

## تقدير العوامل المحددة للاستثمار المالي على القيمة السوقية: دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2021)

### Estimating the determinants of financial investment on the market value: an applied study on the Iraqi stock market for the period (2004-2021)

م. عبد الستار رائف حسن المولى

Abdulsatar Raef Hassan almoola

[sataralmoola1965@gmail.com](mailto:sataralmoola1965@gmail.com)

وزارة التربية/ المديرية العامة لتربية الانبار

Ministry of Education/ Anbar General Directorate of Education

#### المستخلص

تهدف الدراسة الى تقدير العوامل المحددة للاستثمار المالي في القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2021) ، وارتكزت فرضية الدراسة على ان هناك الكثير من العوامل المحددة للاستثمار تؤثر على نشاط السوق المالي ومن بين هذه العوامل ( الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقد بالمعنى الضيق M1 والانفاق العام واسعار الفائدة على الودائع والقروض فضلاً عن الرقم القياسي لأسعار المستهلك ) كمتغيرات مفسرة ، اما المتغير التابع فقط عبر عنه ب( القيمة السوقية ) لسوق العراق للأوراق المالية ، وقد تم استخدام منهجية الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة ARDL وليبانات ربع سنوية، وتوصلت الدراسة الى ان بعض المتغيرات مستقرة عن المستوى في حين البعض الآخر استقر عند اخذ الفرق الاول، وان هناك علاقة توازنه طويلة الاجل بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع وخلق الانموذج من مشكلة عدم ثبات تجانس التباين، وان هناك علاقة ايجابية بين المتغيرات (النفقات العامة واسعار الفائدة على الودائع والرقم القياسي للأسعار) والقيمة السوقية، في حين ان هناك علاقة عكسية بين المتغيرات (الناتج المحلي وعرض النقود M1)، وقد استبعد متغير اسعار الفائدة على القروض لعدم معنويته، واوصت الدراسة بضرورة نشر الوعي لدى الجمهور للاستثمار في الشركات والمؤسسات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، فضلاً عن توجيه مدخراتهم نحو الادخار والاستثمار وتقليل الاستهلاك، وضرورة قيام السلطات النقدية للبنوك التجارية في توجيه القروض نحو المشاريع الاستثمارية.

**الكلمات الافتتاحية:** الناتج المحلي الاجمالي، عرض النقد M1، الانفاق العام، اسعار الفائدة، الرقم القياسي للأسعار، القيمة السوقية .

#### Abstract

The study aims to estimate the determinants of financial investment in the market value of the Iraqi stock market for the period (2004-2021), and the study hypothesis was based on the fact that there are many determinants of investment that affect the activity of the financial market, and among these factors (gross domestic product and money supply in the narrow sense M1 And public spending and interest rates on deposits and loans as well as the index of consumer prices) as explanatory variables, while the dependent variable was only expressed as (market value) of the Iraqi market for securities, and the autoregressive methodology was used for distributed delay periods (ARDL) and for quarterly data, and the study concluded that Some variables are stable on the level, while others are stable when taking the first difference, and that there is a long-term equilibrium relationship between the explanatory variables and the dependent variable, and the model is free from the problem of instability of variance homogeneity, and that there is a positive relationship between the variables (public expenditures, interest rates on deposits, and the index prices) and the market value, while there is an inverse relationship between the variables (domestic product and money supply M1), and the price variable was excluded The interest on loans is not significant, and the study recommended the necessity of spreading awareness among the public to invest in companies and institutions listed in the Iraq Stock Exchange, as well as

directing their savings towards saving, investing and reducing consumption, and the need for the monetary authorities of commercial banks to direct loans towards investment projects.

*Introductory words: GDP, M1 money supply, public spending, interest rates, price index, market value.*

## 1- المقدمة:

يعد سوق الأوراق المالية من أحد الأدوات المهمة والفعالة في القطاع المالي والذي يعمل على رفع معدلات النمو الاقتصادي، ويرتبطان بعلاقة وثيقة من خلال أدوات عديدة لعل أهمها (الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد وأسعار الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك فضلاً عن الانفاق العام) كمتغيرات مفسرة، أما مؤشر الاستثمار المالي فهناك عدد من المؤشرات ولعل أهمها القيمة السوقية، وقد يتأثر سوق الأوراق المالية بهذه المؤشرات بشكل إيجابي أو سلبي، ومن هنا تنطلق الدراسة في تقدير العوامل المحددة للاستثمار المالي في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2021) وهي المدة التي أعقبت التغيرات التي شهدتها العراق بعد عام 2003 وصدر القوانين التي تنظم عمل القطاع المصرفي وسوق العراق للأوراق المالية وانفتاح العراق على العالم الخارجي، ورغم كل ذلك ظل الاقتصاد العراقي يعاني الكثير من المشاكل والعقبات وتعرضه إلى الصدمات الاقتصادية سواء المالية أو النقدية، ولدراسة هذه المشكلة تم استخدام تحليل نموذج التكامل المشترك لدراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين تلك المتغيرات، وقد ضمت الدراسة ثلاث مباحث تناول المبحث الأول الإطار النظري لمتغيرات الدراسة في حين تناول المبحث الثاني تحليل المؤشرات الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية في العراق أما المبحث الثالث فقد تناول التحليل القياسي لبيانات الدراسة وأجراء اختبارات الاستقرار وخطو النموذج من المشاكل ومن ثم النتائج والتوصيات.

## 2- منهجية البحث

### 1-2- مشكلة الدراسة :

رغم كل التغيرات الاقتصادية التي أعقبت عام 2004 إلا أن الاقتصاد العراقي بقي متعثراً ويواجه الكثير من العقبات التي تعيق نموه ولعل سوق العراق للأوراق المالية أحد تلك المفصلات المهمة والمؤثرة على نمو الاقتصاد العراقي لذا دعت الحاجة إلى ضرورة دراسة أهم العوامل المحددة للاستثمار المالي في سوق العراق للأوراق المالية والتي من شأنها رفع مستوى الاستثمار فيه، ومن هنا تنطلق التساؤلات الثانوية الآتية :

أ- لا يوجد تأثير للعلاقة بين المتغيرات المستقلة (الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد وأسعار الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك فضلاً عن الانفاق العام) والمتغير التابع (القيمة السوقية) ؟  
ب- ما مدى استجابة سوق العراق للأوراق المالية ممثلة بـ (القيمة السوقية) كمتغير تابع للعوامل المحددة للاستثمار.  
2-2- أهمية الدراسة: تتلخص أهمية الدراسة في الآتي:

أ- الأهمية العلمية: تقدير العوامل المحددة للاستثمار المالي ومدى تأثيرها في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2021).  
ب- الأهمية العملية: تحديد أهم العوامل المؤثرة في سوق العراق للأوراق المالية وتمكين صانعي السياسة المالية والنقدية من معالجة المؤشرات ذات التأثير السلبي.

### 2-3- فرضية الدراسة :

تنطلق الدراسة من فرضية أساسية بأن هناك مجموعة من المؤشرات المالية تؤثر على الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية ومنها يمكن الإجابة على تساؤلات الدراسة من خلال الفرضيات الثانوية الآتية:  
أ- لا يوجد تأثير للعوامل المحددة للاستثمار المالي في سوق العراق للأوراق المالية.  
ب- إن كفاءة سوق الأوراق المالية يعتمد بشكل كبير على المؤشرات النقدية والمالية.

### 2-4- أهداف الدراسة:

أ- تحليل مؤشرات العوامل المحددة للاستثمار المالي في العراق والمؤثرة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2021).  
ب- تقدير أهم العوامل المالية المؤثرة في الأمد الطويل في سوق العراق للأوراق المالية وفق نموذج ARDL.

### 2-5- منهجية الدراسة:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والتحليل القياسي لمؤشرات الاقتصاد العراقي وسوق العراق للأوراق المالية لبيانات ربع سنوية للمدة (2004-2021) من أجل الوصول إلى أهداف الدراسة واختبار الفرضيات التي صيغت من أجلها باستخدام نموذج التكامل المشترك، وذلك باستخدام برمجية Eviews10

## 2-6- حدود الدراسة:

- أ- الحدود المعرفية : سوق العراق للأوراق المالية وبعض مؤشرات الاقتصاد العراقي.
- ب- الحدود الزمانية : تناولت الدراسة المدة الزمنية (2004-2021).

**المبحث الاول : الاطار النظري للعوامل المحددة للاستثمار المالي ومؤشر سوق الاوراق المالي.**

## 1-1- سوق الاوراق المالية:

تعددت التعريفات التي تناولت موضوع الاسواق المالية وخصوصاً بعد التطورات التي شهدتها اسواق المال العالمية ونتيجة الاعمال التي اخذت تمارسها في السنوات الاخيرة .

هناك مفهومان لسوق الأوراق المالية بالمعنى الضيق والواسع (Abadi,2011, 44).

**المعنى الضيق:** وهي جميع عمليات البيع والشراء للاسهم والسندات في البورصة وهو المصدر الرئيسي للتمويل قصير الاجل ويعرف بسوق النقد.

**المعنى الواسع:** فهو يتضمن جميع عمليات بيع وشراء الاسهم والسندات فضلاً عن عمليات المؤسسات المالية في منح القروض طويلة الاجل، وهو اداة لتوجيه الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض النقدي نحو الوحدات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي، وهو بذلك يتضمن سوقين احدهما سوق النقد والثاني سوق راس المال.

ويعرف بانه السوق الذي يتم من خلاله بيع وشراء الاصول المالية وانواع مختلفة من السندات ( الكمبيالات والشيكات) لتلبية الاحتياجات للشركات والافراد (Brue&McConnell,2014,p.39)

ويعرف أيضاً بانه السوق المالي الذي يلتقي فيه كل من البائع والمشتري والوسطاء المتعاملون فيه من ذوي المهن وأصحاب الأدوات الرأسمالية والنقدية اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات تحكم نشاطهم (Marouf,2003,58).

## 1-2- اهمية سوق الاوراق المالية

تحتل الأسواق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاد لما تؤديه في زيادة الاستثمارات ومن ثم في النمو الاقتصادي ويمكن إجمال أهميتها بالنقاط الآتية (Al-Khayani& Al-Moussawi,2015,110).

- أ- تعمل الاسواق المالية بصورة غير مباشرة في انجاح الخطط الاستراتيجية للسياسة النقدية، اذ تمكن البنوك المركزية من التحكم في سوق النقد من خلال اسعار الفائدة وبالتالي التحكم في احتياطات البنوك المركزية.
- ب- يعد سوق الاوراق المالي المصدر الفعال في التمويل طويل الاجل عبر عمليات سوق راس المال .
- ت- تحقق الاسواق المالية العدالة في توزيع الاستثمارات نحو القطاعات الأكثر فعالية والتي تتصف بالجدوى الاقتصادية.
- ث- يساهم سوق الأوراق المالية في مواجهة الموجات التضخمية والتخفيف من حدتها من خلال تمويل المشاريع من دون الإفراط في المعروض النقدي (Al-Shalabi,2000.32).
- ج- يساعد على تنمية الادخارات وتوجيهها بما يخدم جميع القطاعات الاقتصادية.
- ح- تعد الاسواق المالية مصدراً مهماً لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

## 1-3- الاستثمار في سوق الأوراق المالية:

يجب ان يكون الهدف الرئيسي من الادخارات هو توجيهها نحو الاستثمارات، ويعد سوق الأوراق المالية سوقاً مهماً لاستثمار تلك المدخرات من خلال قيام الأفراد في شراء الأوراق المالية والتي تعد حصصاً في راس المال سواء كانت صناعية أو زراعية أو خدمية، اذ يتصف سوق الأوراق المالية بالمرونة وتمكن المستثمر من نقل أمواله من مشروعات قائمة إلى مؤسسات أخرى ناشئة أو حديثة التكوين أو مشروعات قائمة تسعى إلى التطوير (Abu Musa,2005,14).

لقد اولى كينز أهمية كبيرة لمستوى الاسعار في سوق الاوراق المالية في تحديد مستوى الاستثمار فهي تعطي حكماً وتقديراً على اساس العوائد المتحققة من الاصول المنتجة التي تمتلكها الشركات، فهي تمكن المستثمرين الجدد من الحصول على الاصول المنتجة عندما تكون الاسعار في سوق الاوراق المالية منخفضة من خلال شراء اسهم شركات معينة للسيطرة بدلاً من شراء اصول جديدة، وفي

حال ارتفاع اسعار الاسهم في الاسواق المالية يستطيع الاستثمار مباشرة في الاصول العينية، وعليه فان الاسعار في سوق الاوراق المالي تؤثر على الاستثمار (Basta,1997,56)

#### 4-1- الناتج المحلي الاجمالي

يعرف بان اجمالي القيمة السوقية للسلع والخدمات النهائية التي ينتجها المجتمع خلال مدة زمنية محددة قد تكون سنة في العادة، وليس كل زيادة في الناتج المحلي هو زيادة في معدل النمو الاقتصادي فيجب ان يكون معدل النمو اكبر من معدل نمو السكان (Barkare, 2015. :p.36)

يعد الناتج المحلي الإجمالي أحد المؤشرات المهمة والذي يعبر عن حالة النشاط الاقتصادي فان ارتفاع نمو هذا النشاط سيؤدي إلى زيادة التفاعل المستقبلي مما يزيد من حركات التعامل في سوق الأوراق المالية وبالتالي إلى ارتفاع أسعارها، إذ أن زيادة الناتج المحلي الإجمالي يؤدي إلى زيادة العرض النقدي ونتيجة لذلك فإن زيادة العرض النقدي قد يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم ومن ثم إلى ارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي انخفاض مستوى العائد مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم (السوق-Kadhim&Al Yasseen,2020,8-9)

#### 5-1- عرض النقد M1 :

يعرف عرض النقد M1 بأنه مجموع وسائل الدفع المتداولة في بلد ما خلال فترة زمنية محددا، أي كل وسائل الدفع المستحقة في التداول والتي يحتفظ بها الأفراد والمشروعات بشكل نقد إضافة إلى الودائع المملوكة للقطاع الخاص وهو دين على البنك المركزي وهو بذلك يشكل المطلوبات النقدية لدى الجهاز المصرفي (Barre,1955,323)

يعد عرض النقد الضيق (M1) أحد أدوات السياسة النقدية والذي يعبر عن مجموع العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي إضافة إلى الودائع الجارية تحت الطلب المملوك للقطاع الخاص لدى المصارف التجارية، أن الزيادة في السيولة النقدية تؤدي إلى الزيادة في العائد على الأسهم وبالعكس في حالة انخفاض السيولة، فإن أي تغير في عرض النقد سوف يؤثر على سوق الأوراق المالية باعتباره جزءا من النشاط الاقتصادي أما بصورة مباشرة من خلال العوائد أو عن طريق التدفقات النقدية، أو بصورة غير مباشرة من خلال النشاط الاقتصادي الحقيقي. (McFarlane2002,4)

#### 6-1- الرقم القياسي للأسعار:

يعبر الرقم القياسي لأسعار المستهلك عن تضخم الأسعار فهذا المؤشر ذو أهمية وتأثير كبير على أداء سوق الأوراق المالية فهو يمكن المستثمرين في السوق من التمييز بين العائد النقدي والعائد الحقيقي فإنه في حالة الاستثمار يتم مبادلة نقود حالية بنقود مستقبلية في حين في العصر الحديث يتم مبادلة الأشياء في النقود والفرق بينهما يعرف بالعائد النقدي، وعليه فإنه في الأجل الطويل لابد من الأسهم أن تحقق عائداً حقيقياً موجباً (Farahat,2009,31-32).

فقد أكد كل من الاقتصاديين النقديين والكنزيين أن ظاهرة النقد هي إحدى الظواهر النقدية وأن هناك تأثير إيجابي بين التضخم وأسعار الأسهم، وقد أكد (فيشر) أن المعدلات المتوقعة لعوائد الأسهم تساوي العوائد الحقيقية مضافاً إليها معدل التضخم المتوقع، إذ لابد أن يأخذ المستثمر بنظر الاعتبار عند الاستثمار بالأوراق المالية التوقعات التضخمية في المستقبل (Aljenabi&Al Tarfi,2012,255)

فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في المستوى العام للأسعار قد تؤثر بشكل سلبي على أسعار الأسهم وخصوصاً إذا كانت هناك توقعات مستقبلية في ارتفاع معدل التضخم وهذا يعني ارتفاع معدل العائد وبالتالي سوف نخفض القيمة السوقية للأسهم، ومن جانب آخر قد يؤدي ارتفاع معدلات التضخم إلى زيادة الوعاء الضريبي وهذا يزيد من الأرباح الصورية مما يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح الشركات ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للأسهم ويدعوا ذلك إلى زيادة حاجة الشركات إلى المزيد من الموارد المالية إلى ارتفاع معدلات الفائدة وهذا أيضاً سيؤثر على القيمة السوقية للأسهم في سوق الأوراق المالية (Al-Asraj,2002.39)

## 7-1- الانفاق العام:

يعرف الانفاق العام بأنه مبلغ من النقود تقوم السلطة العامة بإنفاقه من أجل اشباع الحاجات العامة او انه جميع العمليات الاقتصادية التي تتضمن توزيع الموارد المالية المتحصلة من الناتج المحلي والموارد الاخرى من أجل تنفيذ الاهداف ذات الاهتمام العام (Păun, et.al, p.214).

ويؤثر الانفاق العام على سوق الاوراق المالية بشكل كبير من خلال تأثيره على قرارات القطاع الخاص ، فان زيادة الانفاق العام وخصوصا على الشركات والافراد الذين يتلقون دعماً حكومي سوف يزيد من ارباحهم المتوقعة للشركات المساهمة والمدرجة في الاسواق المالية وبالتالي سوف يرفع من القيمة السوقية لاسهم تلك الشركات وبالتالي سوف يزداد الطلب على اسهم تلك الشركات فالعلاقة طردية فيما بينهما (Zubair & Kijboonchoo, 2017, p.15).

## 8-1- سعر الفائدة

سعر الفائدة هو ثمن التخلي عن النقود او راس المال ويستخدم من قبل السلطات النقدية من أجل التحكم وتوجيه النشاط الاقتصادي وفقاً للظروف التي يمر بها الاقتصاد، فان اي تغير في سعر الفائدة ارتفاعاً او انخفاضاً سيؤثر على حركة السوق فضلاً عن تأثيره على راس المال ومن ثم على الاستثمار سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة (Jawaid, 2021, 255).

ان ارتفاع اسعار الفائدة يؤدي الى انخفاض قيمة الاسهم وبالعكس في حالة انخفاض اسعار الفائدة، فعند القيام بالاستثمار في الاسهم يجب ان يأخذ بنظر الاعتبار مستوى اسعار الفائدة وعلية يكون الاستثمار في الاسهم مبرراً عندما يكون العائد اكبر من سعر الفائدة ، وعموماً فان العلاقة بين اسعار الفائدة واسعار الاسهم غير ثابتة عبر الزمن وان اغلب الانخفاضات في قيمة الاسهم حصلت في اوقات ارتفاع معدلات الفائدة (Jeff Madura, 1995, p.353).

وتربط اسعار الفائدة مع ادوات سوق الاوراق المالية بعلاقة وثيقة من خلال العلاقة المتبادلة بين اسعار الفائدة بالأسهم والسندات فان اعتماد سياسة نقدية توسعية تؤدي الى انخفاض كلفة الائتمان نتيجة انخفاض اسعار الفائدة وعلية سوف يزداد الطلب على الائتمان المصرفي وبالتالي سوف يتهرب الافراد والمستثمرين عن التمويل من الاسواق المالية (Chen, 2005, p.6).

## 9-1- القيمة السوقية :

تعرف القيمة السوقية (رسملة السوق) بأنها مجموع متوسطات أسعار الأسهم المدرجة في السوق خلال مدة زمنية محددة سنة في الغالب، والذي من خلاله يمكن قياس الحجم الكلي للسوق، ويعد مقياساً لنشاط السوق فكلما ارتفعت قيمته دل على ارتفاع النشاط الاقتصادي سواء في عدد الأسهم أو عدد الشركات (Al-Ta'ma, 2014, 35).

وهي قيمة الاسهم في السوق التي تتأثر بالعرض والطلب، ويمثل العرض عدد الاسهم التي تكون بحوزة المستثمرين اما جانب الطلب فتمثل عدد الاسهم التي يرغب المستثمرين بشرائها (Al-Barajneh, 2009, 37).

ويعرف بالسعر الجاري للسهم وتتغير قيم السهم في السوق من فترة الى اخرى حسب ظروف السوق وقوى العرض والطلب وتتأثر قيمة الاسهم بعدة عوامل أهمها الاتي (Khawla, 2016, 115).

### 1-9-1- العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للاسهم:

تعد القيمة السوقية للاسهم من اهم المؤشرات التي يعتمد عليها المستثمرين باعتبارها العائد المتوقع من استخدام راس المال وهناك مجموعه من العوامل التي تؤثر عليه ولعل أهمها (Al-Khayani, 2003, 9-10).

أ- الارباح الموزعة على الاسهم العادية: وهي نسبة الارباح الموزعة علناً/ عدد الاسهم العادية وغالباً ما توزع اما بشكل نقدي او على شكل عيني من خلال الاسهم المجانية التي تضاف على الاسهم الاصلية في نهاية كل عام.

ب- مضاعف سعر السهم: وهو نسبة السعر السوقي للسهم / نصيب السهم من الأرباح المحققة، فكلما انخفض مقياس هذه النسبة كلما كان عاملاً مشجعاً للمستثمرين التعامل فيه.

ت- القيمة الدفترية للسهم: وهو قيمة السهم المسجلة في السجلات المحاسبية للشركة وهي تتضمن وهو يتضمن جميع الموجودات التي تمتلكها الشركة مطروحاً منها مجموع المطلوبات ، فكلما ارتفعت القيمة الدفترية لاسهم الشركة كلما كان عاملاً مشجعاً للاستثمار في اسهم تلك الشركة .

- ث- الظروف الاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد سواء في حالة الانكماش او التضخم  
ج- اسعار الفائدة او سعر الخصم السائد في السوق فهو يرتبط بعلاقة عكسية اذ كلما ارتفع سعر الفائدة ادى الى انخفاض القيمة السوقية  
للاسهم اذ ان ارتفاع اسعار الفائدة يجعل من المستثمرين اللجوء الى ايداع مدخراتهم لدى البنوك التجارية، وهو احد انواع المخاطرة المنتظمة .  
ح- مركز الشركة وتوقعات المستثمرين لأرباحها المتوقعة .

## المبحث الثاني: تحليل مؤشرات الاقتصاد العراقي وسوق العراق للأوراق المالية قيد الدراسة.

### 1-2- سوق العراق للأوراق المالية:

أسس سوق العراق للأوراق المالية في عام 1992 باسم سوق بغداد بموجب القانون رقم 24 لسنة 1991 اذا كان يدار من قبل الحكومة المركزية وضم (113) شركة مساهمة ومختلطة، ولكن بعد أحداث عام 2003 صدر القانون 74 لسنة 2004 الذي اعيدت هيكلته واصبح يضم مؤسستين هما (Shindi,2013,162).  
أ- سوق العراق للأوراق المالية .  
ب- هيئة الأوراق المالية العراقية.  
اذ يعمل سوق العراق للأوراق المالية تحت هيئة مستقلة هي (هيئة الأوراق المالية العراقية) وهي تضم ( 80 ) شركة من اصل (105) شركة مدرجة في السوق وبلغ عدد الاسهم المتداولة خلال عام 2021 (930) مليار سهم بقيمة دينار واحد للسهم الواحد وبلغت اكبر نسبة في التداول من بين هذه الشركات هو القطاع المصرفي اذ بلغت نسبتها 95.5% (هيئة الأوراق المالية العراقية).

### 2-2- الجانب التحليلي ( تحليل مؤشرات الدراسة)

تسعى هذه الدراسة الى تحليل العوامل المالية المحددة للاستثمار وتأثيرها على سوق العراق للأوراق المالي للمدة (2004-2021) من الجدول (1) يظهر لنا الاتي:

#### 1-2-2- الناتج المحلي الاجمالي:

يعبر الناتج المحلي الاجمالي عن مستوى النشاط الاقتصادي للبلد، ويبين الجدول (1) تطورات الناتج المحلي الاجمالي العراقي للمدة من (2004-2021) اذ سجل في عام 2004 ما قيمته (53235.4) مليار دينار ليرتفع الى (157026.1) في عام 2008 لينخفض في عام 2009 ليبلغ (130643.2) مليار دينار نتيجة تراجع اسعار النفط واعتماد الاقتصاد العراقي على هذا المصدر بشكل رئيسي باعتباره اقتصاد ريعي على النفط، ومن ثم يعاود بالارتفاع في عام 2010 من (162064.6) الى (273587.5) في عام 2013 ليأخذ بالتذبذب طول المدة ( 2020-2014 ) ليبلغ ادنى مستوى له في عام 2020 بقيمة (198774) وقد يعود السبب الى انخفاض اسعار النفط ونقشي جائحة كورونا ، اما في عام 2021 فقد ارتفع الناتج المحلي الاجمالي نتيجة ارتفاع اسعار النفط العالمية بشكل كبير ليصل الى 100 دولار تقريباً، عموماً الناتج المحلي طول مدة الدراسة شهد تقلبات كبيرة (ارتفاعاً وانخفاضاً) نتيجة تقلبات اسعار النفط العالمية.

#### 2-2-2- عرض النقد M1:

نلاحظ ان عرض النقد M1 الضيق شهد تطورات خلال المدة (2004-2013) فقد ارتفع من (10148626) مليار دينار في عام 2004 ليبلغ ذروته في عام 2013 بقيمة (73830964) مليار دينار لكن انخفض في عام 2014 ليصبح (72692448) مليار دينار في عام 2015 وقد يرجع السبب الى انخفاض الناتج المحلي وبالتالي اثر سلبي على عرض النقد نتيجة تدهور الاوضاع السياسية وخصوصاً في عامي 2014-2015، ورغم الارتفاع الطفيف في السنوات اللاحقة الا انه ظل منخفضاً حتى عام 2017 ، وفي عام 2018 بدء بالارتفاع اذ بلغت قيمته (77828984) مليار دينار ويستمر بالارتفاع ليبلغ (119944017) مليار دينار في عام 2021 نتيجة تحسن الظروف السياسية.

#### 2-2-3- النفقات العامة:

من الجدول (1) يظهر ان النفقات العامة اخذت بالارتفاع منذ عام 2005 اذ بلغت (26375175) مليار دينار لتبلغ ذروتها في عام 2013 بقيمة (119127556) مليار دينار، وقد يرجع السبب الى تحسن الوضع السياسي وارتفاع اسعار النفط، لكن في عام 2014 اخذت النفقات العامة بالانخفاض لتصبح (113473517) مليار دينار أي انخفاض بنسبة 5% ويرجع السبب الى تدهور الاوضاع السياسية في العراق عموماً وتوجه الانفاق نحو الجانب العسكري والامني ومحاربة الارهاب وسقوط عدد من المحافظات بيد داعش وانخفاض الإيرادات العامة للدولة واستمر هذا الانخفاض حتى عام 2017 اذا اخذت بالارتفاع ليبلغ مجموع النفقات العامة (75490115) مليار دينار بعد ان كان (67067434) مليار دينار في عام 2016 واستمر في الارتفاع حتى عام 2019 ولكن انخفضت النفقات في عام 2020 لتبلغ (76082443) مليار دينار بعد ان كانت (111723523) مليار دينار في عام 2019 وقد يعود السبب الى جائحة كورونا وتوقف الحياة الاقتصادية مما اثر سلبي على الإيرادات العامة ومن ثم على النفقات العامة ، وعموما شهدت النفقات العامة خلال مدة الدراسة حالة من عدم الاستقرار نتيجة عدم الاستقرار السياسي الذي اثر سلبي على الاقتصاد العام.



## 2-2-4- اسعار الفائدة على الودائع والقروض:

نلاحظ انه خلال مدة الدراسة هناك تقارب في التغيرات الحاصلة في اسعار الفائدة على الودائع والقروض اذ انخفضت اسعار الفائدة على الودائع من (9.1%) في عام 2004 الى (7.9%) في عام 2005 ثم ارتفعت في عامي (2006-2007) لتبلغ (8.5%-13.6%) على التوالي وهي اعلى اسعار فائدة على الودائع طول مدة الدراسة وكان هدف السلطات النقدية هو جذب الودائع وتخفيض السيولة النقدية في السوق نتيجة الارتفاع المستمر في الاسعار واخذت بالانخفاض خلال المدة (2008-2021) لتبلغ (12.2%-5.47%) على التوالي

اما اسعار الفائدة على القروض فقد ارتفعت من (13.5%) في عام 2004 لتبلغ ذروتها في عام 2007 بنسبة (20.5%)، ويرجع سبب هذا الارتفاع هو اتخاذ السلطات النقدية هدفا لكبح جماح التضخم فضلاً عن سعيها لتنشيط النشاط الاقتصادي واخذت بالانخفاض من (18%) في عام 2018 الى ادنى نسبة لها في عام 2021 اذ بلغت (11.4%)، اذ نلاحظ انه بعد عام 2007 اذت كل من اسعار الفائدة على الودائع والقروض شكل تنازل وبنسب متقاربة وقد يعود السبب الى ان السلطات السياسية النقدية في العراق بدأت بتنظيم حركات اسعار الفائدة فضلاً عن المنافسة المصرفية من اجل تنشيط الادخارات وزيادة منح القروض لتمويل المشروعات لدفع عملية التنمية الاقتصادية .

## 2-2-5- الرقم القياسي للأسعار:

تبين لنا ان الارقام القياسية لأسعار المستهلك في العراق خلال مدة الدراسة شهدت ارتفاعاً مستمراً فقد ارتفع من ( 26) في عام 2004 الى (110) في عام 2021، وقد يعود السبب في ذلك الى زيادة المعروض النقدي فضلاً عن التضخم المستورد اذ يعتمد العراق على النسبة العظمى من احتياجاته من الخارج الذي تعاني اصلاً من معدلات مرتفعة من التضخم.

## 2-2-6- القيمة السوقية للأسهم:

من الجدول (1) تظهر ان القيمة السوقية شهدت ارتفاعاً خلال المدة (2006-2013) اذ بلغت القيمة السوقية (1948548) مليار دينار لتبلغ ذروتها في عام 2013 بقيمة (11451368) مليار دينار ويرجع السبب الى صدور قانون الاستثمار رقم (13) لسنة 2006 الذي يشجع الاستثمار ونقل التقنيات الحديثة وتشجيع المستثمرين العراقيين والاجانب من خلال توفير القروض والتسهيلات المالية كل ذلك ادى الى ازدياد عدد الشركات المساهمة وكذلك توجه الكثير من الادخارات نحو الاستثمار في سوق الاوراق المالية والاستقرار النسبي في الاوضاع السياسية والامنية لكن انخفضت هذه القيمة في عام 2014 لتبلغ (9548876) مليار دينار ويستمر هذا الانخفاض حتى عام 2016 بقيمة (9354696) مليار دينار، ويرجع السبب كما ذكرنا انفاً الى تدهور الاوضاع الامنية لكن بعد استقرار الاوضاع اخذت بالارتفاع لتبلغ اعلى قيمة في عام 2021 بقيمة (15872906) مليار دينار وهي اعلى قيمة طول مدة الدراسة.

الجدول (1) المتغيرات الاقتصادية ومؤشر القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2021)

| السنة | الناتج المحلي<br>الاجمالي<br>بالأسعار الجارية<br>مليار دينار | عرض النقد<br>مليار دينار<br>Im | النفقات العامة<br>مليار دينار<br>بالأسعار<br>الجارية | اسعار<br>الفائدة على<br>الودائع %<br>للدينار | اسعار الفائدة<br>على<br>القروض %<br>للدينار | الرقم القياسي<br>لأسعار<br>سنة الأساس<br>2012 | القيمة السوقية<br>مليار دينار |
|-------|--------------------------------------------------------------|--------------------------------|------------------------------------------------------|----------------------------------------------|---------------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------|
| 2004  | 53235.4                                                      | 10148626                       | 33657511                                             | 9.1                                          | 13.5                                        | 26                                            | 1710000                       |
| 2005  | 73533.6                                                      | 11399125                       | 26375175                                             | 7.9                                          | 14.46                                       | 35.6                                          | 3160104                       |
| 2006  | 95588.0                                                      | 15460060                       | 38806679                                             | 8.5                                          | 16.2                                        | 54.5                                          | 1948548                       |
| 2007  | 111455.8                                                     | 21721167                       | 39031232                                             | 13.6                                         | 20.5                                        | 71.4                                          | 2128868                       |
| 2008  | 157026.1                                                     | 28189934                       | 59403375                                             | 12.2                                         | 18                                          | 80.4                                          | 2282983                       |
| 2009  | 130643.2                                                     | 37300030                       | 56454468                                             | 9.08                                         | 16.47                                       | 87.2                                          | 3125921                       |
| 2010  | 162064.6                                                     | 51743489                       | 70134201                                             | 7.86                                         | 14.35                                       | 89.3                                          | 3446713                       |
| 2011  | 217327.1                                                     | 62473929                       | 78757666                                             | 7.85                                         | 14.21                                       | 94.3                                          | 4930232                       |
| 2012  | 254225.5                                                     | 63735871                       | 105139576                                            | 7.83                                         | 13.74                                       | 100                                           | 5597363                       |
| 2013  | 273587.5                                                     | 73830964                       | 119127556                                            | 7.46                                         | 13.4                                        | 102.4                                         | 11451368                      |
| 2014  | 266420.4                                                     | 72692448                       | 113473517                                            | 6.56                                         | 13.7                                        | 101.6                                         | 9548876                       |
| 2015  | 199715.7                                                     | 65435425                       | 70397515                                             | 6.19                                         | 12.66                                       | 104                                           | 9264815                       |
| 2016  | 203869.8                                                     | 70709253                       | 67067434                                             | 6.09                                         | 12.7                                        | 104.1                                         | 9354696                       |
| 2017  | 225995.2                                                     | 71161551                       | 75490115                                             | 5.84                                         | 12.17                                       | 105.1                                         | 10721116                      |

|          |       |       |      |           |           |          |      |
|----------|-------|-------|------|-----------|-----------|----------|------|
| 11350356 | 104.8 | 12.6  | 5.87 | 80873189  | 77828984  | 251064.4 | 2018 |
| 11661912 | 105.6 | 11.71 | 5.32 | 111723523 | 86771000  | 266190   | 2019 |
| 14033993 | 105.1 | 12.24 | 5.56 | 76082443  | 103353556 | 198774   | 2020 |
| 15872906 | 110   | 11.4  | 5.47 | 102849659 | 119944017 | 301439   | 2021 |

المصدر: جمهورية العراق، مجلس الوزراء، هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي عن حركة التداول في سوق العراق الأوراق المالية لسنوات متفرقة.

- البنك المركزي العراقي، دائرة الإحصاء والأبحاث، النشرة الإحصائية السنوية، تقارير السياسة النقدية لسنوات متفرقة.

### المبحث الثالث: الجانب العملي (اختبار النموذج القياسي للعوامل المحددة للاستثمار المالي)

1-3- **التوصيف الدالي لمتغيرات الدراسة:** يتم اختبار الفرضيات من خلال تحديد المتغيرات المفسرة والمتغير التابع وفق المعادلة الآتية:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + u \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن  $X_1$  تمثل الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية و  $X_2$  تمثل عرض النقد  $M1$  أما  $X_3$  فإنها تمثل النفقات العامة في حين أن  $X_4$  تمثل أسعار الفائدة على الودائع أما  $X_5$  فإنها تمثل أسعار الفائدة على القروض بينما  $X_6$  فتمثل الرقم القياسي للأسعار، أما المتغير التابع  $Y$  فيمثل القيمة السوقية للاسهم و  $u$  تمثل المتغير العشوائي.

### 2-3- اختبار الاستقرار:

من الجدول (2) نجد أن المتغيرات ( $X_2, X_4, X_5, X_6$ ) قد استقرت عند المستوى، أما المتغيرات ( $Y, X_1, X_3$ ) قد استقرت عند أخذ الفرق الأول وبذلك يمكن القول أن متغيرات الدراسة مستقرة حسب اختبار (ديكي فولر)، وعليه يمكن إجراء اختبار الانحدار الذاتي ذو الابطاءات الموزعة ARDL لإيجاد العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة واختبار خلو النموذج من المشاكل

الجدول (2) نتائج اختبار جذر الوحدة ل (Dickey-Fuller)

| UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)            |             |         |         |         |         |          |         |         |
|-----------------------------------------------|-------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| Null Hypothesis: the variable has a unit root |             |         |         |         |         |          |         |         |
| At Level                                      |             |         |         |         |         |          |         |         |
|                                               |             | Y       | X1      | X2      | X3      | X4       | X5      | X6      |
| With Constant                                 | t-Statistic | 0.4455  | -0.7146 | -0.0461 | -1.4682 | -1.8592  | -1.3884 | -3.7605 |
| Prob.                                         |             | 0.9835  | 0.8358  | 0.9501  | 0.5435  | 0.3495   | 0.5828  | 0.0051  |
|                                               |             | n0      | n0      | n0      | n0      | n0       | n0      | ***     |
| With Constant & Trend                         | t-Statistic | -2.9416 | -2.6624 | -3.5606 | -2.2598 | -4.0783  | -3.7619 | -3.8063 |
| Prob.                                         |             | 0.1566  | 0.2552  | 0.0417  | 0.4493  | 0.0105   | 0.025   | 0.0219  |
|                                               |             | n0      | n0      | **      | n0      | **       | **      | **      |
| With Constant & Trend                         | t-Statistic | 1.6809  | 0.9138  | 0.8892  | 0.6671  | -0.832   | -0.7645 | 0.6349  |
| Prob.                                         |             | 0.9765  | 0.9021  | 0.8979  | 0.8576  | 0.352    | 0.3814  | 0.8511  |
|                                               |             | n0      | n0      | n0      | n0      | n0       | n0      | n0      |
| At First Difference                           |             |         |         |         |         |          |         |         |
|                                               |             | d(Y)    | d(X1)   | d(X2)   | d(X3)   | d(X4)    | d(X5)   | d(X6)   |
| With Constant                                 | t-Statistic | -3.2477 | -2.5976 | -0.7669 | -3.0026 | -12.723  | -2.4657 | -1.9083 |
| Prob.                                         |             | 0.0216  | 0.0983  | 0.8212  | 0.0398  | 0        | 0.1284  | 0.3267  |
|                                               |             | **      | *       | n0      | **      | ***      | n0      | n0      |
| With Constant & Trend                         | t-Statistic | -3.4727 | -2.5745 | -0.8081 | -2.9229 | -14.1844 | -2.5562 | -1.9433 |
| Prob.                                         |             | 0.0508  | 0.293   | 0.959   | 0.1623  | 0        | 0.3013  | 0.6207  |
|                                               |             | *       | n0      | n0      | n0      | ***      | n0      | n0      |
| Without Constant & Trend                      | t-Statistic | -2.6859 | -2.3325 | 0.2436  | -2.7983 | -3.1999  | -2.4389 | -1.3075 |
| Prob.                                         |             | 0.0079  | 0.02    | 0.7536  | 0.0058  | 0.0018   | 0.0153  | 0.1749  |



|                                                                                                                      |     |    |    |     |     |    |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|----|----|-----|-----|----|----|
|                                                                                                                      | *** | ** | n0 | *** | *** | ** | n0 |
| <b>Notes:</b>                                                                                                        |     |    |    |     |     |    |    |
| <b>a: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant</b> |     |    |    |     |     |    |    |

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews10

### 3-3- اختبار نتائج انموذج ARDL

من الجدول (3) يظهر ان النموذج الامثل ل(ARDL) هو (1, 0, 1, 1, 4, 4, 1) ولقياس العلاقة بين العوامل المحددة للاستثمار المالي والقيمة السوقية، وان القيمة التفسيرية للعلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع قد بلغت (0.99%) ، اما قيمة (D.W) فقد بلغت 1.70 وهي تقع ضمن منطقة القبول

الجدول(3) نتائج تقدير انموذج (ARDL)

| Dependent Variable: Y                               |          |                    |          |
|-----------------------------------------------------|----------|--------------------|----------|
| Method: ARDL                                        |          |                    |          |
| Sample (adjusted): 2005Q1 2021Q4                    |          |                    |          |
| Model selection method: Akaike info criterion (AIC) |          |                    |          |
| Selected Model: ARDL(1, 0, 1, 1, 4, 4, 1)           |          |                    |          |
| R-squared                                           | 0.995752 | Mean dendent var   | 7640045  |
| Adjusd R-squared                                    | 0.994191 | S.D. dendent var   | 4473702  |
| S.E. of regression                                  | 340959   | Akaike criterion   | 28.54805 |
| Sum sqred resid                                     | 5.70E+12 | Schwa criterion    | 29.1682  |
| Log likelioid                                       | -951.634 | Haan-Quin criter.  | 28.79377 |
| F tatistic                                          | 638.0919 | Durbin-Watson stat | 1.700864 |
| Prob(F-stistic)                                     | 0.0000   |                    |          |

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews10

### 3-4- نتائج اختبار الحدود

من الجدول (4) تظهر نتائج اختبار الحدود ان قيمة F قد بلغت (13.44453) وهي اكبر من الحد الاعلى عند مستوى معنوية 1% وهذا يؤكد على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع.

الجدول(4)نتائج اختبار الحدود(ARDL Bounds Test)

| ARDL Bounds Test                              |          |          |
|-----------------------------------------------|----------|----------|
| Saple: 2005Q1 2021Q4                          |          |          |
| Inclcd obsvations: 68                         |          |          |
| Nil Hypotsis: No long-run relationships exist |          |          |
| Test Stistic                                  | Value    | K        |
| F-stistic                                     | 13.44453 | 6        |
| Crical Value Bonds                            |          |          |
| Signance                                      | I0 Bound | I1 Bound |
| 10%                                           | 2.12     | 3.23     |
| 5%                                            | 2.45     | 3.61     |
| 2.50%                                         | 2.75     | 3.99     |
| 1%                                            | 3.15     | 4.43     |

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews10

### 3-5- نتائج تقدير العلاقة طويلة الاجل

- يعرض الجدول (5) مقدرات العلاقة طويلة الاجل بين متغيرات ( الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقود M1 والنفقات العامة و اسعار الفائدة على الودائع والقروض والرقم القياسي للأسعار ) وبين (القيمة السوقية للأسهم) وتبين الاتي:
- 1- ان جميع المتغيرات معنوية في الالامد الطويل عند مستوى 5% اي ان هناك توازن في الالامد الطويل بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع ماعد متغير سعر الفائدة على القروض (X5) اذ كانت قيمة المعنوية (59%) اكبر من 5%، وعلية فقد استبعدت من التحليل.
  - 2- للإجابة على التساؤل الثاني من مشكلة الدراسة، تشير معلمة تصحيح الخطأ الى ان هناك علاقة توازنه طويلة الاجل بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع خلال مدة الدراسة، وذلك من خلال قيمة معلمة التصحيح السالبة وعند مستوى معنوية 5% اذ بلغت (-0.01905).
  - 3- للإجابة على التساؤل الاول من مشكلة الدراسة يتضح من خلال المعادلة المستخرجة ان هناك علاقة موجبة بين (النفقات العامة واسعار الفائدة على الودائع والرقم القياسي للأسعار) وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية لكن فيما يخص اسعار الفائدة على الودائع فهو يخالف منطق النظرية الاقتصادي اذ ترتبط بعلاقة عكسية، وقد يعود السبب في العلاقة الموجبة الى ضعف وعي الجمهور بأداء سوق الالوراق المالية فضلاً عن تركيز السوق على القطاع المصرفي وضعف النشاطات الاخرة التي لا تشكل سوى 5%.
  - 4- اما متغيرات الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقود فقد كانت علاقته عكسية وهذا يخالف منطق النظرية الاقتصادية اذ ان المنطوق الاقتصادي ينص على ان الزيادة في الناتج المحلي يؤدي الى زيادة العرض النقدي وبدوره سيؤثر ايجابياً لكن في العراق كانت النتيجة عكسية وقد يكون السبب هو ان الزيادة في المعروض النقدي قد توجهت نحو الاستهلاك دون الاستثمار.

الجدول (5) مقدرات العلاقة طويلة الاجل لمعادلة العوامل المحددة للاستثمار

| ARDL Cointegrating And Long Run Form                                   |             |            |             |        |
|------------------------------------------------------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Dependent Variable: Y                                                  |             |            |             |        |
| Selected Model: ARDL(1, 0, 1, 1, 4, 4, 1)                              |             |            |             |        |
| Sample: 2004Q1 2021Q4                                                  |             |            |             |        |
| Included observations: 68                                              |             |            |             |        |
| CointEq(-1)                                                            | -0.01905    | 0.035325   | -0.53924    | 0.5922 |
| Cointeq = Y - (-267.5299*X1 -28.05613*X2 + 5.254809*X3 + 63728555.8350 |             |            |             |        |
| *X4 -74563360.0711*X5 + 4518659.8620*X6 + 367668373.3323 )             |             |            |             |        |
| Long Run Coefficients                                                  |             |            |             |        |
| Variable                                                               | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| X1                                                                     | -267.5299   | 31.8305    | -8.40483    | 0.0074 |
| X2                                                                     | -28.05623   | 3.745143   | -7.49134    | 0.0254 |
| X3                                                                     | 5.254809    | 0.814585   | 6.450904    | 0.0054 |
| X4                                                                     | 63728556    | 1.2E+08    | 9.130396    | 0.0082 |
| X5                                                                     | -7.5E+07    | 1.4E+08    | -0.53243    | 0.5968 |
| X6                                                                     | 45186598    | 6007538    | 7.52165     | 0.0043 |
| C                                                                      | 3.68E+08    | 2.82E+08   | 2.539267    | 0.0021 |

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews10

### 3-6- الاختبارات التشخيصية لأنموذج ARDL

- أ- تشير قيمة (F) لاختبار (LM) والبالغة (0.3961) ، وهي اكبر من مستوى معنوية 5% وعلية نقبل فرضية العدم التي تنص على خلو الانموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي ونرفض الفرضية البديلة.
- ب- اما مقدرات اختبار (ARCH) للكشف عن مشكلة عدم تجانس تباين البواقي يتضح ان قيمة F بلغت (52%) وهي اكبر من 5% وعلية يتم قبول فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة اي ان النموذج لا يعاني من مشكلة عدم تجانس التباين.
- ت- اما القيمة الاحتمالية لاختبار Ramsey فقد بلغت قيمة F (64%) وهي اكبر من 5% وعلية يتم قبول الشكل الدالي للأنموذج وخلوه من اي مشاكل.

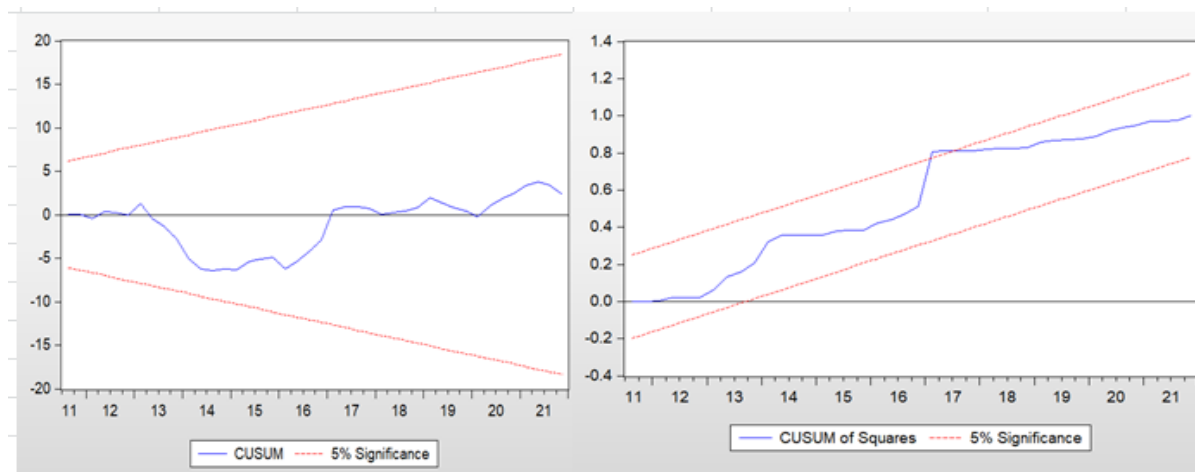
الجدول (6) مقدرات اختبار عدم ثبات تجانس التباين و الارتباط الذاتي للعوامل المحددة للاستثمار

| Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: |          |                     |             |
|---------------------------------------------|----------|---------------------|-------------|
| F-statistic                                 | 0.944497 | Prob. F(2,47)       | 0.3961      |
| Obs*R-squared                               | 2.627413 | Prob. Chi-Square(2) | 0.2688      |
| Heteroskedasticity Test: ARCH               |          |                     |             |
| F-statistic                                 | 0.406175 | Prob. F(1,65)       | 0.5262      |
| Obs*R-squared                               | 0.416073 | Prob. Chi-Square(1) | 0.5189      |
| Ramsey RESET Test                           |          |                     |             |
| Equation: UNTITLED                          |          |                     |             |
|                                             | Value    | df                  | Probability |
| t-statistic                                 | 0.46862  | 48                  | 0.6415      |
| F-statistic                                 | 0.219604 | (1, 48)             | 0.6415      |

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews10

### 7-3- اختبار الاستقرار الهيكلي

من الشكل (1) يظهر لنا اختبار الثبات الهيكلي للمعاملات القصيرة وطويلة الاجل ويظهر ان المجموع التراكمي لمربعات البواقي يقع ضمن حدود القيم وهذا يعني ان المتغيرات مستقرة.



الشكل (1) المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) And (CUMSUM of Squares)

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews10

## الاستنتاجات:

- 1- بعد اجراء اختبار جذر الوحدة حسب اختبار ديكي فولر تبين ان بعض متغيرات الدراسة مستقرة عن المستوى في حين المتغيرات الاخرى استقرت عند اخذ الفرق الاول، وعليه امكن اجراء اختبارات اسلوب التكامل المشترك.
- 2- اظهرت النتائج ان هناك علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة فضلا عن وجود علاقة توازنه طويلة الاجل وان النموذج خالي من مشكلة عدم ثبات التباين ومشكلة الارتباط التسلسلي وان اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي يقع ضمن الحدود المقبولة.
- 3- من خلال الاختبار تبين ان هناك تأثير موجب بي المتغيرات المفسرة ( النفقات العامة واسعار الودائع والرقم القياسي للأسعار) والمتغير التابع ( القيمة السوقية) في حين المتغيرات ( الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقد M1 ) فهو ذو علاقة سالبة .
- 4- ان اسعار الفائدة كانت غير ذو تأثير على الاستثمار المالي خلال مدة الدراسة

## التوصيات

- 1- نشر التوعية الاجتماعية في الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية وتنشيط القطاعات الاقتصادية الانتاجية مثل القطاع الصناعي والزراعي .
- 2- ضرورة العمل على وضع قوانين تنظم عمل الشركات والمؤسسات الخاصة في الانضمام وادراج تلك المؤسسات والشركات في سوق العراق للأوراق المالية من اجل توسيع نشاط السوق وتحقيق عوائد اكبر.
- 3- ضرورة التنسيق والارتباط بين العوامل المحددة للاستثمار المالي وتوجيهها نحو الاستثمار في الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية.
- 4- ضرورة قيام السلطات النقدية في التحكم في عرض النقد المتولد من الناتج المحلي الاجمالي وتوجيهه نحو الاستثمار من خلال تشجيع وتوعية المجتمع على توجيه مدخراتهم نحو الاستثمار في سوق الأوراق المالية
- 5- وتعد الدراسة ذو اهمية اذ تمكن صانعي السياسة المالية من وضع الخطط المستقبلية لتحديد اهم العوامل المؤثرة في الاستثمار المالي فضلاً عن تشجيع المستثمرين للدخول الى السوق المالي من اجل الاستثمار في القطاعات الاكثر عائداً ومن ثم رفع معدلات النمو الاقتصادي وزيادة كفاءة سوق العراق للأوراق المالية في جذب الاستثمارات ورفع القيمة السوقية واعادة النظر في سياسة تحديد اسعار فائدة البنك المركزي ( سعر السياسة) واسعار الفائدة على الودائع والقروض.

## المصادر

1. Abadi, Atheer Abbas, 2011, "The crises of the financial markets and their impacts on the developing economies with special reference to the Iraqi economy," *PhD thesis*, University of Baghdad, College of Administration and Economics.
2. Abu Musa, Ahmed, 2005, "Financial and Monetary Markets", *Dar Moataz*, Amman, Jordan, first edition.
3. Al-Asraj, Hussein Abdel Muttalib Hussein, 2002, "The Role of Financial Markets in Developing Savings in Egypt," *Master's Thesis*, Zagazig University, Faculty of Commerce,
4. Al-Barajneh, Amjad Ibrahim Hassan, 2009, "Testing the ratios between the distribution of profits and both the market and book value of shares," *Master's thesis*, Islamic University, Gaza.
5. Aljenabi, Nabeel Mahdi and Al-Tarfi, Fawzi Hussein Sahib, 2012, "The Effects of Monetary Policy on Stock Returns: The Iraqi Stock Exchange as a Model for the Period (2004-2010)", *AL-Qadisiyah Journal For Administrative and Economic sciences*, Volume 14, Issue 3.
6. Al-Khayani, Nizar Kazem, Al-Moussawi, Haider Younis, 2015, "Economic stimulus - the general framework and its impact on the market and macroeconomic variables", *Al-Yazouri Scientific Publishing and Distribution House*, Amman, Jordan, second Arabic edition.

7. Al-Kilani, Qais Adeeb, 2003, "Forecasting market values of stocks: A study of sample of stocks listed in ASE for the period (1998-2002) ", *Faculty of Economics and Administrative Sciences*, Applied Sciences Private University, Amman, Jordan.
8. Al-Shalabi, Muhammad Ibrahim, and Al-Shalabi, Tariq Ibrahim, 2000, "Leadership in Financial and Monetary Markets", Amman, Jordan, first edition.
9. Al-Ta'ma, Haider Hussein, 2014, "Financial Markets - Origins - Concepts - Tools", *Center for Tourism Studies*, University of Karbala.
10. Barkare, A. (2015). Macro-Economic Theory. National Open University of Nigeria
11. Barre, R. (1955). L'efficacite de la politique monetaire: quelques enseignements recents. *Revue économique*.
12. Basta, Yousra Girgis, 1997, "An Analytical Study of the Stock Market in Egypt", *PhD thesis*, Cairo University, Faculty of Economics and Political Science, Cairo, Egypt.
13. Brue, S., & McConnell, C. (2014). *Ebook: Essentials of Economics*. McGraw Hill.
14. Chen, M. H., Kim, W. G., & Kim, H. J. (2005). The impact of macroeconomic and non-macroeconomic forces on hotel stock returns. *International Journal of Hospitality Management*, 24(2), 243-258.
15. Farahat, Ahmed Mohamed, 2009, "A study between stock trends and unpleasant changes in economic factors, an applied study," *Scientific Journal of the College of Commerce Sector*, Volume 7, Issue 2.
16. Iraqi Securities Commission, <https://www.isc.gov.iq/?do=view&type=news&id=982-22>
17. Jawaideh, Raed Fadel. (2021). "Analyzing the factors affecting the stock exchange and evaluating them through Egypt's experience", *Al Kut Journal of Economics and Administrative Sciences*, 13(40), 242–268.
18. Jeff Madura, Financial Markets and Institutions, *West Publishing Company, Canada*, 1995, p 353.
19. Kadhim, Hussein Jawad and Al-Yasseen, Ahmed Abd Alkarim Mohammed, 2020, "Stocks Market Value Determining – An Empirical Study of a Sample of Listed Companies in The Iraqi Stock Exchange for The Period from 2015 to 2018", *Journal of Economic Sciences*, Volume 15, Issue 58.
20. Khawla, Manasriya, 2016, "The Impact of Financial Policy on the Performance of the Stock Market: A Case Study of Jordan during the Period (1990-20014) ", *PhD thesis*, Muhammad Khidr University, Faculty of Economic, Commercial and Management Sciences, Algeria.
21. Marouf, Hoshiyar, 2003, "Investments and Financial Markets", *Safa Publishing House*, Amman, Jordan, first edition.
22. McFarlane, L. (2002). Consumer price inflation and exchange rate pass-through in Jamaica. *Bank of Jamaica*, 37, 1-41.
23. Păun, A. P., & Brezeanu, P. (2013). Theoretical aspects regarding public expenditures. *Annals of the University of Petroșani. Economics*, 13, 211-220.
24. Shindi, Adeeb Qasim, 2013, "Financial markets and their impact on economic development - Iraq Stock Exchange Study Study", *Journal of the University of Baghdad College of Economic Sciences*, Special Issue of the College Conference.
25. Zubair, F., & Kijboonchoo, T. (2017). Determinants of the stock market index in Pakistan—A case study of the Karachi stock exchange index (KSE 100) from 2000 to 2014. *ABAC Journal*, 37(1), 12-25.