع اي ارتفاع في معدلات التضخم من خلال المشاريع الاستراتيجية والمبادرات الهادفة الى تنمية القطاعات الانتاجية الساندة الاخرى ومواكبة المعايير الدولية في تحقيق فرص النمو الاقتصادي. فضلاً عن قيام البنك المركزي العراقي بتعزيز سيولة المشاريع الممولة سابقاً من خلال مباداة (1) ترليون دينار بمبلغ اقل من (5) مليون دينار على ان لا يترتب على ذلك اي ضمانات اضافية للقرض وانما من خلال الضمانات السابقة مع اعادة هيكلة اقساط الدين لسنة جديدة مع فائدة صفرية. وهذا الامر له انعكاسات ايجابية على ربحية المشاريع الاقتصادية بشكل عام وشركات التأمين بشكل خاص. والشكل البياني (3) يوضح تطور اسعار الفائدة المتنوعة في الاقتصاد العراقي.



المصدر: البنك المركزي العراقي، النشرة الاحصائية السنوية، (2005 - 2022).

الشكل (3) مؤشرات اسعار الفائدة في الاقتصاد العراقي للمدة 2010 - 2021

5: تحليل المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004 - 2021.

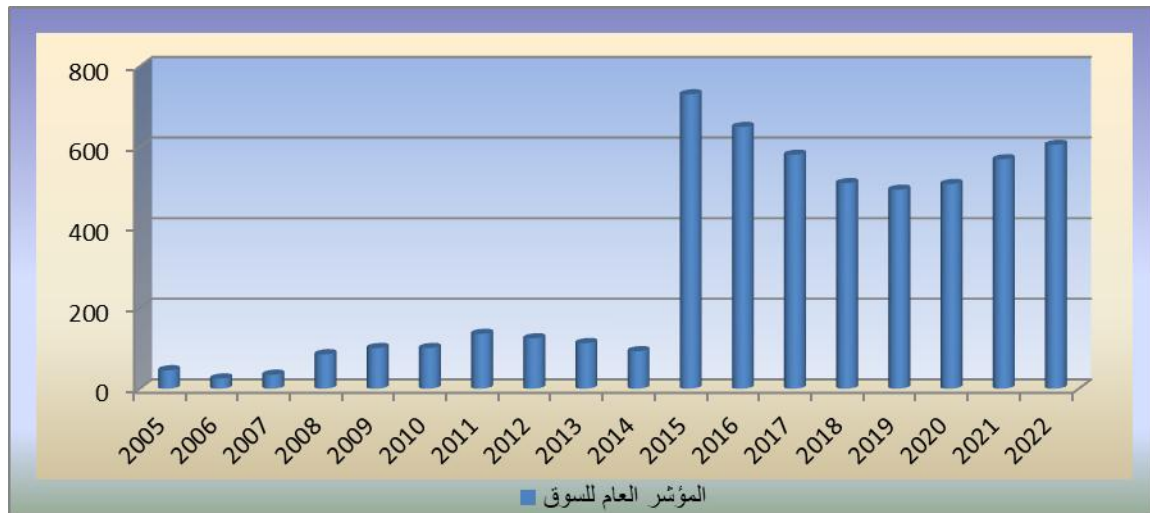
ان المؤشر العام للسوق شهد تذبذباً طيلة مدة الدراسة وهذا الامر يعزى الى الاوضاع السياسية والاقتصادية غير المستقرة بالدرجة الاولى وبالدرجة الثانية تشكل التركيبة الانتاجية والبنى التحتية عاملاً مهماً في تحديد قيمة هذا المؤشر وكما مبين في الجدول (2):

السنوات	المؤشر العام للسوق	معدل التغير %
2005	45.64	
2006	25.28	-20.36

9.31	34.59	2007
50.77	85.36	2008
15.5	100.86	2009
0.12	100.98	2010
35.05	136.03	2011
-11.01	125.02	2012
-11.87	113.15	2013
-20.16	92.99	2014
637.57	730.56	2015
-81.08	649.480	2016
-69.03	580.45	2017
-70.33	510.120	2018
-16.36	493.76	2019
14.27	508.030	2020
6.11	569.200	2021
5.21	605.07	2022

المصدر: سوق العراق للأوراق المالية، النشرة السنوية. اعداد مختلفة للمدة (2005-2022).

يلاحظ من الجدول (2) ان في انطلاقة السوق عام 2004 بنظامه وقانونه وتسميته الجديدة سجل المؤشر العام للسوق (64.66) نقطة وهذا رقماً جيداً مع اول عام للتداول ثم تراجع في عام 2006 ليصل الى (25.28) نقطة ثم ارتفع قليلاً ليصل الى (34.59) نقطة عام 2007 ويأتي هذه الانخفاض لعوامل عدة منها اتجاه السياسة النقدية في العراق الى رفع اسعار الفائدة اذ ارتفعت من (6%) لسنة 2004 لتبلغ (20%) عام 2007 لسحب جزء من الكتلة النقدية الموجودة في التداول لمعالجة معدلات التضخم المرتفعة مما ادى الى ارتفاع كلفة الاقتراض الامر الذي ساهم تراجع معدلات الاستثمار وتقليل الانشطة الاستثمارية وبالتالي تدني العوائد الاستثمارية ومن ثم انخفاض اسعار اسهم الشركات مما انعكس سلباً على المؤشر العام للسوق ككل لعامي 2006-2007 وهذا الطرح مقارب كثيراً لما جاء به Fama الذي اشار الى ان عوائد الاسهم ترتبط بعلاقة طردية مع النشاط الاقتصادية وبالعلاقة عكسية مع التضخم وكما موضح في الشكل (4)



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية 2005-2022

شكل (4) تطور مسار المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005 - 2022

وفي عام 2008 سجل المؤشر العام للسوق ارتفاعاً اذ بلغ (85.36) نقطة ويأتي هذا الارتفاع بعد تطبيق قانون الاستثمار رقم (13) لسنة 2006 الذي سمح بزيادة تداول المستثمرين الاجانب فضلاً عن تراجع اسعار الفائدة التي انخفضت من (20%) عام 2007 الى (15%) عام 2008. واستمر الانخفاض في اسعار الفائدة بعد الاستقرار الذي شهدته معدلات التضخم مما انعكس ايجاباً مؤشرات الاداء للشركات المدرجة في السوق وارتفاع مستوى ارباحها وبالتالي تحسن المؤشر العام للسوق. واستمر التحسن لغاية عام 2012 اذ بلغت قيمة المؤشر العام للسوق (125.02) نقطة وتأتي هذه الزيادة تماشياً مع الاوضاع الاقتصادية المستقرة في تلك الفترة التي رافقها التحسن الكبير في اسعار النفط والوفرة المالية مما ترتب عليه استقرار في معدلات الفائدة عند (6%). ثم تراجع المؤشر عام 2014 ليصل الى (92.99) نقطة نتيجة الاوضاع الاقتصادية التي شهدتها البلاد وتوقف اغلب المشاريع الاقتصادية. وفي عام 2015 تم اعتماد الية جديدة لاحتساب المؤشر العام اذ تم تنسيبه الى 1000 نقطة بدلاً من المؤشر المئوي ليتسنى احتساب ادق التغيرات السعرية الحاصلة في نشاط الشركات ونتيجة لهذه الالية الجديدة تم ارتفاع قيمة المؤشر لعام 2015 الى (730.56) نقطة ورافق هذا الارتفاع الكبير في قيمة المؤشر تخفيض سعر السياسة الى (4%) في عام 2017 وما ان حقق المؤشر نوعاً من الاستقرار النسبي في ادائه حتى انعكست الآثار السلبية لجائحة كورونا على شكل انخفاض في مؤشرات الاداء المالي للشركات المدرجة في السوق وتدني ربحيتها وانخفاض اسعار اسهمها بشكل عام وتراجع في قيمة المؤشر العام للسوق اذ بلغ (493.76) نقطة بعد ان كان (510.12) نقطة لعام 2018. ثم بعد ذلك حقق نوعاً من التحسن اذ بلغ (569.2) نقطة عام 2021 ليعبر عن تفاعل الشركات المرجة واسعارها في الاستقرار النسبي في الاوضاع الاقتصادية وتحسن اسعار النفط الخام.

7: قياس وتقدير اثر اسعار الفائدة في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية

1-7: ترميز المتغيرات .

اعتمد الباحث على البيانات الرسمية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية للمؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005 - 2022. وتم الحصول على البيانات الخاصة باسعار الفائدة من خلال الموقع الرسمي للبنك المركزي العراقي ولبانات شهرية خلال مدة الدراسة وتم ترميز المتغيرات الداخلة في النموذج القياسي كما في الجدول (3).

الجدول (3) ترميز المتغيرات

الرمز	اسم المتغير
X1	سعر الفائدة الطويل الاجل
X2	سعر الفائدة السنوي
X3	سعر السياسة
M2	عرض النقد الواسع
EX	سعر الصرف
Y2	المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية

7-2: اختبار سكون السلاسل الزمنية باستخدام KPSS Test

يستخدم (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin KPSS test) للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية واختبار فرضية العدم ويمكن ملاحظة السلاسل الزمنية تكون ثابتة حول اتجاه حتمي (أي الاتجاه ثابت). وقد اجري عام 1992 اختبار السكون للسلسلة الزمنية ويعد هذا الاختبار مكملاً لاختبار ديكي فولر الموسع الخاص باستقرارية السلاسل الزمنية وتنص فرضية العدم هنا الى ان السلسلة الزمنية ساكنة في المستوى الاصلي خلافاً لاختبار ديكي فولر واختبار فيليبس بيرون الذي تشير فرضية العدم فيها الى عدم سكون السلسلة الزمنية، مع افتراض عدم وجود المتجه (حسين وضهد، 2020: 289).

$$y_t = \xi + e_t \quad (1)$$

اذ تشير e_t ساكنة و ξ_t الاتجاه العشوائي اذ تكون $v_t \sim IID(0, \sigma_v^2)$: $\xi_t = \xi_{t-1} + v_t$

وان يكون التباين مساوياً للصفر ، اذ $\xi = \xi_0$ لكل t و y_t ساكنة. وعندما نوظف الانحدار الخطي البسيط تكن المعادلة:

$$y_t = \hat{\mu} + \hat{e}_t \quad (2)$$

الاختبار هو

$$KPSS = \frac{1}{T^2} \cdot \frac{\sum_{t=1}^T S_t^2}{\sigma_{\infty}^2} \quad (3)$$

KPSS وهذا الاختبار مضروب لكرانج للفرضية التي تنص على ان السلسلة الزمنية تاخذ اتجاه عشوائي وبقيمة صفريه لتباينها. كما ان KPSS Test يعد مكملاً لاختبار ديكي مولر الموسع وفيلبس بيرون. وقيمه الحرجة موضحة في الجدول (4):

الجدول (4) القيم الحرجة لاختبار KPSS

	10%	5%	1%
قاطع	0.347	0.463	0.730
قاطع ومتجه زمني	0.119	0.146	0.210

ابتكر هذا الاختبار لمعالجة الخلل المتضمن في انموذجي (PP, ADF) اذ ان هذين الاختبارين واجها اشكالية في توضيح فلسفة استقرارية السلاسل الزمنية المحددة والتي تقل قيم مشاهداتها عن (30) عينة وبالتالي احتمالية اعطاء نتائج ساكنة لسلاسل زمنية وهي في الاصل غير ساكنة او بالعكس. كما ان فرضية ان السلسلة الزمنية ساكنة هي فرضية العدم اي خلافاً لنموذجي (ADF & P.P.) والذي تكون فيهما فرضية العدم غير مستقرة.

الجدول (5) اختبار جذر الوحدة لمتغيرات البحث وفق طريقة (KPSS)

At Level							
		Y2	X1	X2	X3	M2	EX
With Constant	t-Statistic	0.376	1.2844	1.1958	0.9258	1.7588	0.2716
	Prob.	*	***	***	***	***	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	0.3455	0.1024	0.1005	0.1017	0.2082	0.2717
	Prob.	***	n0	n0	n0	**	***
At First Difference							
		d(Y2)	d(X1)	d(X2)	d(X3)	d(M2)	d(EX)
With Constant	t-Statistic	0.5	0.1562	0.0791	0.1091	0.3502	0.4207
	Prob.	n0	n0	n0	n0	n0	*
With Constant & Trend	t-Statistic	0.532	0.1168	0.0776	0.097	0.2584	0.0457
	Prob.	**	n0	n0	n0	**	n0

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج 10 EvIEWS

يتضح من النتائج التي تم التوصل اليها بحسب اختبار (KPSS) ان السلاسل الزمنية للمتغيرات الداخلة في الدراسة غير مستقرة في مستواها الاصيل وهذا يتضح من خلال قيمة الاحتمالية اذ كانت اكبر من 0.5 وبعدم اخذنا الفرق الاول لها اصبحت السلاسل الزمنية مستقرة وهنا يمكننا الانتقال الى خطوة جديدة لتطبيق منهجية التكامل المشترك لقياس اثر تقلبات اسعار الفائدة في المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية في الاقتصاد العراقي خلال المدة (2005- 2022).

7-3: التقدير الاولي للنموذج المقدر

بعد اجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات الداخلة في النموذج تأتي مرحلة تقدير انموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) وكانت النتائج كما مبين في الجدول (6) اذ نلاحظ ان قيمة ($R^2=0.976521$) مما يعني ان المتغيرات المستقلة في النموذج ($X1, X2, X3, \text{LogM2}, \text{LogEX}$) قد فسرت المتغير التابع (القيمة السوقية Log Y2) بنسبة (97%) ما يؤكد معنوية النموذج وان فترات الابطاء المثلى (3,0,8,8,0,0). وامكانية الانتقال الى مراحل متقدمة في اجراء اختبار الاثر باستخدام التكامل المشترك.

الجدول (6) التقدير الأولي لنموذج الـ (ARDL)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LOG(Y2(-1))	1.035542	0.071125	14.55941	0
LOG(Y2(-2))	0.076346	0.105832	0.721387	0.4716
LOG(Y2(-3))	-0.15782	0.070906	-2.22579	0.0273
X1	-0.06127	0.018294	-3.34915	0.001
X2	-0.11111	0.03798	-2.92558	0.0039
X2(-1)	0.229395	0.049962	4.591402	0
X2(-2)	-0.05869	0.053247	-1.10216	0.2719
X2(-3)	0.001449	0.053686	0.026992	0.9785
X2(-4)	-0.02367	0.05164	-0.45827	0.6473
X2(-5)	0.127149	0.052065	2.442137	0.0156
X2(-6)	-0.11228	0.050619	-2.21814	0.0278
X2(-7)	-0.01361	0.050047	-0.27194	0.786
X2(-8)	0.07429	0.032534	2.28345	0.0236
X3	0.014192	0.011593	1.224124	0.2225
X3(-1)	0.011798	0.01545	0.763628	0.4461
X3(-2)	0.009005	0.01583	0.568889	0.5701
X3(-3)	-0.03193	0.015768	-2.02514	0.0443
X3(-4)	0.022434	0.015765	1.423056	0.1565
X3(-5)	0.00676	0.016184	0.417703	0.6767
X3(-6)	-0.0176	0.016125	-1.09123	0.2766
X3(-7)	0.014175	0.016208	0.874557	0.383
X3(-8)	-0.0348	0.012997	-2.6773	0.0081
LOG(M2)	0.057353	0.027114	2.115283	0.0358
LOG(EX)	-0.02535	0.10329	-0.24545	0.8064
C	-0.53991	1.154292	-0.46775	0.6405

R-squared	0.976521	Mean dependent var	4.208151
Adjusted R-squared	0.973373	S.D. dependent var	0.513528
S.E. of regression	0.083796	Akaike info criterion	-2.00649
Sum squared resid	1.256911	Schwarz criterion	-1.59986
Log likelihood	229.6618	Hannan-Quinn criter.	-1.842
F-statistic	310.2015	Durbin-Watson stat	2.078839
Prob(F-statistic)	0		

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج 10 Eviews

تشير نتائج التقدير الاولى في الجدول (6) الى ان فترة الابطاء المثلي للنموذج المقدر هي (3,0,8,8,0,0) وبالتالي يمكننا الان ان ننقل الى مرحلة اختبار الحدود (*Bounds Test*) ومن ثم تقدير العلاقة طويلة الاجل بين المتغيرات المستقلة المعبرة عن اسعار الفائدة والمتغير التابع المعبر عن اداء سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة.

4-7: اختبار الحدود (*Bounds Test*)

يستخدم هذا الاختبار للتعرف على وجود علاقة تكامل مشترك بين تقلبات اسعار الفائدة من جهة والاداء العام لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2022) وكما موضح في الجدول (7):

الجدول (7) اختبار الحدود لتقلبات اسعار الفائدة واداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2022)

<i>F-Bounds Test</i>				
Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	6.935072	10%	2.08	3
K	5	5%	2.39	3.38
		2.50%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج 10 Eviews

تبين نتائج الجدول (7) الى وجود علاقة تكاملية طويلة الاجل بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة المعبرة عن اسعار الفائدة وبعض المتغيرات الضابطة التي تم ادخالها في النموذج ليتم الوصول الى نتائج اكثر دقة. وهذا يتضح من خلال قيمة (F) المحتسبة البالغة (6.935) والتي جاءت اكبر من الحد الاعلى لمستوى المعنوية (5%) وحتى عند مستوى المعنوية (10%).

5-7: تقدير العلاقة الطويلة الاجل بين تقلبات اسعار الفائدة واداء سوق العراق للأوراق المالية.

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة ووجود علاقة تكامل قصيرة الاجل سيتم التعرف على وجود علاقة تكاملية طويلة الاجل وكما موضح بالجدول (8).

الجدول (8) نتائج تقدير العلاقة الطويلة الاجل بين اسعار الفائدة واداء سوق العراق للاوراق المالية.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-1.3339	0.794139	-1.67969	0.0248
X2	2.458535	1.07082	2.295936	0.0228
X3	-0.12977	0.164649	-0.78815	0.4316
LOG(M2)	1.248608	0.599603	2.082392	0.0387
LOG(EX)	-0.55195	2.230742	-0.24743	0.8049
C	-11.7543	25.13084	-0.46772	0.0086
$EC = LOG(Y2) - (-1.3339 * X1 + 2.4585 * X2 - 0.1298 * X3 + 1.2486 * LOG(M2) - 0.5519 * LOG(EX) - 11.7543)$				

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج 10 Eviews

تبين نتائج الجدول (8) وجود علاقة تكاملية طويلة الاجل بين تقلبات اسعار الفائدة والمؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية للمدة 2005-2022 باستخدام بيانات شهرية لجميع تغيرات الدراسة. وقد اشارت الى وجود علاقة طويلة الاجل ذات اتجاه سالب بين سعر الفائدة الطويل الاجل والمؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية اذ كلما اسعار الفائدة بمقدر نسبة مئوية واحدة ادى الى تراجع المؤشر العام للسوق بمقدر (1.3339) نقطة وهذا يبين تكلفة الاقتراض ودورها في تقييد المستثمرين في الحصول على التمويل اللازم لانجاز المعاملات الاستثمارية وهذا يتفق مع دراسة (خليل، 2015: 152). في حين كانت العلاقة بين سعر الفائدة السنوي والمؤشر العام للسوق علاقة طردية وهذا يعني عند زيادة سعر الفائدة بنسبة مئوية واحدة يؤدي الى ارتفاع المؤشر العام للسوق بمقدار (2.45) نقطة وهذا قد يفسر الى ان اسعار الفائدة السنوية المفروضة المثبتة على السندات تمثل عامل جذب للمقرضين مما يدفع اصحاب الفوائض المالية الى شراء تلك السندات ومن ثم يولد حالة من الراج في بيع وشراء تلك الاوراق مما ينعكس ايجابا على التعاملات المالية للسوق ومن ثم ارتفاع المؤشر العام للسوق.

اما علاقة عرض النقد الواسع مع المؤشر العام للسوق فاشارت النتائج الى وجود علاقة طردية طويلة الاجل اي عند زيادة عرض النقد بوحدة واحدة ادى الى زيادة المؤشر العام بمقدار (1.2486) نقطة وهذا يعبر عن تأثير زيادة الكتلة النقدية في مؤشرات التداول بشكل عام والمؤشر العام بشكل خاص. اي ان زيادة عرض النقد سيقود الى تحقيق وفرة مالية لدى بعض المستثمرين من جهة وزيادة الطلب على السلع والخدمات من جهة اخرى. فالجهة الاولى تساهم في زيادة عرض الاموال للاقراض وباسعار فائدة منخفضة وبالتالي زيادة الاقبال على الاقتراض مما يقود الى تحسن مؤشرات التداول وعدد الاسهم والقيمة السوقية ومن ثم ارتفاع المؤشر العام للسوق. اما الجهة الثانية فان زيادة الاقبال على سلع بعض الشركات المدرجة في السوق يساهم في زيادة تداول الاوراق المالية المصدرة من قبل تلك الشركات وبالتالي تحسن بعض المؤشرات الخاصة بالسوق ومن ثم تحسن قيمة المؤشر العام للسوق. وهذا يتفق مع دراسة (خليل، 2015) و (Hamrita & Trifi, 2011) التي توصلت

الى وجود علاقة طردية طويلة الاجل بين العرض النقدي واداء السوق. في حين اشارت النتائج الى انعدام العلاقة بين تغيرات اسعار الصرف وسعر السياسة من جهة والمؤشر العام للسوق من جهة اخرى.

6-7: اختبارات سلامة النموذج

توجد مجموعة اختبارات تستخدم للتأكد من جودة النموذج المستخدم في التحليل وسلامته من المشاكل القياسية المتعارف عليها كالارتباط الذاتي والتجانس، ومن هذه الاختبارات ما يلي :

1-6-7 اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM

يستخدم هذا الاختبار لتوضيح ما اذا كان النموذج المستخدم في قياس الاثر يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي من عدمه. وقد بينت النتائج ان النموذج المقدر لا يعاني من ارتباط ذاتي وهذا يتضح من خلال قيمة (F) البالغة (1.715) وهي اكبر من درجة الاحتمالية البالغة (0.18) والتي تعني عدم معنوية العلاقة اي خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، وكما مبين في الجدول (9).

الجدول (9) نتائج اختبار reusch-Godfrey Serial Correlation LM

<i>Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:</i>			
F-statistic	1.715565	Prob. F(2,177)	0.1828
Obs*R-squared	3.879323	Prob. Chi-Square(2)	0.1438

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج 10 Eviews

2-6-7 اختبار ARCH

يستخدم هذا الاختبار للتأكد من عدم وجود مشكلة تجانس التباين للمتغيرات الداخلة في النموذج، وقد بينت النتائج التي تم التوصل اليها قيمة (F) البالغة (2.32) اكبر من درجة الاحتمالية البالغة (0.129) والتي تعني عدم معنوية العلاقة اي النموذج المقدر لا يعاني من مشكلة تجانس التباين. وكما مبين في الجدول (10).

الجدول (10) نتائج Heteroskedasticity Test: ARCH

<i>Heteroskedasticity Test: ARCH</i>			
F-statistic	2.320962	Prob. F(1,201)	0.1292
Obs*R-squared	2.317298	Prob. Chi-Square(1)	0.1279

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج 10 Eviews

3-6-7 اختبار Ramsey RESET

يستخدم هذا الاختبار للتوصل على الشكل الدالي للنموذج المقدر وامكانية ملائمة للدراسة وكما مبين في الجدول (11).

الجدول (11) نتائج Ramsey RESET Test

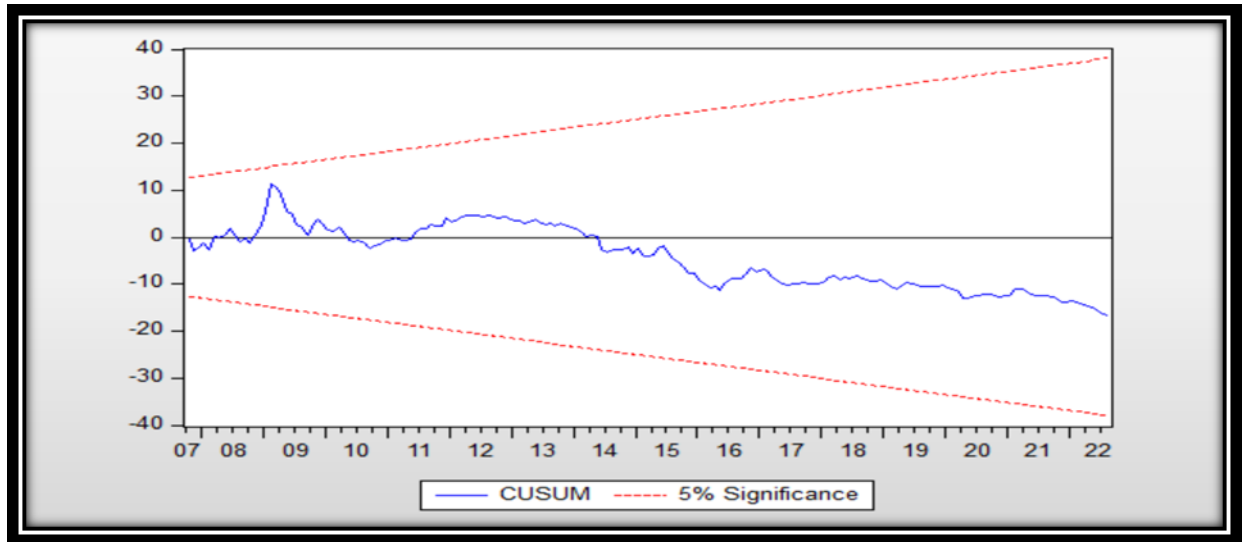
Ramsey RESET Test			
	Value	Df	Probability
t-statistic	1.739268	178	0.0837
F-statistic	3.025052	(1, 178)	0.0837
F-test summary:			
	Sum of Sq.	Df	Mean Squares
Test SSR	0.021004	1	0.021004
Restricted SSR	1.256911	179	0.007022
Unrestricted SSR	1.235907	178	0.006943

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج 10 Eviews

يتضح من الجدول (11) ان النموذج المقدر لا يعاني من اشكالية عدم ملائمة الشكل الدالي وهذا يتبين من احصائية F البالغة (3.02) وهي اكبر من قيمتها عند مستوى الدلالة (2.32).

4-6-7: الشكل الدالي للنموذج

يمكن الاعتماد على اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM واختبار مجموع تراكم مربعات البواقي OF CUSUM Squares من اجل التحقق من الاستقرار الهيكلي للمعاملات الدخلة في التقدير، وهذا الاستقرار الهيكلي لا يتحقق الا عندما يكون مسار الشكل البياني داخل الحدود الحرجة.



شكل (5) المجموع التراكمي للبواقي CUSUM, CUSUM Of Squares

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج 10 Eviews

يتضح من الشكل (4) (اختبار المجموع التراكمي للبواقي) يمكن ملاحظة ان الخط البياني يقع داخل الحدود الحرجة مما يعني ان بيانات النموذج مستقرة في الاجل القصير.

يتبين من خلال الاختبارات الخاصة بسلامة النموذج ان النموذج خالٍ من المشاكل القياسية مما يشير الى امكانية اعتماده في قياس وتقدير تأثيرات اسعار الفائدة في المؤشر العام للسوق العراق للاوراق المالية خلال مدة الدراسة.

8: الخاتمة

1-8: الاستنتاجات

- 1- ان التقلبات الحاصلة في اسعار الفائدة لها تأثير طويل الاجل في المؤشر العام للسوق وهذا النتيجة مطابقة لفرضية البحث المتفق مع هذا التوجه.
- 2- تمارس التقلبات الحاصلة في سعر الفائدة الطويل الاجل تأثيراً سلبياً في مؤشر الاداء لسوق العراق للاوراق المالية، وهذا يأتي من خلال ما تمارسه اسعار الفائدة من تأثيرات في مؤشرات التداول للسوق فارتفاع سعر الفائدة يمثل كلفة على المقترضين مما يحد من تعاملاتهم المالية في بيع وشراء الاوراق المالية. وتأتي هذه النتيجة متوافقة مع اطروحات الكينزيين التي ترى بان ارتفاع سعر الفائدة يؤدي الى انخفاض قيمة الارباح المستقبلية نتيجة لارتفاع معدل الخصم وهذا يحد من قدرة المستثمرين في التوسع في الاستثمارات.
- 3- ان الزيادة الحاصلة في عرض النقد الواسع تنعكس بشكا ايجابي في المؤشر العام للسوق وهذا يشير الى ان زيادة الكتلة النقدية تؤدي الى تراجع اسعار الفائدة ومن ثم زيادة التداول في سوق الاوراق المالية مما يساهم في تحسن قيمة المؤشر العام للسوق.
- 4- يعاني السوق من ضعف في النظام الالكتروني وبشكل يساهم في عدم انجاز المعاملات المالية بشكل سريع وهذا مؤشر يقلل من كفاءة السوق المالية .
- 5- لا توجد علاقة تكاملية بين سعر السياسة والمؤشر العام للسوق.

6- عدم وجود علاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام للسوق وهذا قد يعزى الى طبيعة سعر الصرف واليه ادارته في الاقتصاد العراقي اذ ان سعر الصرف المدار من قبل السلطة النقدية يعمل بمعزل عن التغيرات الحاصلة في الاقتصاد ولا يمارس اي تأثير على المؤشر العام للسوق.

8-2: التوصيات:

قدم الباحث بعض التوصيات لمجالات مختلفة:

- 1- معالجة الخل المتواجد في المستوى الفني والعمل على ادخال اساليب التعامل الحديثة مما يشجع على تنويع اليات الاستثمار المالي وتوزيعه على مختلف القطاعات الامر الذي يساعد المستثمرين في تلافي تغيرات اسعار الفائدة .
- 2- الحد من هيمنة السماسرة من خلال زيادة ثقافة الاستثمار المالية ورفع خبرات الافراد حول كيفية الاستثمار والحصول على معلومات الشركات بكل مصداقية وشفافية مما يساهم في زيادة التعامل وتحسن قيمة المؤشر العام.
- 3- ضرورة التركيز على التنويع الاستثماري والوصول الى المحافظ الاستثمارية المثلى بشكل يجنب المستثمرين في هذا المجال تأثيرات التقلبات الحاصلة في اسعار الفائدة وتعويضها بمصادر مالية اخرى.
- 4- قيام الشركات المصرفية بمتابعة التغيرات الحاصلة في اسعار الفائدة وامكانية التنبؤ بها قبل حدوثها الامر الذي يساهم في تحجيم الاثار السلبية المترتبة على تلك التغيرات.

9: المصادر

- (1) الجنابي، حيدر عباس (2018) اثر اسعار الفائدة في مؤشرات الاداء المالي للأسواق المالية - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2013)، المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد 11، العدد 43.
- (2) الحسيني، هاشم جبار والميالي، حيدر ناصر، (2021) قياس وتقدير اثر الاتفاق الفعلي في القيمة السوقية والمؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية- دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2010-2019، المؤتمر العلمي الدولي الاول، اكااديمية الوارث العلمية، جامعة وارث الانبياء.
- (3) محمد، علي محمود وكنعان، علي (2014)، سعر الفائدة وتأثيره في ربحية المصارف التجارية (دراسة حالة مصرف سورية والمهجر ش.م.م)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 30، العدد 1.
- (4) المحمدي، ناظم عبدالله عبد، والهيبي، سوري ياسين حسين (2020)، قياس وتحليل العوامل المحددة للربحية في المصارف التجارية العراقية باستعمال نموذج العائد على حقوق المساهمين للمدة (2010-2017)، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 12، العدد 29.
- (5) مستلم، محمد (2018)، اثر ادارة مخاطر سعر الفائدة في الربحية والاستقرار المالي في المصارف التجارية (دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الاقتصاد، جامعة حلب.
- (6) فخري، سامر محمد و قادر، آسو بهاء الدين، (2016)، مؤشر الربحية المصرفية والعوامل المؤثرة فيه- دراسة قياسية في عينة من المصارف التجارية العراقية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 6، العدد 2.
- (7) الزبيدي، شذى عبد الحسين، (2012)، تحليل سلوك اسعار السهم باستعمال نموذج السير العشوائي دراسة تطبيقية في سوق العراق لألأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 14، العدد 2.
- (8) خليل، امير علي وجفات، رسل حامد، (2021)، تأثير نافذة بيع العملة الاجنبية في المؤشر العام لسوق العراق الاوراق المالية للمدة 2013-2020، Warith Scientific Journal، المجلد 3، العدد 7.
- (9) النقيب، انور (2021)، تأثير سعر الفائدة على سعر صرف الجنيه المصري، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد 23، العدد 2.
- (10) المعموري، قاسم حميد والدعيمي، عباس كاظم (2015)، اثر تغيرات سعر الفائدة والسيولة في إعادة بناء المحفظة الاستثمارية (دراسة تطبيقية في مصرف بغداد التجاري) للمدة (2004-2014)، مجلة الادارة والاقتصاد، المجلد 4، العدد 16.
- (11) حسين، جاسم وضهد صبيحة نعمة (2020)، تشخيص إتمودجات السلاسل الزمنية الكفاءة (تطبيق عملي)، مجلة الادارة والاقتصاد، العدد 34، المجلد 9.

(12) فارس، فضيل ومحمد، ساحل (2009)، تفسير الفائدة والعوامل المحددة له في الفكر الاقتصادي الحديث، الملتقى الدولي الثاني، الجزائر.

13) **AL-Naif, Khaled Lafi** (2017), The Relationship Between Interest Rate and Stock Market Index Empirical Evidence from Arabian Countries, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.8, No.4.

14) **Al-Rimawi, M. A., & Kaddumi, T. A.** (2021). **Factors affecting stock market index volatility: Empirical study.** Journal of Governance & Regulation, 10(3).

15) **Boyer, M.& Filion, D.,**(2004) ”**Common and fundamental factors in stock returns of Canadian oil and gas companies**” Com Cirano working papers.

16) **Hamrita, Mohamed Essaied & Trifi, Abdelkader** (2011), The Relationship between Interest Rate, Exchange Rate and Stock Price A Wavelet Analysis, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 1, No. 4.

17) **Mayasami, R. K., & Koh, T. S.** (2000). **A vector error correction model of the Singapore stock market.** International Review of Economics and Finance, 9(1), 79–96.

18) **Moya-Martínez, R. Ferrer-Lapeñab, and F. Escribano-Sotosa** Relationship between interest rate changes and stock returns in Spain: A wavelet based Approach, 2013, P5.

19) **Uddin, Md. Gazi Salah & Md. Mahmudul Alam** (2018), The Impacts of Interest Rate on Stock Market: Empirical Evidence from Dhaka Stock Exchange, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.8, No.3.

20) **Wahyudi, Sugeng, & et al** (2017), **Macroeconomic Fundamental and Stock Price Index in Southeast Asia Countries: A Comparative Study**, International Journal of Economics and Financial, V:7, No: 2.

21) **Pablo, Moya-Martínez & et al, (2015),** Interest rate changes and stock returns in Spain: A wavelet analysis, BRQ Business Research Quarterly, Volume 18, Issue 2.

22) **Ross, Stephen A., et al, (1999)** Fundamentals of Corporate Finance , 5th. ed., Boston: McGraw-Hill Companies, Inc.