

## أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية

للمدة (2005-2018): دراسة تطبيقية

م.م. ههژين مردان مصطفى، قسم الاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة دهوك، إقليم كردستان العراق

### مخلص

ان الهدف الأساسي للدراسة هو معرفة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية الخمسة (سعر النفط، النمو الاقتصادي، سعر الصرف للدينار العراقي، الاستثمار الاجنبي المباشر ومعدل الفائدة) على المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2005-2018) باستخدام التحليل الاحصائي والقياسي كالانحدار المتعدد. وأظهرت نتائج البحث وجود تأثير سلبي معنوي لكل من أسعار النفط وسعر الصرف، وعدم معنوية التأثير السلبي لكل من الاستثمار الاجنبي المباشر ومعدل الفائدة مع عدم معنوية التأثير الايجابي للنمو الاقتصادي على المتغير التابع المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية، وأيضاً اقترحت البحث بان يهتم الحكومة العراقية ومنتخب القرار على كفاءة السوق المالي مع تفعيل دور السياسة المالية والنقدية وتشجيع الاستثمار الاجنبي للمشاركة في بناء التنمية الاقتصادية في العراق.

الكلمات الدالة: السوق المالي، أسعار النفط، النمو الاقتصادي، الاستثمار الاجنبي المباشر، سعر الصرف.

### 1. المقدمة

واستقرارها من خلال ممارسة وظائفها بشكل صحيح كوسيط مالي لتوجيه الوحدات المدخرة للاستثمار باتجاه وحدات العجز سيساهم في الازدهار الاقتصادي. يعتبر نظرية التسعير بالمراجحة (Arbitrage Pricing Theory) التي وضعها (Ross, 1976) هي القاعدة الاساسية التي بنيت عليها هذا البحث، والتي تضمنت بان النموذج متوازن لكونها تسمح بان يتم تحقيق التوازن في العائد على الموجودات بالاعتداد على عوامل عديدة وليس عامل واحد فقط، حيث تقترض هذه النظرية بان العائد على الموجودات هي دالة خطية من عوامل الاقتصاد الكلي المختلفة أو نظرياً مؤشرات السوق المالي، وتنص النظرية على أن العائد المحقق على الموجودات يتكون من العائد المتوقع على ذلك الموجود في بداية الفترة الزمنية والادراك الغير متوقع لعوامل الخطر خلال تلك الفترة الزمنية بالإضافة إلى المخاطر الخاصة بالشركة.

ولذلك فإن هدف البحث هو تحليل آثار بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية في إطار نظرية التسعير بالمراجحة، حيث تم تحليل مؤشر السوق بالاعتداد على البيانات السنوية للمدة (2005-2018)، ومتغيرات الاقتصاد الكلي المستخدمة الخمسة هي سعر النفط، النمو الاقتصادي، سعر الصرف، نسبة الاستثمار الاجنبي المباشر الى اجمالي الناتج المحلي ومعدل الفائدة. تم استخدام طريقة الانحدار الخطي المتعدد في تحليل السلاسل الزمنية. ما تبقى من

يشير السوق المالي الى مجموعة من التسهيلات والترتيبات والاجراءات المؤسسية لتوفير الاقتراض والاقتراض من قبل الوحدات الاقتصادية (غير المالية) وتقوم بدور الوسطاء الماليين من أجل تسهيل عملية تحويل على المدى المتوسط وطويل الاجل، بمعنى آخر يمارس دور الوسيط بين وحدات العجز ووحدات الفائض ( faure, 8, 2013)، وبالتالي يعرف سوق رأس المال على أنه آلية منظمة ذو كفاءة وفعالية في تحويل رأس المال أو الموارد المالية من الأفراد أو مؤسسات الادخار إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة ومنها الصناعي، وإن سوق رأس المال الفعال يعتمد على توفير المدخرات، والنظام المالي الجيد ومجموعة من الاشخاص أصحاب الأعمال الريادية، باعتبار سوق رأس المال هو سوق لتوفير الأموال على المدى الطويل، بينما تقوم سوق النقد بتوفير الأموال في المدى القصير.

إن السوق المالي تساهم بشكل كبير في عملية التنمية والنمو الاقتصادي من خلال تشجيع الاستثمار وتخفيف المدخرات على مستوى الافراد والشركات والحكومات، ولا سيما أن الدور الذي تمارسه الاسواق المالية ضروري جدا لتحقيق الاستقرار في القطاع المالي وتوفير قناة استثمارية ممتدة تساهم في جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وخاصة في الدول النامية ومنها العراق باعتبارها ذو اقتصاد ريعي معتمد على النفط فقط، وبالتالي فان تطوير وصعود اداء سوق العراق للأوراق المالية

إن معرفة العلاقة التطبيقية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والسوق المالي في العراق غير واضحة المعالم لحد الآن نتيجة لعدم وجود دراسات عديدة حول الموضوع، وقد يعود ذلك الى حداثة السوق المالي في العراق وخاصة من ناحية استقلالها التي بدأت بعد العام (2004)، واستقبل العراق تدفقات الاستثمارات الاجنبية. وعلى الرغم من وجود العديد من الدراسات السابقة في الدول المتقدمة والنامية التي ربطت بين متغيرات الاقتصاد الكلي والاسواق المالية الا أن النتائج كانت متفاوتة وغير محسومة لحد الان (المعموري والزبيدي، 2014؛ حسن وصباح، 2019؛ باش والقريشي، 2017)، بالإضافة الى كون العراق يتسم بعدم الاستقرار الامني والسياسي وارتفاع النشاطات الارهابية وخاصة في السنوات الاخيرة بعد ظهور داعش، والتي أدت الى عدم الاستقرار في متغيرات الاقتصاد الكلي وانعكاسها على النمو الاقتصادي والسوق المالي (Asaad, 2014, 193). لذلك فإن هذا البحث جاء لتغطية الفجوة الموجودة في الدراسات السابقة عن السوق المالي في العراق (Asaad, 2015, 77)، بالإضافة الى عدم جذب الاستثمارات الاجنبية المباشرة يرجع الى تدمير البنية التحتية والفساد الاداري والمالي وغياب البيئة القانونية وفشل السياسة المالية والنقدية (خلف، 2013)، وأن قيمة الأسهم تتأثر بشكل كبير بالمتغيرات الاقتصادية نتيجة تفاعل السوق المالي مع البيئة الاقتصادية كالعرض والطلب على الأسهم ومعدل التضخم وأسعار الفائدة والنمو الاقتصادي (المرشدي، 2018، 189) (المعموري والزبيدي، 2014؛ حسن وصباح، 2019؛ باش والقريشي، 2017)، لذلك يفترض الاجابة على التساؤل الاتي: هل هناك تأثير لبعض متغيرات الاقتصاد الكلي على سوق العراق للاوراق المالية؟.

### 3.1 أهداف البحث

يهدف البحث الى ما يلي:

- دراسة اثر متغيرات الاقتصاد الكلي (سعر النفط، النمو الاقتصادي، سعر الصرف، نسبة الاستثمار الاجنبي المباشر الى اجالي الناتج المحلي ومعدل الفائدة) على المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2005-2018).

الدارسة نظمت في ثلاثة مباحث فالاول يتضمن الجانب النظري للاقتصاد الكلي والسوق المالي وبعض الدراسات السابقة، والمبحث الثاني تركز على مناقشة نتائج التحليل لتأثير بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على السوق المالي في العراق للفترة (2005-2018)، بينما المبحث الثالث والاخير قدم مجموعة من الاستنتاجات والمقترحات.

### 1.1 أهمية البحث

تنبع أهمية البحث من عدة جوانب ومنها:

- اعتبار السوق المالي أخذت حيزاً كبيراً وكعامل مهم لجذب الاستثمار والادخار وتحقيق المنافسة في السوق، وبذلك تأتي أهمية البحث من ناحية الاهتمام القليل بتأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على سوق العراق للأوراق المالية وخاصة للفترة بعد العام (2003).
- أهمية البحث في بيان ومعرفة العوامل التي تترك أثراً كأسعار النفط والنمو الاقتصادي والاستثمار الاجنبي وغيرها على مؤشرات السوق المالي، وبالتالي قيام الحكومة بوضع السياسات المطلوبة لتحقيق الاستقرار في القطاع الخاص في تقليل العجز وجذب الاستثمار الاجنبي لتخفيف الضغط على القطاع الحكومي.

### 2.1 مشكلة البحث

ان سوق العراق للاوراق المالية والتي تأسست حديثاً في عام (2004) ما زالت تعاني من ضعف الاداء من ناحية مؤشرات حجم التداول والقيمة السوقية على مستوى القطاعات المختلفة منها الانتاجية والصناعية والزراعية والتأمين، بالإضافة الى وجود تقلبات وانعدام الاستقرار في اداء السوق من ناحية حجم النشاط ودرجة السيولة (صيون، 2016، 407) (الحكيم ودلول، 2016، 252)، وكذلك فان السوق تعاني من مشاكل متعلقة بالسياسات الاقتصادية والتي يدفع المستثمرين الى تجنب الدخول الى السوق المالي والتي تؤثر بدورها سلباً على القطاع المالي والاقتصاد الوطني (الموسوي واليساري والجنابي، 2018، 98)، فضلاً عن أن مؤشرات السوق المالي من ناحية رسملة السوق والقيمة المتداولة في العراق هي متدنية جداً مع مثيلاتها في الاسواق المالية في دول الخليج العربي أو ايران أو تركيا وغيرها.

قياس حركة التغير في أسعار أسهم عينة من الشركات المساهمة التي تتداول أسهمها بانتظام وتمثل قطاعات السوق مستخدماً الرقم القياسي الموسمي (التقرير السنوي العاشر، سوق العراق للأوراق المالية، 2013، 11).

### 2.1.2 النمو الاقتصادي

وهي النسبة المئوية السنوية لنمو الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق على أساس العملة المحلية الثابتة، وأن إجمالي الناتج المحلي هو إجمالي القيمة المضافة من قبل جميع المنتجين المقيمين في الاقتصاد بالإضافة إلى ضرائب الانتاج مطروحاً منها أي إعانات غير مدرجة في قيمة المنتج (قاعدة بيانات البنك الدولي).

### 3.1.2 سعر الصرف

يشير سعر الصرف الرسمي للعملة المحلية إلى سعر الصرف الذي تحدده السلطات من العملة الأجنبية أو سعر الصرف المحدد في سوق الصرف المصرح به قانوناً، حيث يتم حسابها كمتوسط سنوي على أساس المتوسطات الشهرية (وحدات العملة المحلية بالنسبة للدولار الأمريكي)، أي أنه سعر العملة المحلية من العملة الأجنبية أي أنه يقيس سعر عملة واحدة في مقابل عملة أخرى (صندوق النقد الدولي).

### 4.1.2 الاستثمار الاجنبي المباشر

يقصد بها صافي تدفقات الاستثمار للحصول على مصلحة إدارية دائمة (10 في المائة أو أكثر من أسهم التصويت) في مؤسسة تعمل في اقتصاد دولة أخرى غير اقتصاد دولة المستثمر. هو مجموع رأس مال الأسهم وإعادة استثمار الأرباح ورأس المال طويل الأجل الأخرى ورأس المال قصير الأجل كما هو موضح في ميزان المدفوعات. والمؤشر هنا يقيس صافي التدفقات الداخلية (تدفقات الاستثمار الجديدة مطروحاً منها إعادة الاستثمار) مقسوماً على إجمالي الناتج المحلي (UNCTAD, 2018).

### 5.1.2 معدل الفائدة

يشير معدل الفائدة إلى العائد على رأس المال المستثمر خلال فترة زمنية محددة عادة تكون سنة واحدة، إن الزيادة في أسعار الفائدة تزيد من تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالمال وبذلك يحصل التبادل بين الأوراق المالية التي عليها فائدة ومن ثم يتم انخفاض أسعار الأسهم، وبالتالي فإن التغير في أسعار الفائدة الاسمية يحرك أسعار الموجودات في الاتجاه المعاكس، والعلاقة السلبية ظهرت في العديد من الدراسات السابقة (Kandir, 2008)، وتم قياسه بمعدل الفائدة الحقيقي هو سعر

– تقديم عدد من الاستنتاجات والمقترحات إلى متخذ القرار الاقتصادي والمالي في العراق لوضع سياسات مالية وفقدية مشجعة لتطوير سوق العراق للأوراق المالية.

### 4.1 فرضية البحث

يتركز فرضية البحث على وجود تأثير معنوي لتغيرات الاقتصاد الكلي الحسنة والمثملة في (سعر النفط، النمو الاقتصادي، سعر الصرف، نسبة الاستثمار الاجنبي المباشر إلى إجمالي الناتج المحلي ومعدل الفائدة) مجتمعاً في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2005-2018).

### 5.1 حدود البحث

تتمثل الحدود الزمانية لهذا البحث للفترة (2005-2018)، بحيث يتضمن سلسلة زمنية سنوية لتغيرات اقتصادية ممتثلة في (سعر النفط، النمو الاقتصادي، سعر الصرف، نسبة الاستثمار الاجنبي المباشر إلى إجمالي الناتج المحلي ومعدل الفائدة) كتغيرات مستقلة مع المؤشر العام للسوق المالي كتغير معتمد، ويعتبر سوق العراق للأوراق المالية الحدود المكانية لهذا البحث.

### 6.1 الادوات الاحصائية للدراسة

تم استخدام ادوات مختلفة لاختبار الفرضيات من خلال الحزمة القياسية (Eviews 8) بالاعتماد على منهجين يمثل الاول في المنهج الوصفي لتطور متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر السوق المالي خلال فترة البحث، والمنهج الثاني يتمثل في التحليل الكمي من خلال الاساليب الاحصائية كالمتوسط والانحراف المعياري واختبار جاكيرا والانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى لتحديد اثر متغيرات الاقتصاد الكلي على سوق العراق للأوراق المالية.

### 2. الجانب النظري

#### 1.2 تعاريف متغيرات البحث

##### 1.1.2 مؤشر السوق

إن مؤشر السوق هو رقم قياسي مؤني يقيس حركة الاسهم المتداولة بشكل منتظم من قبل عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي، وارتفاع المؤشر يشير إلى ارتفاع السوق بالكامل نتيجة تمثيل المؤشر للحركة العامة للسوق. إذ أن المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية هو المتغير المعتمد لكونه رقم قياسي مؤني يعتمد على

الشركات وتداول اوراقها المالية والرقابة على نشاط سوق التداول النظامي والموازي (باش والقرشي، 2017، 197)، وأيضاً بانشاء سوق العراق للاوراق المالية والتي تمثل مؤسسة ذات نفع عام لا تستهدف الربح في أعمالها وذات تمويل ذاتي ويتولى ادارتها مجلس المحافظين الذي يمثل مختلف الشرائح الاقتصادية في الدولة، اول جلسة تداول باشرت في (2004/6/24) ضمن هيكله الاقتصاد العراقي والتوجه نحو السوق الحر، بحيث بلغ عدد الشركات المسجلة في أول جلسة (15) شركة مساهمة فقط بعضها كان مدرجاً في سوق بغداد للأوراق المالية المنحل. إن تطور هذا السوق بشكل ملحوظ واضح منذ افتتاحها فعلى سبيل المثال الانضمام إلى الاتحاد الأوربي والآسيوي للأسواق المالية والتي تتكون من ثلاثين بورصة في العام (2005) ومن ثم السماح لغير العراقيين بالتداول للأسهم ببعاً وشراءً في العام (2007)، وتطوير آليات التداول باستخدام النظم الإلكترونية في تداول الأسهم بدلا من اللوحات البلاستيكية منذ العام (2009) ودخولها عام (2010) في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي للأسواق المالية العربية (Asaad, 2014A, 62-63).

بشكل عام فان مؤشرات التداول في سوق العراق للأوراق المالية تتجه نحو الصعود كعدد الاسهم المتداولة، حجم التداول، والقيمة السوقية والمؤشر العام للأسعار في السوق كما يوضح الجدول (1)، حيث ارتفع عدد الاسهم المتداولة مقاساً بملايين الأسهم، حيث تداول (556391) مليون سهم للعام (2005) ونسبة نمو بلغت (286%) مقارنة مع العام (2004) بتداول (14393) مليون سهم، بينما بلغ تداول الأسهم (871182) مليون سهم للعام (2013)، أي بنسبة نمو حوالي (60%) مقارنة مع العام (2004)، مع وجود نسب نمو مختلفة للأعوام الأخرى، وأيضاً إرتفاع مؤشر حجم التداول مقاساً كمؤشر للسيولة ويقاس بملايين الدنانير العراقية، حيث بلغ (366809) مليون دينار للعام (2005) وارتفع إلى (284022) مليون دينار عام (2013)، ويلاحظ إرتفاع معدل نمو قيمة التداول خلال السنوات الخمس الأولى من إفتتاح سوق العراق للأوراق المالية ومن ثم التراجع الحاد في العام (2009) و(2010)، والشكل (2) يوضح حركة واتجاهات هذه المؤشرات. إن هذا الصعود قد يرجع إلى سياسات وقرارات مجلس المحافظين الهادفة إلى تطوير البنية التحتية للسوق وازدادت ثقة المتعاملين بالسوق وقدرة السوق على جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية وحتى الاستثمارات الخارجية بعد السماح لغير العراقيين للتداول فيها (Asaad, 2014A, 62-63)، ولترجع المؤشر العام وتسجل أدنى قيمة في العام (2014) بمجموع

فائدة الإقراض المعدل للتضخم كما تم قياسه بواسطة معامل انكماش إجمالي الناتج المحلي (قاعدة بيانات البنك الدولي).

## 6.1.2 أسعار النفط

أسعار النفط هي تلك التي تشير ويقصد بها عادة إلى متوسط سعر استيراد النفط من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (تأمين التكاليف والشحن) حسب وكالة الطاقة الدولية الأمريكية. تقيس أسعار النفط الخام السعر الفوري لمختلف براميل النفط، وعادة إما تكون غرب تكساس الوسيط أو مزيج برنت أو أحياناً يتم تحديد سعر سلة أوبك وسعر العقود الآجلة في البورصة (EIA, Annual Energy Outlook 2011).

## 2.2 النظرية المعتمدة

يعتبر نظرية التسعير بالمرابحة (Arbitrage Pricing Theory) هي القاعدة الاساسية التي بنيت عليها هذا البحث، والتي أوضحت بان النموذج تصبح متوازنا لكونها تسمح بتحقيق التوازن في العائد على الموجودات بالاعتماد على عدة عوامل وليس عامل واحد فقط، حيث تفترض هذه النظرية بأن العائد على الموجودات هي دالة خطية من عوامل الاقتصاد الكلي المختلفة أو نظرياً مؤشرات السوق المالي، وتنص النظرية على أن العائد المحقق على الموجودات يتكون من العائد المتوقع على ذلك الموجود في بداية الفترة الزمنية والادراك الغير متوقع لعوامل الخطر خلال تلك الفترة الزمنية بالإضافة إلى المخاطر الخاصة بالشركة (Ross, 1976). وجاءت هذه النظرية كبدل لنظرية تسعير الموجودات الرأسالية (CAMEL) التي توضح العلاقة التوازنية بين العائد المطلوب على الموجودات والمخاطرة مع افتراض كون معامل بيتا يبقى ثابت، ويعني ذلك بأن نظرية تسعير الموجودات يحدد عائد الورقة المالية بعامل او متغير اقتصادي واحد فقط (Sharp, 1964).

## 3.2 تطور سوق العراق للاوراق المالية

بدأت محاولات العراق بانشاء سوق للاوراق المالية أبان الحكم الوطني عام (1921)، وبعد ذلك صدر قانون بورصة التجارة عام (1936)، وفي العام (1943) صدر قانون التجارة التي لم يرى النور الى حين صدور قانون رقم (24) للعام (1991) والذي عرف بسوق بغداد للأوراق المالية والتي استمر الى العام (2003)، وقرر سلطة الائتلاف المؤقتة بامر (74) للعام (2004) بالغاء القانون السابق وانشاء هيئة الاوراق المالية العراقية والتي تتولى سلطة الاشراف والرقابة على حركة تأسيس

والتي جعلت الموضوع محل اهتمام من قبل الباحثين، والاتى بعض من هذه الدراسات:

هدفت دراسة باش والقريشي (2017) الى معرفة درجة تأثير متغيرات السياسة المالية وخاصة النفقات العامة والضرائب على مؤشرات الاداء في السوق المالي العراقي للفترة (2004-2014) باستخدام المنهج القياسي، والنتائج أوضحت بأن تأثير السياسة المالية كان ضعيفا في مؤشرات أداء السوق وكان مؤشر حجم التداول الاكثر تأثيرا بالسياسة المالية مقارنة مع بقية المؤشرات، واقترحت البحث بتقليل الفجوة الموجودة بين النفقات الجارية والاستثمارية والبدء بالاصلاح الضريبي في العراق مع فتح فروع اخرى لسوق العراق في مدن اخرى داخل البلد.

بينما دراسة حسن وصباح في العام (2019) وجدت علاقة تكاملية طويلة الأجل وقصيرة الاجل بين بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي كمعدل التضخم، عرض النقد، سعر الصرف ومعدل الفائدة مع مؤشر أسعار الاسهم لسلسلة زمنية شهرية باستخدام التحليل القياسي للفترة (2006-2015)، وكانت تأثير معدل التضخم وعرض النقد معنوي سلبي بينما تأثير معدل الفائدة معنوي ايجابي مع عدم معنوية سعر الصرف على مؤشر أسعار الاسهم، واقترحت البحث بضرورة خلق مناخ اقتصادي لتشجيع الاستقرار الاقتصادي ودعم أنشطة الشركات في سوق الاسهم.

قام دراسة المعموري والزبيدي عام (2014) بالتعرف على أثر تغيرات سعر الصرف للدنار العراقي على المؤشر العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة (2005-2011)، وأوضحت النتائج بوجود علاقة تكاملية مشتركة مع وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين متغيرات البحث، وكذلك استخدام مؤشر السوق كمؤشر عام حول مسار النشاط الاقتصادي في المستقبل، وأيضاً اعتبرت البحث سعر الصرف أحد العوامل المؤثرة على أداء سوق الاسهم بوصفه أحد محددات النشاط الاقتصادي واحتمالية استخدامها للتأثير في مؤشرات سوق العراق للآوراق المالية. في حين توصلت دراسة المرشدي عام (2018) الى وجود علاقة ارتباط وتأثير ايجابية ومعنوية بين مؤشرات سوق العراق للاوراق المالية وهي (عدد الاسهم المتداولة، حجم التداول، القيمة السوقية، مؤشر الاسعار وعدد الشركات المتداولة) والاستثمار الاجنبي المباشر باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية للفترة (2004-2015).

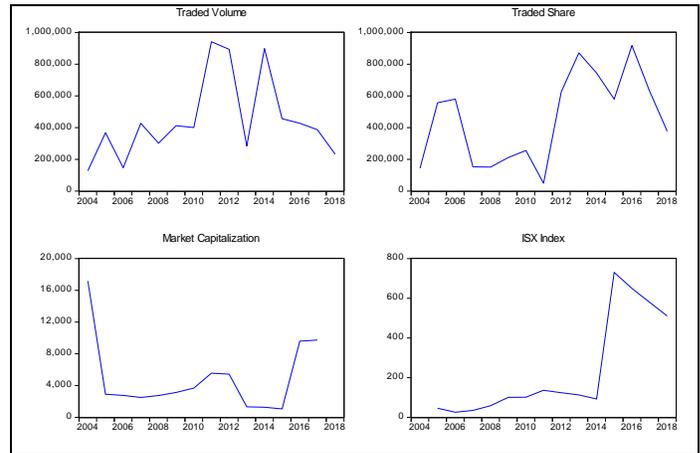
(92) نقطة فقط والتي قد يرجع ذلك الى العمليات الارهابية والوضع الامني المتذبذب ومن ثم لتبدأ مرحلة الصعود لتسجل أرقام قياسية خلال المدة (2015-2018).

جدول 1

مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2018)

Year	حجم التداول (مليون دينار)	عدد الاسهم المتداولة (مليون سهم)	القيمة السوقية (مليون دينار)	مؤشر السوق
	Volume Traded	Share Traded	Capitalization Market	Index ISX
2004	127950	143936	17155	-----
2005	366809	556391	2910	45.64
2006	146891	579749	2764	25.29
2007	427367	152990	2492	5934.
2008	301350	150853	2741	58.36
2009	411928	211290	3125	100.86
2010	400359	255659	3682	100.98
2011	941198	49237	5552	136.3
2012	893825	625639	5426	124.14
2013	284022	871182	1324	113.15
2014	898315	743852	1270	92
2015	456179	579640	1054	730.56
2016	426788	917542	9582	649.48
2017	386879	631420	9729	580.54
2018	232681	376806	-----	510.12

المصدر: الجدول من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2018).



المصدر: الشكل من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2018).

الشكل 1. حركة مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2018).

#### 4.2 الدراسات السابقة

يلاحظ عند مراجعة الدراسات السابقة عن الاسواق المالية وأدائها وتأثيرها بالعوامل الاقتصادية المختلفة في العديد من الدول ولفترات زمنية متباينة وباستخدام أساليب احصائية وقياسية متنوعة، ولحد الان كانت النتائج غير حاسمة إلا أن الكثير من هذه الدراسات توصلت الى وجود صلة بين مؤشرات السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، ولذلك جاءت هذا البحث لتقليل الفجوة التي مازالت موجودة

العلاقة السلبية طويلة الاجل مع سعر الصرف والاحتياطات الاجنبية وأسعار الذهب ومعدل الفائدة مع عدم معنوية الاستثار الاجنبي المباشر والناج الصناعي والاستيراد والتصدير مع عائد الاسهم (Umer, 2016).

بينما توصلت دراسة اخرى باستخدام نظرية التسعير بالمراجحة الى أن عرض النقد ومعدل التضخم تؤثر على عائد الاسهم في كينيا ويعتبر كمحددات معنوية للمدة (2003-2013)، بينما جاءت تأثير سعر الصرف سلبى على عائد الاسهم ومعدل الفائدة لم يكن ذو أهمية في التأثير (Ouma, 2014). بينما لوحظ العلاقة السلبية بين كل من عرض النقد ومعدل الفائدة ومعدل التضخم مع المؤشر العام لسوق الاسهم الماليزية (Asaad, 2017).

يتبين من استعراض الدراسات السابقة بأنه مازالت هناك فجوة بحثية في اختبار العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية والسوق المالي، وهذه الفجوة تتلخص في عدم وجود دراسات عديدة تركز على الدول النامية مثل العراق، وان وجدت فانها لم تدرس السوق المالي في العراق بشكل تطبيقي مع المتغيرات الاخرى، وقد يرجع ذلك الى عدم توفر بيانات لفترة زمنية بسبب حداثة هذا السوق.

هناك دراسات عديدة حول العلاقة والتأثير بين العوامل الاقتصادية الكلية والسوق المالي الا انه لحد الان لم يقدم دليل محدد متفق عليه حول اتجاه العلاقة بينهما، وهذا يعطي فرصة أمام الباحثين في التخصص لإجراء المزيد من الدراسات عن الموضوع، ولتحقيق ذلك جاءت هذا البحث لفحص الموضوع تطبيقياً لبعض المحددات الاقتصادية للسوق المالي في العراق. حيث يعتبر العراق بيئة البحث الحالية والتي تختلف عن الدراسات السابقة لكونها بيئة افتتحت على العالم لفترة لم يتجاوز العقدين من الزمن، وبالتالي فان نتائج هذا البحث ستكون مختلفاً باختلاف المنهجية والنطاق الزمني لها ومعرفة بعض الاسباب التي جعلت سوق العراق للاوراق المالية ضعيفة على الرغم من استخدامها للنظام الالكتروني وليست جاذبة على الاطلاق للاستثار، في حين تشابه البحث مع مثيلاتها في ربط السوق المالي ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية كمحددات لها.

### 3. الجانب التطبيقي للدراسة

إن تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية ممثلاً في أسعار النفط، النمو الاقتصادي، وسعر الصرف للدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي، نسبة تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر الى اجمالي الناتج المحلي وأسعار الفائدة على المؤشر العام لسوق

ان دراسة الموسوي واخرون (2018) قامت بتحليل دور عجز الموازنة الحكومية في التغيرات الحاصلة في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2016) باستخدام طريقة الانحدار الخطي البسيط، وأقرت نتائج البحث بوجود علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين المتغيرين والتي تدل على وجود امتداد للسوق المالي في العراق الى السياسة الاقتصادية المتبعة في البلد. بينما تناولت دراسة الدعي (2012) اثر السياسة النقدية على مؤشرات التداول لسوق نيويورك للاوراق المالية للمدة (1990-2010) باستخدام نموذج كويل للتخلف الزمني، وجاءت النتائج متطابقة مع منطق النظرية الاقتصادية بمعنوية العلاقة الطردية بين عرض النقود وسعر الفائدة مع مؤشرات السوق المالي، واقترح البحث امكانية استخدام السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات السوق المالي وبالتالي توجيه السياسة النقدية بالاتجاه الصحيح. فيما هدفت دراسة الحكيم ودلول (2016) الى مقارنة سوق العراق للاوراق المالية قبل وبعد استخدام نظام التداول الالكتروني للمدة (2005-2013)، والنتائج أوضحت بوجود تحسن واضح في تداول مؤشرات السوق، واقترح البحث بربط سوق العراق للاوراق المالية ببقية الاسواق العربية وخاصة المجاورة لتشجيع عملية تحويل الاموال وزيادة السيولة.

وهناك دراسة اخرى أجريت في فلسطين للبيانات الشهرية للفترة (2011-2017) وجدت بأن مؤشر أسعار المستهلك لقياس التضخم وسعر الصرف والناتج المحلي الاجمالي يؤثر سلبياً على السوق الفلسطيني بينما لم يجد أي تأثير لكل من مؤشر الانتاج الصناعي والميزان التجاري على السوق المالي (Jabarin, Nour & Atout, 2019).

أما دراسة Hahi, Ali & Jamil في العام (2015) ربطت بين بعض متغيرات الاقتصاد الكلي كمعدل التضخم، سعر الصرف ومعدل الفائدة ومؤشر سوق كراشي المالية لتمثيل لعائد سوق الاسهم للمدة كانون الثاني 2007 الى تشرين الاول 2012 باستخدام الانحدار الخطي المتعدد، وأوجدت النتائج بعدم معنوية التأثير للمتغيرات على عائد السوق والتي تشير الى ضعف العلاقة بين متغيرات البحث، وهذه النتائج جاءت متوافقة مع نتائج دراسة اخرى بكون معدل التضخم ومعدل الفائدة غير معنوية في سنغافورة (Khan, Khan & Rukh., 2012; Lee & Wang, 2012). ودراسة اخرى في باكستان للمدة (2005-2015) وجدت علاقة ايجابية طويلة الاجل بين مؤشر الاسهم مع معدل التضخم وعرض النقد وأسعار النفط، فيما كانت

$$\text{Estimation Equation: ISXI} = C(1)*OP + C(2)*EG + C(3)*ER + C(4)*FDI\_GDP + C(5)*IR + C(6) + e$$

حيث ان

$$\text{ISXI} = \text{المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية.}$$

$$\text{OP} = \text{معامل سعر النفط.}$$

$$\text{EG} = \text{معامل النمو الاقتصادي.}$$

$$\text{ER} = \text{معامل سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الامريكي.}$$

$$\text{FDI\_GDP} = \text{معامل نسبة الاستثمار الاجنبي المباشر الى اجمالي الناتج المحلي.}$$

$$\text{IR} = \text{معامل معدل الفائدة.}$$

$$C(6) = \text{ثابت المعادلة (قيمة المتغير التابع في حالة كون المتغيرات المستقلة مساوية للصفر).}$$

$$e = \text{المتغير العشوائي}$$

يوضح الجدول (3) بيانات السلسلة الزمنية السنوية للمتغيرات المستقلة والمتغير المعتمد في جمهورية العراق، حيث قبل البدء باستخدام التحليل لغرض اختبار الفرضيات تم القيام ببعض الاختبارات للتعرف على طبيعة البيانات كعرض البيانات في رسومات بيانية والتي تشمل (14) مشاهدة لمعرفة حركة المتغيرات كما في الشكل (2).

جدول 3

مشاهدات متغيرات البحث للفترة (2005-2018)

Year	ISXI	OP	EG	ER	FDI_GDP	IR
2005	45.64	54.57	4.40	1472	1.03	6.56
2006	25.29	65.16	10.16	1467.42	0.59	6.62
2007	34.59	72.44	1.38	1254.57	1.09	10.43
2008	58.36	96.94	8.23	1193.08	1.41	10.54
2009	100.86	61.74	3.38	1170	1.43	7.82
2010	100.98	79.61	6.4	1170	1.01	6.1
2011	136.3	111.26	7.55	1170	1.12	6
2012	124.14	111.63	13.94	1166.17	1.56	6
2013	113.15	108.56	7.6	1166	-1	6
2014	92	98.97	0.7	1166	-4.34	6
2015	730.56	52.32	2.48	1167.33	-4.27	6
2016	649.48	43.64	13.57	1182	-3.68	6
2017	580.54	54.13	-1.67	1184	-2.61	4
2018	510.12	64.9	0.63	1182.75	-2.16	4

المصدر: الجدول من اعداد الباحثة بالاعتماد على

The Global Economy, Business and Economic Database, <https://www.theglobal economy.com/>

Central Bank of Iraq. (2011). Annual Report 2004-2019, Statistics and Research Department, Iraq. Available at <http://www.cbi.iq>

UNCTAD. World Investment Report Series, 2004-2019. United Nations Conference on Trade and Development <http://unctad.org/en/Pages/Publication/>

WorldInvestmentReports(1991-2009).aspx.

العراق للاوراق المالية للفترة الممتدة (2005-2018) هي الهدف الاساسي لهذا البحث، ويتضمن هذا البحث التوصيف الاحصائي لبيانات البحث مع تحليل النتائج، حيث يعتبر المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية المتغير المعتمد بينا يمثل متغيرات الاقتصاد الكلي المتغيرات المستقلة لهذا البحث، بعد أن تم تناول الجانب النظري والدراسات السابقة في المبحث الاول.

### 1.3 مصادر البيانات

إن سوق العراق للاوراق المالية يمثل عينة لمجتمع دول الشرق الاوسط للخلفية التي اكتسبتها العراق بعد افتتاحها الاقتصادي على العالم وخاصة بعد نيسان (2003)، حيث عاش العراق حالة من الانفتاح الواسع وظهور السوق العراقي كمنافس للدول العربية بشكل عام ودول الجوار بشكل خاص ولاسيما بعد التطورات الحاصلة في سوق العراق للاوراق المالية والتذبذب المستمر في حركة تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر والنمو الاقتصادي وغيرها من متغيرات الاقتصاد الكلي. إذ أن بيانات متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية تم جمعها من المصادر الاولية مختلفة ومن المصادر الثانوية كالتقارير والنشرات السنوية المحلية والدولية الصادرة من الجهات العربية الاجنبية لمتغيرات البحث للفترة (2005-2018)، وكما هي موضح في الجدول (2).

جدول 2

مصادر البيانات لمتغيرات البحث

نوع المتغير	المصدر
المتغير المعتمد	المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية
المتغير المستقل	التقارير السنوية لسوق العراق للاوراق المالية للفترة (2004-2018)
المتغير المستقل	متغيرات الاقتصاد الكلي للدراسة
	البنك المركزي العراقي ، قاعدة بيانات البنك الدولي، صندوق النقد الدولي

### 2.3 توصيف النموذج

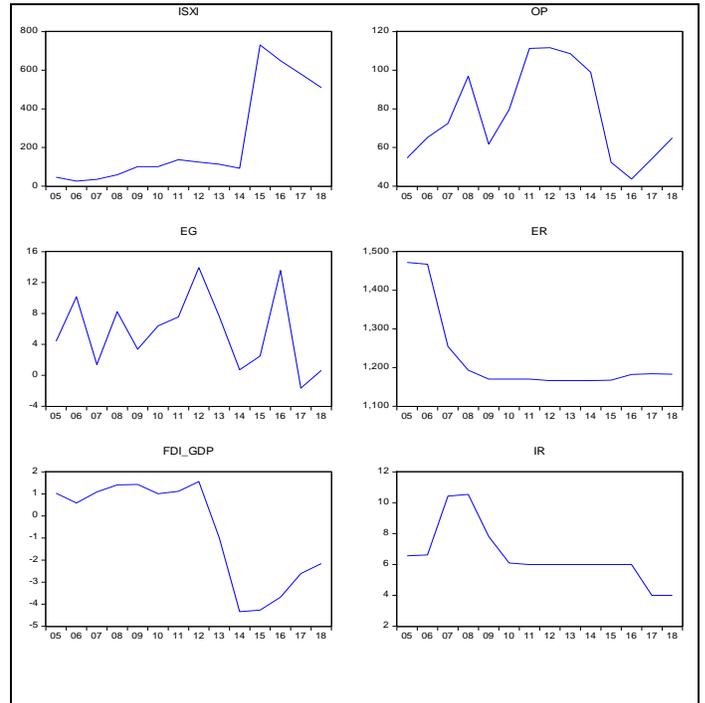
إن هذا البحث ركز على تأثير خمسة متغيرات مستقلة متمثلة في متغيرات الاقتصاد الكلي كسعر النفط، النمو الاقتصادي، سعر الصرف، نسبة الاستثمار الاجنبي المباشر الى اجمالي الناتج المحلي ومعدل الفائدة على المتغير المعتمد المتمثل في المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية باستخدام طريقة المربعات الصغرى ( Ordinary Least Square)، ويأتي استخدام هذا النموذج نتيجة عدم توفر بيانات سلسلة زمنية طويلة عن السوق المالي في العراق لكونها تأسس حديثاً.

البحث في العام (2018) وكان أدنى مستوى لأسعار النفط في العام (2016) عندما بلغت (43.64) دولار للبرميل. إن التغير في الناتج المحلي الاجمالي في العراق قد كان متذبذباً خلال فترة البحث وكان أدنى قيمة في العام (2017) وكان قد سجل أعلى قيمة لها في العام (2012) مقارنة مع الاعوام السابقة، وكان متوسط النمو السنوي في العراق من العام (2005) الى العام (2018) كان بمعدل (4.5%).

إن تغير العملة العراقية بعد (2003) جاءت نتيجة توجه النظام الجديد الى اقتصاد السوق، حيث كان سعر الصرف للدينار العراقي في العام (2005) بلغت (1472) مقابل دولار واحد، ومن ثم بدأت ارتفاع في سعر الصرف مقارنة مع السنة السابقة، واستمرت هذه الارتفاع الى نهاية (2018) والتي تميزت خلال فترة البحث ولا سيما بعد العام (2009) بنوع من الاستقرار والثبات في سعر الصرف والتي قد يرجع لربما لتدخل البنك المركزي في مزايدات العملة. إن نسبة تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر الى الناتج المحلي الاجمالي في العراق للفترة (2018-2005) هي لم تصل الى (2%) وهي نسبة قليلة جداً، في حين يكون هذه النسبة يتجاوز (10) في دول نامية صغيرة جداً، وحتى وقد وصلت هذه النسبة في العراق الى معدلات سلبية في السنوات الاخيرة من البحث.

اما فيما يتعلق بمعدل الفائدة في العراق للعام (2004) بلغ (6.56%) ثم شهد ارتفاعات مستمرة الى العام (2009)، ومن ثم بدأت بالتوجه نحو الاستقرار والثبات الى العام (2016) والتي بدأت بالانخفاض الى أربعة بالمئة فقط خلال السنتين الاخيرتين لفترة البحث. ويستنتج من التوصيف السابق لمتغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية بوجود تذبذب نحو الصعود والهبوط خلال فترة البحث، وهذا قد يرجع الى عوامل عديدة منها على سبيل المثال لا الحصر نتيجة توجه العراق الى اقتصاد السوق وتحديد الاسعار حسب قوانين العرض والطلب.

إن الجدول (4) يقدم توصيفاً لخصائص متغيرات البحث والتي تتضمن المتوسط، الانحراف المعياري، الحد الاعلى والحد الادنى، معامل الالتواء ومعامل التفلطح ومع اختبارات احصائية جاك بيرا لمعرفة احتمالية التوزيع الطبيعي لبيانات البحث، حيث تبين بان بيانات البحث كلها تتبع التوزيع الطبيعي نتيجة لعدم معنوية القيمة، وهذا يعني بعدم وجود اي عشوائية في البيانات، حيث ان متوسط المؤشر العام لسوق



المصدر: الشكل من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview8.

شكل 2. حركة متغيرات البحث للفترة (2005-2018)

ان المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية للفترة (2005-2018) موضح في الجدول (3) والشكل (2) بأن هذا المؤشر للعام (2005) بلغت (45) نقطة بعد ان تغير النظام الاقتصادي الى اقتصاد السوق وبدأت باستقبال الاستثمارات الاجنبية المباشرة وتم تحويل سوق بغداد الى سوق العراق للاوراق المالية وقد ازداد المؤشر العام ليسجل (730) نقطة في العام (2015) اي بمعدلات مرتفعة جدا معارئة مع بداية سوق العراق للاوراق المالية. وكانت تطور هذا السوق من خلال ارتفاع مؤشرات الرئيسية والقطاعية نتيجة وجود تغيرات جذرية في سياسة السوق سواء بالسماح بدخول المستثمرين الاجانب في عمليات البيع والشراء للاسهم وازدياد عدد الشركات المدرجة وزيادة عدد الاسهم ورأسها، بينما كانت هذه الاستثمارات متوقفة لأكثر من عقدين نتيجة الحروب والحصار وعقيدة نظام الحكم السابق لاعتبار الاستثمار الاجنبي تدخل واضح في استقلالية القرارات وسياسة الدولة العراقية.

إن العراق كدولة مصدرة للنفط قد استفادت من العام (2011) عندما وصلت أسعار النفط الى مستويات قياسية بحيث تجاوزت المئة دولار للبرميل الواحد كما هي موضح في الجدول (3) والشكل (2) خلال فترة البحث، أي بزيادة بلغت الضعف مقارنة مع العام (2005) حيث كانت (54.57) دولار للبرميل، واستمرت هذه الزيادات الى العام (2014) والتي بدأت مسارها نحو الانخفاض الى نهاية فترة

جدول 4

التوصيف الاحصائي لمتغيرات البحث للفترة (2005-2018)

	ISXI	OP	EG	ER	FDI_GDP	IR
Mean	235.8579	76.84786	5.625000	1222.237	-0.630000	6.576429
Median	107.0650	68.80000	5.400000	1176.000	0.800000	6.000000
Maximum	730.5600	111.6300	13.94000	1472.000	1.560000	10.54000
Minimum	25.29000	43.64000	-1.670000	1166.000	-4.340000	4.000000
Std. Dev.	256.7454	24.08987	4.841295	107.3104	2.301675	1.913618
Skewness	0.996780	0.300844	0.316290	1.874715	-0.589698	0.979153
Kurtosis	2.219441	1.589544	2.074402	4.732470	1.670371	3.450536
Jarque-Bera	2.673739	1.371659	0.733186	9.951476	1.842685	2.355469
Probability	0.262667	0.503672	0.693092	210.6903	0.397984	0.307976
Sum	3302.010	1075.870	78.75000	17111.32	-8.820000	92.07000
Sum Sq.	856936.3	7544.181	304.6958	149701.7	68.87020	47.60512
Dev.						

Observations 14 14 14 14 14 14

المصدر: الجدول من اعداد الباحثة بالاعتداد على مخرجات برنامج Eview8.

العراق للاوراق المالية (235.8579) و بانحراف معياري (256.7454)، ومتوسط أسعار النفط (76.84786) و بانحراف معياري (24.08987)، ومتوسط النمو الاقتصادي (5.625) و بانحراف معياري (4.841295)، وان متوسط سعر الصرف الدينار العراقي (1222.237) و بانحراف معياري (107.3104)، ومتوسط نسبة الاستثمار الاجنبي المباشر الى الناتج المحلي الاجمالي هو (-0.63) و بانحراف معياري (2.301675)، ومتوسط سعر الفائدة (6.576429) و بانحراف معياري (20.61796)، ومتوسط معدل الفائدة (7.758750) و بانحراف معياري (1.913618). يستنتج من البيانات وسلوكها بان الانحراف المعياري يشير الى وجود تغيرات وتحركات أكبر لكل المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية وسعر الصرف للدينار العراقي مقابل الدولار الامريكي وأسعار النفط الدولية وقيم (6256.7454) و (107.3104) و (24.08987) على التوالي مقارنة مع كل من النمو الاقتصادي ونسبة الاستثمار الاجنبي المباشر الى اجمالي الناتج المحلي ومعدل الفائدة وقيم (4.841295) و (2.301675) و (1.913618)، وبالتالي يلاحظ بان معدل الفائدة هو الأقل تذبذباً مقارنة مع المتغيرات الاخرى بينما المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية الأكثر تذبذباً مقارنة مع متغيرات البحث.

### 3.3 تقدير النموذج

إن المعادلة (1) يوضح اثر متغيرات الاقتصاد الكلي الخمسة والمتمثلة في (سعر النفط،

النمو الاقتصادي، سعر الصرف، نسبة الاستثمار الاجنبي المباشر الى اجمالي الناتج المحلي ومعدل الفائدة) في المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية كمتغير معتمد في البحث للفترة الممتدة (2005-2018)، ويعرض الجدول (5) تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في كل من معدل التضخم، معدل الفائدة وسعر الصرف للدينار العراقي مقابل الدولار الامريكي في المتغير المعتمد المتمثل في سوق العراق للاوراق المالية.

جدول 5

تحليل الانحدار لمتغيرات البحث للفترة (2005-2018)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OP	-6.479063	1.831983	-3.536639	0.0077
EG	8.943304	7.824023	1.143057	0.2861
ER	-1.051299	0.397628	-2.643924	0.0295
FDI_GDP	-38.03557	21.26494	-1.788652	0.1115
IR	-30.75941	21.39334	-1.437803	0.1884
C	2146.715	599.3092	3.581983	0.0072
R-squared	0.851282	Mean dependent var	235.8579	
Adjusted R-squared	0.758333	S.D. dependent var	256.7454	
S.E. of regression	126.2152	Akaike info criterion	12.81138	
Sum squared resid	127442.2	Schwarz criterion	13.08526	
Log likelihood	-83.67966	Hannan-Quinn criter.	12.78603	
F-statistic	9.158590	Durbin-Watson stat	2.452402	
Prob(F-statistic)	0.003651			

المصدر: الجدول من اعداد الباحثة بالاعتداد على مخرجات برنامج Eview8.

$$ISXI = -6.47906297453 * OP + 8.9433044205 * EG - 1.05129913517 * ER - 38.035570679 * FDI\_GDP - 30.7594108665 * IR + 2146.715385861 \dots\dots 1$$

إن الجدول (5) يوضح معامل التحديد في التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية الى سعر النفط، النمو الاقتصادي، سعر الصرف، نسبة الاستثمار الاجنبي المباشر الى اجمالي الناتج المحلي ومعدل الفائدة بنسبة (85%)، بينما النسبة المتبقية يعود الى متغيرات أخرى لم يدخل في نموذج البحث. وكان اختبار النموذج معنوياً من خلال اختبار (F)، في حين كان سعر النفط ذو علاقة سلبية معنوية وجاءت العلاقة الايجابية غير المعنوية للنمو الاقتصادي مع المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية بشكل متطابق مع نتائج دراسة (Umer, 2016). بينما

(VIF) أقل من قيمة (2) ويعني بعدم وجود التعدد الخطي وبالتالي عدم وجود الارتباط بين المتغيرات المستقلة، وفي الأخير نتائج اختبار احصائية رامسي تؤكد بعدم وجود مشكلة ادخال متغيرات غير صحيحة اليها او مشكلة عدم تحويل البيانات كما في الجدول (9)، وتعتبر نتائج هذه الاختبارات مرغوبة نتيجة تحقيقها لافتراضات نموذج الانحدار المتعدد بالشكل الصحيح.

جدول 6

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

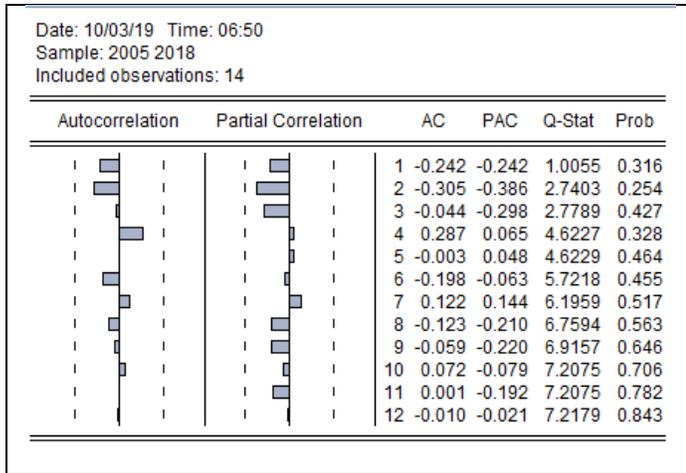
F-statistic 1.018646 Prob. F(2,6) 0.4160

Obs\*R-squared 3.548718 Prob. Chi-Square(2) 0.1696

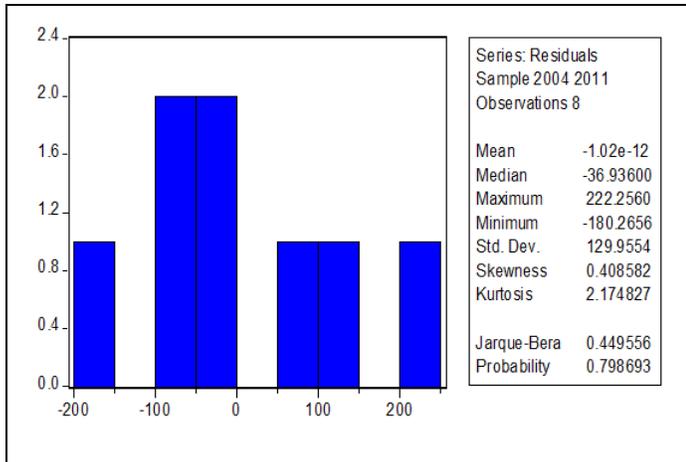
المصدر: الجدول من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview8.

جدول 7

Correlogram of Residuals Test



المصدر: الجدول من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview8.



المصدر: الشكل من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview8.

شكل 3. Histogram- Normaily test

كانت نتائج البحث هي سلبية ومعنوية سعر الصرف مع مؤشر السوق المالي والتي تتطابق مع النظرية الاقتصادية وبعض الدراسات السابقة في أن الارتفاع في سعر الصرف يؤدي الى انخفاض المؤشر العام للاوراق المالية (Ouma, 2016) وبعكس ما توصلت اليه نتائج دراسات اخرى (حسن وصباح، 2018: المعموري والزبيدي، 2014).

بينما أظهرت نتائج البحث بعدم معنوية التأثير السلبي لنسبة الاستثمار الاجنبي المباشر الى اجمالي الناتج المحلي مع المؤشر العام للسوق المالي بشكل متطابق مع ما توصل اليه (Umer, 2016) وبعكس ما توصلت اليه دراسة (المرشدي، 2018). والبحث الحالي وجدت العلاقة السلبية غير معنوية لمعدل الفائدة مع المؤشر العام للسوق المالي في العراق والتي تتوافق مع نتائج دراسات (Asaad, 2017; Umer, ) (2016). وبشكل أو آخر جاءت متعارضة مع دراسات اخرى ( Illahi & et.al, ) (2016). وبشكل أو آخر جاءت متعارضة مع دراسات اخرى (Khan, et.al, Lee & Mang, 2012 & Ouma, 2016) (الدعي، 2012). (حسن وصباح، 2019).

بعد اختبار الانحدار المتعدد لمتغيرات البحث

أ. معامل التحديد ومعنوية النموذج: أن عملية تقييم النموذج كان من خلال اختبار معامل  $R^2$  والذي بلغ (85%)، ويشير ذلك الى أن التغيير في المؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية يرجع الى المتغيرات المستقلة معاً والمتمثلة في سعر النفط، النمو الاقتصادي، سعر الصرف، نسبة الاستثمار الاجنبي المباشر الى اجمالي الناتج المحلي ومعدل الفائدة، وأن النسبة المتبقية ترجع الى متغيرات اخرى (البواقي) التي لم تدخل في نموذج البحث. وأيضاً يوضح الجدول (5) بمعنوية النموذج أي أن جميع المتغيرات المستقلة معاً يفسر التأثير على المتغير المعتمد سوق العراق للاوراق المالية، وهذه الحالة مرغوبة.

ب. تحليل البواقي: إن الجدول (6) (7) يوضح بأن النموذج لا يواجه مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي باستخدام اختبار (Breusch-Godfrey Serial correlation LM) واختبار (Correlogram of Residuals Test)، بينما الشكل (3) يوضح بأن البواقي يتبع التوزيع الطبيعي وذلك باستخدام اختبار (Histogram- Normaily test) واختبار احصائية جاك بيرا، وان البواقي تتبع التوزيع الطبيعي وذلك لكون احتمالية احصائية جاك بيرا كان اقل من (5%)، في حين أن الجدول (8) يبين بأن قيم معامل التضخم

جدول 8

اختبار قيم معامل التضخم

Variance Inflation Factors

Date: 10/03/19 Time: 06:49

Sample: 2005 2018

Included observations: 14

Variable	Centered VIF
OP	1.589395
EG	1.170856
ER	1.485793
FDI_GDP	1.954953
IR	1.367690
C	NA

المصدر: الجدول من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview8.

جدول 9

اختبار رامسي

Ramsey RESET Test

Equation: EQ01

Specification: ISXI OP EG ER FDI\_GDP IR C

Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	3.388152	7	0.0116
F-statistic	11.47957	(1, 7)	0.0116
Likelihood ratio	13.59058	1	0.0002

المصدر: الجدول من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview8.

4. الاستنتاجات والمقترحات

بعد عرض نتائج البحث في المبحث الثاني، فان هذا المبحث يقدم مجموعة من الاستنتاجات والمقترحات وبالشكل الاتي:

1.4 الاستنتاجات

- تبين بأن هناك تطور كبير لسوق العراق للاوراق المالية خلال توصيف بيانات البحث للفترة (2005-2018)، فقط سجل المؤشر العام للسوق (730) و (510) نقطة في العام (2015) و (2018) على التوالي مقارنة مع المؤشر الذي سجل (45.64) نقطة في العام (2005).
- اظهرت نتائج الدراسة الحالية العلاقة العكسية المعنوية بين سعر النفط وسعر الصرف مع سوق العراق للاوراق المالية، وهذا تتفق مع الادبيات الاقتصادية، وعدم معنوية التأثير السلبي لتدفقات الاستثمار الاجنبي المباشرة،

بينما جاءت عدم معنوية العلاقة الايجابية بين النمو الاقتصادي والسوق المالي في العراق.

- اوضحت الدراسات السابقة وجود علاقة وأثر بشكل ايجابي أو سلبي لسعر الفائدة ونسبة تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر الى اجمالي الناتج المحلي في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، الا ان هذا البحث لم يثبت معنوية التأثير السلبي لسعر الفائدة ونسبة التدفقات للاستثمار الاجنبي الى الناتج المحلي على المؤشر العام للسوق العراقي.

- ان نموذج البحث حققت الفرضيات الاحصائية والقياسية المرغوبة من معنوية النموذج ومعامل التحديد وعدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي وثبات التباين والتوزيع الطبيعي للباقي.

2.4 المقترحات

- تحديث وتحسين سوق العراق للاوراق المالية وادخال الانظمة والتكنولوجيا الحديثة لغرض تفعيل دورها في الوساطة المالية بين وحدات العجز ووحدات الفائض وتحقيق كفاءة السوق المالي في اطار العولمة.
- أهمية تفعيل دور السياسة المالية والنقدية في العراق من خلال تحديث النظام الضريبي وتقليل الاعتماد على النفط كورد رئيسي لتمويل موازنة العراق، وأيضاً قيام الحكومة بتوفير المناخ المناسب لدعم وانشاء الشركات المساهمة لدعم الاقتصاد المحلي ووضع الخطط المناسبة لتخفيف عبء الديون الداخلية والخارجية.
- أهمية القيام بتفعيل قوانين الاستثمار وخاصة تجاه الاستثمار الاجنبي المباشر لجذب رؤوس الاموال الاجنبية من خلال توفير الاستقرار الامني والسياسي وتقليل الروتين والعمل على تقليل الفساد المالي والاداري والقضاء عليها في العراق.
- يقترح البحث بفتح فروع لسوق العراق في مدن اخرى مع تفعيل فرع السوق في مدينة أربيل عاصمة اقليم كردستان العراق.
- يقترح البحث باجراء دراسات مستقبلية بادخال متغيرات اقتصادية وغير اقتصادية اخرى من أجل تطوير نموذج البحث كمتغيرات سياسية،

- الديمقراطية، الفساد أو اجراء دراسة مقارنة بين فترة قبل وبعد تواجد داعش لكونها ترتبط بشكل مباشر بالاقتصاد العراقي.
- 5. المصادر**
1. باش ، عياد محمد علي والفريشي، محمد جاسم شهيد. (2017). أثر السياسة المالية في مؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2014). مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية. المجلد 9، العدد 2، ص 186-208.
  2. التقارير السنوية للبنك المركزي العراقي.
  3. قاعدة بيانات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي.
  4. التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2018).
  5. الحكيم، هشام طلعت ودلول، عياد عبدالحسين. (2016). نظام التداول الالكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية – دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 22، العدد 92، ص 251-264.
  6. صيوان، شهاب أحمد. (2016). مؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية. مجلة كلية العلوم الاقتصادية الجامعة. العدد 48، ص 395-408.
  7. المرشدي، حيدر جواد كاظم. (2018). أثر بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية في تشجيع الاستثمار الاجنبي المباشر (رؤية تحليلية)، المجلد 8، العدد 2، ص 183-195.
  8. المعموري، عامر عمران سليم والزيدي، سليم رشيد عبود. (2014). أثر تقلبات اسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الاسهم دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2011). مجلة الادارة والاقتصاد جامعة كربلاء. المجلد 3، العدد 12، ص 129-157.
  9. الموسوي، حيدر يونس واليساري، أحمد كاظم والجناي، حيدر عباس. (2018). اثر عجز الموازنة الحكومية في مؤشرات التداول في سوق الاوراق المالية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2005-2016). المجلة العراقية للعلوم الادارية. المجلد 14، العدد 57، ص 96-121.
  10. Asaad, Z. (2014). The Economic determinants of foreign direct investment inward to Iraq for period (2004-2011). *Journal of University of Duhok*, 17(1), 192-217.
  11. Asaad, Z. A. (2014A). Testing the bank sector at weak form efficiency in Iraq Stock Exchange for period (2004-2014): Empirical research. *Journal of Economic Sciences, College of Administration and Economic*, Basrah University, 10(37), 57-80.
  12. Asaad, Z., Marane, B. M., & Omer, A. (2015). Testing the efficiency of Iraq Stock Exchange for period (2010-2014): An empirical study. *Journal of University of Duhok*, University of Duhok, 17(1), 192-217.
  13. Asaad, Z. A. (2017). The Influence of the Financial and Real Output Indicators on Malaysian Stock Market. *International Cihan Journal of Social Science*, 1(1), 4-21.
  14. Central Bank of Iraq. (2011). Annual Report 2004-2019, Statistics and Research Department, Iraq. Available at <http://www.cbi.iq>
  15. Faure, A. (2013). Financial System: An introduction. 1st edition, Quoin Institute (Pty) limited.
16. Hassan, K. G., & Sabah, W. (2019). Measuring the impact of some macroeconomic variables on the stock price index in the Iraq Stock Exchange for the period (2006-2015). *Academic Journal of Nawroz University*, 8(4), 93-106.
  17. Ilahi, I., Ali, M., & Jamil, R. A. (2015). Impact of macroeconomic variables on stock market returns: A case of Karachi stock exchange, available at: Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2583401>.
  18. Jabarin, M., Nour, A., & Atout, S. (2019). Impact of Macroeconomic factors on the market index return at Palestinian stock market. 1-28.
  19. Kandir, Y. S. (2008). Macroeconomic variables, firm characteristics and stock returns: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 16, 35-45.
  20. Khan, Z., Khan, S., & Rukh, L. (2012). Impact of interest rate, exchange rate and Inflation. *International Journal of Economic*, 3(5), 142-155.
  21. Lee, Y. M., & Wang, K. M. (2012). Capital mobility and current account imbalance: nonlinear threshold vector auto-regression approach. *International Interactions*, 38(2), 182-217.
  22. Ouma, W. N. (2014). The impact of macroeconomic variables on stock market returns in Kenya. *International Journal of Business and Commerce*, 3(11), 1-31.
  23. Ross, S. A. (1976). The Arbitrage Theory of Capital Market Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13, 341-360.
  24. Sharpe, F. W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3): 425-442.
  25. The Global Economy, Business and Economic Database, <https://www.theglobaleconomy.com/>
  26. Umer, M. (2016). Macroeconomic variables impact on stock market performance in the short and long run: A Pakistan perspective. Research. *Journal of Finance and Accounting*, 7(11), 10-22.
  27. UNICTAD. World Investment Report Series, 2004-2019. United Nations Conference on Trade and Development [http://unctad.org/en/Pages/Publication/WorldInvestmentReports\(1991-2009\).aspx](http://unctad.org/en/Pages/Publication/WorldInvestmentReports(1991-2009).aspx).