



Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences

مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية

EISSN: 3006-9149

PISSN: 1813-1719



The impact of some financial variables on stock prices: An analytical study on a general index for the prices of the Iraqi Stock Exchange

Mohammed A. Mohammed*, Harman S. Mohammed

Ararat Technical Institute/Department of accounting

Keywords:

Index for the Iraqi stock market, inflation, exchange rate, interest rate.

ARTICLE INFO

Article history:

Received 12 Feb. 2024
Accepted 17 Mar. 2024
Available online 30 Jun. 2024

©2023 THIS IS AN OPEN ACCESS ARTICLE UNDER THE CC BY LICENSE

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



*Corresponding author:

Mohammed A. Mohammed

Ararat Technical Institute/Department
of accounting



Abstract: Financial markets have a major role in accumulating savings and directing them to various investment channels that support the growth and development of the economy. These stock exchanges affect and are affected by many financial and economic variables. The research aimed to determine the effect of some financial variables (exchange rate, interest rate, inflation) on the index. General prices on the Iraq Stock Exchange (ISX). The researchers relied on the analytical approach by applying it to the Iraqi environment during the period between (2010-2022). The statistical programs (EViews) were relied upon and the research hypotheses were tested using the multiple linear regression test. The research reached the following results: the presence of a negative, significant effect of inflation on the Iraqi securities market index, and the presence of a significant, positive effect of the exchange rate on the Iraqi securities market index, and also the presence of a negative, significant impact of the interest rate on the Iraqi securities market index. Finance. As for the third hypothesis, it was rejected, which indicates that “there is a statistically significant effect of inflation on stock prices.” This indicates the lack of security, health, and economic stability for the duration of the research. The research agreed with most previous studies in the presence of a significant effect for each of the following: The exchange rate and interest rate on the general price index of the Iraqi Stock Exchange. The research concluded that the investment decision maker in the Iraqi Stock Exchange must take into account the financial variables and analyze them in depth because they have a significant impact on market movements.

أثر بعض المتغيرات المالية في أسعار الأسهم: دراسة تحليلية في المؤشر العام لأسعار سوق العراق للأوراق المالية

هرمان صالح محمد

محمد عبدالرحمن محمد

المعهد التقني أراوات/ قسم المحاسبة

المستخلص

إن الأسواق المالية لها دور كبير في تكتل المدخرات وتوجيهها إلى القنوات الاستثمارية المختلفة التي تدعم نمو وتطور الاقتصاد، وهذه البورصات تؤثر وتتأثر بالعديد من المتغيرات المالية والاقتصادية، وقد هدف البحث إلى تحديد أثر بعض المتغيرات المالية (سعر الصرف، سعر الفائدة، التضخم) في المؤشر العام لأسعار بورصة العراق للأوراق المالية (ISX). اعتمد الباحثان على المنهج التحليلي، وذلك بالتطبيق على بيئة العراق، خلال فترة ما بين (2010-2022)، وقد تم الاعتماد على البرامج الإحصائية (EViews) واختبار فرضيات البحث باستخدام اختبار الانحدار الخطي المتعدد. وتوصل البحث إلى النتائج الآتية، وجود أثر سلبي ذا دلالة معنوية للتضخم على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، ووجود أثر إيجابي ذو دلالة معنوية لسعر الصرف على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، وأيضاً وجود أثر سلبي ذا دلالة معنوية لسعر الفائدة على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، أما بالنسبة للفرضية الثالثة فقد رفضت والتي تشير إلى أنه "يوجد أثر ذا دلالة إحصائية للتضخم على أسعار الأسهم" وهذا يدل على عدم الاستقرار الأمني والصحي والاقتصادي لمدة البحث. إذ اتفق البحث مع معظم الدراسات السابقة في وجود تأثير ذا دلالة معنوية لكل من سعر الصرف وسعر الفائدة على المؤشر العام لأسعار بورصة العراق للأوراق المالية، وأوصى البحث إلى أنه يجب على متخذ القرار الاستثماري في بورصة العراق للأوراق المالية أن يأخذ بعين الاعتبار المتغيرات المالية وتحليلها بشكل معمق لأن لها أثر كبير في تحركات السوق.

الكلمات المفتاحية: مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، التضخم، سعر الصرف، سعر الفائدة.

المقدمة:

تلعب البورصات المالية دوراً حيوياً في تحريك عجلة النمو الاقتصادي في العالم بسبب ما توفره من تمويل القطاعات الاقتصادية المختلفة، وما تقدمه من عوائد لأصحاب رؤوس الأموال، كما تعد مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد بشكل عام من حيث زيادة أو انخفاض معدلات النمو الاقتصادي لأي دولة، فزيادة الاستثمارات المالية تزيد من عوائد الأسواق المالية، كما إن هذه الأخيرة وبعدها الحاضنة الرسمية للشركات الاقتصادية بمختلف القطاعات التي تتأثر بشكل مباشر بحالة النشاط الاقتصادي لأي دولة، تصبح العلاقة بين مختلف المتغيرات المالية التي تتحكم في النشاط الاقتصادي، وأسعار أسهم الشركات في الأسواق المالية علاقة منطقية وتكاد تكون أكيدة.

إن الاستثمار في الأسهم يعد أحد الأنشطة الرئيسية في مجال الاستثمار المالي لأي بلد يوجد به سوق مالي منظم يعمل في إطار من القواعد والنشريات المنظمة للتعامل، وبعد العراق من الدول النامية القليلة التي يوجد بها سوق مالي منظم ونشط نسبياً، وبالتالي يلقي إقبال العديد من المستثمرين العراقيين وغير العراقيين ذوي الفوائض في السيولة المالية، ويعزى الإقبال إلى سهولة دخول المستثمر في السوق، سواء بصفته بائعاً أو مشترياً بدون عوائق، فضلاً عن الحماية المتوفرة للمستثمر من خلال مجموعة من القوانين والتشريعات، ومما يرفع من درجة إقبال المستثمرين على الاستثمار

في بورصة العراق للأوراق المالية جهود إدارة السوق في تحقيق عدالة الأسعار التي تمثل محصلة قوى الطلب والعرض الخاص بالمتعاملين، وتتميز الأسعار بالتقلبات الواسعة كما هو الحال في غيرها من الأسواق المالية المتطورة، إلا أننا لسنا بصدد تفسير التذبذبات اليومية في أسعار الأسهم والتي قد تكون عشوائية أو تتبع نظاماً إحصائياً معيناً، لكن ما يهمنا هو تحليل التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم والتي تعبر عن الحركة العامة للبورصة في الاتجاه المقدر نتيجة لتغير التوقعات الخاصة بالوضع الاقتصادي العام، ولغرض تحقيق هدف الدراسة قسم البحث على أربعة مباحث رئيسية المبحث الأول منهجية الدراسة والمبحث الثاني الجانب النظري والمبحث الثالث التطبيقي أما الرابع الاستنتاجات والمقترحات.

المبحث الأول: المنهجية ودراسات سابقة ذات العلاقة للمبحث

أولاً. منهجية البحث:

1. **مشكلة البحث:** نظراً للدور الذي تلعبه المتغيرات المالية بصفة خاصة في تقلبات أسواق الأسهم في دول العالم، وإن المتغيرات الاقتصادية الكلية لها دور كبير في تحركات الأسواق المالية، وأيضاً وجود تذبذبات كبيرة في هذه المؤشرات وعدم الأخذ بعين الاعتبار من قبل السلطة النقدية بهذه الأسباب، حاول هذا البحث معالجة الإشكالية المتعلقة بتحليل أثر بعض المتغيرات المالية المهمة على أسعار أسهم مؤشر سوق العراق للأوراق المالية. وفي هذا الاتجاه يحاول هذه البحث الاجابة عن السؤال الآتي:

مدى تأثير المؤشرات المالية على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية؟

2. **أهمية البحث:** ظهرت أهمية البحث في أنها سوف توضح المتغيرات المالية التي تؤثر على أسعار الأسهم في بورصة العراق للأوراق المالية وكذلك تخصيص العلاقة بين هذه المتغيرات (التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف) وأثرها على سعر الأسهم. كما إن هذه البحث سوف يسلط الضوء على مفهوم وأهمية المتغيرات المالية المؤثرة على أسعار الأسهم، ولها دور كبير في التأثير على الاقتصاد. من هنا فإن أهمية الدراسة تنبع من دراسة العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم من خلال:

أ. بيان أهمية المتغيرات المالية على بورصة العراق للأوراق المالية.

ب. تأثير المتغيرات المالية بصورة مباشرة بأسعار الفائدة في السوق والتشريعات المتعلقة بهذه الأسعار.

3. هدف البحث:

أ. دراسة واقع العوامل المالية في العراق من خلال تحليل متغيراتها كسعر الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف.

ب. معرفة كيف أثرت المتغيرات المالية على بورصة الأوراق المالية.

ج. بيان أي من المتغيرات المالية أكثر تأثيراً من غيرها على المؤشر العام لأسعار الأسهم.

4. **فرضيات البحث:** بغرض الاجابة عن الأسئلة المطروحة في المشكلة البحثية والوصول إلى أهداف البحث، تم الاعتماد على الفرضيات البحثية الآتية:

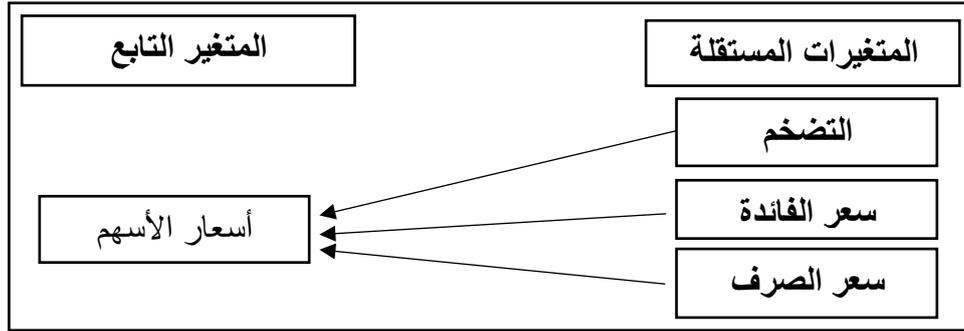
أ. يوجد أثر ذا دلالة احصائية للتضخم على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية.

ب. يوجد أثر ذا دلالة احصائية لسعر الفائدة على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية.

ج. وجد أثر ذا دلالة احصائية لسعر الصرف على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية.

5. **حدود البحث:** اعتمد على البيانات الشهرية لسعر اغلاق المؤشر العام لأسعار بورصة العراق للأوراق المالية والمؤشرات الاقتصادية الكلية لعينة البحث (2010-2022).

6. نموذج البحث:



ثانياً. دراسات سابقة ذات العلاقة:

1. دراسة (boyer & filion: 2004) بعنوان: العوامل المشتركة والأساسية في عوائد أسهم شركات النفط والغاز الكندية

هدف البحث إلى معرفة كيفية تأثر أسهم هذا القطاع بعدد من المتغيرات. ومن ضمن ما قام به البحث هو تقدير العلاقة بين المتغير التابع كعوائد أسهم قطاع النفط والمتغيرات المستقلة مثل سعر صرف الدولار الأمريكي والدولار الكندي وسعر الفائدة وعوائد السوق وأسعار البترول. وباستعمال طريقة Generalize وانتهى البحث إلى عدد من النتائج منها أن عوائد هذا القطاع يأتى بشكل ايجابي مع عوائد السوق Square Least وأسعار البترول، وأما هذه العوائد لها علاقة عكسية مع معدلات أسعار صرف الدولار الكندية مقابل الدولار الأمريكي وكذلك معدلات الفائدة.

2. دراسة (Kiley, 2004) بعنوان: سعر السهم وأساسياته: منظور الاقتصاد الكلي

هدف البحث إلى مقارنة التنبؤات للقيمة السوقية للشركات تطبيقاً على نموذج Gordon للنمو مع نموذج التوازن العام الديناميكي. وقد أجريت الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية للأوراق المالية. انتهت الدراسة إلى عدد من النتائج منها أن نموذج التوازن العام الديناميكي يظهر الأخطاء في نموذج Gordon للنمو ويعطى نتائج خاطئة.

3. خالد محمد (2005): درجة استجابة مؤشر سوق الأوراق المالية المصرية للمتغيرات الاقتصادية:

هدفت الدراسة للوصول إلى نموذج انحدار له قوة تفسيرية عالية لتفسير العلاقة بين مؤشر البورصة والمتغيرات الاقتصادية (التضخم، نسبة الاحتياطي، سعر الفائدة، السيولة المحلية، سعر الصرف، معدل سعر الخصم، الودائع الجارية بالجنيه المصري، العرض النقدي، الودائع الجارية بالعملة الأجنبية، صافي الأصول الأجنبية). (حيث لم تفسر المتغيرات الاقتصادية سوى (7,9%) من مؤشر السوق).

4. دراسة محمود (2005): العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية.

تهدف الدراسة إلى إمكانية التعرف على العوامل التي تؤثر على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للفترة 1998-2003. قام الباحث باختبار العلاقة بين سعر السهم والتغيرات كل من "معدل دوران السهم، ربحية السهم، الأرباح الموزعة، سعر الفائدة على الودائع لأجل معدل التضخم". وأنتهت الدراسة إلى النتائج الآتية أهمها، إن معدل دوران الأسهم يؤثر ذو دلالة معنوية على سعر السهم بشكل قوي ومباشر. وأيضا أن سعر الفائدة يؤثر ذو دلالة معنوية على سعر السهم بصورة عكسية وقوية.

5. دراسة يوسف 2008: رسالة ماجستير بعنوان " تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في بورصة عمان المالي":

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم والمسببة لهذا التذبذب الحاد ومن هذه العوامل معدل التضخم وسعر الفائدة والنتائج المحلي الاجمالي، وقد طبقت الدراسة على الشركات كافة المدرجة في بورصة عمان للمدة (2005-2006)، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين التضخم وسعر الفائدة وعوائد الأسهم، في حين لم تكن هناك علاقة بين عوائد الأسهم وحجم الناتج المحلي.

6. دراسة (Humpet: 2009) بحث بعنوان: هل يمكن لمتغيرات الاقتصاد الكلي أن تفسر تحركات أسواق الأسهم على المدى الطويل مقارنة بالولايات المتحدة واليابان؟

تناولت الدراسة أثر عدد من المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم في امريكا واليابان، وذلك من خلال تطبيق تحليل التكامل المشترك وذلك باستخدام اسعار الفائدة والعرض النقدي والتضخم، وقد توصلت الدراسة إلى أنه في الولايات المتحدة الامريكية ارتبطت أسعار الأسهم سلبا مع مؤشر التضخم وسعر الفائدة في الاجل الطويل، في حين ارتبطت أسعار الأسهم بعلاقة طردية ضئيلة مع العرض النقدي، أما بالنسبة لليابان فقد وجدت الدراسة أن أسعار الأسهم ترتبط بشكل عكسي مع عرض النقد، كما إنها تتأثر سلبا مع معدل التضخم ومعدل الفائدة، وهذه النتائج قد تكون متناقضة وذلك بسبب الركود في الاقتصاد الياباني خلال السبعينات وما تلاه من فح السيولة. نلاحظ من الدراسات التي تم ذكرها استخدام العديد من المتغيرات التي لها أثر كبير في بورصة الأوراق المالية، وفي هذه الدراسة تم استخدام المتغيرات السياسية النقدية (كسعر الفائدة، سعر الصرف والعرض النقدي، معدل التضخم) التي لم يتم استخدامها مجتمعة في الدراسات السابقة.

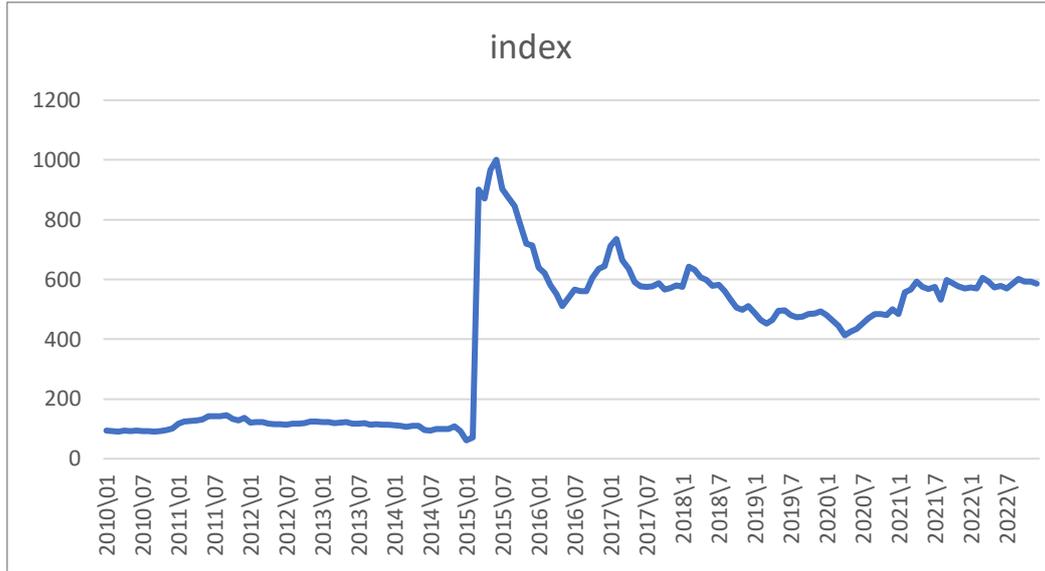
المبحث الثاني: الإطار النظري للبحث

أولاً. المؤشر العام لأسعار سوق الأوراق المالية: في هيكل السوق المالية، يلعب سوق الأوراق المالية دوراً أساسياً في توفير قناة إضافية لتعبئة رأس المال في المدة الطويلة للاقتصاد. غالباً ما يقوم الأشخاص بمقارنة مؤشرات أسعار الأوراق المالية مثل المرايا لتعكس صحة السوق، والتي من خلالها نفهم جزئياً الأداء التجاري للشركات. يعد مؤشر أسعار الأسهم مؤشراً حساساً للغاية في بيئة الاقتصاد الكلي المتقلبة. بشكل عام، هناك العديد من الأسباب المختلفة التي تؤثر على تقلب مؤشر أسعار الأسهم. على وجه الخصوص، يعد تحليل المتغيرات المالية مطلباً أساسياً لطريقة التحليل الأولية عند تقييم بورصة العراق في الفترة المعقدة الحالية (Mishkin, F. S 2004). هو مؤشر احصائي يستعمل كمقياس للتحركات العامة في السوق يتألف من مجموعة أوراق مالية تعكس حالة السوق بأكمله وارتفاع أسعار الأسهم والسندات بارتفاع مؤشر السوق وانخفاض أسعار الأسهم والسندات المرتبطة بانخفاض مؤشر السوق وأهميته الكبيرة من خلال استعماله من قبل جميع الأطراف المتعاملة في السوق ويتم استعماله في حركة الأسعار وقياس الاتجاهات السوقية ككل (شندي، 2013: 167). ويبين المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين، إذ يمكن أن يعطي لمحات مهمة عن السوق الأمر الذي تكاتف المتعاملين والمستثمرين في تحديد قراراتهم الاستثمارية سواء بالنسبة للشراء أو للبيع، علاوة عن إمكانية

استعماله في دراية التقييم الواضح للاستثمارات من خلال عمليات المقارنة بالسلاسل الزمنية (ال طعمة، 2014: 33).

ويعد من المؤشرات القائدة لتغيرات الدورة الاقتصادية العامة، وهناك عدد من وجهات النظر التي تحاول تبرير استخدام هذا المؤشر كقائد للتغيرات الحاصلة في الدورة الاقتصادية العامة. وتعتمد وجهة النظر الأولى على النموذج التقليدي لتحديد سعر الأسهم بأنه عائد المتوقع من السهم، فكلما ارتفعت توقعات الأرباح زادت أسعار الأسهم. وتجدر الإشارة إلى أن الانخفاض في أسعار الأسهم يمكن أن يحدث حتى لو لم يوجد توقع بانخفاض الأرباح، وفي هذه الحالة فإن من الممكن للسوق المالي أن يبعث بإشارات خاطئة عن مستقبل الوضع الاقتصادي العام. أما وجهة النظر الثانية لتبرير اعتماد أسعار الأسهم كقائد للوضع الاقتصادي العام فتركز حول التأثيرات السيكلوجية لتغيرات الأسهم، وتبدو وجهة النظر هذه مختلفة عن النموذج التقليدي حيث ترى أن أسعار الأسهم تنذب مع المستوى العام للتفاؤل والتشاؤم الذي يرجعه للروح الحيوانية للسلوك الإنساني، حيث تبدأ أسعار الأسهم بالارتفاع عندما يشعر الأفراد أن الوضع الاقتصادي في تحسن، مما يزيد رغبتهم في الاستثمارات ذات المخاطر العالية كالأسهم. وبذلك فإن وضعية الثقة في السوق وليس أرباح الشركة هي المحرك لأسعار الأسهم، ولكن بما إن توقعات الأرباح تتحدد أيضاً بوضعية الثقة في السوق، فإن النموذج التقليدي يضم في تحليله أيضاً الوضعية السيكلوجية للمستثمرين (Jarrett, 1987: 163).

ثانياً. مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX): أسس بورصة العراق للأوراق المالية في عام (1921)، وفي عام (1936) صدر في العراق قانون سوق التجارة، الذي نص على تأسيس سوق تجارة البضائع الرئيسية، وقد دام العمل بهذا القانون لمدة سنتين ثم ألغى العمل به في عام (1938). لذلك في هذه الفترة لم يتم وضع أساسيات البورصة في العراق. وفي عام (1943) أقر قانون التجارة رقم 60 لتأسيس السوق، ولكن لم يتم العمل به. إذ كان التداول بالأسهم يتم بين المشتري والبائع بشكل مباشر. ونتيجة لزيادة عدد الشركات وزيادة عدد الاسهم المتداولة فقد تم تأسيس عدة مكاتب للسوق في عام (1955)، تركزت في بغداد. ونتيجة لزيادة تنامي الشركات المساهمة بعد ذلك ونشاط مكاتب السوق فقد اتسعت حركة التداول وأخذت غرفة تجارة بغداد بنشر الأسعار الدقيقة للاسهم المتداولة ضمن نشرتها الاسبوعية كما حاول أحد المكاتب عام (1956)، وفي عام (1964) اخذ نشاط هذه المكاتب يقل تدريجياً بسبب صدور قرارات التأميم في العام المذكور ثم توقفت نهائياً وفي عام (1991) صدر قانون البورصة الذي كان مسؤولاً عن تداول الأسهم والسندات وتشجيع التعبئة عن المدخرات الوطنية لغرض تحقيق التنمية الاقتصادية، فقد تطور العمل في البورصة بشكل سريع، في نهاية (2000) كان السوق يضم (99) شركة مساهمة منها عشر شركات مصرفية وأربعة وثلاثون شركة خدمية وواحد وعشرون شركة زراعية وأربعة وثلاثون شركة صناعية إلا أن الشركات الصناعية والشركات الخدمية كانت في المرتبة الأولى بين الشركات التي تتداول اسهمها في السوق. وفي عام (2004) تأسس سوق العراق للأوراق المالية ويضم مؤسستين مهمتين في قطاع رأس المال وهما سوق العراق للأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية العراقية (حسين وجاسم، 2010). والشكل الآتي يوضح تحركات مؤشر سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة البحث.



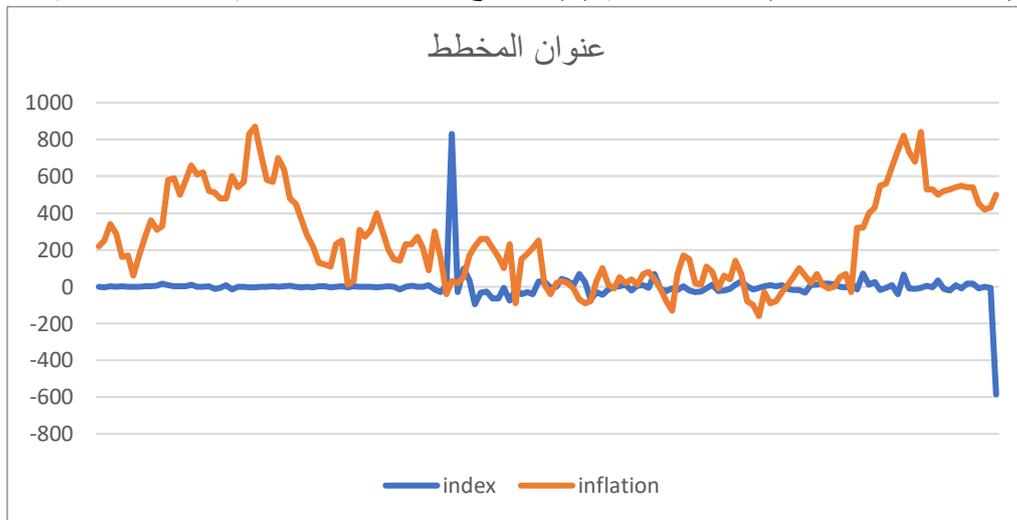
الشكل (1): تحركات مؤشر سوق العراق الأوراق المالية

مصدر: من اعداد الباحثان باعتماد نتائج الحاسوب.

ثالثاً. العلاقة بين المتغيرات المالية وأسعار الاسهم:

1. العلاقة بين التضخم وأسعار الاسهم:

يمكن استخدام مجموعة من مقاييس التضخم منها مؤشر الأسعار المفروق (التجزئة أو المفرد) ومؤشرات أسعار السلع الاستهلاكية ومؤشر أسعار السلع الإنتاجية ومؤشر أسعار السلع الدولية ومؤشر أسعار تكلفة الإنتاج ومؤشر معدلات الأجور، إلى ذلك فإن أمام المستثمر مناهج ثلاثة يمكن أن يلجأ إليها في عملية القياس استخدام المقاييس التاريخية للتضخم الفعلي واستخدام توقعات التضخم والتغيرات في معدل التضخم المتوقع وتشير الدراسات العلمية إلى أن العلاقة بين عوائد الأسهم والتضخم علاقة عكسية في معظم الحالات، مع ذلك فإن العقبة التي تعترض المستثمر هنا هي أن أثر التضخم في أسعار الأسهم لا يظهر مباشرة بعد حدوثها وإنما يحتاج إلى فترة فاصلة قد تطول أو تقصر (باكير، 2008، 257). والشكل رقم (2) يوضح العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم.



الشكل (2): يوضح العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم

المصدر: من اعداد الباحثان باعتماد نتائج الحاسوب.

نلاحظ كما يبين في الشكل رقم (2) يعد استقرار المستوى العام للأسعار (معدل التضخم) جوهر الاستقرار الاقتصادي في اقتصاد ريعي يعتمد على الثروة النفطية محورا في تمويل نشاطه الكلي. وفي العراق شهد معدل التضخم ارتفاعاً من (2.2) في بداية الفترة الى (8.3) في بداية سنة 2012، بعدها شهد بتراجع من (8.3) إلى (-0.3) في سنة 2020، وهذا الانخفاض الذي شهده معدل التضخم هو كنتيجة للسياسة التي تنتهجها السلطة النقدية، وذلك كنتيجة لنافذة بيع العملة التي يقوم بها البنك المركزي العراقي بشكل يومي كجزء من أداة عمليات السوق المفتوحة. في ظل غياب آلية لتعقيم عرض النقود وغياب الجهاز الإنتاجي الوطني والاعتماد الكبير على الاستيرادات، فإن هذه الزيادة في عرض النقود ستستحيل إلى نمو في المستوى العام للأسعار بعد سنة 2020، والذي من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم إلى مستويات غير مسيطر عليها، أما بالنسبة لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية كانت غير مستقرة في فترة البحث ويتحرك عكس معدلات التضخم وهذه يدل على أنه علاقة بين درجات التضخم ومؤشر سوق العراق للأوراق المالية قوية وعكسية أي بمعنى ارتفاع في المستوى العام للأسعار يؤدي إلى انخفاض تداول في سوق العراق للأوراق المالية.

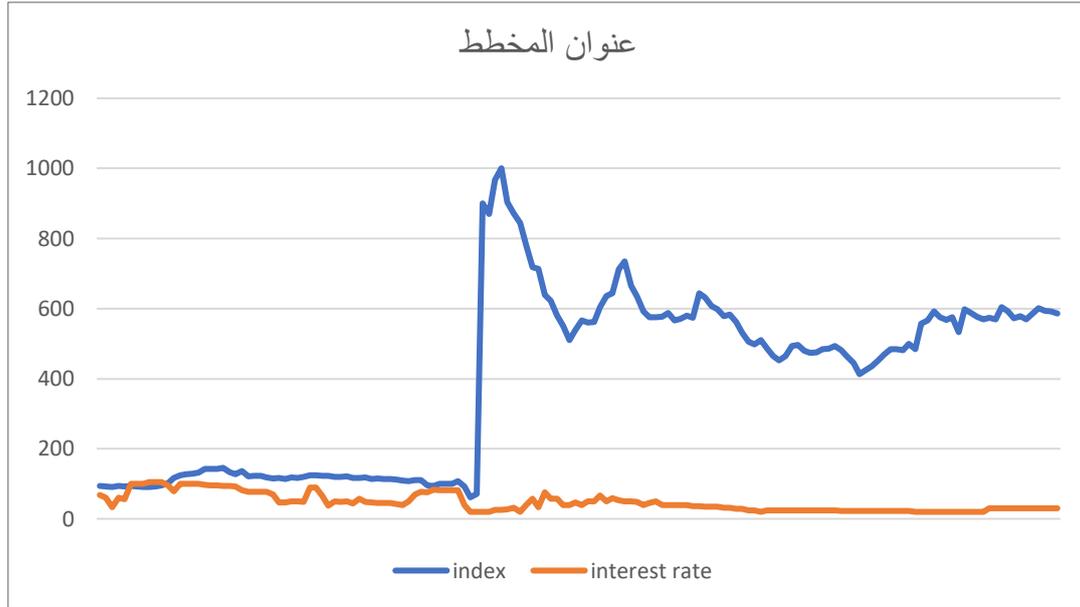
2. العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم: يعرف سعر الفائدة على أنه العائد على عملية الإيداع أو تكلفة الاقتراض من البنوك فهو التعويض عن تنازل صاحب المال عن الاستعمال الآني للعمولة وبذلك يزيد سعر الفائدة كلما زادت مدة توظيف هذه الأموال ويؤثر التغيير في أسعار الفائدة تأثيراً كبيراً على حركة أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة سواء كانت أسهم أو سندات (vialles, 2005: 99).

إن تأثير سعر الفائدة على الأوراق التي تكون عائدة من تدفق ثابت في السندات والأسهم الممتازة يكون أكبر من ارتفاع أسعار الفائدة يجعل من هذه الأوراق المالية غير تنافسية بما يؤدي إلى قيام المستثمرين بالتخلص منها في البيع واللجوء إلى توظيف الأموال في استثمارات تدر عائداً أعلى وبالتالي فإن توقع ارتفاع أسعار الفائدة ينتج عنه ما يأتي:

أ. تفادي الاستثمارات ذات الداخل الثابت.
ب. التخلص من الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات المالية التي تتأثر أرباحها كثيراً بالتغيرات في أسعار الفائدة.

ج. التخلص من الأوراق المالية العائدة للشركات العاملة في الصناعة الدورية والسلع المعمرة حيث إن اقتنائها يتطلب إنفاقاً كبيراً من طرف المستهلك ويجبره على اللجوء للأقتراض من أجل ذلك. وبالتالي فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى تأجيل شراء هذه السلعة فيخفض حجم مبيعات هذه الشركات هذا من جهة، وايضاً من جهة أخرى فإنه تكلفة الحصول على الأموال من طرف هذه الشركة ترتفع بسبب ارتفاع معدلات الفائدة وكنتيجة لهذين العاملين تنخفض الأرباح وتنخفض معها أسعار الأسهم.

بشكل عام يمكن القول بأنه توقع ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية بشكل عام إلى أن ذلك لا يجيب على السؤال الهام وهو أي الأصول يجب اقتنائها؟ فإن كان المستثمر يتوقع ارتفاع في أسعار الفائدة فإن عليه أن يشتري استثمارات أكثر سيولة وأدوات الدين ذات مدة الاستحقاق القصيرة مثل سندات الخزينة واسهم صناديق الاستثمار والودائع (عطية، 2012، 15). والشكل رقم (3) يوضح العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم.



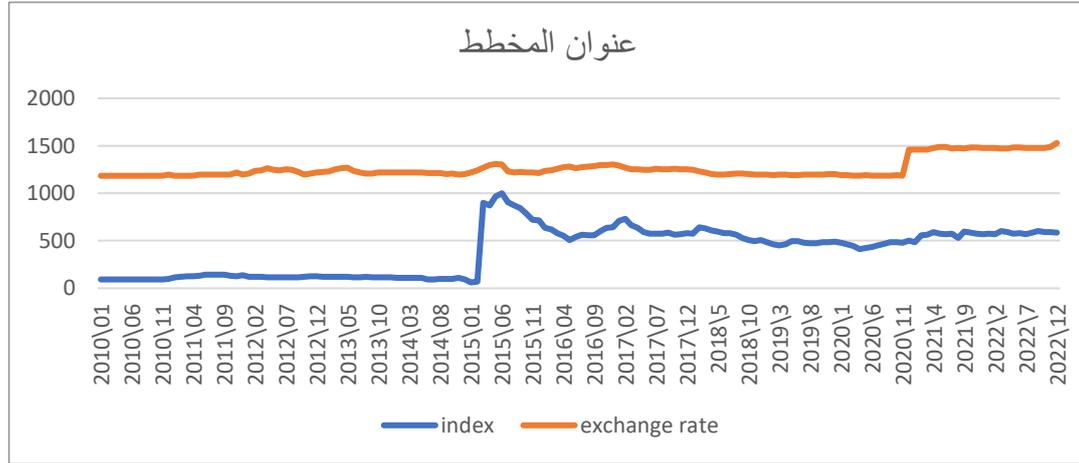
الشكل (3): علاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم

المصدر: من اعداد الباحثان باعتماد نتائج الحاسوب.

نلاحظ: كما مبين في الشكل رقم (3) إن السلطة النقدية خفضت معدل الفائدة من (6%) في بداية الفترة إلى (4%) في سنة 2012، فيما قام بتخفيضه مرتين في العامين (2016-2017) إلى (4%) و(4.3%) على التوالي، ويخفض البنك المركزي سعر الفائدة بهدف تحقيق الاستقرار النقدي ورفع معدلات النمو من خلال تحفيز النشاط الائتماني لتمويل المشاريع التنموية (داغر، 2017، 10). الانخفاض في سعر الفائدة يؤدي إلى تغيير اتجاه المستثمرين إلى شراء الأسهم وهذه الزيادة في الطلب على الأسهم سيؤدي إلى ارتفاع أسعارها، أي بمعنى إن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة ومؤشر سوق العراق للأوراق المالية.

3. العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الاسهم: أدى النمو الكبير في التجارة الدولية وتشابك العلاقات التجارية بين مختلف الدول بفعل الانفتاح الاقتصادي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود، الأمر الذي أجبر المستثمرين على إعطاء أهمية كبيرة لأسعار صرف العملات، كونها أصبحت لها تأثير كبير على الأسواق المالية وعلى حركة أسعار أسهم الشركات، هذا ما أدى بالعديد من الاقتصاديين إلى دراسة العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار العملات.

حسب نظرية النهج التقليدي، فإن انخفاض قيمة العملة المحلية سيؤدي إلى ارتفاع درجات الصادرات وبالتالي إلى ارتفاع أرباح الشركات مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة أسهمها، وأما ارتفاع قيمة العملة سيقلل من القدرة التنافسية للشركة على التصدير، مما يؤدي إلى انخفاض عوائد صادراتها وهو ما يؤثر على أرباحها وبالتالي يؤدي إلى انخفاض قيمة أسهمها (kitati et al., 2015: 240) من جهة أخرى تتأثر أسهم الشركات التي تعتمد على الاستيراد طردياً مع سعر صرف العملة المحلية، فسيؤدي ارتفاع سعر الصرف إلى زيادة هامش الربح، حيث تنخفض تكلفة الإنتاج بسبب انخفاض أسعار الشراء من الخارج وبالتالي ترتفع الأرباح وهو ما يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم (celebi & honig, 2019: 5). والشكل رقم (4) يوضح العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم.



الشكل (4): العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم

المصدر: من اعداد الباحثان باعتماد نتائج الحاسوب.

نلاحظ: الشكل رقم (4) يبين وجود استقرار في سعر صرف الدينار العراقي في بداية فترة البحث حتى سنة (2020) وفي شهر كانون الاول سنة 2020 قررت السلطة النقدية بانخفاض سعر صرف الدينار العراقي بنسبة (21%) لغرض معالجة العجز في الموازنة، وأيضا تقلبات سعر الصرف يتأثر بشكل مباشر على أسهم الشركات في الأسواق المالية، نلاحظ في سنة 2020 مع انخفاض سعر صرف الدينار العراقي ارتفع مؤشر سوق العراق للأوراق المالية اي بمعنى إن هناك علاقة سببية بين سعر الصرف ومؤشر سوق العراق للأوراق المالية.

المبحث الثالث: الجانب التطبيقي للبحث

أولاً. اختبار التوزيع الطبيعي: أستخدم البحث اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات المستقلة (سعر الصرف، سعر الفائدة، التضخم) والمتغير التابع (المؤشر العام للأسعار) في البحث، حيث قام الباحثان باستخدام اختبار (Jarque-Bera) إذ إن الاختبار ينص على أن متغيرات البحث لا تتبع التوزيع الطبيعي في حال كانت قيمة (الدلالة ≥ 0.05) والعكس صحيح، وكانت النتائج كما هو مبين في الجدول التوضيحي الآتي:

الجدول (1): يوضح اختبار الطبيعي للمتغيرات البحث

المتغيرات	المتغير التابع (مؤشر الاسهم)	متغير مستقل (1) (سعر الفائدة)	متغير مستقل (2) (سعر الصرف)	متغير مستقل (3) (التضخم)
MEAN	396.2331	4.709487	1262.536	396.2331
MEDIAN	484.0450	4.000000	1221.500	484.0450
MAXMUM	1000.560	10.50000	1530.147	1000.560
MINIMUM	61.46000	2.000000	1185.000	61.46000
Std. Dev	248.8654	2.581014	99.12707	248.8654
Skewnes	0.054049	0.841736	1.519790	0.054049
Kurtosis	1.815838	2.469007	3.784923	1.815838
Jargue-Bera	9.190515	20.25419	64.05851	9.190515
Probability (P)	0.010100	0.000040	0.000000	0.010100

المصدر: من اعداد الباحثان باعتماد على نتائج برامج Eviews12.

بالرجوع إلى الجدول رقم (1) يلاحظ الباحثان أن المتغير التابع يمثل مؤشر الأسهم والمتغيرات المستقلة (التضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف) قيمتهما (الدلالة ≥ 0.05) ، مما يعني أن توزيعاتهم غير طبيعية، وبما أن حجم العينة كبير إذ بلغ عدد المشاهدات 156 مشاهدة، فلن تكون مشكلة عدم توزيع البيانات طبيعياً مؤثراً على سلامة نماذج البحث.

ثانياً. اختبار الارتباط (pearson): يعتبر الارتباط أحد المشاكل القياسية التي تنشأ نتيجة اختلال بعض الفرضيات والمتمثلة بالارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، إذ يترتب على حدوث مشكلة الارتباط أن المقدرات صار حساسة للتغيرات القليلة في البيانات، فضلاً عن أنها قد تؤدي إلى وجود الامتداد الخطي المتعدد إلى كبر معامل التحديد مع عدم معنوية المعلومات المقدره، حيث استخدم هذه البحث اختبار مصفوفة الارتباط لمعرفة وجود الارتباط بين متغيرات البحث أو عدمه.

الجدول (2): نتائج اختبار الارتباط بين المتغيرات البحث

متغيرات البحث	أسعار الأسهم	سعر الفائدة	سعر الصرف	التضخم
أسعار الأسهم	1			
سعر الفائدة	-0.64	1		
سعر الصرف	0.42	-0.40	1	
التضخم	-0.28	0.26	0.47	1

المصدر: من اعداد الباحثان باعتماد على نتائج برامج Eviews12.

بالرجوع إلى الجدول رقم (2) يلاحظ أن العلاقة بين سعر السهم وكل من سعر الفائدة والتضخم كانت سالبة، ولكن العلاقة بين سعر السهم وسعر الصرف موجبة، وهذا يصر على عدم وجود علاقة الارتباط الخطي بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة للبحث، إذ إن قيم معامل الارتباط كانت عموماً أقل من (82%) وهذا يدل على أن متغيرات البحث لا تعاني من مشكلة الارتباط الخطي العالي.

ثالثاً. نماذج (معادلات) البحث: تم صياغة نماذج (معادلات) البحث على شكل معادلات انحدار لترابط ما بين مؤشرات المتغيرات المستقلة المتمثلة في (سعر الفائدة، سعر الصرف، التضخم)، ومؤشر المتغير التابع متمثل في (المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية).

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e$$

إذ إن:

$Y =$ التغير التابع (المؤشر العام لأسعار سوق العراق للأوراق المالية)

$a =$ قيمة ثابتة

(b_1) ميل الانحدار y على المتغير المستقل (1) سعر الفائدة

(b_2) ميل الانحدار y على المتغير المستقل (2) سعر الصرف

(b_3) ميل الانحدار y على المتغير المستقل (3) التضخم

X_1 التغير المستقل (1) سعر الفائدة

X_2 المتغير المستقل (2) سعر الصرف

X_3 التغير المستقل (3) التضخم

رابعاً. نتائج اختبار الفرضيات: سيبين الجدول الآتي نتائج اختبار فرضية البحث من خلال معرفة أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع والتي تم عرضها من خلال الجدول التوضيحي رقم (3):

الجدول (3): يوضح نتائج اختبار الانحدار الخطي المتعدد لأثر المتغيرات المالية على المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية

المتغير التابع (مؤشر عام لسوق العراق للأوراق المالية)				
prob	t-Statistic	Std. Error	coefficient	المتغيرات المستقلة
.00110	-3.317393	258.3908	-857.1839	الثابت
0.0000	600170.5-	7.445072	-1.69367	التضخم
0.0000	6.083482	197043.0	1.198705	سعر الصرف
0000.0	-4.806210	6.921466	-3.26602	سعر الفائدة
	540220.0			R-squared(R ²)
	531146.0			Adjusted R-squared
	59.53105			F-statistic
	0000.00			Prob(F-statistic)

المصدر: من اعداد الباحثان باعتماد على نتائج برامج Eviews12.

من الجدول رقم (3) نلاحظ أن درجات التضخم تؤثر على مؤشر سوق الأوراق المالية بشكل سلبي أي كلما ارتفعت درجات التضخم بمقدار (1%) كلما انخفضت قيمة مؤشر السوق بمقدار (41.69%)، وبالنسبة لاختبار t المحسوبة مقدارها (3.3) هي أكبر من قيمة t الجدولية أي بمعنى يرفض فرضية العدم ويقبل الفرضية البديلة، لأن مستوى الدلالة لـ t لمتغيرات المستقل الأول (التضخم) يساوي (0.000) وهو أقل من الدرجة المعنوية (0.05)، وبذلك أثبتت قبول الفرضية الأولى التي تشير إلى أنه "يوجد أثر ذا دلالة معنوية للتضخم على مؤشر سوق الأوراق المالية. أما بالنسبة للفرضية الثانية: إن درجات سعر الصرف يؤثر على مؤشر سوق الأوراق المالية بشكل ايجابي أي كلما ارتفعت درجات التضخم بمقدار (1%) كلما ارتفعت قيمة مؤشر السوق بمقدار (1.19%)، وبنسبة اختبار t المحسوبة مقدارها (5.6) هي أكبر من قيمة t الجدولية أي بمعنى يرفض فرضية العدم ويقبل الفرضية البديلة، لأن مستوى الدلالة لـ t لمتغيرات المستقل الثاني (سعر الصرف) يساوي (0.000) وهو أقل من الدرجة المعنوية (0.05)، وبذلك أثبتت قبول الفرضية الثانية التي تشير إلى أنه "يوجد أثر ذا دلالة معنوية لسعر الصرف على مؤشر سوق الأوراق المالية.

أما بنسبة للفرضية الثالثة: إن درجات سعر الفائدة تؤثر على مؤشر سوق الأوراق المالية بشكل سلبي أي كلما ارتفعت درجات التضخم بمقدار (1%) كلما انخفضت قيمة مؤشر السوق بمقدار (3.2%)، وبنسبة اختبار t المحسوبة مقدارها (4.8) هي أكبر من قيمة t الجدولية أي بمعنى يرفض فرضية العدم ويقبل الفرضية البديلة، لأن مستوى الدلالة لـ t لمتغيرات المستقل الثالث (سعر الفائدة) يساوي (0.000) وهو أقل من الدرجة المعنوية (0.05)، وبذلك أثبتت قبول الفرضية الثالثة التي تشير إلى أنه "يوجد أثر ذا دلالة معنوية لسعر الفائدة على مؤشر سوق الأوراق المالية.

أما القيمة (R²) مقدارها (0.54) أي بمعنى أن المتغيرات المستقلة متمثلة بـ (التضخم وسعر الصرف وسعر الفائدة) فسرت حوالي 54% للمتغير التابع متمثلة بمؤشر سوق الأوراق المالية في فترة ما بين (2010-2022)، أما النسبة الباقية تعود إلى الخطأ العشوائي للنموذج. أما بالنسبة لاختبار F: إن مستوى الدلالة لـ F لجميع المتغيرات المستقلة يساوي (0.0000) وهو أقل من الدرجة المعنوية (0.05)، أي بمعنى إن المتغيرات المستقلة الثلاثة تؤثر بشكل كلي على مؤشر سوق الأوراق المالية.

المبحث الرابع: الاستنتاجات والمقترحات

أولاً. الاستنتاجات:

1. كانت معدلات التضخم مستقرة في بداية فترة البحث وبدأت بارتفاع غير طبيعي بسبب السياسات التي استخدمها البنك المركزي من خلال ارتفاع كبير في سعر الصرف بنسبة 21% في سنة 2020 التي أدت إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار و ثم ارتفاع درجات التضخم.
2. قام البنك المركزي باتخاذ العديد من الإجراءات التي تهدف إلى تحرير سعر الفائدة على وفق أوضاع السوق، فضلاً عن مزايدات العملة التي يقوم بها البنك المركزي والتي كان لها الأثر الكبير في ارتفاع سعر صرف الدينار العراقي أمام الدولار الأمريكي.
3. بين إن المتغيرات المالية (التضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف) لها تأثير كبير على تحركات المؤشر العام لأسعار سوق العراق للأوراق المالية.
4. وجود علاقة عكسية بين التضخم ومؤشر سوق العراق للأوراق المالية.
5. وجود علاقة طردية بين سعر الصرف ومؤشر سوق العراق للأوراق المالية.
6. وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة ومؤشر سوق العراق للأوراق المالية.

ثانياً. المقترحات:

1. المحافظة على سياسة سعر الصرف منخفضة ومستقرة لما لهذا المتغير من أثر كبير على الاقتصاد العراقي والمؤشر العام لأسعار سوق العراق للأوراق المالية.
2. يجب على متخذ القرار الاستثماري في بورصة العراق للأوراق المالية أن يأخذ بعين الاعتبار المتغيرات المالية وتحليلها بشكل معمق لأن لها أثر كبير في تحركات السوق.
3. يجب إجراء المزيد من الدراسات من أجل الوصول إلى العوامل الأخرى الأكثر تفسيراً للمتغيرات في أسعار الأسهم في بورصة العراق للأوراق المالية.
4. يجب أن تقوم إدارة سوق العراق المالي دوراً أكبر بالتعاون مع المؤسسات ذات العلاقة بأجراء التنبؤ والتحليل المالي للمتغيرات النقدية والمالية.

المصادر

أولاً. المصادر العربية:

1. ال طعمة، حيدر حسين، الاسواق المالية- النشأة - المفهوم، الادوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، سلسلة كراسات استراتيجية، جامعة كربلاء، 2014.
2. باكير، محمد مجد الدين، (2008)، محافظ الاستثمار: إدارتها واستراتيجياتها، دار شعاع، حلب، سوريا.
3. بيانات الاحصائية لبنك المركزي العراقي لسنة (2010-2022) www.cbi.iq.
4. حمزة، حسن كريم؛ عبد الحميد، غسان رشيد (2012) "سوق العراق للأوراق المالية نشأته - تحليل وتقييم مؤشراتته". مجلة مركز دراسات الكوفة، 266.
5. خالد عبد الفتاح محمد، درجة استجابة مؤشر بورصة الأوراق المالية المصرية للمتغيرات الاقتصادية، رسالة ماجستير إدارة الأعمال، جامعة عين شمس، 2005.
6. سمية كامل حسين واحمد فاضل جاسم "المنظمات الإقليمية في بلدان العالم الثالث وأثرها في الإصلاحات السياسية والاقتصادية". مجلة جامعة تكريت للعلوم القانونية 2010.
7. سوق العراق لأوراق المالية. www.isc.gov.iq

8. شندي، اديب قاسم، الاسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، سوق العراق للأوراق المالية- دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.
 9. عطية، محمود صالح، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الاوراق المالية، مع الاشارة الى سوق العراق، مجلة ديالى، العدد (54)، 2012.
 10. محمود عبدالله الموعد، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2005.
 11. يوسف، دانة بسام محمد، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الاسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى جامعة الشرق الاوسط للدراسات العليا، كلية العلوم الادارية والمالية، الأردن 2008.
- ثانياً. المصادر الأجنبية:**

1. Andreas Humpet Al “Can macroeconomic variables explain long-term stock market movements? A comparison of the US and Japan”, Applied Financial Economic, Vol.19, No.2, 2009.
2. Celebi, K., & Honig, M., (2019), The Impact of Macroeconomic Factors on the German Stock Market: Evidence for the Crisis, Pre and Post Crisis Periods. International Journal of Financial Studies, 7(2), 1-13. DOI:10.3390/ijfs7020018.
3. Jeffrey Jarrett, Business Forecasting Methods, Basil Black well Ltd, New York, 1987, p 163.
4. Kitati E., Evusa Z. &Maithya H., (2015), Effect of Macro-Economic variables on stock market prices for companies quoted on Nairobi Securities Exchange in Kenya. International Journal of Science - Basic & Applied Research. 21 (2), 235-263.
5. M. Martin Boyer& Didier Filion, Common and fundamental factors in stock returns of Canadian oil and gas companies, The journal of Energy Economics, 2007, vol. 29, issue 3, 428-453.
6. Michael T. Kiley, Stock Prices and Fundamentals: A Macroeconomic Perspective, The Journal of Business Vol. 77, No. 4, October 2004.
7. Mishkin, F. S., (2004), The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. seventh.
8. Vialles, Rodohe, savoir investor en bourse avesinternet, 2"edition, vuibert, paris,2005.