تاريخ الإرسال (2016/11/20)، تاريخ قبول النشر (2017/01/07)

آثر التضخم على عوائد اسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية: تحليل نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة للمدة 2005-2015

أ.م.د أحمد حسين بتال [1,*]
أ. سراب عبدالكريم مطر [2]

[1] كلية الادارة والاقتصاد – جامعة الانبار.
[2] كلية الادارة والاقتصاد – جامعة الانبار.

* البريد الالكتروني للباحث المرسل:
E-mail address: ahmed.battall@gmail.com

الملخص:

هدفت الدراسة الى تحليل اثر التضخم على عوائد اسهم القطاعات المكونة لسوق العراق للاوراق المالية ووظفت الدراسة منهجية الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزعة Autoregressive distributed lag model في تحليل آثر التضخم على قطاعات سوق العراق للاوراق المالية باستخدام البيانات الشهرية للمدة 2005- 2015 .

ومن اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة : وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد كل من(قطاع المصارف، قطاع التامين، قطاع الاستثمار، القطاع السياحي والمؤشر العام للسوق) وكذلك هنالك تكامل مشترك وتوزان طويل الاجل بين التضخم وعوائد القطاعات للمدة (2005-2015)، ايضا اظهرت نتائج الاستجابة القصيرة وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد قطاعات (المصارف ، التأمين ، الاستثمار) والمؤشر العام للسوق. هذه النتائج تؤكد بان الاسهم لاتعد وسيلة تحوط ضد التضخم في الاجل الطويل في سوق العراق للاوراق المالية.

كلمات مفتاحية:
عوائد الاسهم ،التضخم ، تحليل ARDL ، السوق المالي العراقي.

The Impact of Inflation on Stock Returns in Iraqi Stock Market: An Autoregressive Distributed Lag Model Analysis for period (2005-2015)

Abstract

The study aimed to analyze the impact of inflation on stock returns in Iraqi stock Market, the study used the Autoregressive distributed lag model to determine of the relationship between inflation and stock returns in Iraqi stock Market, using monthly data covering the period from 2005 to 2015.

The results showed that inflation rate has a negative impact on stock returns (banking sector, insurance sector, investment sector, the tourism sector and the general index of the market).and there are a co-integration and long-run Relationships between inflation and stock returns for 2005-2015. Also the results showed that a short run inverse relationship between inflation and stock return for sectors (banks, insurance, investment) general index of the market. This results support that stocks does not hedges against inflation in long run in Iraq stock marked.

Keywords:

Stock Returns, Inflation, ARDL Analysis, Iraq Stock Exchange Market

1- المقدمة:

الاسواق المالية تتأثر بمختلف العوامل والأحداث من داخل السوق وخارجها ومن بين هذه العوامل ظاهرة التضخم التي تعد نقطة جدل وموضوع اهتمام كبير من لدن الكثير من المنظمات والهيئات المختصة، اذ تعتبر من المشاكل التي تواجهها اغلب اقتصادات البلدان في العالم ومن بينها الاقتصاد العراقي ، اذ يعاني الاقتصاد العراقي من مشكلة التضخم التي ظهرت نتيجة عوامل عديدة منها الحروب وتردي الوضع الامني وغياب الرؤيا الاقتصادية الواقعية في ادارة الاقتصاد العراقي خصوصا بعد التغير السياسي الذي حدث بعد عام 2003، وظاهرة التضخم احد أهم العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية بضمنها سوق العراق للاوراق المالية.

1-1 مشكلة الدراسة :

ان ارتفاع المستوى العام للاسعار يخلق حالة من اللايقين ويزيد من مخاطر الاستثمار في الاصول المالية ، اذ ان ارتفاع التضخم يؤدي الى ارتفاع المبيعات من الاسهم مما يدفع باسعار الاسهم في السوق المالية نحو الارتفاع لان الاستثمار في السهم هو حماية وتحوط من مخاطر انخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد اذ يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها وقد ينعكس الارتفاع غير المتوقع للتضخم سلبا على اسعار الاسهم وعليه يمكن صياغة الاشكالية الرئيسية وكالاتي :-

1- كيف يؤثر التضخم على عوائد اسهم القطاعات الاقتصادية في السوق المالية العراقي .

2- ان تقلبات المستوى العام للاسعار يدفع بعدم استقرار سوق العراق للاوراق المالية مما ينعكس في زيادة مخاطر الاستثمار في هذا السوق ويحد من تطوره ونموه.

1-2 اهمية الدراسة :

ان استقرار السوق المالية تعد المرآة العاكسة للنشاط الاقتصادي المالي والحقيقي، ومن العوامل المؤثرة على استقرار السوق المالي ظاهرة التضخم لذا تنبع اهمية الدراسة من خلال ما يأتي :-

1- دراسة وتحليل العلاقة النظرية بين التضخم وعوائد اسهم السوق المالي.

2- تحليل تطور مسارات ظاهرة التضخم خلال المدة 2005-2015 في العراق.

3- تقدير العلاقة القياسية بين التضخم وعوائد اسهم قطاعات السوق المالي العراقي للمدة 2005-2015 باستخدام منهجية توزيع الاخطاء المبطأ .

1-3 فرضية الدراسة :

تنطلق الدراسة من فرضية اساسية وهي :

(للتضخم آثار سلبية على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق للاوراق المالية خلال المدة 2005 - 2015)،

1-4 أهداف الدراسة :

تعمل هذه الدراسة الى بلوغ مجموعة من الاهداف يمكن تلخيصها في النقاط الاتية :-

1- دراسة النظريات الاقتصادية التي تفسر العلاقة بين التضخم وعوائد الاسهم .

2- تحليل تطورات قطاعات سوق العراق للاوراق المالية وعلاقته بالتضخم خلال المدة 2005-2015 .

3- قياس آثر التضخم على عوائد اسهم قطاعات سوق العراق للاوراق المالية خلال المدة 2005 - 2015 من خلال توظيف النماذج القياسية الحديثة .

1-5 منهجية الدراسة :

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في دراسة النظريات المفسرة للعلاقة بين التضخم وعوائد الاسهم، وكذلك اعتمدت المنهج القياسي الحديث من خلال توظيف منهجية الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزعة في تحليل آثر التضخم على قطاعات سوق العراق للاوراق المالية خلال المدة 2005- 2015 .

2- الاطار النظري والدراسات السابقة

2-1 التحليل الاقتصادي للعلاقة بين التضخم وعوائد الاسهم

تستخدم الاسهم كوسيلة تحوط تجاه التضخم لحماية المستثمرين من مخاطر انخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد وذلك بافتراض ان سعر السهم في السوق المالي يستجيب غالباً للظروف التضخمية فترتفع هي الاخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها كما اشار رزاق (2011م)، واظهرت نتائج دراسة الرفاعي(2009م) ان استجابة مؤشر عوائد الاسهم للتضخم يعتمد على مستوى التضخم السائد في الدولة وانه لا توجد علاقة قوية بين التضخم ومؤشر عوائد الاسهم في الدول ذات معدل التضخم المنخفض ولكن توجد علاقة قوية وايجابية

بين التضخم ومؤشر عوائد الاسهم في الدول ذات التضخم المرتفع، واشار ال طعمة (2007م) ان أراء الاقتصادي فيشر المتمثلة بأسعار الفائدة الاسمية والحقيقية الحجة التي استند إليها الاقتصاديون ضمن هذا الاتجاه إذ يعد فيشر أول من بحث العلاقة بين معدلات الفائدة والتضخم وتعد الأسهم وسيلة تحوط كاملة ضد مخاطر التضخم من خلال ارتفاع أسعار الأسهم الاسمية، فأن المستثمرين يعوضون بالكامل عن الزيادات التي تحصل في المستوى العام للأسعار وبذلك تبقى القيمة الحقيقة للأسهم دون تغيير في ظل وجود التضخم. ومن جانب اخر ظهرت اراء اقتصادية تبرر العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الاسهم، فقد قدم الاقتصادي فاما آلية مختلفة لتفسير العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم تتلخص بأن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية(النشاط الاقتصادي) في حين يرتبط النشاط الاقتصادي بعلاقة عكسية مع التضخم الأمر الذي يجعل من التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية أيضاً، واثبتت دراسة Giammarino (1999) أن الأسهم ليست الاداة المثالية للتحوط ضد التضخم وهذا الاستنتاج جاء من خلال دراسته في مجموعة من اسواق الأسهم على مدى فترات زمنية مختلفة في العديد من البلدان.

2-2 الدراسات السابقة : هنالك العديد من الدراسات العربية والاجنبية التي بحثت في العلاقة بين التضخم وعوائد الاسهم ومنها ما يلي :

1-دراسة(الرفاعي، 2009م)

سعت هذه الدراسة إلى تحديد مستوى معدل التضخم وأثره على أداء القطاع المالي في الأردن، واستخدمت الدراسة منهجية متجه تصحيح الخطأ لاختبار العلاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي من خلال مؤشرات السيولة التي تعكس تطور القطاع المالي الأردني، اما النتائج التي توصلت اليها هذه الدراسة ، ان للتضخم تأثير سلبي على أداء القطاع المالي من خلال مؤشرات القطاع المصرفي وسوق رأس المال، كما أظهرت النتائج عدم وجود علاقة معنوية لمستوى التضخم على أداء القطاع المالي.

2- دراسة(علي، 2013م)

هدفت هذه الدراسة الى بيان اثر التضخم على اداء سوق العراق للاوراق المالية من خلال طرح مشكلة مفادها ان التضخم يؤدي الى ضعف الثقة بالعملة المحلية تجاه العملات الاجنبية واقبال المستثمر الى مواجهة التقلبات في المستوى العام للاسعار من خلال شراء الاسهم مما يؤدي حدوث اختلال في اداء سوق العراق للاوراق المالية، المدة الزمنية التي تناولها البحث من كانون الثاني2005 الى ايلول2011، اظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة توازنية طويلة الاجل متبادلة بين التضخم ومؤشر سوق العراق للاوراق المالية، ويؤثر التضخم بشكل سلبي على اداء سوق العراق للاوراق المالية .

3- دراسة(Muhammad, 2007)

سعت هذه الدراسة الى تحديد شكل العلاقة بين التضخم واسعار الاسهم باستخدام منهجية توزيع الاخطاء المبطأ لفترة طويلة في باكستان، اذ غطت هذه الدراسة مدة زمنية امتدت من 1971 الى 2006 ، اوضحت النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان الاسهم تعد وسيلة تحوط ضد التضخم في المدى الطويل وليس في المدى القصير وكما تؤكد اختبارات السكون للمتغيرات في المدى الطويل خلال فترة العينة .

4- دراسة(Shukairi et al, 2012)

أقدمت هذه الدراسة الى تحديد شكل العلاقة بين التضخم واسعار الاسهم في الاردن، واستخدمت الدراسة بيانات سلاسل زمنية بين عامي(1998 و 2007) واستخدم نموذج تحليل الانحدار لتحديد ما إذا كان هناك علاقة عكسية بين التضخم وأسعار الأسهم، واظهرت النتائج ان ليس كل الشركات تعتبر الاسهم تحوط مثالي ضد التضخم، كما اظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط عكسية بين التضخم واسعار الاسهم في بعض اسهم الشركات، في حين ان بعض الشركات الاخرى اظهرت وجود علاقة طردية طفيفة بين تغيرات سعر السهم والتضخم.

5- دراسة (Eita, 2012)

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على شكل العلاقة بين التضخم وعوائد سوق الأسهم في جنوب أفريقيا واستخدمت الدراسة بيانات سلاسل زمنية ربع سنوية للمدة(1980 – 2008)، وأظهرت النتائج أن هناك علاقة طردية بين التضخم وعوائد سوق الأسهم في جنوب افريقيا، وأظهرت النتائج أيضاً وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وعوائد سوق الأسهم، والعلاقة الإيجابية بين التضخم وعوائد سوق

الأسهم تشير إلى أن الأسهم في جنوب أفريقيا تعد بمثابة تحوط ضد التضخم للمدة (1980 – 2008).

6- دراسة(Zhongqiang , 2014)

سعت هذه الدراسة الى معرفة العلاقة بين التضخم ودرجة تاثيره على سوق الاوراق المالية الصيني ومناقشة معدل التضخم وكيفية التأثير على سعر السهم، غطت الدراسة فترة زمنية امتدت من عام 2001 الى عام 2010، ومن اهم نتائج الدراسة ضعف علاقة الارتباط، الا انه لا يمكن تجاهلها لأن التضخم في الصين بدأ يأخذ تأثيره على سعر السهم من خلال تاثير التضخم على الاقتصاد الكلي لمجموعة من العوامل التي يمكن أن تؤثر على سوق الأوراق المالية.

7- دراسة(Ahmed and Igbinovia 2015)

هدفت هذه الدراسة الى تحديد ما إذا كان معدل التضخم لديه تأثير على عوائد الأسهم في السوق المالي النيجري، استخدمت هذه الدراسة سلسلة زمنية لبيانات شهرية وللمدة من 1995 الى 2010، اوضحت النتائج بأن معدل التضخم يؤثر عكسياً على عوائد الاسهم ولكن هذا التاثير يكون ضعيفا وغير معنوي، وبالتالي فإن التضخم لا يؤثر بشكل قوي على عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في نيجيريا.

وفيما يخص دراستنا فهي تعد الدراسة الاولى في العراق التي تحاول ايجاد شكل العلاقة بين التضخم وعوائد اسهم القطاعات الاقتصادية في سوق العراق للاوراق المالية خلال المدة (2005–2015) ، كما انها تختلف عن الدراسات السابقة في انها تبحث عن علاقة التضخم مع عوائد اسهم كل قطاع مكون للسوق المالي العراقي ، ايضا الدراسة تغطي البيانات الشهرية الممتدة من كانون الثاني عام 2005 ولغاية كانون الاول عام 2015 وهي سلسلة زمنية طويلة وكافية للحصول على نتائج قياسية ذات موثوقية عالية ، ايضا الدراسة توظف منهجية الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزعة في قياس العلاقة بين التضخم وعوائد اسهم قطاعات السوق المالي العراقي ، وهو اسلوب قياسي حديث نسبيا وهو يلائم طبيعة البيانات المتوفرة بسبب اختلاف درجات سكون السلاسل الزمنية المتوفرة .

3–تطور سوق العراق للاوراق المالية واتجاهات التضخم خلال المدة (2005–2015)

3–1 نشأة وتطور سوق العراق للاوراق المالية

تأسس سوق العراق للاوراق المالية بموجب القانون المرقم(24) لعام 1991 وكان يعرف بـ (سوق بغداد للاوراق المالية)، وقد تم ادراج(113) شركة مساهمة عراقية خلال المدة من عام 1992 – 2003 اذ أستقطب السوق معدلات تداول سنوية في اخر عام له تجاوزت سبعة عشر مليون دولار ونصف بقليل وأغلق سوق بغداد للاوراق المالية بقرار من مجلس ادارته بتأريخ 19 اذار2003(شندي، 2010م،ص 279).

بعدها صدر قانون سوق العراق للاوراق المالية بموجب القانون المرقم (74) في 18نيسان 2004 وافتتح السوق رسمياً في حزيران 2004 ، وأشار القانون (74) ان سوق العراق للاوراق المالية مؤسسة منظمة تنظيماً ذاتياً مستقل ادارياً ومالياً لا يستهدف الربح تعود ملكيته للاعضاء وتعاملاته مع الغير تجارية وهو خاضع لرقابة هيئة الاوراق المالية(التقرير السنوي لسوق العراق للاوراق المالية، 2015 ص 5) .وقد مر التداول والتعليمات والقواعد في سوق العراق للاوراق المالية بمرحلتين هما :-

1- مرحلة التداول اليدوي 2004- نيسان 2009

نضمت اول جلسة تداول بتأريخ 24 حزيران 2004 باليات التداول اليدوي الذي يقصد به تسجيل أوامر الشراء وأوامر البيع على لوحات بلاستيكية ويتم التداول على اسهم الشركات عندما يتطابق سعر الشراء مع سعر البيع وفقا للعرض والطلب ثم تجري عملية التسوية السهمية في اليوم التالي بموجب عقود التحويل ونقل الملكية في مركز الايداع يدوياً وتسدد اقيامها بموجب تقرير المقاصة والتسوية المالية بين الدائن والمدين ولم يكن المشتري قادر على بيع اسهمه الا بعد استلام شهادة الاسهم من الشركة خلال ستة ايام عمل(التقرير السنوي التاسع لسوق العراق للاوراق المالية، 2012م، ص 3).

2- مرحلة التداول الالكتروني منذ نيسان 2009

انتقل التداول في سوق العراق للاوراق المالية اعتباراً من جلسة يوم الاحد الموافق 19 نيسان 2009 الى التداول الالكتروني، واستبدلت اللوحات البلاستيكية بمحطات التداول الالكترونيى في مقر السوق وايضاً في 47 موقع لشركة وساطة خارج مبنى البورصة والتداول عبر شبكة WAN بالاضافة الى موقع هيئة الاوراق المالية الذي يتولى مراقبة التداول(التقرير السنوي العاشر لسوق العراق للاوراق المالية، 2013م،ص 5).

واصبح عدد الجلسات خمس جلسات اسبوعياً اعتباراً من 1 تشرين الثاني2009 وفقاً لنظام التداول الالكتروني واصبحت عملية نقل الملكية تتم لحظياً والتسويات المالية تتم بعد الجلسة مباشرة، اي ان التسوية المالية والسهمية تتم في نفس الوقت بعد ان كانت التسوية السهمية تتم بعد التسوية المالية بستة ايام على الاقل، الامر الذي انعكس على التطور وتغيير مؤشرات التداول ايجابياً منذ عام 2009(التقرير السنوي التاسع لسوق العراق للاوراق المالية، 2012).

2-3 تطور المؤشرات الاساسية لسوق العراق للاوراق المالية للمدة 2005-2015

يظهر الجدول(1) تطور المؤشرات الاساسية السنوية في سوق العراق للاوراق المالية للمدة(2005- 2015) والتي توضح الارتفاع المستمر من حيث عدد الاسهم المتداولة للمدة (2005 -2013) ثم الانخفاض التدريجي لعام 2014 حتى وصل(578.4) مليار سهم في عام 2015 نتيجة لتراجع مؤشرات الاقتصاد الكلية بسبب التراجع الحاد لاسعار النفط خلال عام 2014 ، اما اعلى عدد للعقود فقد سجل(136039) عقد لعام 2012 وادنى عدد للعقود في عام 2007 والتي بلغت(30885) عقد.

اما عدد الشركات المتداولة اسهمها فيوضح الجدول(1) ارتفاع عدد الشركات المتداولة سنوياً في السوق منذ العام 2005 ، اذ بلغ مجموع عدد الشركات المتداولة(80) شركة مساهمة لعام 2005 اصبح العدد (89) شركة عام 2008 وبمعدل تغير(11.2%)، ثم انخفاض الشركات المتداولة في السوق عام 2010 اذ اصبح عدد الشركات المتداولة في السوق(83) شركة ، اذ ان بعض الشركات لاتقوم بتقديم البيانات المالية الى هيئة الاوراق المالية او لعدم ممارسة البعض الاخر من الشركات نشاطها لمدة سنة كاملة مما يؤدي الى شطب ادراج هذه الشركات، في العام 2013 اصبح عدد الشركات المتداولة في السوق(69) شركة مساهمة اي انخفض عدد الشركات المتداولة في السوق بنسبة(16.8%)، اما في العام 2014 فقد ارتفع عدد الشركات بنسبة(1%) ثم انخفض عدد الشركات المتداولة في السوق الى(69) شركة مساهمة في العام 2015 .

وسجل اعلى عدد جلسات عام 2010 اذ بلغ(237) جلسة عقدت في سوق العراق للاوراق المالية وبمعدل خمسة جلسات اسبوعياً، وسجل العام 2006 ادنى عدد جلسات اذ بلغ(92) جلسة تداول وبمعدل جلسة كل اسبوع وكما يظهر في الجدول (1).

جدول(1)المؤشرات الاساسية لسوق العراق للاوراق المالية للمدة (2005- 2015)

السنة	عدد الاسهم المتداولة (مليار سهم)	عدد العقود	عدد الشركات المتداولة	عدد الشركات المدرجة	عدد الجلسات
2005	55.6	55062	80	85	94
2006	57.9	38627	84	93	92
2007	152.9	30885	85	94	119
2008	150.8	31108	89	94	139
2009	211.2	49339	89	91	152
2010	255.6	71722	83	85	237
2011	492.3	132574	83	87	232
2012	625.6	136039	80	84	230
2013	791.5	121165	69	72	231
2014	743.1	103547	70	73	227
2015	578.4	115461	69	74	233

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير سوق العراق للاوراق المالية للمدة 2005-2015

ويظهر الجدول(2) تطور مسارات مؤشر سوق العراق للاوراق المالية السنوي وحجم التداول ونسبة رسملة السوق الى الناتج المحلي الاجمالي والتي توضح مدى مشاركة السوق في الناتج المحلي الاجمالي، اما القيمة المتداولة في السوق فتمثل اعلى قيمة لها في عام 2013 اذ بلغت قيمة التداول(1.087.6) ترليون دينار وبمعدل نمو(21.7%) من حجم التداول اما ادنى قيمة تداول بلغت(146.8) مليار دينار في عام 2006 وبمعدل نمو(59.9- %) وهي تمثل معدل نمو سلبي لحجم التداول ، اما مؤشر العام لسوق العراق للاوراق المالية فقد حقق اعلى مستوى له عام 2011 وبلغ(136.03) نقطة وبمعدل نمو بلغ(34.7%) وادنى مستوى له في عام 2006 اذ بلغ(25.28) نقطة وبمعدل نمو سلبي بلغ (44.6 %) .

وبالنسبة للقيمة السوقية فيظهر من الجدول (2) ان اعلى قيمة سوقية بلغت(11.476) مليار دينار سجلت عام 2013 ، اما ادنى قيمة سوقية فهي(1.949) مليار دينار سجلت عام 2006، اما نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي ، يظهر الجدول (2) تذبذب هذه النسبة والتي تبين اعلى نسبة مشاركة في الناتج المحلي الاجمالي هو عام 2015 والتي بلغت (4.8%) وادنى نسبة مشاركة(1.4%) عام 2008 وهذا يدل على تدني مستوى مشاركة السوق في الناتج المحلي الاجمالي وتدني سيولة سوق العراق للاوراق المالية.

جدول(2) حجم التداول ونسبة رسملة السوق الى الناتج المحلي الاجمالي للمدة 2005– 2015

السنة	حجم التداول (مليار دينار)	معدل النمو السنوي%	مؤشر السوق (نقطة)	معدل النمو السنوي%	القيمة السوقية(مليار دينار)	الناتج المحلي الاجمالي * (ترليون دينار)	القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي %
2005	366.8		45.64		3.160	73.5	4.3
2006	146.8	−59.9	25.28	−44.6	1.949	95.5	2.0
2007	427.3	190.9	34.59	36.8	2.129	111.4	1.9
2008	301.3	29.5	58.36	68.7	2.283	157.0	1.4
2009	411.9	36.7	100.86	72.8	3.126	130.6	2.3
2010	400.3	−2.8	100.98	0.1	3.446	162.0	2.1
2011	941.1	135.1	136.03	34.7	4.930	217.3	2.2
2012	893.8	−5.0	125.02	−8.1	5.597	254.2	2.2
2013	1.087.6	21.7	113.15	−9.5	11.476	273.5	4.2
2014	887.3	−18.4	92.00	−18.7	9.546	258.9	3.6
2015	447.3	−49.6	73.05	−20.6	9.265	191.7	4.8

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير سوق العراق للاوراق المالية للمدة 2005–2015

النشرات السنوية للبنك المركزي العراقي، للمدة (2005–2015).

3–3 تطور عدد الاسهم المتداولة قطاعياً للمدة 2005–2015

يعتبر سعر السهم مؤشر احصائي يستخدم كمقياس لحركة السوق بأكمله وفي حالة ارتفاع هذا المؤشر يفترض ان السوق يكون مرتفعاً وعندما ينخفض فأن السوق ينخفض، وأهميته تبرز بشكل كبير من خلال استخدامه من قبل جميع الاطراف المتعاملة في السوق ويتم استخدامه في قياس الاتجاهات السوقية وحركة الاسعار ككل(شندي، 2013م، ص 167)، ادرج في سوق العراق للاوراق المالية سبعة قطاعات وهي قطاع المصارف، قطاع التامين، قطاع الاستثمار، قطاع الخدمات، قطاع الصناعة، قطاع الفنادق والسياحة ثم قطاع الزراعة.

يحتل القطاع المصرفي المرتبة الاولى من بين القطاعات الاقتصادية من حيث عدد الاسهم المتداولة ولمتوسط مدة الدراسة اذ يبلغ (331635) مليون سهم، انظر الجدول(3)، وفي المرتبة الثانية قطاع الصناعة ويبلغ(32006) مليون سهم وقطاع الخدمات في المرتبة الثالثة ويبلغ(5061) مليون سهم ثم قطاع الزراعة ويبلغ(1559) مليون سهم وقطاع الفنادق والسياحة ويبلغ(1491) مليون سهم وقطاع الاستثمار ويبلغ(1208) مليون سهم ثم في المرتبة السابعة قطاع التامين والذي بلغ(1176) مليون سهم .

جدول (3) عدد الاسهم المتداولة(مليون سهم) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة 2005– 2015

السنة	المصارف	التأمين	الاستثمار	الخدمات	الصناعة	السياحة	الزراعة
2005	42517	110	314	2311	10007	125	252
2006	43467	178	1009	2100	10355	129	734
2007	140802	122	1047	1647	8408	196	765
2008	133199	486	711	1115	13307	1060	972
2009	181933	792	4019	3890	17689	1687	1278
2010	190784	1613	1170	6159	53298	2277	356
2011	389159	3812	2783	9969	83799	1706	1140
2012	542328	1979	760	6709	63814	1642	8405
2013	737227	1111	1062	6918	41413	2553	1302
2014	707114	1344	16	6749	23794	3515	623
2015	539459	1398	398	8107	26185	1521	1332
المتوسط	**331635**	**1176**	**1208**	**5061**	**32006**	**1491**	**1559**
الاهمية النسبية للمتوسط %	**88.64**	**0.31**	**0.32**	**1.35**	**8.55**	**0.40**	**0.42**

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير سوق العراق للاوراق المالية للمدة 2005– 2015

3-3 تطور مسارات التضخم في الاقتصاد العراقي للمدة 2005 – 2015

لتحليل مسار التضخم الحاصل في الاقتصاد العراقي من خلال الرقم القياسي العام نستعين بالجدول(3) الذي يوضح المعدل الفصلي والسنوي للرقم القياسي العام على سنة الاساس لعام 2007، اذ سجل المعدل الفصلي الرابع للرقم القياسي مستوى بلغ(66.4) مرتفعا عن المعدل الفصلي الاول الذي سجل(57.1) بارتفاع نسبته(16.3%) ليسجل المعدل السنوي للرقم القياسي العام لاسعار المستهلك خلال عام 2005 مستوى بلغ(59.0) نقطة فيما بلغت نسبة التضخم(13.4%) خلال هذا العام ، وسجلت المعدلات الفصلية للرقم القياسي لعام 2006 ارتفاعا وعلى التوالي(79.2، 83.1، 95.4، 104.0) فيما بلغ المعدل السنوي للرقم القياسي العام لاسعار المستهلك 90.4 نقطة خلال عام 2006 مقابل 59.0 نقطة عام 2005 ، اما معدل التضخم السنوي فقد سجل في عام 2006 ارتفاعاً بلغت نسبته(53.2%)، وتؤكد المؤشرات التضخمية الشهرية ان ثمة فقرات قد اسهمت بشدة في تطور اتجاه التضخم الشهري ليرتفع وبشكل لافت للنظر ولشهر تموز وهي الايجارات بنسبة(41.7%)، الغذاء بنسبة(23.8%)، الوقود بنسبة(19.6%)، واخرى بنسبة(14.9%)، اما شهر اب فقد بلغت نسبة الايجارات الى(36.6%) والغذاء بنسبة(21.2%) والوقود بنسبة(27.4%) واخرى بنسبة(14.9%) (صالح، 2006م،ص1).

ومن العوامل التي ادت الى ارتفاع اسعار السلع الغذائية هي بسبب الاحوال الجوية غير المواتية لعامي 2006– 2007 في كثير من البلدن والتي كان لها التاثير الشديد على محصول القمح وبالتالي ارتفاع اسعاره عالمياً ، وكذلك قيود التصدير التي يفرضها مصدرو الاغذية بهدف زيادة امدادات الغذاء المحلية(الجابري، 2008م)، وهناك عوامل اخرى ادت الى زياده معدل التضخم وهو ارتفاع مستوى الانفاق الحكومي الاستثماري والجاري الذي ادى الى زيادة السيوله ثم زيادة الطلب المحلي وبالتالي زيادة الضغوط التضخمية، كما ان ارتفاع حجم الانفاق الخاص والمرتبط بمعدل نمو الكتله النقديه والائتمان ادى الى ارتفاع اسعار العقارات وايجار دور السكن الى مستويات عاليه مما ساهمت في ارتفاع معدلات التضخم في العراق(ياس، 2013م،ص61).

جدول(4) الرقم القياسي العام ومعدل التضخم للمدة 2005–2015 باعتماد سنة اساس (100=2007)

السنوات	المعدل الفصلي للرقم القياسي				المعدل العام للرقم القياسي	معدل التضخم %*
	الاول	الثاني	الثالث	الرابع		
2005	57.1	55.0	57.6	66.4	59.0	13.4
2006	79.2	83.1	95.4	104.0	90.4	53.2
2007	108.7	118.0	122.2	117.6	116.6	29.0
2008	121.2	119.2	119.6	125.8	121.4	4.1
2009	120.3	120.6	123.4	124.0	122.1	0.6
2010	123.5	123.1	125.4	128.1	125.1	2.5
2011	130.5	130.7	132.3	134.7	132.1	5.6
2012	138.9	140.2	140.8	140.5	140.1	6.1
2013	141.8	142.4	142.1	144.7	142.7	1.9
2014	146.1	144.8	145.5	147.4	145.9	2.2
2015	146.1	147.0	149.0	149.7	148.0	1.4

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على البيانات الشهرية(Central Bank of Iraq ، http://cbiraq.org)

من خلال أستخراج معدل الرقم القياسي العام لاسعار المستهلك تم احتساب معدل التضخم وفقا للمعادله الاتية :-

$$\text{* معدل التضخم} = \frac{\text{الرقم القياسي لاسعار المستهلك للسنة الحالية – الرقم القياسي لاسعار المستهلك للسنة السابقة}}{\text{الرقم القياسي لاسعار المستهلك للسنة السابقة}} \times 100$$

مصدر المعادلة: (جوارتيني واستروب، 1999: 214)

وسجل المعدل الفصلي للرقم القياسي ارتفاعا للفصول الثلاثة الاولى وعلى التوالي(108.7، 118.0، 122.2) لينخفض المعدل الفصلي الرابع مسجلا(117.6) وبذلك فقد سجل المعدل السنوي للرقم القياسي العام(116.6) نقطة خلال عام 2007 مقابل(90.4) نقطة عام 2006، اما معدل التضخم السنوي لعام 2007 فقد سجل(29.0%) منخفضاً عن العام السابق الذي سجل(53.2%) بأنخفاض نسبته(45.5%)، ويعود التراجع الحاصل في معدل التضخم الى نجاح السياسة النقدية التي اتبعها البنك المركزي والتي تمثلت في حركة السوق النقدية من خلال أرتفاع سعر صرف الدينار العراقي تجاه العملات الاجنبية وبشكل تدريجي عبر أستخدام أمثل من البنك لادارته النقدية المتمثلة بسعر صرف العملة المحلية وأسعار الفائدة(التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي العراقي، 2007م ،ص 9)، اما عام 2008 فقد سجل المعدل الفصلي للرقم القياسي ارتفاعا عن الفصول السابقة باستثناء الفصل الثالث الذي سجل انخفاضا عن العام السابق بنسبة(2.1%) ليسجل المعدل السنوي للرقم القياسي العام لأسعار المستهلك(121.4) نقطة خلال عام ٢٠٠٨، اما معدل التضخم فقد سجل(4.1%) مسجلا انخفاضا عن العام السابق بنسبة بلغت(85.9%).

وسجل المعدل الفصلي لعام 2009 ارتفاعا في الرقم القياسي العام اذ بلغ(120.3، 120.6، 123.4، 124.0) على التوالي وسجل المعدل السنوي للرقم القياسي العام لاسعار المستهلك(122.1) نقطة مسجلا ارتفاعاً عن العام السابق، وبلغ معدل التضخم السنوي لعام 2009 ما نسبته 0.6%، اذ عززت السياسة النقدية للبنك المركزي بوسائلها المتعددة نجاحها في خفض التضخم وتحسين الاستقرار النقدي(التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي العراقي، 2009م

،ص 35)، وسجل المعدل الفصلي ارتفاعا لجميع الفصول عن العام السابق ليرتفع الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك من(122.1) نقطة في عام 2009 إلى(125.1) نقطة في عام 2010 أي بتضخم نسبته(2.5%) اذ شهد عام 2010 تزايد الضغوط التضخمية في العديد من اقتصاديات دول العالم بعد ان عادت اسعار السلع الغذائية الى الارتفاع فقد ارتفع الرقم القياسي لاسعار المواد الغذائية في العديد من دول العالم بحسب ما أعلنته منظمة الأغذية والزراعة الدولية التابعة للأمم المتحدة(الفاو) في ظل الطلب المتزايد وانخفاض الانتاج العالمي وبما ان العراق يعتمد وبشكل كبير في سد قسم كبير من احتياجاته الاستهلاكية على الاستيراد فقد انعكس ذلك في ارتفاع أسعار المواد الغذائية واتضح ذلك في اتجاه أسعار استيرادات هذه المواد نحو الارتفاع(التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي العراقي، 2010م،ص 44).

اما على مستوى المجاميع السلعية الرئيسية الداخلة في احتساب الرقم القياسي العام للمستهلك(الايجارات)(المواد الغذائية)(سلع وخدمات متنوعة) فقد اتجهت اسعارها نحو الارتفاع وبالنسب(6.8%، 3.5%، 8.5%) على التوالي مقارنة بعام 2009 واهم اسباب هي ارتفاع اسعار المواد الغذائية في الاسواق العالمية كما ذكرنا سابقا وانعكاس تأثيراتها على اسعارها محليا، انخفاض عدد مواد البطاقة التموينية المجهزة للمواطنين مما دفع بالمستهلك للتوجه نحو السوق للحصول على هذه السلع باسعار مرتفعة ، ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك لدى الاسرة العراقية ، ازمة السكن وانعكاساتها السلبية على دخول المواطنين، وكذلك تراجع مساهمة النشاط الاقتصادي للقطاع الخاص في مختلف المجالات مما اسهم بدوره في ارتفاع نسبة البطالة والتضخم في الاقتصاد العراقي(تقرير الاقتصاد العراقي لوزارة التخطيط، 2011م).

وارتفعت المعدلات الفصلية لعام 2011 عن العام السابق ليرتفع بذلك الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك من 125.1 نقطة في عام 2010 إلى 132.1 نقطة في عام 2011 وتضخم نسبته(5.6 %)، وذلك لارتفاع الضغوط التضخمية المتأتية من اسعار السلع المستوردة من الخارج لاسيما اسعار المواد الغذائية والتي ينعكس تأثيرها على المستوى المحلي وبشكل مباشر على المستهلك وضغوط التضخم متأتية بالدرجة الاساس من مجموعة(السكن، المياه، الكهرباء، الغاز) وبالاخص من اسعار الكهرباء نتيجة للتسعيرة الجديدة له واسعار الايجار الناجمة عن زيادة الطلب على الدور المستأجرة(التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي العراقي، 2011م)، تليها الارتفاع في أسعار الأدوية في الأسواق والصيدليات، إضافة الى ارتفاع أجور الأطباء واجور المستشفيات الخاصة، وارتفاع أجور التعليم في المدارس والجامعات الأهلية (تقرير السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي، 2011م).

اما عام 2012 فقد سجلت المعدلات الفصلية ارتفاعا عن العام السابق اذ سجل المعدل الفصلي الاول ارتفاعا بنسبة بلغت(6.4%) وسجل المعدل الفصلي الثاني ارتفاعا بلغت نسبته(7.3%) وارتفعت نسبة المعدل الفصلي الثالث الى(6.4%) اما المعدل الفصلي الرابع فقد ارتفع عن المعدل الفصلي للعام السابق بنسبة بلغت(4.3%) ليرتفع الرقم القياسي العام لاسعار المستهلك من 132.1 نقطة في عام 2011 الى 140.1 نقطة في عام 2012 ، ويلاحظ من تحليل مؤشرات الرقم القياسي لاسعار المستهلك ارتفاع اغلب فقرات الرقم القياسي لهذا العام قياسا بعام 2011 اذ سجلت فقرة(السكن، المياه، الكهرباء، الغاز) اعلى نسبة ارتفاع اذ بلغت(9.0%) وسجلت كل من فقرة(الاتصال، النقل والترفيه والثقافة) انخفاضا بنسبة(4.7%، 2.1%، 1.1%) على التوالي(تقرير السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي، 2012م،ص 6)، ليسجل معدل التضخم عام 2012 ارتفاعا بلغت نسبته (6.1%).

شهد عام 2013 استقراراً واضحاً في المستوى العام للاسعار اذ سجلت المعدلات الفصلية ارتفاعا عن المعدلات الفصلية للعام السابق ليرتفع الرقم القياسي العام لاسعار المستهلك مسجلاً(142.7) نقطة مقابل(140.1) نقطة في عام 2012 وسجل معدل التضخم العام ما نسبته(1.9%) مقابل(6.1%) لعام 2012 وهو بذلك يحتل المرتبة الثانية بعد دولة الامارات العربية المتحدة ضمن مجموعة دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا من حيث معدل التضخم بحسب تقرير آفاق الاقتصاد العالمي 2013(التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي العراقي، 2013: 66)، وجاء هذا الارتفاع كمحصلة لتغيرات الارتفاع والانخفاض التي شهدتها المجاميع الرئيسية المكونة لسلة اسعار سلع وخدمات المستهلك حيث ارتفعت أسعار اغلب فقرات الرقم القياسي لهذا العام قياسا بعام 2012 باستثناء كل من فقرة(الاتصال، السلع

والخدمات المتنوعة، الترفيه والثقافة، النقل) حيث سجلت انخفاضا بنسبة(6.7%، 3.7%، 1.1%، 0.8%) على التوالي(تقرير السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي، 2013م).

اما عام 2014 فقد ارتفعت المعدلات الفصلية للرقم القياسي ليسجل الرقم القياسي العام لاسعار المستهلك ارتفاعا بلغ(145.9) نقطة مقابل(142.7) نقطة في عام 2013 محققا معدل تضخم نسبته (2.2%)، وقد اسهمت مجموعة من المتغيرات الدولية وعوامل داخلية في تحقيق معدلات تضخم تعتبر مقبولة ويمكن السيطرة عليه واستمرار تراجع تضخم أسعار الغذاء عالمياً لاغلب السلع بسبب هبوط أسعار النفط منذ النصف الثاني لعام 2014 والانتاج القياسي للمحاصيل الزراعية والذي بدوره ادى الى التخفيف من حدة الضغوط التضخمية لاسعار الغذاء ووفقاً لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي احتل الاقتصاد العراقي المرتبة الاولى من حيث الانخفاض في معدل التضخم بين مجموعة دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا ، ومن العوامل الداخلية التي اسهمت في الحد من الضغوط التضخمية هي استمرار الدعم الذي تقدمه الحكومة لاسعار مواد البطاقة التموينية وخدمات الكهرباء واسعار شراء المحاصيل الزراعية في المقابل فان الارتفاع الذي شهدته الارقام القياسية لاسعار السلع والخدمات كان نتيجة عوامل خارجية دافعة للتضخم يصعب السيطرة عليها، واخرى داخلية تمثلت بارتفاع التكاليف بما فيها الاجور وتكاليف المستلزمات السلعية والخدمية الداخلة في استيراد وتصنيع المواد المعروضة في السوق المحلية فضلا عن صعوبة الحصول عليها بسبب الاوضاع الامنية المتردية(تقرير السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي، 2014م).

اما عام 2015 فقد ارتفعت المعدلات الفصلية للرقم القياسي وعلى التوالي(146.1، 147.0، 149.0، 149.7) ويعزى هذا الارتفاع الى ارتفاع اغلب فقرات الرقم القياسي وبذلك ليرتفع الرقم القياسي العام لاسعار المستهلك من(145.9) نقطة عام 2014 الى(148.0) نقطة لعام 2015 ، وسجل معدل التضخم عام 2015 ما نسبته (1.4%) مقابل (2.2%) عام 2014 .

4-منهجية الدراسة وتوصيف النموذج القياسي

4-1 تحليل الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزعة

يمثل نموذج التكامل المشترك وفق منهجية الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزعة Autoregressive distributed lag model (ARDL) ، احد طرق الاقتصاد القياسي الحديثة والتي توظف لتحديد العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية والتي تكون درجة سكونها مختلفة ، قدم هذا النموذج وطور من قبل (Pesaran and Shin, 1995, 1998; Pesaran *et al.,* 2001). أسلوباً جديداً يعرف بأسلوب اختبار الحدود والذي لايشترط أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة نفسها ويستخدم هذا الأسلوب لإختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ، ونموذج(ARDL) يعد اكثر مرونة ومناسب للاستخدام حتى عندما تكون جميع المتغيرات عند مستوياتها الاصلية I(0) أو متكاملة من الدرجة الأولى(1)I أو خليط من الاثنين، ويمكن ان يوظف حتى عندما تكون العينات صغيرة، كما إن طريقة(ARDL) تتمتع بخصائص أفضل في حالة السلاسل الزمنية القصيرة مقارنة بالطرائق الأخرى (الجراح، 2011: 145)، والشرط الوحيد لتطبيق هذا الاختبار هو أن لا تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الثانية(2) I،(ادريوش وعبدالقادر،2013م). والشكل العام لمنهجية ARDL يكون وفق الاتي (Carter,2011 *et al*) :

اذ تمثل $x_t's$ فترات الابطاء للمتغير المستقل $y_t's$ فترات الابطاء للمتغير التابع

ولتطبيق اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية(ARDL) يستوجب القيام بالخطوات الاتية:

الخطوة الاولى :- يتمثل في اختيار فترة الإبطاء المثلى للفروق الأولى لقيم المتغيرات في أنموذج تصحيح الخطأ غير المقيد، وذلك باستعمال اختبارات مختلفة لتحديد هذه الفترة هي(شومان وحسن، 2013م):

- اختبار اكايك Akaike information criterion (AIC)
- اختبار هانان- كيونن Hannan-Quinn (HQ)
- اختبار شوارتز Schwarz information criterion (SC)

الخطوة الثانية :- يتمثل في تقدير انموذج متجه تصحيح الخطا بواسطة طريقة الـ (OLS).

الخطوة الثالثة :- تتمثل في اختبار المعنوية الاجمالية لمعاملات المتغيرات المبطأة بواسطة اختيار F (العفلوكي، 2016: 207).

الخطوة الرابعة :- يتم مقارنة قيمة (F) المحسوبة بقيمة (F) الجدولية ، وهناك قيمتين جدوليتين لإحصاء (F) لانه يمتلك توزيع غير قياسي، قيمة الحد الأدنى وتفترض أن كل المتغيرات مستقرة في قيمتها الأصلية وقيمة الحد الأعلى وتفترض أن المتغيرات مستقرة في الفروق الأولى لقيمها ويكون الاستنتاج وفق الحالات الاتية :

1- إذا كانت قيمة (F) المحسوبة اكبر من قيمة الحد الأعلى لقيمة (F) الجدولية فسوف يتم رفض الفرضية الصفرية مما يعني ذلك وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات .

2- إذا كانت قيمة (F) المحسوبة أقل من قيمة الحد الأدنى لقيمة (F) الجدولية فيتم قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات .

3- أما إذا كانت قيمة (F) المحسوبة تقع بين قيم الحدين الأدنى والأعلى لقيم (F) الجدولية فأن النتيجة عدم امكانية تحديد عما إذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات من عدمه(شومان وحسن، 2013: 190).

4 -2 توصيف النموذج القياسي وبيانات الدراسة .

لقياس العلاقة بين التضخم وعوائد السوق المالي، تستند هذه الدراسة الى النموذج الذي قدم من قبل Spyrou (2001) و Ahmed and Igbinovia (2015) ، المعادلة الاساسية لهذا النموذج كما يلي :

$$STKt = a + ßCPIt + \varepsilon t \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

اذ تمثل :

STKt : عائد السوق المالي او عائد القطاع المالي

CPIt : معدل التضخم

a ، ß ، معلمات العلاقة بين التضخم وعوائد السوق المالي ، اذا يمثل a الحد الثابت ، ß تمثل الميل او استجابة عائد السوق المالي لمعدلات التضخم .

من اجل تطبيق منهجية الدراسة القياسية تم جمع بيانات عن جميع قطاعات السوق المالي العراقي والبالغة سبعة قطاعات، كما في مؤشر الجدول(4) وبالاضافة الى العائد الاجمالي لمؤشر سوق العراق للاوراق المالية وللمدة من شهر كانون الثاني 2005 ولغاية شهر كانون الاول 2015 ، وبذلك تصبح لدينا سلسلة زمنية قدرها 132 مشاهدة، وهي كافية جدا عند تطبيق طرق الاقتصاد القياسي الحديثة ، الجدول الاتي يظهر رموز متغيرات الدراسة :

الجدول(5) متغيرات النموذج القياسي

الرمز	الدلالة
PR	معدل التضخم
INDEX	العائد العام للسوق المالي
BAN	عائد القطاع المصرفي
AGR	عائد القطاع الزراعي
INS	عائد قطاع التأمين
INV	عائد القطاع الاستثماري
SER	عائد القطاع الخدمي
IND	عائد القطاع الصناعي
TOU	عائد القطاع السياحي

المصدر : من عمل الباحثين

3-4 عينة الدراسة وطريقة حساب عوائد الاسهم

تغطي بيانات الدراسة السلسلة الشهرية للمدة من كانون الاول 2005 ولغاية كانون الثاني 2015 لعوائد قطاعات سوق العراق للاوراق المالية السبعة ، بالاضافة الى عائد المؤشر العام للسوق ، واعتمد في جمع البيانات الشهرية على التقارير السنوية الصادرة من سوق العراق للاوراق المالية للمدة (2005-2015) . اما معدلات التضخم الشهرية فقد تم استخراجها من خلال الرقم القياسي لاسعار المستهلك وباساس اسعار سنة 2007 ،واعتمد في جمع بيانات الرقم القياسي للاسعار على الموقع الاحصائي الرسمي للبنك المركزي العراقي (/http://cbiraq.org) . وتم حساب عوائد القطاعات لسوق العراق للاوراق المالية من خلال متوسط عوائد الاغلاق الشهرية لقطاعات السوق المالي بالاعتماد على الصيغة الاتية(بتال، 2008م ،ص 8) :

عائد السهم =((سعر االسهم في نهاية الفترة / سعر السهم في بداية الفترة) – 1)*100 (3)

والجدول (6) يعرض تطور متوسطات العوائد الشهرية لقطاعات السوق المالي العراقي ومعدلات التضخم للمدة (2005-2015) وكما يلي :

جدول (6) تطور متوسطات عوائد الاسهم الشهرية لقطاعات سوق العراقي المالي ومعدلات التضخم الشهرية للمدة(2005-2015)

السنوات		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
المصارف	mean	0.14	-7.90	0.78	-0.45	0.17	0.05	2.81	-2.48	-1.03	-2.31	-3.48
	SD	35.99	12.42	15.20	5.45	13.47	15.40	14.29	7.21	3.53	5.97	6.81
الصناعة	mean	4.94	-2.63	55.30	42.76	8.63	31.81	12.80	96.53	-5.55	0.45	2.37
	SD	64.01	27.70	137.26	97.73	67.92	85.76	73.65	275.64	18.60	9.04	13.03
الزراعة	mean	3.41	-0.43	22.65	23.08	8.15	12.34	3.70	-1.12	2.47	-2.27	-0.80
	SD	25.10	45.27	98.50	55.86	38.76	33.52	6.03	20.27	11.27	13.60	15.84
التامين	mean	5.75	-3.48	-0.98	4.41	3.75	1.84	3.56	-1.32	0.88	2.32	-5.30
	SD	21.42	24.05	32.88	20.18	14.76	11.67	40.02	8.33	4.10	23.22	13.65
الاستثمار	mean	5.32	-7.38	0.24	0.86	10.75	1.67	1.72	1.61	2.27	-3.57	1.23
	SD	24.90	21.52	23.53	11.09	36.34	36.33	24.09	21.06	12.99	15.24	16.27
الخدمات	mean	-1.01	-2.48	3.11	8.81	10.40	5.02	3.57	-1.46	2.83	1.88	-6.56
	SD	9.38	25.38	28.72	43.09	23.56	17.91	14.96	14.63	14.73	35.37	10.81
السياحة	mean	-3.25	-1.96	1.20	5.77	3.58	0.48	-1.16	-1.77	1.31	4.40	-4.23
	SD	19.80	36.28	30.28	39.76	16.06	6.17	5.54	9.38	13.39	28.51	11.02
المؤشر العام	mean	-1.29	-4.34	3.78	5.12	9.94	0.06	2.68	-0.68	-0.75	-1.48	-1.65
	SD	14.91	9.62	17.96	12.95	38.21	3.31	6.12	4.04	1.94	6.88	7.33
التضخم	mean	2.13	3.83	0.22	0.51	-0.16	0.27	0.48	0.31	0.23	0.13	0.19
	SD	5.33	7.41	5.94	2.51	1.54	0.81	0.80	1.42	0.79	0.91	0.59

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير سوق العراق للاوراق المالية للمدة 2005–2015

الموقع الاحصائي الرسمي للبنك المركزي العراقي، (http://cbiraq.org/).

ويظهر من الجدول (6) هناك تقلبات واضحة في متوسط عوائد الاسهم السنوية لقطاعات سوق العراق للاوراق المالية خلال المدة (2005–2015) ، فمثلا نجد ان قطاع المصارف حقق اعلى متوسط عائد في عام 2011 وبلغ (2.81–)،وايضا نفس القطاع حقق عائد سلبي عام 2006 وبلغ (7.9–) ، ونجد من الجدول (5) ان جميع القطاعات حققت متوسطات عوائد موجبة وسالبة خلال المدة (2005–2015) ، كما يظهر المؤشر العام للسوق ان اعلى متوسط عائد تحقق عام 2009 وبلغ (9.94) ، وسجل المؤشر اعلى متوسط عائد سلبي عام 2006 وبلغ(4.34–) .علاوة على ذلك نجد ان متوسطات التضخم كانت موجبة لجميع السنوات باستثناء عام 2009 .

5– نتائج الدراسة

5–1 اختبارات جذر الوحدة

يوظف اختبار السكون لتحديد درجة سكون السلاسل الزمنية الاقتصادية وهذا يساهم في تحديد اي الطرق القياسية الملائمة التي يمكن ان توظف لاختبار العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية، والاتي نتائج اختبار السكون لمتغيرات الدراسة وحسب اسلوب ديكي– فولر الموسع **Augmented Dickey-Fuller (ADF)** ، (Dickey and Fuller,1981) واختبار فليبس بارون-**Philips Perron(PP)**، (Phillips and Perron,1988) كما في الجدول(7).

(الجدول (7) اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند الفرق الاول

المتغيرات	الاختبار	حد ثابت	ثابت+ اتجاه عام	بدون	حالة السكون
Pr	ADF	-4.01	-2.694	2.459	غير ساكنة
	الاحتمالية	0.002	0.241	0.997	
	PP	-2.775	-1.919	1.935	غير ساكنة
	الاحتمالية	0.065	0.639	0.987	
Ban	ADF	-2.968	-3.587	-1.615	ساكنة
	الاحتمالية	0.041	0.035	0.100	
	PP	-2.954	-2.778	-2.991	ساكنة
	الاحتمالية	0.042	0.208	0.003	
Ins	ADF	-1.610	-2.714	-1.475	غير ساكنة
	الاحتمالية	0.474	0.233	0.131	
	PP	-2.641	-4.079	-1.534	غير ساكنة
	الاحتمالية	0.087	0.009	0.117	
Inv	ADF	-3.476	-3.711	-2.469	ساكنة
	الاحتمالية	0.010	0.025	0.014	
	PP	-3.541	-3.962	-2.503	ساكنة
	الاحتمالية	0.008	0.012	0.013	
Ser	ADF	-2.256	-2.420	-1.170	غير ساكنة
	الاحتمالية	0.188	0.368	0.220	
	PP	-1.941	-2.205	-0.870	غير ساكنة
	الاحتمالية	0.313	0.483	0.338	
Ind	ADF	-5.458	-7.710	-2.713	ساكنة
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.007	
	PP	-7.052	-7.712	-4.252	ساكنة
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000	
Tou	ADF	-11.322	-11.314	-6.278	ساكنة
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000	
	PP	-6.891	-6.064	-4.595	ساكنة
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000	
Agr	ADF	-1.339	-1.391	-0.445	غير ساكنة
	الاحتمالية	0.610	0.859	0.520	
	PP	-1.843	-2.005	-0.575	غير ساكنة
	الاحتمالية	0.359	0.593	0.467	
Index	ADF	-3.161	-3.590	-1.210	ساكنة
	الاحتمالية	0.025	0.035	0.207	
	PP	-2.442	-2.649	-1.138	غير ساكنة
	الاحتمالية	0.132	0.260	0.231	

المصدر: مخرجات برنامج الاقتصاد القياسي Eviwes الاصدار التاسع

نجد من الجدول (7) ان عوائد اسهم قطاعات (المصارف ، الاستثمار ، الصناعي ، السياحي) ساكنة عند المستوى الاصلي للبيانات حسب اختبارات جذر الوحدة ، بينما ان التضخم وعوائد كل من قطاعات (التأمين ، الخدمات ، الزراعي) والمؤشر العام للسوق غير ساكنة عند المستوى الاصلي للبيانات ، وتصبح ساكنة بعد اخذ الفرق الاولى لها كما يظهر الجدول (8) . لذلك لايمكن تطبيق طرق التكامل المشترك التقليدية مثل اختبار انجل– كرانجر او اختبار جوهانسن للتكامل المشترك ومنهجية متجه تصحيح الخطا، ويفضل في هذه الحالة استخدام منهجية نموذج الانحدار الذاتي للابطاء الموزع ARDL .

الجدول (8) اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند الفرق الاول

المتغيرات	الاختبارات	حد ثابت	ثابت+اتجاه عام	بدون
Pr	ADF	-15.197	-15.608	-3.979
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
	PP	-14.801	-15.729	-14.016
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
Ins	ADF	-10.505	-10.460	-10.470
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
	PP	-14.529	-14.457	-14.516
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
Ser	ADF	-11.405	-11.382	-11.449
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
	PP	-12.657	-12.894	-12.727
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
Agr	ADF	-11.193	-11.169	-11.233
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
	PP	-14.202	-14.145	-14.266
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
Index	ADF	-8.042	-8.014	-8.074
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000
	PP	-8.223	-8.195	-8.252
	الاحتمالية	0.000	0.000	0.000

المصدر: مخرجات برنامج الاقتصاد القياسي Eviwes الاصدار التاسع

5-2 التكامل المشترك وفق منهجية ARDL

يظهر المحلق نتائج التقدير الاولي لمنهجية ARDL للعلاقة بين التضخم وعوائد قطاع اسهم سوق العراق للاوراق المالية بالاضافة الى المؤشر العام كما في الملحق (1) و(2).

وبعد تحديد فترات الابطاء المثلى بناءً على نتائج المعادلات في الملحق (1) واختبارات فترات الابطاء المثلى في المحلق (2) يمكن تقدير معلمات الاجل القصير والطويل لمنهجية ARDL وكما يظهر في الجدول (9).

الجدول (9) نتائج تقدير معاملات القصيرة الاجل والطويلة الاجل لقطاعات سوق العراق للاوراق المالية

القطاع المصرفي	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	D(BAN(-1))	-0.029	0.082	-0.347	0.729
	D(BAN(-2))	-0.36	0.078	-4.615	0.000
	D(PR)	-0.01	0.008	-1.271	0.206
	CointEq(-1)	-0.2	0.065	-3.094	0.002
	Long Run Coefficients				
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	PR	-0.048	0.025	-1.922	0.057
	C	7.781	3.321	2.343	0.021
قطاع التامين	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	D(INS(-1))	0.052	0.091	0.574	0.567
	D(INS(-2))	-0.151	0.082	-1.833	0.069
	D(PR)	-0.037	0.011	-3.448	0.001
	D(PR(-1))	0.034	0.011	3.209	0.002
	CointEq(-1)	-0.346	0.077	-4.479	0.000
	Long Run Coefficients				
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	PR	-0.029	0.004	-7.387	0.000
	C	5.282	0.498	10.608	0.000
قطاع الاستثمار	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	D(PR)	-0.011	0.003	-3.69	0.000
	CointEq(-1)	-0.391	0.072	-5.459	0.000
	Long Run Coefficients				
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	PR	-0.028	0.005	-5.809	0.000
	C	4.828	0.603	8.009	0.000
قطاع الخدمات	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	D(PR)	0.006	0.007	0.862	0.39
	CointEq(-1)	-0.092	0.038	-2.403	0.018
	Long Run Coefficients				
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	PR	0.066	0.069	0.956	0.341
	C	0.025	8.611	0.003	0.998
القطاع الصناعي	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	D(IND(-1))	-0.327	0.114	-2.864	0.005
	D(IND(-2))	-0.256	0.102	-2.504	0.014
	D(IND(-3))	-0.249	0.083	-2.983	0.003
	D(PR)	-0.008	0.011	-0.727	0.469
	CointEq(-1)	-0.402	0.116	-3.478	0.001
	Long Run Coefficients				
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

	PR	-0.02	0.025	-0.826	0.41
	C	5.91	3.189	1.854	0.066
القطاع السياحي	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	D(TOU(-1))	-0.146	0.061	-2.377	0.019
	D(TOU(-2))	-0.16	0.061	-2.639	0.009
	D(PR)	0.099	0.141	0.699	0.486
	CointEq(-1)	-0.491	0.044	-11.038	0.000
	Long Run Coefficients				
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	PR	-0.25	0.048	-5.241	0.000
	C	54.936	6.201	8.86	0.000
القطاع الزراعي	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	D(AGR(-1))	-0.171	0.087	-1.956	0.053
	D(AGR(-2))	-0.236	0.086	-2.736	0.007
	D(PR)	0.002	0.004	0.649	0.517
	CointEq(-1)	-0.05	0.034	-1.478	0.142
	Long Run Coefficients				
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	PR	0.047	0.062	0.759	0.45
	C	-0.918	7.875	-0.117	0.907
المؤشر العام	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	D(INDEX(-1))	0.28	0.083	3.368	0.001
	D(INDEX(-2))	0.252	0.085	2.96	0.004
	D(PR)	-0.596	0.399	-1.493	0.138
	D(PR(-1))	-0.199	0.466	-0.428	0.669
	D(PR(-2))	0.123	0.457	0.269	0.789
	D(PR(-3))	-0.851	0.386	-2.205	0.029
	CointEq(-1)	-0.125	0.029	-4.272	0.000
	Long Run Coefficients				
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	PR	0.407	0.448	0.907	0.366
	C	58.558	59.516	0.984	0.327

المصدر: مخرجات برنامج الاقتصاد القياسي Eviwes الاصدار التاسع

- **القطاع المصرفي**

تشير نتائج الجدول (9) الى وجود تكامل طويل الاجل بين التضخم وعوائد القطاع المصرفي، لان معلمة تصحيح الخطا(-0.20) سالبة ومعنوية عند مستوى احتمال اقل (0.05)، وتبين معلمة تصحيح الخطا ان اختلال التوازن يتم تصحيحه خلال ستة ايام لان (0.2*30=6)، كما تشير معلمات الاجل الطويل الى وجود تاثير عكسي بين التضخم وعوائد القطاع المصرفي عند مستوى احتمال(0.01)، اذاً ان زيادة التضخم بمقدار نقطة مئوية يؤدي الى انخفاض عوائد السوق بمقدار(0.05) نقطة تقريبا، وبذلك فان العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد القطاع المصرفي في الاجل الطويل لايمكن ان تمثل تحوط تجاه ارتفاع معدلات التضخم ومخاطر انخفاض القيمة الحقيقية للدخل، وكما تشير اليه بعض الدراسات الاقتصادية

بأن العلاقة السلبية هي علاقة ليست مباشرة ولكن يؤثر التضخم سلباً على النشاط الاقتصادي الحقيقي والذي بدوره يؤثر تأثيراً مباشراً على عوائد القطاع المصرفي(Adrangi et al ,2002)، كما ان ارتفاع القيمة المتداولة في القطاع المصرفي تفضي الى الارتفاع في معدل الخطورة بالنسبة لمعدلات التضخم وتاثيرة على الاستثمار، بينما تشير نتائج الاستجابة القصيرة الاجل، بوجود استجابة قصيرة الاجل تتجه من التضخم الى عوائد القطاع المصرفي، وللتحقق من فرضية عدم وجود تكامل مشترك بين التضخم وعوائد القطاع المصرفي، نستخرج اختبار الحدود، كما في الملحق (3) . تشير نتائج الملحق(3) الى نفي فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين التضخم وعوائد القطاع المصرفي، لان F المحسوبة تساوي(9.7) وهي اعلى من الحد الاعلى لاختبار الحدود والتي تبلغ(7.84) عند مستوى احتمال اقل من(0.01) .

- **قطاع التامين**

تظهر نتائج الجدول (9) الى وجود تكامل طويل الاجل بين التضخم وعوائد قطاع التامين، لان معلمة تصحيح الخطا(-0.34) سالبة ومعنوية عند مستوى احتمال اقل(0.01)، وتبين معلمة تصحيح الخطا ان اختلال التوازن يتم تصحيحه خلال عشرة ايام لان (0.34*30=10.2)، كما تشير معلمات الاجل الطويل الى وجود تاثير عكسي بين التضخم وعوائد قطاع التامين عند مستوى احتمال(0.01)، اذا ان زيادة التضخم بمقدار نقطة مئوية يؤدي الى انخفاض عوائد قطاع التامين بمقدار(0.03) نقطة تقريبا، بينما تشير نتائج الاستجابة القصيرة الاجل الى وجود استجابة قصيرة الاجل تتجه من التضخم للفترة الحالية والسابقة لمعدل التضخم الى عوائد قطاع التامين، هذه الاستجابة معنوية عند مستوى احتمال اقل من(0.01)، وللتحقق من فرضية عدم وجود تكامل مشترك بين التضخم وعوائد قطاع التامين، نستخرج اختبار الحدود، كما في الملحق(3). تظهر نتائج المحلق (3) الى نفي فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين التضخم وعوائد قطاع التامين، لان F المحسوبة تساوي(10.55) وهي اعلى من الحد الاعلى لاختبار الحدود والتي تبلغ(7.84) عند مستوى احتمال اقل من(0.01).

- **قطاع الاستثمار**

تظهر نتائج الجدول (9) الى وجود تكامل طويل الاجل بين التضخم وعوائد قطاع الاستثمار، لان معلمة تصحيح الخطا(-0.39) سالبة ومعنوية عند مستوى احتمال اقل (0.01)، وتبين معلمة تصحيح الخطا ان اختلال التوازن يتم تصحيحه خلال اثنى عشر يوما تقريبا لان(0.39*30=11.7)، كما تشير معلمات الاجل الطويل الى وجود تاثير عكسي بين التضخم وعوائد قطاع الاستثمار عند مستوى احتمال(0.01)، اذا ان زيادة التضخم بمقدار نقطة مئوية يؤدي الى انخفاض عوائد قطاع الاستثمار بمقدار(0.028) نقطة تقريبا، بينما تشير نتائج الاستجابة القصيرة الاجل، وجود استجابة قصيرة الاجل تتجه من التضخم للشهر السابق الى عوائد قطاع الاستثمار، هذه الاستجابة معنوية عند مستوى احتمال اقل من(0.01)، ولتحقق من فرضية عدم وجود تكامل مشترك بين التضخم وعوائد قطاع الاستثمار، نستخرج اختبار الحدود، كما في الملحق (3) . تظهر نتائج الملحق(3) الى امكانية نفي فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين التضخم وعوائد قطاع الاستثمار وقبول الغرضبة البديلة، لان F المحسوبة تساوي(14.23) وهي اعلى من الحد الاعلى لاختبار الحدود والتي تبلغ(7.84) عند مستوى احتمال اقل من(0.01).

- **قطاع الخدمات**

تظهر نتائج الجدول(9) ان معلمة تصحيح الخطا(-0.092) سالبة ومعنوية عند مستوى احتمال اقل(0.05) ، وتبين معلمة تصحيح الخطا ان اختلال التوازن يتم تصحيحه خلال ثلاثة ايام تقريبا بين التضخم وعوائد قطاع الخدمات، لان(0.092*30=2.7)، كما تشير معلمات الاجل الطويل والقصير الاجل الى عدم وجود علاقة معنوية بين التضخم وعوائد قطاع الخدمات عند مستوى احتمال(0.05)، ويمكن تعليل ذلك الى ضالة مشاركة قطاع الخدمات في سوق العراق العراق للاوراق المالية اذا بلغ متوسط عدد الاسهم المتداولة(2005–2015) ما يقارب 1.35% من القيمة الاجماليةرلمتوسط عدد الاسهم المتداولة (انظر الجدول 3)، كما اظهر اختبار F قبول فرضية العدم، اي عدم وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين التضخم وعوائد قطاع الخدمات، لان F المحسوبة والتي تساوي(3.0) وهي اقل من الحد الادنى لاختبار الحدود والذي يساوي(4.9) عند مستوى اقل(0.05) كما يظهر الملحق (3).

- **القطاع الصناعي**

تظهر نتائج الجدول (9) ان معلمة تصحيح الخطا(0.40-) سالبة ومعنوية عند مستوى احتمال اقل(0.01)، وتبين هذه المعلمة ان تصحيح التوازن يتم خلال اثنى عشر يوما تقريبا، بين التضخم وعوائد القطاع الصناعي، لان(12=30*0.40)، كما تشير معلمات الاجل الطويل والقصير الاجل الى عدم وجود علاقة معنوية بين التضخم وعوائد القطاع الصناعي عند مستوى احتمال(0.05)، وبما ان معلمات الاجل القصير والطويل تشير الى عدم وجود علاقة معنوية بين التضخم والقطاع الصناعي فهذا يدل على ان معدلات التضخم لاتؤثر على القطاع الصناعي وقد يعزى السبب الى التقلب الواضح في القيمة المتداولة لاسهم هذا القطاع خلال المدة(2005–2015) كما يظهر في الجدول(3)، علاوة على انخفاض المستمر في اعداد شركات القطاع الصناعي، اذ كان عدد الشركات(30) شركة عام 2005 ثم اصبح(19) شركة عام 2015. في حين اظهر اختبار الحدود عدم قبول فرضية العدم ، مما يعني وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين التضخم وعوائد القطاع الصناعي، لان F المحسوبة والتي تساوي(7.88) اكبر من الحد الاعلى لاختبار الحدود والذي يساوي(7.84) عند مستوى اقل(0.01) كما يظهر الملحق(3).

- **القطاع السياحي**

تظهر معطيات الجدول(9) الى وجود تكامل طويل الاجل بين التضخم وعوائد القطاع السياحي، لان معلمة تصحيح الخطا(0.49-) سالبة ومعنوية عند مستوى احتمال اقل(0.01)، وتبين هذه المعلمة ان اختلال التوازن يتم تصحيحه خلال خمسة عشر يوما تقريبا، لان (14.7=30*0.49)، كما تشير معلمات الاجل الطويل الى وجود تاثير عكسي بين التضخم وعوائد القطاع السياحي عند مستوى احتمال(0.01)، اذا ان زيادة التضخم بمقدار نقطة مئوية واحدة يؤدي الى انخفاض عوائد القطاع السياحي بمقدار(0.25) نقطة، كما يؤكد اختبار الحدود وجود علاقة طويلة الاجل بين التضخم وعوائد القطاع السياحي لان F المحسوبة معنوية عند مستوى احتمال اقل من(0.01)، وكما في الملحق(3) .

- **القطاع الزراعي**

تظهر نتائج الجدول ان معلمة تصحيح الخطا غير معنوية عند مستوى احتمال اقل(0.05)، كما تشير معلمات الاجل الطويل والقصير الاجل الى عدم وجود علاقة معنوية بين التضخم وعوائد القطاع الزراعي عند مستوى احتمال(0.05)، وقد يعزى ذلك الى ضعف مشاركة القطاع الزراعي في السوق المالي للمدة(2005–2015)، اذا بلغ متوسط عدد الاسهم المتداولة 0.4% (انظر الجدول 3)، كما اظهر اختبار الحدود قبول فرضية العدم، اي عدم وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين التضخم وعوائد القطاع الزراعي، لان F المحسوبة والتي تساوي(1.24) وهي اقل من الحد الادنى لاختبار الحدود والذي يساوي(4.04) عند مستوى اقل(0.05) كما يظهر الملحق(3).

- **المؤشر العام للسوق**

تظهر نتائج الجدول ان هناك توازن طويل الاجل بين التضخم والمؤشر العام، لان معلمة تصحيح الخطا(0.12-) سالبة ومعنوية عند مستوى احتمال اقل(0.01)، وتبين هذه المعلمة ان تصحيح التوازن يتم خلال اكثر من سبعة ايام، لان(7.5=30*0.125)، كما تشير معلمة الاجل القصير للفترة الزمنية لثلاثة اشهر سابقة الى وجود علاقة عكسية معنوية بين التضخم وعوائد المؤشر العام عند مستوى احتمال(0.05)، وهذا النتيجة تتوافق مع نتائج بعض الدراسات السابقة منها دراسة(Ahmed, 2015) في السوق المالي النيجري، وايضا(et Shukairi al, 2012) في الاردن، وكما اشارت معلمة الاجل القصير تاثير التضخم لثلاثة اشهر السابقة على المؤشر العام، بينما تشير معلمة الاجل الطويل الى عدم وجود علاقة معنوية بين التضخم وعوائد المؤشر العام، لان معلمة التضخم غير معنوية عند مستوى(0.05)، وللتحقق من فرضية عدم وجود تكامل مشترك بين التضخم وعوائد المؤشر العام للسوق، نستخرج اختبار الحدود، كما في الملحق(3). ويظهر اختبار الحدود الى رفض فرضية العدم، اي وجود تكامل مشترك بين التضخم وعوائد المؤشر العام لان F المحسوبة والتي تساوي(9.55) اكبر من الحد الاعلى لاختبار الحدود والذي يساوي(7.84) عند مستوى احتمال اقل(0.01) كما يظهر الملحق (3) مما يعني هناك تكامل مشترك طويل الاجل بين التضخم وعوائد المؤشر العام خلال مدة الدراسة حسب اختبار الحدود.

5-3 الاختبارات القياسية :اختبار الارتباط الذاتي واختبار استقرارية الدالة

اولا :اختبار الارتباط الذاتي . تم توظيف اختبار مضروب لاكرانج للارتباط الذاتي بين البواقي Lagrange Multiplier Test of

Residual (Brush- Godfrey BG) ويظهر الجدول (10) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لقطاعات سوق العراق الاوراق المالية.

الجدول (10) اختبار مضروب لاكرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي

القطاع المصرفي	F-statistic	0.721	Prob. F(1,121)	0.398
	Obs*R-squared	0.758	Prob. Chi-Square(1)	0.384
القطاع الزراعي	F-statistic	0.000	Prob. F(1,123)	0.994
	Obs*R-squared	0.000	Prob. Chi-Square(1)	0.994
لقطاع الصناعي	F-statistic	3.089	Prob. F(1,121)	0.081
	Obs*R-squared	3.187	Prob. Chi-Square(1)	0.074
قطاع التامين	F-statistic	0.460	Prob. F(1,121)	0.499
	Obs*R-squared	0.489	Prob. Chi-Square(1)	0.484
قطاع الاستثمار	F-statistic	0.638	Prob. F(1,127)	0.426
	Obs*R-squared	0.655	Prob. Chi-Square(1)	0.418
قطاع الخدمات	F-statistic	0.226	Prob. F(1,127)	0.636
	Obs*R-squared	0.232	Prob. Chi-Square(1)	0.630
القطاع لسياحي	F-statistic	11.726	Prob. F(1,130)	0.000
	Obs*R-squared	11.312	Prob. Chi-Square(1)	0.000
المؤشر العام	F-statistic	0.130	Prob. F(1,118)	0.719
	Obs*R-squared	0.141	Prob. Chi-Square(1)	0.708

المصدر: مخرجات برنامج الاقتصاد القياسي Eviwes الاصدار التاسع

وتشير النتائج اعلاه ان جميع القطاعات لا تتضمن مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي باستثناء القطاع السياحي، ويمكن معالجة مشكلة الارتباط الذاتي من خلال طريقة الفروق، والجدول (11) يظهر نتائج اختبار الارتباط الذاتي بعد المعالجة.

الجدول (10) اختبار مضروب لاكرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي للقطاع السياحي

F-statistic	0.265834	Prob. F(1,126)		0.607
Obs*R-squared	0.273696	Prob. Chi-Square(1)		0.6009

المصدر: مخرجات برنامج الاقتصاد القياسي Eviwes الاصدار التاسع

ثانيا : اختبار الاستقرارية للنماذج المقدرة : يمكن توظيف اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتكررة Cumulative Sum of Recursive Residual (CUSUM) ، يكون النموذج المقدر وفق طريقة (CUSUM) اذا كان الخط البياني لاختبار CUSUM الحد العلوي والسفلي وعند مستوى معنويه (5%) في حين تكون هذه النماذج المقدرة لا تتسم بالاستقراريه في حالة خروج الخط البياني للاختبار خارج الحد الاعلى او الاسفل عند مستوى (5%) . ويظهر الملحق (4) نتائج اختبار CUSUM ، ونلاحظ ان كل المعادلات المقدرة تتسم بلاستقرارية حلال مدة الدراسة باستثناء معادلة المؤشر العام ، اذا اظهرت خروج عن الاستقرار خلال بعض اشهر عام 2009 وهذا يعود الى تطبيق نظام التداول الالكتروني في سوق العراق المالي خلال عام 2009 .

6-الاستنتاجات والتوصيات.

6-1 الاستنتاجات

1- ارتفاع مؤشرات التداول في سوق العراق للأوراق المالية بعد تطبيق نظام التداول الألكتروني عام 2009 من خلال زيادة عدد جلسات التداول وارتفاع عدد الاسهم المتداولة وحجم التداول وكذلك وارتفاع القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة .

2- صغر حجم سوق العراق للأوراق المالية وانخفاض نسبة مشاركة سوق العراق للاوراق المالية في الناتج المحلي الاجمالي اذ بلغت اعلى مشاركة بنسبة(4.8%) عام 2015 ، وبلغت ادنى مشاركة بنسبة(1.4%) عام 2008 ، وهذا يدل على تدني مستوى مشاركة السوق في الناتج المحلي الاجمالي وتدني سيولة سوق العراق للاوراق المالية.

3- تذبذب معدلات التضخم للمدة 2005- 2015، اذ بلغ معدل التضخم (53.2%) عام 2006 ثم انخفض ليصل الى(0.6%) عام 2009 ، وكان لاسعار الوقود الاثر الواضح في أرتفاع وانخفاض معدلات التضخم، ثم يرتفع مرة اخرى ليصل الى(6.1) عام 2012 ثم ينخفض ليصل الى(1.4) عام 2015 ، اذ يؤدي هذا التذبذب الغير منتظم انعكاسات سلبية على اداء سوق العراق للاوراق المالية.

4- اظهر اختبار جذر الوحدة باستخدام اسلوب ديكي- فولر الموسع(ADF) واختبار فليبس بارون(PP) بأنه لايمكن تطبيق طرق التكامل المشترك التقليدية مثل اختبار انجل – كرانجر او اختبار جوهانسن للتكامل المشترك ومنهجية متجه تصحيح الخطأ بسبب عدم سكون سلاسل متغيرات الدراسة من نفس الدرجة، ويمكن توظيف منهجية نموذج الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزعة ARDL في مثل هذه الحالة.

5- يظهر اختبار السكون للسلاسل الزمنية للتضخم، عوائد قطاع التامين، عوائد قطاع الخدمات، عوائد القطاع الزراعي، عوائد المؤشر العام، انها غير مستقرة عند المستوى الاصلي حسب اختبار(ADF) واختبار(PP)، ولكنها تصبح مستقرة عند اخذ الفرق الاول لها، بينما تظهر السلسلة الزمنية لعائد القطاع المصرفي ، قطاع الاستثمار وعوائد القطاع الصناعي والقطاع السياحي وحسب اختبار(ADF) واختبار(PP) ان السلاسل الزمنية مستقرة عند المستوى الاصلي من البيانات.

6- اظهرت نتائج التحليل القياسي وجود علاقة اثر عكسية بين التضخم وعوائد اسهم كل من (القطاع المصرفي ،قطاع التامين ، قطاع الاستثمار ،القطاع السياحي) حسب اختبار ARDL ، وهناك توازن طويل الاجل بين التضخم وعوائد اسهم القطاع المصرفي للمدة(2005-2015) ما يعني قبول فرضية الدراسة والتي تنص على(هناك علاقة عكسية بين التضخم وعوائد اسهم قطاعات سوق العراق للاوراق المالية للمدة 2005-2015) .وهذه النتيجة توكد ان الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية لسيت اداة تحوط جيدة ضد التضخم

7- اظهرت نتائج التحليل القياسي عدم وجود علاقة معنوية بين التضخم وعوائد اسهم كل من (قطاع الخدمات، القطاع الصناعي والقطاع الزراعي)خلال المدة (2005-2015) ، ويمكن ان يعزى ذلك الى ضعف مشاركة هذه القطاعات في السوق المالي العراقي خلال المدة (2005-2015).

8- اظهرت نتائج التحليل القياسي وجود توازن طويل الاجل بين التضخم وعوائد المؤشر العام للسوق المالي العراقي خلال المدة (2005-2015)، وجود علاقة عكسية معنوية بين التضخم وعوائد المؤشر العام في الاجل القصير ، في حين اظهرت نتائج الاجل الطويل علاقة طردية الا انها غير معنوية .

2-6 التوصيات

1. ضرورة تهيئة المناخ الاقتصادي من اجل أستقرار الوضع الأقتصادي العام ونشاط الشركات داخل سوق الأوراق المالية ويتم ذلك بتحقيق بيئة أمنة ومستقرة من خلال وضع سياسات اقتصادية لمعالجة حالات التضخم(غير المتوقعة) ، وتهيئة الاطر التشريعية والتنظيمية وتوفير المعلومات لزيادة كفاءة السوق والتركيز على مبدا الشفافية والافصاح للشركات المسجلة في السوق ، وكل هذه الامور تساهم في سلامة ومتانة السوق المالي العراقي وبالتالي جذب المستثمرين من داخل البلد وخارجه نحو الأستثمار في السوق.
2. توسيع قاعدة سوق العراق للاوراق المالية بادخال قطاعات جديدة الى السوق المالي مثل القطاع الصحي الاهلي او القطاع التعليمي الاهلي وشركات الخطوط الجوية وشركات السياحة الدينية واموال الاوقاف، وهذا سوف يساهم بزيادة راس المال السوق المالي وزيادة الاستثمارات الوطنية .
3. فرض عقوبات(غرامة مالية) على الشركات التي لا تلتزم بمتطلبات شروط الادراج وتعليمات هيئة الاوراق المالية اذ يؤدي عدم الالتزام الى شطب هذه الشركات، اذ بلغ عدد الشركات المساهمة المتوقفة بقرار هيئة الاوراق المالية(14) شركة لعام 2012 لعدم ايفائها بمتطلبات الافصاح وذلك بهدف المساهمة في الحد من تلك الممارسات التي تؤثر على مؤشرات السوق المالي.
4. ضرورة ان يكون هناك تكامل وتنسيق بين السياسة النقدية متمثلة في البنك المركزي العراقي والهيئة المشرفة على السوق المالي العراقي من اجل تعزيز وتنسيق عمل السياسة النقدية وتحقيق اهدافها النهائية بدون ان يسبب ذلك تقلبات في

اسعار اسهم قطاعات السوق المالي العراقي . وكذلك ينبغي استحداث شعبة في البنك المركزي العراقي مهتمها متابعة وتنسيق العمل مع سوق العراق للاوراق المالية .

المصادر

ال طعمة، حيدر حسين احمد (2007م)، *تحليل العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية(مصر حالة دراسية) للمدة(1991 – 2005)*، رسالة ماجستير، جامعة بغداد ، العراق.

ادريوش، دحماني محمد وعبدالقادر، ناصور(2013م)، دراسة قياسية لمحددات الاستثمار الخاص في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة، *ابحاث المؤتمر الدولي: تقييم اثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014*، جامعة سطيف1، الجزائر.

بتال، احمد حسين (2008م)، استخدام البرمجة التربيعية في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى : مع اشارة خاصة لقطاع المصارف في سوق العراق للاوراق المالية، *مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية*، ، 1(2) ، 1-16.

الجابري، قصي(2008م)، تباطؤ الاقتصاد العالمي وتصاعد التضخم، *المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية*، الجامعة المستنصرية، (17) ، 167-170.

الجراح، محمد بن عبدالله(2011م)، مصادر التضخم في المملكة العربية السعودية(دراسة قياسية باستخدام مدخل اختبارات الحدود)، *مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية*، 27(1)، 133-153.

رزاق، حسن محمد جواد(2011م)، اثر السياسة النقدية في الاسواق المالية الناشئة ، *رسالة ماجستير*، جامعة كربلاء ، العراق .

الرفاعي، هنادي عبد(2009م)، أثر التضخم على اداء القطاع المالي في الاردن خلال الفترة 1978- 2006 ، *اطروحة دكتوراه*، الجامعة الاردنية. الاردن.

شندي، اديب قاسم(2010)، *النقود والبنوك*، ط1، دار الضياء للطباعة والتصميم، بغداد.العراق

شومان، عبداللطيف حسن وحسن، علي عبدالزهرة(2013م)، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الاجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة واسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتيا ونماذج توزيع الابطاء(ARDL)، *مجلة العلوم الاقتصادية* لجامعة بغداد، العدد 34(9) ، 174-210.

صالح، مظهر محمد(2006م)، الاتجاهات الراهنة للتضخم في العراق، قدمت هذة الورقة في ندوة "التضخم ودور السياسات المالية والاقتصادية"، *المركز العراقي للاصلاح الاقتصادي*، بغداد.العراق.

العفلوكي، ريسان حاتم كاطع(2016م)، دور السياسة النقدية في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر لدول مختارة مع إشارة خاصة الى أقليم كوردستان العراق، *اطروحة دكتوراه*، جامعة بغداد، العراق.

المعموري، محمد علي موسى وعلي، سحر فتح الله محمد واحمد، حيدر حسين(2011م)، تحليل العلاقة بين تقلبات سوق الاسهم والنشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الامريكية، *مجلة العلوم الاقتصادية والادارية لجامعة بغداد*، 17(63)، 191-204.

الناصر، عبدالمجيد حمزة وجمعة، احلام احمد(2007م)، المقارنة بين طرائق تحديد رتبة انموذج الانحدار الذاتي الطبيعي(باستخدام بيانات مولدة وبيانات لبعض العناصر المناخية في العراق)، *مجلة العلوم الاقتصادية والادارية* لجامعة بغداد، 14(48) ، 251-272.

الوائلي، خضير عباس حسين(2012م)، أثر الصدمات الاقتصادية في بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في العراق للمدة (1980 – 2011)، *رسالة ماجستير*، جامعة كربلاء. العراق .

ياس، اسماء خضير(2013م)، تحليل معدلات التضخم في العراق للفترة(2000-2010)، *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة*، (36)، 44-68.

البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي للمدة(2010-2013). بغداد ، العراق .

البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للاحصاء والابحاث، تقرير السياسة النقدية للمدة(2010-2014م)، بغداد، العراق.

البنك المركزي العراقي ، الموقع الرسمي الاحصائي .(/http://cbiraq.org)

سوق العراق للاوراق المالية، التقرير السنوي التاسع، بغداد، 2012م.

سوق العراق للاوراق المالية، التقرير السنوي الثاني عشر، بغداد، 2015م.

سوق العراق للاوراق المالية، التقرير السنوي العاشر، بغداد، 2013م.

وزارة التخطيط، دائرة السياسات الاقتصادية والمالية، تقرير الاقتصاد العراقي لعام2010م، بغداد، العراق.

Adrangi Bahram, Arjun Chatrath, Antonio Z. Sanvicente, (2002)Inflation, Output, And Stock Prices: Evidence From Brazil, *The Journal of Applied Business Research* , 18(1)61-77.

Ahmed Uwubanmwen and Igbinovia L. Eghosa(2015)Inflation Rate and Stock Returns: Evidence from the Nigerian Stock Market

Pesaran and Shin (1995), An autoregressive distributed lag modeling approach to cointegration analysis. *IDAES Working papers*, Federal Reserve Bank of St Louis, United States .

Pesaran, Shin and Smith, (2001), " Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships, *Journal of Applied Econometrics*. 16(3), 289-326.

Phillips, R., and P. Perron(1988). "Testing for a Unit Root in Time Series Regression", Biometrika, 75(2) 335–346

Shukairi Nori Mousa, Waleed Al Safi, AbdulBaset Hasoneh & Marwan Mohammad Abo-Orabi, (2012)the relationship between inflation and stock prices(a case of jordan), *International Journal of Research and Reviews in Applied Sciences* 10(1) 46-52.

Zhongqiang Bai, (2014)Study on the Impact of Inflation on the Stock Market in China, International Journal of Business and Social Science, 5(1) 261-271.

,*International Journal of Business and Social Science* , 6(11)55-167 .

Carter Hill, William E. Griffiths, and Guay C. Lim (2011)*Principles of econometrics* .4th Edition. John Wiley & Sons, Inc,New Jersey,

Dickey, D. A. and Fuller, W. A. (1979) Distribution of the Estimators for Autoregressiv Time Series with a Unit Root, *Journal of the American Statistical Association*, 74, (366) 427-431

Dickey, D. and Fuller, W (1981), "Likelihood Ratio Statistical for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Econometrica* , 1057-1072

Eita Joel Hinaunye, (2012) Inflation And Stock Market Returns In South Africa, *International Business & Economics Research* , 11(6) 677-686 .

Giammarino, R. (1999):"Central Bank Policy, Inflation and Stock Prices", Bank of Canada Working Paper. Canada

Muhammad Shahbaz, (2007), stock returns and inflation: an ardl econometric investigation utilizing pakistani data , *Pakistan Economic and Social Review*, 45(1) 89-105 .