



جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا
كلية الدراسات العليا



اثر تغيرات سعر الصرف على عوائد الاسهم في سوق الأوراق المالية
في العراق خلال الفترة (2004-2018م) باستخدام نموذج ARDL

**The Effect of Exchange Rate Changes on the Returns of
Stocks in the Stock Market in Iraq During the Period
(2004-2018) by Using ARDL Model**

(بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي (القياسي))

اشرف الاستاذة

د. هويدا دم الميع احمد

اعداد الدارس

علي جاسم محمد مصلح

سبتمبر 2019



الاستهلال

قال تعالى:

(هُوَ الَّذِي يُنَزِّلُ عَلَىٰ عَبْدِهِ آيَاتٍ بَيِّنَاتٍ لِيُخْرِجَكُم مِّنَ
الظُّلُمَاتِ إِلَى النُّورِ وَإِنَّ اللَّهَ بِكُمْ لَرَؤُوفٌ رَّحِيمٌ)

صدق الله العظيم

سورة الحديد، الآية (9)

اهـداء

الى،،،،

ابي الغالي برأ وحباً وتقديراً

الى،،،،

أمي الغالية متعها الله بالصحة والعافية

الى،،،،

جميع اخوتي اخص منهم (وسام ومحمد) تقديراً واعترافاً بالجميل

الى،،،،

كل من تمنى لي الخير جميع اصدقائي

اليك،،،،

قارئ الاهداء اينما كنت

شكر وتقدير

الحمد لله والصلاة والسلام على سيدنا محمد (صلى الله عليه وسلم) لا يسعني وأنا أكمل رسالتي هذه الا ان اشكر الله سبحانه وتعالى على فضله ونعمته ثم أتقدم بالشكر والثناء والامتنان الى جامعه السودان للعلوم والتكنولوجيا، ومن واجب الوفاء والثناء ان أسجل شكري وامنتاني لأستاذتي الفاضلة الدكتورة "هويدا ادم الميع" المشرفة على رسالتي لتوجيهاتها وأراءها السديدة فقد ذلت أمامي كل المصاعب التي برزت لي أثناء البحث.

وأقدم بجزيل شكري وامنتاني لجميع أساتذتي الأفاضل في قسم الاقتصاد واخص منهم (الدكتور علي الامين والدكتورة ميساء احمد) والى جميع زملائي الذين كانوا خير عون لي في الدراسات العليا.

كما أتوجه بكل معاني الشكر والثناء لمن مهدا لي طريق العلم والفضيلة وأحاطاني بحبهما وحنانها (والدي ووالدتي حفظهما الله) واشكر جميع اخوتي اخص منهم (وسام ومحمد) اشدد بهم أزري اخوتي واصدقائي فلهم مني كل الاحترام والامتنان على رعايتهما المستمرة وتقديم كل اشكال العون طيلة فتره دراستي في الدراسات العليا في الكلية ، واتقدم بالشكر والامتنان الى اخي وصديقي برزان منشد الحربي والى الاستاذ عبد الكريم هيثم المعيني لكل ما بذلوه من نصح وارشاد. وكلمات الشكر هذه تبقى هالة أحيط بها كل من مد يد العون مقدراً للجميع إخلاصهم وتعاونهم.

(الباحث)

مستخلص

تناولت الدراسة اثر تغيرات سعر الصرف على عوائد الاسهم في سوق الأوراق المالية في العراق خلال الفترة (2004-2018م) باستخدام نموذج ARDL وتتمثل مشكلة الدراسة في عدم استقرار أسعار الصرف هي احدى المشاسسة الى دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين سعر الصرف وعوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية كل التي تواجه الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء والعراق هو احد الدول النامية وتتمثل مشكله الدراسة في أن سعر الصرف يؤثر على عدم استقرار عوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالي وهذا يقلل من الاقبال على الاستثمار في هذا القطاع . وهدفت الدراسة الى الوقوف على أثر تقلبات اسعار الصرف على عوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية . دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين سعر الصرف وعوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية. وقامت الدراسة على الفرضيات: توجد علاقة طرديه بين استقرار أسعار الصرف وعوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004- 2018م). واستقرار اسعار الصرف يؤدي الى زياده عائدات الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية.اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي والتاريخي وكذلك استخدام الأسلوب القياسي الكمي لتحليل بيانات سوق الصرف وعوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية باستخدام الطرق والاساليب القياسية البحثية باستخدام برنامج الأفيزوز. توصلت الدراسة الى سكون المتغيرات من خلال اختباري ADF، ووفقاً لاختبار ديكي فولر سكنت المتغيرات عند المستوي والفرق الأول. نسبة لسكون كل المتغيرات في المستوى والفرق الأول تم إجراء اختبار الحدود عبر منهجية (ARDL) للتحقق من تكامل المتغيرات عبر الزمن، حيث تم التوصل الى وجود علاقة توازن طويلة الاجل بين المتغيرات. وجود أثر عكسي لتغيرات سعر الصرف علي عوائد الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية. العمل على استقرار الصرف لانه مرتبط ارتباط وثيق مع عوائد الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية، العمل على استخدام منهجيات حديثة في التحليل ليلائم المتغيرات ذات الطابع المالي.

Abstract

This study dealt with the impact of exchange rate changes on the returns of stocks in the Iraqi stock market during the period (2004-2018) using the ARDL model. The problem of the study is the instability of exchange rates. All the financial problems facing developed and developing countries alike and Iraq is one of the developing countries. The problem of the study is that the exchange rate affects the instability of stock returns in the Iraqi market for securities and this reduces the demand for investment in this sector. The study aimed to stand on the impact of exchange rate fluctuations on the returns of shares in the Iraqi market for securities. Study and analysis of the nature of the relationship between the exchange rate and the returns of shares in the Iraqi market for securities. The study was based on hypotheses: There is a direct relationship between the stability of exchange rates and the returns of shares in the Iraqi market for securities for the period (2004 - 2018). The stability of exchange rates leads to increase the returns of shares in the Iraqi market for securities. The study relied on the descriptive, analytical and historical method as well as the use of quantitative standard method for analyzing the exchange market data and stock returns in the Iraq Stock Exchange using the standard methods and research methods using the AVIUS program. The study found that the variables were dormant through the ADF tests, according to the Dickey Fuller test. . For the variability of all variables at the level and the first difference, a cross border methodology test (ARDL) was performed to verify the integrity of the variables over time. The presence of the adverse impact of exchange rate changes on the returns of shares in the Iraqi market for securities. Work on the stability of exchange because it is closely linked with the returns of shares in the Iraqi market for securities. Work on the use of modern methodologies in the analysis to suit the variables of a financial nature.

قائمة المحتويات

الرقم	الموضوع	الصفحة
1	البسمة	أ
2	استهلال	ب
3	اهداء	ج
4	شكر وتقدير	د
5	المستخلص	هـ
6	Abstract	و
7	قائمة المحتويات	ز
8	قائمة الجداول	ط
9	قائمة الاشكال	ط
الفصل الأول		
الاطار المنهجي والدراسات السابقة		
10	المبحث الاول : الاطار المنهجي	1
11	المبحث الثاني : الدراسات السابقة	5
الفصل الثاني		
سعر الصرف وسوق الاوراق المالية		
12	المبحث الاول: مفهوم سعر الصرف وانواعه والتطور التاريخي والعوامل المؤثرة فيه.	11
13	المبحث الثاني : مفهوم سوق الاوراق المالية وعناصره واهميته واقسامه	20

الفصل الثالث

سعر الصرف في العراق وسوق الأوراق المالية

34	المبحث الاول : سعر الصرف في العراق وتطوراته	14
42	المبحث الثاني : سوق العراق للأوراق المالية	15
الفصل الرابع		
منهجية التحليل وصياغة النموذج		
49	المبحث الاول : توصيف نموذج الدراسة	16
55	المبحث الثاني : تقييم تقديرات طبقا للمعايير القياسية	17
61	النتائج	18
61	التوصيات	19
62	المصادر والمراجع	20
66	الملاحق	21

قائمة الجداول

رقم الجدول	اسم الجدول	الصفحة
1	المؤشر العام المالي في سوق العراق للأوراق المالية (2004-2018)	44
2	القيمة السوقية للأوراق المالية	46
3	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة	55
4	نتائج اختبار التكامل المشترك	56
5	تقدير نموذج الدراسة	57
6	اختبار فرضية عدم ثبات التباين	58

قائمة الاشكال

رقم الشكل	اسم الشكل	الصفحة
1	وظائف أسواق المال	29
2	مكونات اسواق المال	32
3	المؤشر العام المالي في سوق العراق للأوراق المالية	45
4	معيار معامل التساوي لتايل	60

قائمة الملاحق

اسم الملحق	الصفحة
1 نتائج التحليل القياسي	66

الفصل الأول

الاطار المنهجي والدراسات السابقة

المبحث الاول: الاطار المنهجي للدراسة

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

المبحث الاول الاطار المنهجي للدراسة

المقدمة:

إن تقلبات أسعار الصرف مصدر قلق للكثير من الدول وقد بدأ هذا القلق منذ الانتقال إلى نظام سعر الصرف المرن في عام 1973 (Omojimite و Akpokodje 2010)، لاتصاف أنظمة سعر الصرف المرنة بالتقلبات وعدم الاستقرار، وقد أصبحت هذه التقلبات في أسعار الصرف مصدر قلق للاقتصاد العراقي لما له من تداعيات على عوائد الاسهم في السوق المالي وأن العمل على استقرار أسعار الصرف للعملة هو من اهم اهداف السياسة النقدية في مختلف الدول ومن المعلوم ان قطاع الاستثمار من اهم متطلباته هو استقرار سعر الصرف العملة وبالتالي جذب المدخرات وتجنب التقلبات الحادة في الاسعار والتي تؤثر سلباً على الاقتصاد ككل وان العراق هو من الدول النامية التي انتهجت سياسة التحرر المالي وهو معرضاً للإزمات والمشاكل الخارجية والداخلية وهذا يؤثر على درجة الاستقرار المحلي فيها وبالتالي على عوائد الاسهم في السوق المالية العراقية وان العوائد التي تحصل عليها الاسهم ترتبط ارتباطاً وثيقاً بسعر الصرف حيث اخذ الباحثين والمحللين الاقتصاديين هذه الظاهرة موضع اهتمام كبير، ان هذه المشكلة (عدم استقرار اسعار الصرف) واجهت اغلب الاقتصاديات العالم ومن بينها الاقتصاد العراقي على وجه الخصوص، هنالك عدة عوامل ادت الى عدم استقرار سعر الصرف وبالتالي عدم استقرار عوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية ولبيان اثر هذه الظاهرة وما يلاحقها من عوامل سلبية على الاقتصاد العراقي ككل وسوق العراق للأوراق المالية بشكل خاص جاءت هذه الدراسة لتسلط ضوءها على اثر تغير سعر الصرف على عوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية وبيان العلاقة بينهما.

مشكلة الدراسة:

تعد ظاهرة عدم استقرار أسعار الصرف هي احدى المشاكل التي تواجه الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء والعراق هو احد الدول النامية وتتمثل مشكله الدراسة في أن سعر الصرف يؤثر على استقرار عوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالي وهذا يقلل من الاقبال على الاستثمار في هذا القطاع ويمكن صياغة مشكلة البحث كالآتي :

- 1) ما هو أثر تذبذب أسعار الصرف على عوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية ؟
- 2) هل عدم استقرار أسعار الصرف يؤدي الى انخفاض عوائد الاسهم وبالتالي عدم الاقبال على الاستثمار في هذا القطاع المالي ؟

فرضيه الدراسة:

تنطلق هذه الدراسة من فرضيه رئيسية مفادها أن (هنالك أثر التقلبات اسعار الصرف على عوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية).

وتتنبق منها الفرضيات الآتية :

1. توجد علاقة طردية بين استقرار أسعار الصرف وعوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2018م).
2. استقرار اسعار الصرف يؤدي الى زيادة عائدات الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

أهداف الدراسة:

1. دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين سعر الصرف وعوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية.
2. الوقوف على أثر تقلبات اسعار الصرف على عوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

أهميه الدراسة وتنقسم الى:

1. الأهمية العلمية: وهي اثناء المكتبة العلمية كمرجعية يمكن ان يستفيد منها الباحثين والمهتمين وكذلك لندرة البحوث في هذا الجانب.
2. الأهمية العملية: يمكن ان يستفيد منها الجهات الحكومية المختلفة المتمثلة في وزاره المالية والبنك المركزي لتقييم السياسات والاجراءات التي تتبعها وتعمل لها حلول على أرض الواقع.

منهجه الدراسة:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي والتاريخي وكذلك استخدام الأسلوب القياس الكمي لتحليل بيانات سوق الصرف وعوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية باستخدام الطرق والأساليب القياسية البحثية باستخدام برنامج الأفيز.

حدود الدراسة:

1. الحدود الزمنية : من (2004-2018م).

2. الحدود المكانية: جمهورية العراق.

هيكل الدراسة:

قسم الدارس هيكل البحث إلى أربعة فصول: الفصل الأول يقسم إلى مبحثين تضمن المبحث الأول الاطار المنهجي بينما تطرق المبحث الثاني الدراسات السابقة. أما الفصل الثاني تم تقسيمه إلى مبحثين ضم المبحث الأول مفهوم سعر الصرف اما المبحث الثاني تطرق إلى مفهوم الاسواق المالية. والفصل الثالث تم تقسيمه إلى مبحثين المبحث الأول ماهية سعر الصرف في العراق اما المبحث الثاني تضمن سوق العراق للأوراق المالية. أما الفصل الرابع تضمن التحليل القياسي ويقسم إلى بناء وتوصيف النموذج واستخدام الأساليب الاقتصادية القياسية الكمية في الفحص والتقييم، وأخيراً الخاتمة وتشمل النتائج والتوصيات، قائمة المصادر والمراجع والملاحق.

المبحث الثاني الدراسات السابقة

1. دراسة محمد عبد الله يوسف (2012م):

يهدف البحث الي التعرف علي اثر التضخم وسعر الصرف علي عوائد شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) ومدي مساهمتها في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية وتتمثل مشكلة البحث في العائد الذي يحققه المستثمر من شهادات (شهامة) ضعيف بالرغم من انه جوهريا يكون مجزي و بالتالي يتعرض راس المال للتآكل وذلك نتيجة للتغيرات التي تحدث في التضخم وسعر الصرف اعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي لاختبار الفرضيات هي ان العلاقة ما بين التضخم وعوائد (شهامة) علاقة عكسية وكذلك ما بين سعر الصرف وعوائد (شهامة) علاقة عكسية و(شهامة) تساهم بنسبة كبيرة في تفعيل نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية واعتمد البحث علي المنهج الاستقرائي في الادبيات من خلال ما ورد في الكتب والدراسات السابقة والتقارير الرسمية الصادرة من بنك السودان المركزي، شركة السودان للخدمات المالية وسوق الخرطوم للأوراق المالية ومن خلال تحليل البيانات توصل الي العديد من النتائج منها ان العلاقة ما بين التضخم وعوائد شهامة علاقة عكسية وكذلك ما بين سعر الصرف وعوائد شهامة علاقة عكسية وان متوسط نسبة مساهمة (شهامة) في سوق الخرطوم للأوراق المالية بلغت 83.7% من حجم التداول الكلي للفترة من 2009_ 2011م، ان عوائد شهامة تنذبذب من عام لآخر حيث بلغت 34.2% في اول اصدار عام 1999م حتي بلغت 13.32% في المتوسط لا صدار 2009/7/1م كأقل نسبة توزيع ومن خلال النتائج السابقة توصي الدراسة بتفعيل القطاعات الأخرى الموجودة في السوق حتي لا يعتمد علي منتج واحد ربط نسبة توزيع عوائد شهامة بالتغيرات التي تحدث في التضخم وسعر الصرف وذلك من خلال مراعاة ارتفاع وانخفاض التضخم وسعر الصرف عند تحديد نسبة العوائد.

2. دراسة Boyer et Filion (2004):

هدفت الدراسة الي معرفة كيفية تأثر اسهم هذا القطاع بعدد من العوامل وقامت بتقدير العلاقة بين عوائد اسهم قطاع النفط مع سعر الفائدة وسعر صرف الدولار الأمريكي والكندي وعوائد السوق واسعار البترول باستخدام طريقة Generalize وقد توصلت الي ان عوائد هذا

القطاع تتناغم بشكل ايجابي مع عوائد السوق وتتماشى بشكل عكسي مع معدلات العائد واسعار صرف الدولار الأمريكي والكندي.

3. دراسة عامر المعموري (2011م):

اثر تقلبات اسعار الصرف على المؤشر العام لاسعار الاسهم دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية للمدة من (2005-2011) وقد هدفت الى معرفة اثر تقلب سعر الصرف على مؤشر الاسهم وقد خلصت الدراسة الى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين المتغيرات المذكورة، تتجة من سعر الصرف الى المؤشر العام لاسعار من جهة، ومن المؤشر العام لاسعار الاسهم الى سعر الصرف من جهة أخرى، وهذا ينسجم مع الجانب التحليلي للبحث والمؤكد على اسبقية التحرك في المؤشر العام لاسعار الاسهم مقارنة بالتغير بتقلبات اسعار الصرف وبالتالي امكانية اعتبار مؤشر سوق الاسهم كمؤشر عام حول اتجاه النشاط الاقتصادي المستقبلي. كما بينت نتائج متجة الانحدار الذاتي، ان لتقلبات اسعار الصرف تأثير متباين وباتجاهات مختلفة على المؤشر العام لاسعار الاسهم من شهر إلى آخر وحسب المدة المبحوثة، وهذا يعنى امكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشر الاوراق المالية ومنها المؤشر العام لاسعار وبالتالي توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح.

4. دراسة Mevlud Islami، (2011):

(Interdependence between Foreign Exchange Markets and Stock Markets in Selected European Countries)

في هذا التحليل تم مناقشة الترابط بين أسواق الصرف الأجنبي وأسواق الأوراق المالية لدول مختارة. ويشمل هذا النهج النظرية الأساسية. وتستخدم البيانات الشهرية لمؤشرات سوق الأسهم الاسمية وأسعار الصرف الاسمية، حيث يتم تضمين ايرلندا والبرتغال واسبانيا واليونان وبولندا وجمهورية التشيك وسلوفينيا والمجر في التحليل. من تحليل التكامل المشترك وتحليل VAR يتم تحديد كل من المدى الطويل والصلات والروابط على المدى القصير بالنسبة لبولندا. وفي المقابل، لسلوفينيا، هنغاريا، ايرلندا، اسبانيا، واليونان مجرد روابط قصيرة الأجل.

توصلت الدراسة وبشكل مستغرب الى أن اتجاه السببية على نحو لا لبس فيه يتجه من مؤشر السوق إلى سعر الصرف لجميع الدول الست قيد الدراسة. فاتجاه السببية من مؤشر سوق الأسهم إلى سوق الصرف الأجنبي هو مفاجأة. ويمكن أن يفسر جزئياً بارتفاع تدفقات رأس المال الأولية. اذ اظهرت تحليلات مقارنة للبلدان الآسيوية الناشئة نتائج مختلفة. ويمكن إلى حد كبير تفسير ذلك من تدفقات رأس المال العالية - من خلال تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات الحافظة - في هذه البلدان. ويمكن اعتبار زيادة تكامل الأسواق المالية في أوروبا سبباً آخر لهذه النتيجة، لأنها تعني حرية التجارة وحرية حركة رؤوس الأموال - مع تدفقات رأس المال أعلى من المتوقع، سيكون رد فعل الأسواق التي كان من الممكن أن تعزز هذه الحقيقة "الكامنة" للروابط بين السوقين.

5. دراسة Noel Dilrukshan Richards & John Simpson ، (2009):

(The Interaction between Exchange Rates and Stock Prices: An Australian Context).

قام الباحثان بدراسة التفاعل بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في أستراليا، وكان الهدف من هذه الدراسة هو التأكد من أهمية قوة واتجاه تأثير تحركات سعر السهم الاسترالي على سعر صرف الدولار الاسترالي بين 2 كانون الثاني 2003 و 30 يونيو 2006، وقد تميزت هذه الفترة على درجة عالية من الحركة المشتركة بين المتغيرين. في الواقع، لم يكن هناك في هذه الفترة انتقالاً لمتغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسية بقوة وفي نفس الاتجاه منذ تعويم الدولار الأسترالي في عام 1983. التحليل الأولي يحقق في العلاقة الواسعة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في أستراليا ويتم توسيع التحقق في هذه التغيرات في المتغيرات الاقتصادية الرئيسية والعلاقة بين هذه التغيرات وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين المتغيرات، كما وجدت ان تغيرات أسعار الأسهم حسب سببية كرانجر مقابل سعر الدولار الاسترالي خلال الفترة المعينة. هذا يدل على علاقة أكثر انسجاماً مع نهج توازن المحفظة. على الرغم من أن العلاقة السببية كانت واضحة في الاتجاه المعاكس (أي من أسعار الصرف إلى أسعار الأسهم)، ودرجة السببية من أسعار الأسهم لأسعار الصرف كانت الأكثر دلالة إحصائية في تحليل كل سلسلة عند مستوى الفروق الأولى وتشير الدراسة إلى أن أسعار الأسهم الأسترالية وسعر الصرف يمكن

أن تتفاعل وفقاً لنموذج المحفظة، حيث أن حركات سعر السهم تؤثر على أسعار الصرف عن طريق حساب معاملات رأس المال. هذا هو التحول من النظرة التقليدية للاقتصاد الأسترالي باعتباره اقتصاداً معتمداً على الصادرات. مما يعني أن تقلبات أسعار الصرف يجب أن تؤدي إلى التقلبات في أسعار الأسهم، أو أن ارتفاعاً حاداً في الدولار الأسترالي (كما هو الحال في هذه الفترة المعنية) ينبغي أن تؤثر سلباً على سوق الأسهم المحلية.

أوجه الشبه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة:

لدراسات السابقة فوائد عدة للباحث الجديد والتي تمثل ركائز أساسية يستطيع أن يبني عليها دراسته ويبدأ من حيث انتهى إليه الآخرون، وكما يأتي:

1. الاستفادة من الدراسات السابقة في تأطير مشكلة وأهداف الدراسة الحالية وبناء أنموذجها.
2. بناء الإطار النظري للدراسة الحالية عبر الاستفادة من الأفكار المطروحة في متن الدراسات السابقة.

أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

3. تحديد الفجوات التي ظهرت في الدراسات السابقة ومحاولة تجاوزها في الدراسة الحالية.
4. إمكانية الاستفادة من هذه الدراسة كمرجع للمؤسسات ذات الصلة للوصول إلى الحلول المناسبة.

مميزات الدراسة الحالية:

على الرغم من الفوائد التي نهل منها الباحث من الدراسات السابقة إلا أن دراسته استطاعت أن تشق لها طريقاً وسط تلك الدراسات وتتميز عنها بالآتي:

1. تميزت الدراسة الحالية في معرفة مدى تأثير سعر الصرف على عوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2018) وهو ما لم يتم في سابقتها.
2. الدراسة الحالية تميزت عن سابقتها بتركيزها على بلد معين العراق والتي تعد من البلدان النامية التي تعمل على جذب الاستثمار في الأوراق المالية خلال استقرار سعر الصرف.
3. تميزت الدراسة كذلك بتطرقها لموضوع يعد من المواضيع المهمة في البيئة الاقتصادية العالمية اليوم لما له من أثر في تطور البلدان اقتصادياً ألا وهو تأثير سعر الصرف على عوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2018).
4. استخدام طريقة التحليل القياسي البحث من خلال برنامج الافيز.

الفصل الثاني

الاطار النظري للدراسة (سعر الصرف وسوق الاوراق المالية)

المبحث الاول: مفهوم محددات سعر الصرف.

المبحث الثاني: مفهوم السوق المالي وعناصر واهميته واقسامه.

المبحث الاول

مفهوم ومحددات سعر الصرف

مقدمة:

ان العمل على استقرار اسعار الصرف من اهم الخطوات التي تسلكها الدول النامية والدول المتقدمة على نحو سواء وان تحقيق ذلك الاستقرار في اسعار الصرف والحد من حدوث التقلبات غير المرغوبة اقتصاديا لان من الطبيعي ان تحدث بعض التذبذبات حول المعدل الطبيعي. من الطبيعي ان يحتاج المستثمر في رؤوس امواله الى مستوى من الاستقرار في اسعار الصرف وبذلك امواله تتوجه نحو الاسواق التي تتصف بالاستقرار في اسعار صرفها وتجنب الاستثمار في الاسواق التي تشهد تقلبات كبيرة في اسعار الصرف.

تعريف سعر الصرف:

توجد في الواقع تعاريف مهمة لسعر الصرف لدى الباحثين والمختصين وتتفق جميعها على العناصر والجوانب التي تميزه، وسنتطرق الى بعض المفاهيم التي لقد وردت والتي تبرز أهم جوانب سعر الصرف أو تعطي مفهوماً شاملاً له وسنذكر منها ما يلي:

- فقد عرف سعر الصرف بأنه عدد من الوحدات النقدية المحلية مقابل وحدة واحدة من العملات الأجنبية (ميسون، 2018، ص59).
- وعرف ايضا بأنه سعر عملة مقابل عملة أخرى أو هو نسبة مبادلة عملتين، تكون احدهما سلعة والأخرى تعتبر ثمناً لها. (بخاري، 2010، ص120)
- وهو عدد الوحدات الوطنية التي تدفع للحصول على وحدة جنبية واحدة أو عدد الوحدات الأجنبية التي تدفع للحصول على وحدة واحدة وطنية. (الحمزاوي، 2004، ص17)
- ويمكن تعريف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات من العملة الاجنبيه التي يجب دفعها مقابل شراء وحدة واحدة من العملة الوطنية. (الرفاعي، 2005، ص363)

التطور التاريخي لأنظمة سعر الصرف:

لقد شهد العالم منذ أكثر من مئة عام ثلاثة أنماط رئيسية من نظم سعر الصرف وهي كما يلي:

1. سعر الصرف الثابت (النظام الذهبي): وهو أحد أنظمة سعر الصرف يسمح بتدخل السلطة النقدية في تحديد سعر الصرف والمحافظة عليه لتقليل تقلبات سعر الصرف وبالتالي تلافي الآثار السلبية لهذه التقلبات على النشاط الاقتصادي للدولة (البريري، 2008، ص39).

ويقوم هذا النظام على تحديد قيمة ثابتة ومحددة للوحدات النقدية بالنسبة الى وزن ذهبي فظهر أولاً نظام سعر الصرف الثابت المرتبط بقاعدة الذهب، وقد ساد خلال الفترة من عام 1880 وحتى عام 1914، كما وقد ساد مرة أخرى بين عامي 1925 وحتى عام 1931، وهناك القدرة على التحويل بينهما بلا قيود وكذلك امكانيه استيراد وتصدير اي كمية من الذهب بين الدول التي تعمل بهذا النظام وبهذا تقطن الدول من المحافظة على سعر صرف يتسم بالثبات بين الدول، وفي ظل النظام الذهبي يمكن ان يكون هناك تذبذب لسعر العملة مقابل الذهب بدون ان يكون ملموساً وهناك نقطة استيراد وتصدير للذهب لكل دولة من الدول، ويمكن ان تحدث بعض التغيرات في سعر الصرف في ظل هذا النظام يشترط ان يكون هنالك سعر موحد للذهب والحرية الكاملة في انتقال الذهب بلا قيود (عوض الله، 2004، ص283).

2. نظام سعر الصرف المرن: وهو النظام الذي يكون البنك المركزي بامكانه القيام بتعديل سعر الصرف لغرض المساواة بين العرض مع الطلب من العملة الاجنبية دون ان تتدخل اسواق الدول الاخرى، فتكون قاعدة اسعار الصرف تعمل وفق آلية ترك اسعار الصرف تتحدد تلقائياً استناداً الى قوى السوق وبهذا يكون جهاز الاسعار هو الذي يحدد ويثبت سعر الصرف دون ان تتدخل السلطات النقدية في ذلك وقد ساد هذا النظام من عام 1918 إلى عام 1925 ومن عام 1973 حلم يومنا هذا. وشهد العالم نظاماً ثالثاً باسم نظام بريتون وودز الذي استمر من عام 1944 إلى عام 1973م.

ولكل من هذه النظم الثلاث خصائص تميزه حيث اعتماده على أسعار الصرف وعلى آلية التوازن، ففي ظل قاعدة الذهب مثلا كانت أسعار صرف العملات ثابتة، وكان التوازن يتحقق من

خلال تساوي العجز أو الفائض ولم يعتمد ميزان المدفوعات على حجم النقود. أما في ظل نظام العولمة فإن أسعار الصرف تتحدد بواسطة قوى السوق لحفظ التوازن في العرض والطلب. بينما نظام بريتون وودز يقف موقفاً وسطاً بين نظامي سعر الصرف الثابت والتعويم المدار، إذ يسمح نظام بريتون وودز ببعض المرونة لسعر الصرف من أجل تصحيح الاختلالات الأساسية وفي نفس الوقت يلزم الأعضاء في النظام، بتثبيت أسعار صرف عملاتها مع السماح بحدوث التقلبات في حدود، ضيقة من الزمن.

وبعد الحرب العالمية الثانية نتيجة الخروج عن قاعدة الذهب بسبب عدم استقرار أسعار صرف عملات الدول كان يلحق بها ضرراً جسيماً، فقد أدى التقلب الحاصل في أسعار الصرف إلى تشجيع انتقال رؤوس الأموال بين المراكز المالية لكي تغتتم أعلى العوائد المالية المتاحة، كما أدى إلى اشتداد حركة المضاربة على أسعار العملة واضطراب أحوال التجارة الدولية والمعاملات المالية بصفة عامة. لذلك كان من أهم أهداف صندوق النقد الدولي هو منع حدوث هذه التقلبات في أسعار صرف عملات الدول المختلفة أي العودة إلى نظام سعر الصرف الثابت. ولتحقيق هذا الهدف اقتبست اتفاقية الصندوق بعض خصائص نظام الذهب فيما يتعلق بتحديد أسعار ثابتة لجميع عملات الدول الأعضاء بالنسبة للدولار الأمريكي، الذي كان بدوره مرتبطاً بالذهب بسعر ثابت قدره 35 دولار للأوقية.

وكان على الدول الأعضاء أخطار الصندوق بأسعار صرف عملاتها بالنسبة للدولار التي اعتبرت بمثابة أسعار التعادل التي تعتبر حجر الزاوية في نظام استقرار أسعار الصرف. وحتى تستقر أسعار التعادل بصفة مستمرة، نصت إتفاقية الصندوق على أنه لا يجوز لأي دولة من الدول الأعضاء أن تسمح بتقلب سعر صرف عملتها صعوداً وهبوطاً بما يزيد عن 01 % من سعر التبادل، لذلك سمي هذا النظام بإسم نظام سعر الصرف المتحرك والمقصود به السماح لسعر الصرف بالتحرك صعوداً وهبوطاً عن سعر التعادل في حدود 01 %، ويتم التثبيت بالربط بالدولار أو بوزن معين من الذهب، ذلك لأن الولايات المتحدة كانت تقوم بتحويل الدولار لغير المقيمين بسعر ثابت من الذهب وكانت الدول تربط عملاتها بسعر ثابت مع الدولار.

ويمكن تقسيم فترة سير نظام بروتن وودز إلى مرحلتين أولهما تبدأ من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى سنة 1958، الثانية من سنة 1958 إلى غاية زوال نظام بروتن وودز

انطلاقاً من سنة 1971، لاسيما كون سنة 1958 تعتبر السنة التي بدأ يعمل فيها النظام بتطبيق كل مبادئه:

1. (قابلية التحويل في أوريا). بشكل عام، تميزت الفترة الأولى باستقرار نسبي للعلاقات النقدية الدولية (خاصةً بعد إعادة بناء أوريا) وبالارتفاع السريع للإنتاج والمبادلات الدولية، الأمر الذي أنجز عنه الطلب المتزايد للسيولة الدولية. وبالتالي سجلت قلة في حجم الدولارات الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أين تمكن النظام من توفيرها. أما الفترة الثانية من نظام بريتون وودز تميزت بتقرير 14 دولة أوروبية سنة 1958، جعل عملاتها قابلة للتحويل.

2. (بالنسبة لغير المقيمين أما المقيمين فتقرر سنة 1961)، وذلك تطبيقاً للمادة 06 من القانون الأساسي لصندوق النقد الدولي، ويمكن تفسير ذلك بارتفاع القدرة التنافسية لهذه الدول، وبالتالي فانطلاقاً من هذه السنة بدأ بروتون وودز بكافة المبادئ التي جاءت بها الإتفاقيات التي صيغت سنة 1944، أي الدولارات الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أين تمكن النظام من توفيرها. أما الفترة الثانية من نظام بريتون وودز تميزت بتقرير 14 دولة أوروبية سنة 1958، جعل عملاتها قابلة للتحويل.

3. (بالنسبة لغير المقيمين أما المقيمين فتقرر سنة 1961) وذلك تطبيقاً للمادة 06 من القانون الأساسي لصندوق النقد الدولي، ويمكن تفسير ذلك بارتفاع القدرة التنافسية لهذه الدول، وبالتالي فانطلاقاً من هذه السنة بدأ بروتون وودز بكافة المبادئ التي جاءت بها الإتفاقيات التي صيغت سنة 1944، أي التطبيق المتزامن لمبدأ القابلية للتحويل وتثبيت أسعار الصرف.

أدى نظام إستقرار الصرف دوراً هاماً في تحقيق الإستقرار النقدي اللازم لنمو التجارة الدولية على عكس ما شهدته فترة الثلاثينات من تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، أما السبب في تفويض أسس هذا النظام فيرجع بدون أدنى شك إلى العجز السريع والمنتامي لميزان المدفوعات الأمريكي وإلى تضخم الأسعار الذي تصاعد بمعدلات كبيرة، والتي أثرت على حركة التبادل التجاري الدولي. وقد قاد ذلك إلى التشكيك في قيمة الدولار مقابل الذهب وفي قدرة السلطات النقدية الأمريكية على الحفاظ على سعر 35 دولار للأوقية الواحدة، ولقد ترجم هذا التشكيك

بظهر ضغوطات مضارية على سعر الذهب مقابل الدولار في الأسواق الدولية. فقد عرفت هذه الفترة وجود سيولة مفرطة وفائض بالدولار نتيجة قيام الولايات المتحدة الأمريكية بتمويل العجز المتزايد في ميزان المدفوعات بإصدار الدولار، الأمر الذي ظهر منه وفرة مفرطة في السيولة.

ثانياً: انواع سعر الصرف:

1. **سعر الصرف الحقيقي** : وهو السعر الذي يعطي القيمة الحقيقية للعملة المحلية حيث يحدد كمية العملات الاجنبية التي يمكن شرائها مقابل وحدة واحدة من العملات المحلية ويعتبر سعر الصرف الفعلي الحقيقي بذلك يعتبر مؤشر ذو دلالة ملائمة على القوة التنافسية للعملة المحلية تجاه البلدان الخارجية. (قديري، 2003، ص 105).

وان سعر الصرف الحقيقي يبين القدرة الشرائية للعملة ويتم حسابه من خلال:

سعر الصرف الحقيقي = سعر الصرف المحلي / سعر الصرف العالمي × سعر الصرف الاسمي
(العاني، 2001، ص 122)

2. **سعر الصرف الاسمي**: وهو سعر العملة الاجنبية بدلالة وحدات من العملة المحلية ،حيث يبين القيمة الاسمية للعملة ولا يبين القدرة الشرائية لها ، ويقسم سعر الصرف الاسمي الى قسمين سعر صرف رسمي يحدد من قبل السلطة النقدية في الدولة والذي يعنى بالمبادلات التجارية الرسمية وسعر الصرف الموازي وهو السعر السائد في سوق الصرف الموازي والذي تتم فيه المعاملات الاقتصادية غير الرسمية ويطلق عليه الاسواق السوداء الموازية.

3. **سعر الصرف الحالي والاجل**: وهي اسعار الصرف التي تكون حسب الفترة الزمنية فأسعار الصرف الحالية هي سعر الصرف الذي تتم من خلاله تبادل العملات ويكون تسليم تلك العملات عند شرائها، اما اسعار الصرف الآجلة يمثل اتفاق حالي ولكن يكون تاريخ الاستلام في المستقبل ولكن يبقى سعر الصرف ثابتاً حتى وان تغير سعر الصرف اليومي وفقاً الى شروط العقد المتفق عليه، ويهدف من ذلك العقد حماية المشتريين بسبب المخاطر المستقبلية وعدم التأكد من المعلومات.

4. **سعر الصرف التقاطعي**: وهو سعر صرف عملة مقابل عملة اخرى مع ارتباط هاتين العملتين بسعر صرف عملة ثالثة تكون مشتركة بينهما فاذا اخذنا مثلاً عملة الدولار مقابل

العملتين فانه يمكن ان نحدد التقاطع بين هاتين العملتين مع بعضهما البعض، مع توافر عدة شروط منها تحديد البنك الذي يقوم باحتساب نوع العملة المباعة والمشتراه وسعرها وسعر العملة الثالثة.

محددات سعر الصرف:

هناك مجموعة من العوامل تحدد سعر الصرف نذكر منها:

1. **التغيرات في قيمة الصادرات والاستيرادات:** عندما ترتفع قيمة الصادرات مقارنة بالواردات فإن قيمة العملة ستتجه للارتفاع نتيجة لتزايد طلب الأجانب على هذه العملة، مما يشجع عملية الاستيراد من الخارج وهذا ما يعمل على إعادة التوازن لسعر الصرف. (فرحان، 2009، ص7).

2. **تغير معدلات التضخم:** ويعرف التضخم بانه الارتفاع العام والمستمر في المستوى العام للأسعار (عبدالحميد، 2014، ص319)، وبافتراض ثبات جميع العوامل الأخرى يؤدي التضخم المحلي إلى انخفاض في قيمة العملة في سوق الصرف فيما تؤدي حالة الركود إلى ارتفاع في قيمة العملة، فمثلا عندما ترتفع قيمة عملة بلد ما بنسبة 10% ويكون المستوى العام للأسعار في البلدان الأخرى مستقر، فالتضخم المحلي في هذا البلد سيدفع المستهلكين إلى زيادة طلبهم على السلع الأجنبية وبالتالي على العملات الأجنبية، وكنتيجة للأسعار المرتفعة في هذا البلد بسبب التضخم المحلي ستقل إستيراد الأجانب من سلع هذا البلد وبالتالي يقل عرض العملة الأجنبية في سوق الصرف بسبب تزايد الطلب على هذه العملة، وهذا يعني أن لحالة التضخم أثر في تغير سعر الصرف العملات المختلفة.

3. **الاستقرار السياسي والامني:** يتاثر سعر الصرف بالاستقرار السياسي والامني فاذا انطلقنا من منطلق ان راس المال جبان فهذا يعني ان أي اضطراب امني أو سياسي سيؤثر سلباً على المستوى العام لسعر الصرف.

4. ارتفاع أسعار الاسهم في الخارج سيعمل على زيادة الطلب على العملات الأجنبية مما يؤثر على سعر الصرف.

العوامل الاقتصادية المؤثرة على سعر الصرف:

1. **كمية المعروض النقدي:** إن الزيادة في كمية النقود مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة تؤدي إلى ارتفاع مستوى الأسعار أي تكون العلاقة طردية بين عرض النقود وسعر الصرف حسب رأي المدرسه الكلاسيكية، ويرى العالم "ملتون فردمان" زعيم المدرسة النقدية على الاهميه التي تبرزها النقود في التأثير على المستوى العام للاسعار. (بلال، 2006، ص4).
2. **ميزان المدفوعات:** ان التوازن الإقتصادي في ميزان المدفوعات من بين أهم العوامل المؤثرة في سعر الصرف لكونه حلقة الوصل التي تعكس علاقة البلد بالعالم الخارجي، ففي حالة حدوث عجز في ميزان مدفوعات بلد ما فإن ذلك يؤدي إلى زيادة طلبه على العملات الأجنبية لسد ذلك العجز وبالمقابل إنخفاض طلب الأجانب على عملته المحلية وبالتالي إنخفاض قيمتها الخارجية.
3. **أسعار الفائدة:** إن حركة رؤوس الأموال والأرصدة المعدة للإقراض الدولي، حساسة تماما لتغيرات أسعار الفائدة فغن ارتفاع سعر الفائدة لعملة ما سوف يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وبالتالي سيرتفع سعر صرفها مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة ويحدث العكس في حالة الإنخفاض.
4. **الموازنة العامة:** تلعب الموازنة العامة للدولة دورا كبيرا في التأثير على اسعار الصرف، فإذا كانت السياسة المتبعة من قبل الدولة سياسة إنكماشية تقوم على تقليص حجم الإنفاق الحكومي الذي يؤدي إلى تخفيض حجم الطلب وتخفيض في المستوى العام للنشاط الإقتصادي للحد من ظاهرة التضخم وهذا يؤدي إلى رفع أسعار الصرف للعملات المحلية. (عباس، 2008، ص 68)

مفهوم تقلبات سعر الصرف:

التقلب لغة: هو تحول الشيء من حالة إلى أخرى ، وتقلب الأسعار هو عمليه الارتفاع والانخفاض في الاسعار وكلما كان حجم الارتفاع والانخفاض كبير كان الاستثمار في الاوراق الماليه عرضة لتقلبات.

أسباب تقلبات سعر الصرف:

هنالك العديد من الأسباب التي تؤدي لإحداث التقلبات سعر الصرف العملة الوطنية مقابل العملات الأخرى ويمكن إيجازها في الآتي:

1. زيادة العجز في ميزان المدفوعات وذلك بسبب عجز الإنتاج وبالتالي انخفاض الصادرات وزيادة الاستيرادات لتغطية الحاجات الأساسية للاقتصاد الوطني مما يزيد من احتمالية ارتفاع سعر الصرف العملات الأجنبية .

2. زيادة العجز في الموازنة العامة والذي يؤدي بدوره إلى زيادة التمويل بالعجز (الإصدار النقدي الجديد) والى ارتفاع مماثل في المستوى العام للأسعار، ويؤدي في النهاية إلى انخفاض سعر العملة الوطنية. حيث أن سعر العملة الوطنية يتحدد من خلال قسمة مؤشر الأسعار المحمية على مؤشر الأسعار العالمية ونظراً لارتفاع مؤشر الأسعار المحمية نتيجة زيادة الإصدار النقدي لتمويل عجز.

3. انخفاض الناتج المحلي الحاصل من توقف الاستثمار وبالتالي توقف عجلة الإنتاج في مناطق شاسعة مما يقلل من الكمية المعروضة في السوق، وانخفاض الدخل الحقيقي بسبب انخفاض الاستثمار وانخفاض الانفاق الحكومي وزيادة عجز الميزان التجاري مما نتج عنه مستوى متدني من الدخل والعمالة وبالتالي أصبح الركود الاقتصادي ظاهرة ملفتة للنظر وارتفعت معدلات البطالة وانعكس هذا الواقع على قيمة العملة الوطنية بالانخفاض وارتفاع أسعار الصرف. وهذا ما يعرف بفجوة الاقتصاد الحقيقي فمعرفة هذه الفجوة يتوسع العجز في الموازنة وعجزاً مالياً للمدفوعات وبالتالي تزداد الضغوط على سعر الصرف.

4. التضخم النقدي: وهو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى فقدان القدرة على المنافسة وبالتالي انخفاض قيمة سعر الصرف مقابل العملات الأخرى، والعكس.

أساليب مواجهة تقلبات سعر الصرف:

عندما يتوقع حدوث تقلبات في اسعار الصرف فانه على المؤسسات ان تتخذ سياسات مالية معينة تضمن تخفيض فرص التعرض لتقلبات أسعار الصرف أو الدخول في نفق التعامل بها من خلال تحمل أعباء ماليه أو التنازل عن منافع معينة أو اتباع خطط وبرامج قد لا تكون بالضرورة الأفضل والأنسب لطبيعة نشاط المؤسسة والظروف التي تمر بها، وتوجد عدة أساليب يمكن اتباعها لمواجهة تقلبات سعر الصرف كان ابرزها:

1. العمل على التعديل في مستويات الاحتفاظ بالمخزون حسب توقعات أسعار الصرف. فإذا كان التوقع هو انخفاض سعر الصرف لعملة معينة يعني ارتفاع الأسعار مستقبلاً إذ فإن المؤسسات تلجأ إلى زيادة حجم المخزون قبل ارتفاع أسعاره.
2. توجيه الشركات التابعة او الفروع في الدول التي تعاني من تقلبات في سعر صرف عليها ان توظف أموال في استثمارات عقارية.
3. المحاولة في التعامل بعملة محلية كلما امكن ذلك وتجنب التعامل بالعملات الأجنبية، ولكن بهذا الأسلوب لا يضمن تجنب المواجهة مطلقاً وخاصة اذا حدث انخفاض في سعر الصرف لعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، فضلاً عن عدم امكان موافقة الطرف المقابل على التعامل بالعملة التي نرغب فيها.
4. تقليل الاحتفاظ بالموجودات النقدية التي يتوقع حدوث تقلبات في أسعار صرفها.
5. الاقتراض المحمي عند انخفاض سعر الصرف لمعممة المحمية مقابل العملات الأخرى والاقتراض الخارجي عند ارتفاع أسعار الصرف لمعممة المحمية مقابل العملات الأخرى.

المبحث الثاني

مفهوم سوق الأوراق المالية

مقدمة

اصبحت الاسواق المالية في السنوات الأخيرة من الاسواق المهمة التي نالت اهتمام كبيراً في كل من الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، ويمكن اعطاء مفهوم أو تعريف للسوق المالي حيث يعرف بانها المكان الاطار الذي يجمع بين الوحدات التي تم ادخالها والتي ترغب بل الاستثمار ووحدات العجز التي ترغب بل حصول على تلك الاموال التي تستخدمها لغرض تمويل مشاريعها الاستثمارية ويتم ذلك عن طريق قنوات مختصة عاملة في هذا السوق، وكذلك في السوق المالي يتم الجمع بين البائعين والمشتريين لأنواع معينة من الاوراق المالية والأصول المالية وبذلك يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من السندات والاسهم داخل السوق عن طريق الشركات العاملة في هذا السوق او عن طريق السماسرة .(الغزالي، 2004، ص4).

وكذلك ايضاً يمكن تعريف السوق المالي بانها الوسيلة المنظمة التي يمكن عن طريقها الجمع بين الطلب على الاموال والعرض للأموال، سوء يتم ذلك بل اتصال المباشر او الغير مباشر عن طريق الشركات العاملة في هذا المجال أو السماسرة.(شوقي،2009، ص157).

وتعرف الاسواق المالية بانها نظام متكامل لخلق المطلوبات والموجودات المالية وان سبب وجود أو نشأة هذا السوق هو نتيجة لتعامل المالي وعقد الصفقات المالية التي تؤدي الى خلق المطلوبات والموجودات المالية في وقت واحد وانتقال ملكيتها وكل ما زاد هذا النظام تكاملاً كل ما ادى ذلك الى تطور السوق واصبح اكثر تأثيراً في البيئة الاقتصادية (الحناوي، 2002، ص23).

التطور التاريخي للأسواق المالية:

إن انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض خلق ديناميكية للتعامل في الصكوك المالية وأدى ذلك إلى ظهور أسواق الأوراق المالية، وهذا يعدّ انطلاقةً واسعاً في شتى الدول الكبرى كما في فرنسا وأمريكا وإنكلترا مما تطلب ضرورة إقامة مواقع محددة للتعامل بهذه الأوراق والتي يطلق عليها الآن بالبورصات أو الأسواق المالية.

مرت الاسواق المالية بعدة مراحل حتى وصل الى هذا المستوى الحالي في فرنسا كان ظهور أول سوق عالمي في عام 1724م وفي لندن كانت بداية البورصات في بداية القرن التاسع عشر في مبنى خاص تحت اسم (Royal Exchange)، وفي أمريكا ظهر أول سوق مالي في عام 1821، ولقد عدت هذه المؤسسات كدرجة أو مقياس للتطور الاقتصادي والحضاري للبلد الذي يمتلك تلك الأسواق.

ويرجع الاسم التاريخي للبورصة من خلال نظريتين:

النظرية الأولى: تعود إلى أسم فندق في مدينة بروج (Bruge) في بلجيكا كان منقوشاً على واجهته شعار عملة عليها ثلاث صور، وكان يجتمع في هذا الفندق مجموعة من التجار والمصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف أعمالهم.

النظرية الثانية: ترجع لفظة بورصة إلى لقب عائلة مسماة بهذا الاسم (Van Der Burse) عاشت في القرن السادس عشر في مدينة بروج نفسها، وكان يجتمع في قصر العائلة زبائن ووسطاء ماليين لعقد الصفقات والمعاملات المالية.

وأيضاً هنالك رأي آخر أن تاريخ الأسواق المالية يعود إلى مصر، إذ نجد أن الحقبة من عام 1883-1898م شهدت عدة محاولات لإنشاء بورصات للأسواق المالية في مصر.

أهمية الاسواق المالية:

ان عملية التنمية الاقتصادية في اي دولة تتطلب وجود رؤوس اموال متجمعة ومتراكمة، حيث انه من غير الممكن القيام بعملية التنمية المنشودة في ظل غياب التكوينات الراسمالية. وهنا تبرز وتظهر اهمية السوق المالي في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الطرق والادوات

والآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتعددة. إضافة الى انها تمثل حلقات الوصل بين القطاعات التي تقوم بالادخار والتي لديها طاقة مالية فائضة عن حاجتها وبين القطاعات التي تفتقر الى السيولة وتعاني من عجز مالي لتمويل استثماراتها والتي بدورها تخدم اهداف التنمية في اي دولة. وقد اكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة عن العلاقة التي تربط بين السوق المالي ومعدلات النمو الاقتصادي وبذلك يمكن القول بان السوق المالي يقوم بدفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي.(عبد الباسط،2014، ص4)

إن الحاجة الملحة لنشأة الأسواق المالية (البورصة) تأتي من الدور الذي تؤديه في التأثير والتأثر في مفردات الاقتصاد الجزئي والكلّي، وكان هذا نتيجة لظهور الشركات المساهمة وتوسعها وانتشارها، إذ كان لا بد من وجود هذه الأسواق لتداول الأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، وهي تحتل أهمية خاصة في النظام الاقتصادي الحر لما لها من دور فاعل في الاقتصاديات الحرة. فهي أولاً تعمل على زيادة دخول الأفراد والمؤسسات المختلفة في استثمار الأموال التي تزيد عن حاجتها في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات المساهمة، طالما أنه يمكن بيع هذه الأوراق في أي وقت واستعادة قيمتها عند الضرورة، ولا شك أن الاستثمار لهذه المبالغ بهذا الشكل لم يكن تحقيقه لو لم يكن هناك بورصة للأوراق المالية (حمدي، 1987، 36).

وإن لأسواق المال أيضاً دوراً في تحديد القيم النسبية لممتلكات الشركات المصدرة للأوراق المالية من خلال أسعار الأسهم والسندات التي تطرح في السوق. وتربو الحاجة إلى أسواق المال لتلبية الاحتياجات النقدية الآتية للأفراد والمؤسسات والحكومات التي تتزامن بالضرورة مع مستلمي النقد لديها .

وتعدّ الأسواق المالية من مصادر التمويل المهمة لتحقيق معدلات النمو المستهدف في العديد من القطاعات الاقتصادية عن طريق جذب الاستثمارات الأجنبية نتيجة التحرر المالي العالمي، وكذلك العولمة الاقتصادية الناتجة عن إزالة القيود، وثورة المعلومات أيضاً (Anthony Saunders 2011،.123)

إن للأسواق المالية أهمية في جمع البائعين والمشتريين سويةً، وينتج عن هذا التجمع تفاعلً في أهدافهم ومصالحهم، مما يقود إلى نشوء سياسات معينة في السوق، إذ تشجع الكفاءة الاقتصادية للسوق بحجم الطلب أو العرض على السلعة التي يجري تبادلها من خلال تقديم معلومات ومؤشرات عن المنتجين والمستهلكين، كما أن شفافية السوق المالي تؤدي إلى زيادة أرباح مالكي الأسهم والسندات، ومن خلال عمليات المبادلة فإن الأصول المالية التي لا تحقق أهداف مالكيها يمكن مبادلتها بسلع أو أصول أخرى تتميز بخصائص أكثر رغبة، وفي أسواق المال يستطيع المستثمرون تحقيق صفقات عديدة للحصول على توليفة مفضلة من الأوراق المالية تتناسب مع أهدافهم، وتكمن أهمية السوق المالي كذلك في أنها تؤدي دوراً كبيراً في تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المجالات الاستثمارية من خلال الأدوات المالية، كما تساعد في الارتقاء بالكفاءة التشغيلية للشركات وتوفر السيولة وتقلل كلفة رأس المال، كما أنها تسهم في تحقيق الاستقرار النسبي في أسعار الفائدة (العامري، 2001، 62).

عناصر السوق المالي:

ان الاسواق المالية تضم ثلاث اركان اساسية وهم المستثمرون(المقرضون) والمقترضون او المصدرون والوسطاء (الوكلاء) وان هؤلاء المتعاملون هم الذين يمثلون العناصر او الاركان الأساسية للسوق المالي وعلى النحو التالي:

- المستثمرون او (المقرضون)، وهم الذين يمثلون الافراد والمؤسسات المالية مثل مكاتب الوساطة والبنوك التجارية وشركات الاستثمار، الذي لديهم مدخرات مالية ونقدية تزيد عن حاجتهم ويرغب هؤلاء في استثمارها للحصول على عوائد مالية مع وجود قدرة على مواجهة المخاطر المحتملة لتلك الفرص. ويتم هنا القرض بثلاثة طرق وهي:
- المقترضون او (المصدرون)، ويقصد بهم هنا الافراد وشركات الاستثمار والمؤسسات المالية وشركات الوساطة المالية والهيئات الحكومية مثل البنك المركزي ومن ذوي الحاجة الى الائتمان.

▪ الوسطاء او (الوكلاء)، وهم الركن الاخير للسوق المالي وهم الذين ينحصر دورهم في عملية التوفيق بين البائع (مصدر الورقة المالية) والمشتري (مستثمر الورقة المالية) وعادة ما يكون هؤلاء الوسطاء شركات أو اشخاص.

ان هذه الاركان تمثل الركائز الاساسية لهذه السوق، ان تطور هذه الركائز يعني تطور السوق المالي وازدهارها، وان هذه المؤسسات التي تتعامل في هذه السوق تلعب دوراً فعالاً في خلق التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الاوراق المالية بين الاطراف المتعاملة وتختلف هذه الاطراف باختلاف درجة التطور الاقتصادي للبلد المعني. (الدعوي، 2010، ص129).

تقسيم الأسواق المالية:

تعدّ الأسواق المالية حلقة من حلقات الاقتصاد التي تربط ما بين الادخار والاستثمار من خلال عدد من المؤسسات المالية المتخصصة في هذا المجال، فإن هذه الأسواق تضع الأموال المدخرة تحت تصرف المستثمرين، وإن أجزاء وأقسام أسواق المال متعددة، وعلى الرغم من وجود خطوط واضحة فاصلة بينها، إذ أن واجب الأسواق المالية هو ربط المدخرين مع المستثمرين. ويوضح الشكل (1) التقسيم الشائع للأسواق المالية وكما يأتي:

أولاً. سوق النقد Money Market:

يتضمن سوق النقد أدوات مالية قصيرة الأجل ، وتكون ذات درجة سيولة عالية، ويتم في هذا السوق عقد الصفقات المالية ما بين الوحدات المدخرة والوحدات المستثمرة من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل (التي تغطي مدة أقل من سنة)، ومن أهم مؤسسات هذه الأسواق هو البنك المركزي والبنوك التجارية، فضلاً عن بعض العمليات التي تقوم بها مؤسسات أخرى مثل بنوك الاستثمار وبنوك التنمية والائتمان الزراعي وصناديق التوفير البريديه ويعدّ هذا السوق جزءاً مهماً من الأسواق المالية، وتكون أدواته شديدة السيولة مثل أدوات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات البنكية.

ثانياً. أسواق رأس المال Capital Market:

وهي أسواق تداول الأوراق المالية، أي البورصات (Stock Markets)، وفيها تتحول الأموال من المدخرين إلى المستثمرين، وتكون عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات، وإن دور هذه الأسواق كبير في تطوير الاستثمار الرأسمالي في الاقتصاد وذلك يعود لدورها في تمويل الاستثمارات لمدة طويلة الأجل ويتم ذلك في إطار ما يكتنف الأجل الطويل من محاذير منها: انخفاض القيمة الزمنية للنقود، وتكلفة الفرصة البديلة، واحتمال تذبذب العائد. عليه تعدّ الأوراق المالية طويلة الأجل مرتفعة المخاطر، ومن ثمّ فإنّ العائد يكون مرتفعاً تبعاً لتلك المخاطر، ويضم هذا النوع من الأسواق مؤسسات مصرفية وغير مصرفية، أما المؤسسات المصرفية فهي تتضمن المصارف المتخصصة ومصارف الاستثمار والأعمال ومصارف الاستثمار الوطنية، أما المجموعة غير المصرفية فتضم شركات التأمين فيها ما عدا ما يتعلق بالتأمين على الحياة وتكوين الأموال، ومؤسسات التأمين الاجتماعي، وصناديق التأمين والادخار.

ويمكن تقسيم أسواق رأس المال إلى قسمين هما:

1. أسواق حاضرة (فورية):

يقصد بالأسواق الحاضرة أو الفورية الأسواق التي يتم من خلالها تمويل الوحدات ذات العجز من خلال الأوراق المالية التي تصدرها لصالحها، والتي يتم شراؤها من قبل وحدات ذات فائض مالي وذلك بمساعدة جهات خاصة تختص بهذا الموضوع مثل السماسرة (Brokers) وتجار الأوراق المالية (Dealers)، أي أن الأوراق المالية تنتقل في هذه الحالة من الوحدات ذات العجز مباشرة إلى الوحدات ذات الفائض مقابل انتقال النقود، ومثل هذه الأوراق المالية تعرف بالأوراق المالية الأولية (Primary Securities) (عبدالله وآخرون، 2001، ص33). ويمكن تقسيم سوق رأس المال الحاضرة أو الفورية أو المباشرة إلى ثلاثة أقسام هي:

أ. **السوق الأولية Primary Market:** وهو سوق الإصدارات الجديدة، إذ تنشأ عند ذلك

علاقة مباشرة بين مصدري الأوراق المالية والمكاتب بها، وتعدّ هذه الأسواق بمثابة سوق جملة، إذ تباع فيها الأوراق المالية بأعداد كبيرة إلى الجمهور، وتؤدي المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها وأنشطتها دوراً رئيساً في هذه الأسواق. ومن هذه المؤسسات

مصارف الاستثمار والمصارف والتجارية، وقد تتولى مهمة تسويق الإصدارات أو التعهد بتسويقها إما لصالح الجهة المصدرة أو لصالحها لقاء عمولة طبقاً للاتفاق المبرم للإصدار. لذا يعدّ السوق الأولي السوق الحقيقي للشركة، وبعدّ الاستثمار المالي للشخص الذي اشترى الورقة المالية، والسوق الأولي في غالبية الحالات لا يكون معروفاً لدى الجمهور لأن بيع الأوراق المالية الجديدة يتم خلف أبواب مغلقة (عزمي، 2014، ص121).

ب. **السوق الثانوية Secondary Market**: وهو سوق الإصدارات القائمة وأي إصدارات لاحقة، وتتحقق من خلال هذا السوق آلية العرض والطلب على الأوراق المالية، ويؤدي صانعوا السوق دوراً مهماً في السوق الثانوية، لذا ففي غياب السوق الثانوية يصعب تصور سيولة الأوراق المالية وجاذبيتها للمستثمرين. لذا فإن هذه السوق توفر حرية التصرف في تحويل الورقة المالية للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري، ومثل هذه الخاصية تعرف باستقرارية السوق، إذ أن هنالك دائماً بائعاً ومشترياً للورقة المالية (عزمي، 2014، ص 122).

وأن السوق الثانوية هي سوق إعادة البيع للأوراق المالية وليست لزيادة أموال الشركات، إذ أن الشركات المصدرة لهذا الاستثمارات لا تتسلم الأموال جراء عمليات التداول هذه (العامري، 2001، ص 87)، ويمكن تقسيم السوق الثانوية إلى قسمين هما:

- **الأسواق المنتظمة Organized Exchanges**: هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المدرجة بمواعيد دورية طبقاً لقواعد وإجراءات تحدها لجنة السوق المالي وبطريقة المزيدة العلنية، وتتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم، وتدير هذا النوع من الأسواق لجنة السوق أو لجنة البورصة، وتجري عملية التداول على الأوراق المالية المدرجة، وهناك شروط للإدراج، ويطلق على هذا السوق مصطلح بورصة الأوراق المالية.
- **الأسواق غير المنتظمة Unorganized Exchanges**: ويقصد بها الأسواق التي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية خارج حدود سوق الأوراق المالية، وتسمى هذه المعاملات بالمعاملات على المنضدة، وهي تلك المعاملات من بيع وشراء، والتي لا

تتم في البورصات، وتتمثل في سوق السماسرة والوكلاء الذي ينشئه صانعو السوق، ونظراً لانعدام مكان محدد لإجراء المعاملات فإن هذه الأسواق تتصل مع بعضها البعض من خلال نظام إلكتروني لتبادل المعلومات يعرف باسم (NASDAQ).

وتتعامل الأسواق غير المنتظمة بالأوراق المالية غير المسجلة في البورصات التي لم تكتمل شروط تسجيلها بعد، كما أن هذا السوق يكاد يقتصر على اسهم شركات صغيرة أو محلية يملك معظم أسهمها المؤسسون أو أفراد عائلاتهم، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنتظمة، وتقسّم الأسواق غير المنتظمة إلى قسمين هما:

- **السوق الثالثة The Third Market:** وهي سوق لتجارة الأوراق المالية غير المنتظمة، وتتكون من بيوت السماسرة من غير الأعضاء المسجلين في السوق المنتظمة، ولهذه البيوت الحق بالمتاجرة بالأسهم المدرجة في السوق المنتظمة مهما كبر حجم الصفقة أو صغر، وإن المستثمرين في هذه الأسواق هم من المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وصناديق الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

ويعدّ وجود هذه الأسواق دافعاً من قبل المؤسسات الاستثمارية الكبيرة لتمتعها بخصم العمولة التي لا يمكن الحصول عليه في السوق المنتظمة، والتي يلتزم عندها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة، وأن السبب الرئيس في انخفاض العمولة بهذه السوق كون بيوت السماسرة لا تدفع رسم تسجيل أو رسوماً عضوية في السوق (عزمي، 2014، ص 125).

- **السوق الرابعة The Fourth Market:** يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم بشراء وبيع الأوراق المالية عن طريق السماسرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعد في ذلك شبكة من الهواتف أو الإنترنت. وفي ظل السوق الرابعة تبرم الصفقات بسرعة كبيرة، وتكاليف أقل، وبسبب هذه المزايا التي تتمتع بها السوق الرابعة تعدّ منافسة قوية للأسواق المنتظمة.

وضمن السوق الرابعة هناك أسواق أخرى منها سوق سماسرة الخصم، ويقصد بها أن السمسار يتقدم بحد أدنى من الخدمة لعملائه والتي عادةً ما تتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة بإجراءات البيع والشراء. وأيضاً هناك سوق آخر هو سوق تجار الطلبيات، ويقصد بها الطلبيات الكبيرة في بيع الأوراق المالية (الأسهم على وجه التحديد) حيث لا يقل حجم الطلبية عن عشرة آلاف سهم ولا يمنع أن يشترك في شرائها أكثر من مستثمر (حسين، 2008، ص7).

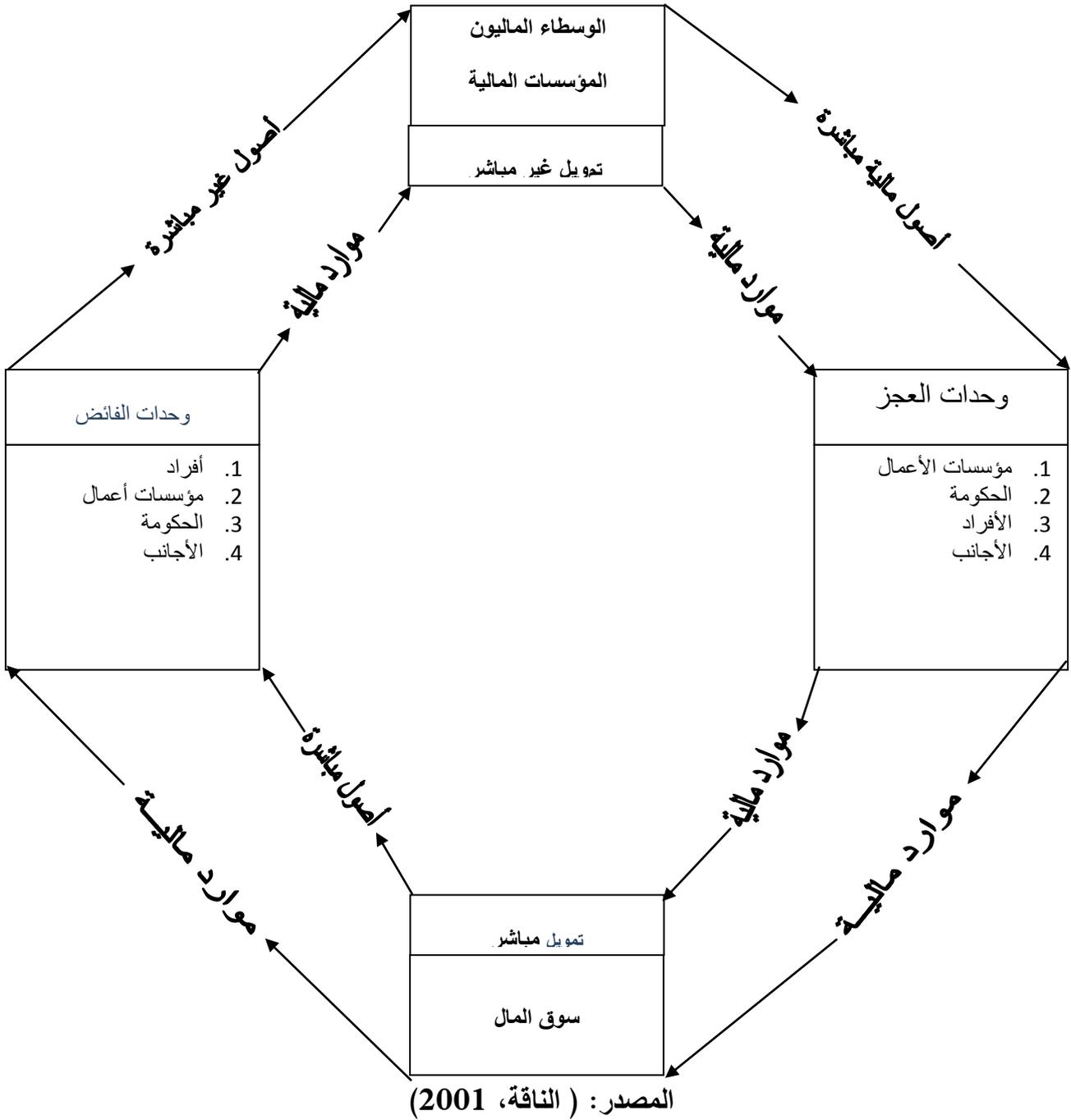
2. سوق العقود المستقبلية Market Contract of Futures:

يتمثل سوق العقود المستقبلية بالأصول الحقيقية والمالية وهي امتداداً للسوق الحاضرة، ومن خلال هذا السوق يتم إبرام العقود بين البائعين والمشتريين على تسليم سلعة في تاريخ لاحق، على أن يدفع الثمن عند التسليم، وسبب التوجه إلى هذه الأسواق هو الرغبة في تخفيض المخاطر من التقلبات السعرية المستقبلية للأصل محل التعاقد، والعقود المستقبلية هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً.

ج. السوق الاحتكارية:

هي أسواق تتمثل أساساً في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدولة المعنية والذين يحتكران في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة (هندي، 1995، ص6).

الشكل (1) يوضح وظائف أسواق المال



يتضح من الشكل أعلاه ما يلي:

طريقة التمويل المباشر، إذ تلتقي وحدات العجز ووحدات الفائض في السوق المالي مثلما يلتقي مستهلك السلعة مع بائعها في السوق السلعي، وتتم العملية بإصدار الوحدات ذات العجز المالي حقوقاً مالية على نفسها، تسمى هذه الحقوق أصولاً مالية فتعرضها على وحدات الفائض التي تشتري هذه الأصول مقابل تحويل مواردها المالية إلى وحدات العجز، وأن الأصول المالية

التي تشتريها وحدات الفائض تسمى أصولاً مباشرة ، وذلك لأن التي أصدرتها هي وحدات العجز نفسها، وأهم الأصول المالية المباشرة هي الأسهم والسندات.

طريقة التمويل غير المباشر، إذ يتم تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية في سوق المال، وتتمثل أساساً بالمصارف وشركات التأمين ومؤسسات الادخار والإقراض وصناديق التقاعد، ومقابل هذا التحويل تحصل الوحدات ذات الفائض على أصول مالية يصدرها الوسطاء الماليون على أنفسهم، وتسمى أصولاً غير مباشرة مثل شهادات الادخار وشهادات الاستثمار، ثم يعمل الوسطاء الماليون على تحويل هذه الموارد المالية إلى وحدات العجز التي تقوم بإصدار أصول مالية مباشرة لصالح تلك المؤسسات المالية .

من الشكل رقم (1) نلاحظ أن مؤسسات قطاع الأعمال تأتي في مقدمة وحدات العجز التي تحتاج إلى موارد مالية، إذ تقوم بإصدار أسهم أو سندات، ثم يلي قطاع الأعمال في طلب التمويل من الحكومة التي تقوم بإصدار أدونات الخزنة أو السندات الحكومية. أما وحدات الفائض فيأتي في مقدمتها أفراد القطاع العائلي ومدخراتهم التي تسمى بالمدخرات الشخصية ويليهم مؤسسات الأعمال التي تحقق المدخرات وتسمى بمدخرات قطاع الأعمال. عليه نلاحظ أن عملية تجميع الموارد المالية من وحدات الفائض ونقلها إلى وحدات العجز يتم إما من خلال سوق المال مباشرة، أو من خلال المؤسسات المالية العامة، وهذا ما يسمى بوظيفة الوساطة المالية للمؤسسات المالية.

دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي القومي:

تعدّ الأسواق المالية أداة مهمة وأساسية في تطوير النشاط الاقتصادي للدولة عن طريق توسيع الاستثمارات، وبناء قاعدة مالية وإعادة تدوير مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمستثمرين وزيادة الوعي الاستثماري لدى الأفراد، وتحفيزهم نحو الاستثمارات الاقتصادية من خلال الثقة بالأوراق المالية والسعر العادل الذي تضعه هذه الأسواق عن طريق العرض والطلب. وتعدّ الأسواق المالية أداة مهمة في زيادة الإنتاج بصورة عامة وخفض مستويات البطالة عن طريق استحداث مشاريع جديدة وتوظيف أيدي عاملة عاطلة، ورفع مستوى متوسط دخل الفرد،

وزيادة درجات التنمية، كما تساعد هذه الأسواق في الارتقاء بالكفاءة التشغيلية للشركات، وتقليل كلفة رأس المال، وتحقيق الاستقرار النسبي في أسعار الفائدة. (Stefan Kroll, 2003, 32).

فيما أشار (Alan Redfern & Martin Hunter, 2014, 195) إلى أن السوق المالي يعمل على تدبير الموارد والأموال للمشروعات التي هي بحاجة إلى الأموال بصيغة استثمارات جديدة أو سد عجز مالي، ويتم ذلك عن طريق طرح الأسهم والسندات، أو إعادة بيع هذه الأوراق المالية، وإن هذه الأسواق لها دور كبير في رفع كفاءة إدارة المشروعات وزيادة فاعليتها، والعمل على عدم هبوط أسعار الأسهم والسندات.

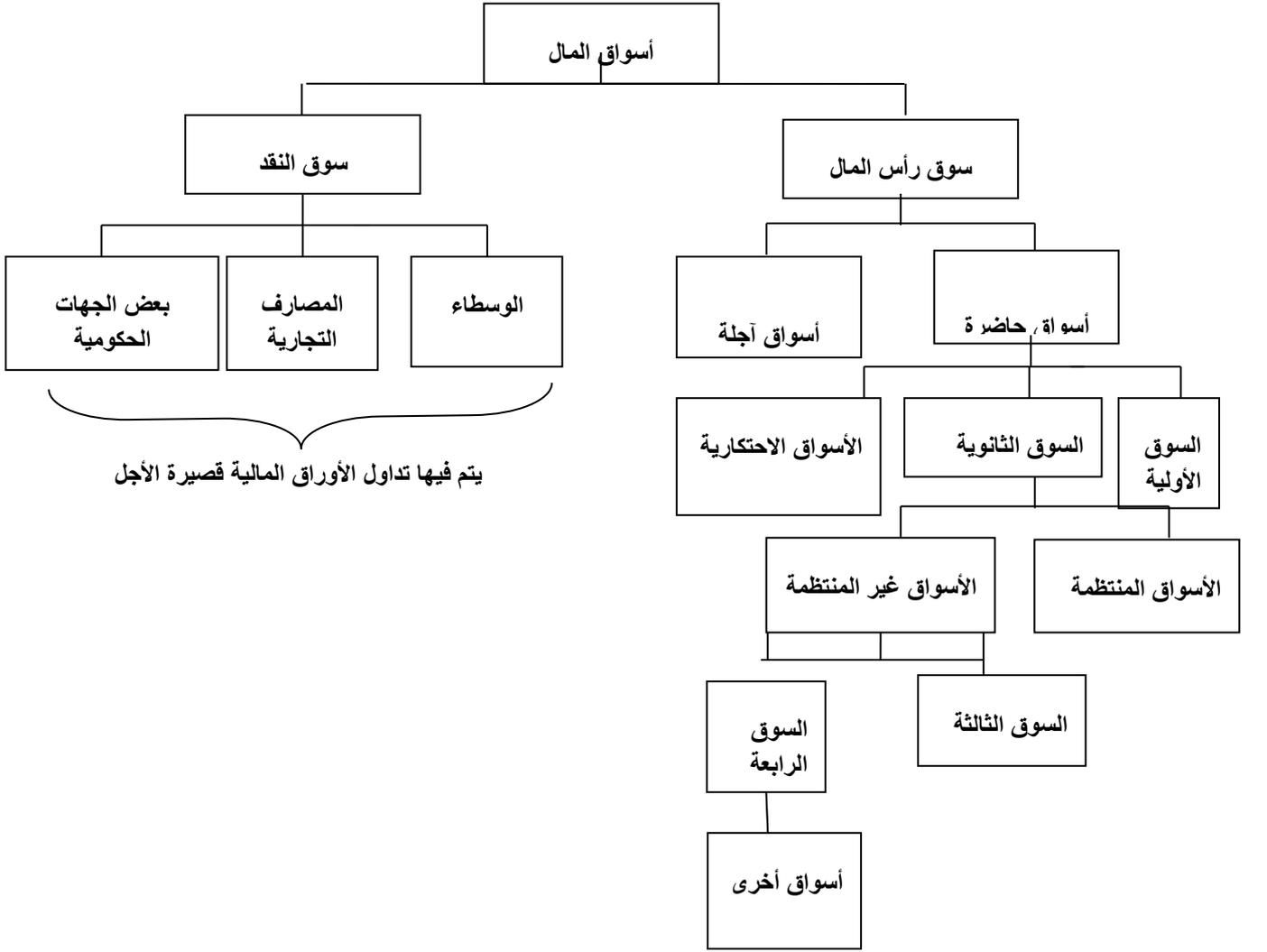
ويؤكد البعض مساعدة هذه الأسواق في توجيه الأموال نحو الاستثمارات والمشروعات التي تتميز بالربحية العالية وتشجيع التنمية الاقتصادية، كما أن لهذه الأسواق دوراً كبيراً في اعتبارها أدوات لجذب الفائض النقدي غير المعبأ، وتوجيهه نحو الاستثمارات، وتوظيف هذه الأموال بفاعلية وبما يخدم السياسات الاقتصادية للبلد، وتحقيق عوائد للأفراد، والعمل على زيادة حيوية المشروعات الاقتصادية (برينة، 2004، ص 22).

وللأسواق المالية دور مهم في توجيه مجالات الاستثمار بحسب متطلبات التنمية الاقتصادية والعمل على ترشيد الإنفاق الاستثماري، وتعدّ هذه الأسواق أداة تنبيه على المخاطر، وتعدّ أيضاً بمثابة أدوات اكتفاء للمشروعات الصغيرة والكبيرة التي تكون بحاجة إلى الأموال، وتعدّ الأسواق المالية كذلك وسيلة من وسائل توفير قنوات سليمة للاستثمارات (Levine Ross, 2004, 84).

كما تعدّ الأسواق المالية مؤشراً مهماً للحالة الاقتصادية والوجه الحضاري لاقتصاديات الدول وتقدمها، وإن هذه الأسواق تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، وتعمل على حشد المدخرات القومية بما يخدم التنمية الاقتصادية للدول، وتعدّ هذه الأسواق كذلك أدوات تنموية حقيقية. كما أن توسع الأسواق المالية العالمية وتطورها أدى إلى ظهور ما يسمى بتكامل الأسواق المالية العالمية بشكلٍ لم يسبق له مثيل، ونتيجة لهذا التكامل بين الأسواق المالية بدأت الأموال تتدفق من الدول الصناعية إلى الدول النامية وزيادة الاستثمارات ولاسيما في الدول النامية، وكان ذلك على الصعيد العام، أما على صعيد المتعاملين في السوق فيتميزون بسرعة الانتقالات لسماع أية أخبار تغير من تصرفاتهم في عملية التداول، ولكن أسواق المال لها دور

فاعل في الحد والتقليل من هذه التقلبات وذلك عن طريق أعضائها المتخصصين وعملائها المحترفين وذلك بشراء الأدوات المالية التي يكون عرضها زائداً نتيجة الخوف من التقلبات أو العرض بسبب ارتفاع أسعار هذه الأوراق المالية (برينة، 2004، ص 25).

الشكل رقم (2) يوضح مكونات أسواق المال



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على، د. عاصم محمد عبدالمنعم أبا زيد، (2002)، دور الإصلاح الاقتصادي والمالي في تعزيز كفاءة السوق المالي، الأردن، ص 24.

الفصل الثالث

سوق العراق للأوراق المالية

المبحث الاول : تطورات سعر الصرف في العراق

المبحث الثاني : سوق العراق للأوراق المالية

المبحث الاول

تطورات سعر الصرف في العراق

أولاً: مدخل تاريخي:

لقد عرف العراق العمل المصرفي قبل غيره من دول العالم فقد تداولت معابد بابل في عصور سحيقة تصل الى عام 2000 (ق.م) انواعاً مختلفة من الصيرفة مثل منح القروض وفرض الفوائد ووسائل ائتمان، ولكن هذه البدايات لم تتواصل على مدى تاريخ الدولة حتى مجيء العثمانيين الذين احدثوا في الدولة خراباً اقتصادياً واسعاً اذ ادخلوا معهم القاعدة المعدنية الثنائية عام 1534م التي كان النظام النقدي العثماني قائماً عليها وذلك بنسبة (15/1) من الذهب والفضة غير ان قاعدة الذهب كانت هي السائدة في مختلف أنحاء الامبراطورية العثمانية بما فيها العراق وقد شهدت فترة السيطرة العثمانية الممتدة من عام (1516-1916) شيوع عملات أجنبية أخرى متدولة منها الروبية الهندية الباوند الإنكليزي و الروبل الروسي في مناطق متعددة من العراق.

استمرت هذه الفوضى النقدية حتى عام 1914 اذ أصدرت الحكومة العثمانية عام 1915 عملة ذهبية مغطاة بقرض ذهبي من بنوك المانيا والنمسا واستغلت الحكومة العثمانية الإصدار الورقي إلى أقصى حد ممكن مما أدى إلى تضخم في الإصدار النقدي وتدهور قيمة العملة واستمر هذا الحال حتى عام 1916، وحين دخل الإنكليز للعراق في 23 تشرين الثاني عام 1914 جلبوا معهم الروبية الهندية وقد كانت قاعدة النقد الهندية قائمة على الصرف بالإسترليني مما جعل العراق يتبنى القاعدة نفسها، وأصبحت الروبية الهندية هي وحدة النقد الرسمية حتى عام 1932 الى ان تم منع تداولها بصدور القانون رقم (40) لعام 1933، وتم تنفيذه اعتباراً من 1933/10/1 وعندها تم منع تداول الروبية الهندية واعتبر ذلك بداية تأسيس نظام النقد الوطني العراقي.(عبد المنعم، 1985، ص318).

ثانياً: نظام الصرف في العراق:

إن نظام الصرف السائد في العراق هو النظام الثابت منذ تاسيس نظام النقد الوطني حتى الوقت الحاضر وقد قسمت هذه المدة إلى عدة مراحل حسب الفترات التي جمعت صفات متماثلة أو أحداث فاصلة تجعل من تلك الفترات متميزة وكما يأتي: (البنك المركزي العراقي، 1972، ص59)

1. من عام (1931-1946) نظام الصرف بالذهب (الصرف بالاسترليني):

قبل عام 1931، لم يكن في العراق عملة محلية ففي عام 1921 اعلن رسميا ان العراق دولة مستقلة ولكن تحت الانتداب البريطاني وعندها ظهرت مطالبة شعبية بإصدار عملة محلية وطنية، وقد بدأت الحكومة العراقية بالتفكير جديا بإصدار عملة محلية وطنية في عام 1922م، وكان المقترح أن تكون وحدة القياس للعملة العراقية هي الدينار العراقي ولم يخضع للمناقشة الا في عام 1926، وهذا المقترح كان مقدماً من قبل وزارة العدل الى وزارة المالية ، وثم عرض هذا المشروع على مجلس الوزراء حيث لاقى معارضة شديدة بسبب إسناد إصدار العملة العراقية إلى الباون الإسترليني، ويتم عن طريق لجنة للعملة مركزها لندن، وجاءت لائحة من المقترحات بخصوص إنشاء مصرف وطني مركزي لإصدار العملة العراقية وإدارتها وهذا لم يتحقق اذ استمرت الاوضاع هكذا حتى عام 1930، وفي ذلك الوقت انتشرت اشاعة حول تخفيض سعر الروبية الهندية مقارنة بالباون الاسترليني مما ادى الى اثاره مخاوف العراقيين خصوصا على معاملاتهم التجارية المعتمدة بهذه العملة، ونتيجة لذلك اتخذ مجلس الوزراء في (1930/3/17) قراراً يقضي بالاسراع في اصدار قانون العملة العراقية اساسه معادلة الدينار العراقي بالباون الاسترليني دون سك دنانير ذهبية في التداول وتمت المطالبة بمصرف وطني وقاعدة نقدية ذهبية وقد اتخذت الحكومة براي الخبير (يانغ) فأصدرت القانون رقم (44) لسنة 1931 الذي تبنى نظام قاعدة الصرف بالذهب وجعل قيمة الدينار العراقي مساوية الى (7.322382) غراما من الذهب الخالص وتم تشكيل لجنة للعملة العراقية مقرها في لندن، الا انه في عام 1931م سادت بطالة وكساد عالميين خاصة في بريطانيا مما جعل بريطانيا تتخلى عن قاعدة الذهب وبالتالي تم تأجيل تنفيذ قانون العملة العراقية. (محمد فهمي، 1949، ص69)، وقد تم تعديله في نفس العام ونص التعديل على فك ارتباط الدينار بالذهب وأصبح الدينار العراقي يعادل باون إسترليني واحد

بتاريخ (1931/12/17) بموجب قانون تعديل قانون العملة العراقية (44) لعام 1931 القانون رقم (101) لعام 1931م، وبعد ان خرجت بريطانيا من قاعدة الذهب عام 1931 اتجهت بعض الدول التابعة لها بربط عملاتها بالجنيه الإسترليني ومنها العراق وقطعت علاقة عملاتها بالذهب وربطت اسعار صرفها بالباون الإسترليني، وبهذا خضع الدينار العراقي لقاعدة الصرف بالإسترليني وبالتالي كونت بريطانيا مع هذه الدول ما يسمى بالكتلة الإسترلينية والتي هي تنظيم نقدي يتم بموجبه ربط قيمة العملة الوطنية للدولة العضو بالباون الإسترليني والاحتفاظ بأغلب احتياطاته النقدية على شكل ودائع وموجودات استرلينية في لندن ويحق لعضائها حرية تحويل الموجودات وانتقالها فيما بينها وبين الدول الأخرى ومن ضمن دول الكتلة الإسترلينية (استراليا والهند ونيوزلندة والعراق ومصر وفلسطين وايرلندا الشمالية واتحاد جنوب افريقيا ولاتيفيا)، وتقوم بريطانيا بتسوية مدفوعاتها دوليا فتستطيع الدفع داخل الكتلة بالباون الإسترليني وايضا استحواذها على متحصلات العملات الصعبة لدول الكتلة وبذلك تستطيع الشراء من خارج الكتلة، وقد نتج عن ارتباط هذه الدول بالكتلة الإسترلينية نتائج خطيرة على اقتصادها تمثلت في: (محمد فهمي، 1947، ص156)

- أ. تحديد صرف عملات دول الكتلة من قبل الحكومة البريطانية.
- ب. وضع قيود على التجارة الخارجية لدول الكتلة بما يخدم مصلحة بريطانيا.
- ج. اصبحت دول الكتلة في مركز تابع للجنيه أي ان العملات المحلية لدول الكتلة تتحدد اسعار صرفها بالجنيه وما يطرا عليه من تغيرات.

ومن هنا يتبين ان الارتباط بالكتلة لم يوفر الحماية الكافية لعملات تلك الدول من الصدمات الخارجية التي كان يتعرض لها سعر صرف الجنيه في السوق الدولية، كما اصبحت من غير الممكن لتلك الدول اجراء التسويات الدولية الا بالجنيه الإسترليني اذ اتبعت جميع دول الكتلة طريقة واحدة في دعم علاقة عملاتها بالباون الإسترليني عن طريق شراء الباونات الإسترلينية بالعملة المحلية عندما ينخفض سعر صرف عملتها وتقوم ببيع الباونات الإسترليني عندما يميل سعر صرف العملة المحلية الى الارتفاع، الا انه باعلان الحرب العالمية الثانية طرات تغيرات في العلاقات بين دول الكتلة الإسترلينية واصبحت هناك ترتيبات قانونية ملزمة تسمى بالمنطقة الإسترلينية، ففي عام 1939م انسحبت غالبية الدول الاعضاء المحايدة من الكتلة الإسترلينية

فتعرضت موجودات بريطانيا من الذهب والعملات الأخرى إلى تناقص كبير لذلك قامت الحكومة البريطانية في تموز عام 1940م بإصدار مرسوماً تغيرت بموجبه العلاقات المرنة بين دول الكتلة الاسترلينية إلى ترتيبات قانونية ملزمة وأصبحت المنطقة تضم بريطانيا والمستعمرات البريطانية والمقاطعات المستقلة ذاتياً ومناطق الانتداب البريطاني ومصر والعراق وبذلك استطاعت بريطانيا أن تمول احتياجاتها الحربية والمدنية مقابل إصدارها لأذونات على الخزنة البريطانية استعملتها كغطاء لدفع قيمة مشترياتها وأن استخدام وصرف الأذونات لا يتم إلا برغبة بريطانية وقدرتها على الوفاء بديونها وبذلك تراكمت للمستعمرات والدول التابعة ديون مستحقة على بريطانيا تقدر ب(3000) مليون جنيه استرليني حتى كانون الأول عام 1944م وعرفت بمشكلة الارصدة الاسترلينية، ولكن لم تكن مشكلة ذات شأن من الناحية الواقعية بقدر ماهي مشكلة شكلية لان بريطانيا تتمتع بالسيادة والسلطان على الدول التابعة لها حيث باستطاعتها من الناحية العملية تجميد تلك الديون وأيضاً تجميد ارصدة دول الكتلة وقد نفذت ذلك فعلاً في العراق على اثر حركة مايس عام 1941م وهذا التأثير جاء نتيجة ارتباط الدينار العراقي بالجنية الاسترليني. من عام 1947 لغاية 1981 نظام سعر الصرف الثابت القابل للتعديل (نظام برتون وودز). (فالح الشيلخي، 2000، ص191)

بعد صدور القانون رقم (42) لعام 1947م الذي عدل قانون العملة رقم (44) لسنة 1931م اخذ بنظام الغطاء الكامل للعملة الذي يتكون من الذهب والعملات الأجنبية والسندات الأجنبية بنسبة لا تقل عن (70%) من القيمة الاسمية للعملة المصدرة (أي الاوراق النقدية والمسكوكات المساعدة وسندات عراقية حكومية لا تتجاوز نسبتها (30%) وقامت الحكومة العراقية باصدار القانون رقم (43) لعام 1947، الذي تناول إعادة تقييم الدينار العراقي وحدد قيمة الدينار بما يعادل (3.58134) غرامات من الذهب الخالص وبموجبه ارجع نظام العملة في العراق من نظام الصرف بالباون الاسترليني إلى نظام التحويل إلى الذهب والذي كان مقرراً له أصلاً في قانون العملة العراقية رقم (44) لعام 1931 باستثناء إجراء واحد وهو التحويل حيث يتم بواسطة الدولار الأمريكي بدلاً من الباون الاسترليني نتيجة توقيع العراق على اتفاقية برتون وودز في عام 1947 اذ كان لا بد من تثبيت سعر صرف الدينار العراقي انسجاماً مع أحكام

المادة الرابعة من اتفاقية الصندوق وبمقدار معين من الذهب والدولار الأمريكي. (البنك المركزي العراقي "ذكرى اليوبيل الفضي" 2003، ص 123).

وبعد ان تم توقيع العراق على اتفاقية صندوق النقد الدولي المسماة باتفاقية برتون وودزمن عام 1947 ، بدأت هنا مرحلة جديدة لسعر صرف الدينار العراقي تتحقق باستقلاله عن الجنيه الاسترليني خصوصا بعد صدور القانون رقم (43) لعام 1947 القاضي بتأسيس المصرف الوطني العراقي (البنك المركزي العراقي حالياً) براس مال قدره (5000.000) خمسة ملايين دينار يدفع نصفه عند التأسيس والنصف الاخر يبقى احتياطا مضمونا من قبل الخزينة وبذلك تولى المصرف الوطني العراقي مهمة اصدار العملة ومراقبتها ورسم السياسة النقدية للدولة، ألا انه في عام 1949 تم تغيير قيمة الدينار العراقي وحددت ب(2.48828) غراما من الذهب الخالص بموجب القانون رقم 3 لعام 1949 ولكن رغم التعديلات السابقين عام 1947 و عام 1949 بقي الدينار العراقي على علاقته السابقة بالباون الاسترليني في الوقت الذي لايمكن فيه تحويل الباون الاسترليني الى الذهب الا عن طريق الدولار الامريكي، وقد اصدر المصرف الوطني اول مجموعة من الاوراق النقدية والتي تحمل اسمه في 17/9/1950 كما صدر في عام 1956 القانون باسم قانون البنك المركزي العراقي (أي تبديل تسمية المصرف الوطني) رقم (72) والذي تضمن (أي القانون) زيادة راس مال المصرف من خمسة ملايين الى خمسة عشر مليوناً واستمر العمل بقانون العملة رقم 44 لعام 1931 م حتى عام 1958م، ففي 23 حزيران من عام 1959م اعلن العراق خروجه من المنطقة الاسترلينية والغي قانون رقم 44 لعام 1931م بعد تشريع قانون عملة الجمهورية العراقية رقم (92) لعام 1959 والذي حافظ فيه على نفس القيمة الذهبية المقررة للدينار العراقي بموجب القانون رقم (3) لعام 1949م وبالبالغة (2.48828) غراما من الذهب الخالص أي ما يعادل (0.3382) دينار لكل دولار امريكي . وفي منتصف عام 1964م خضعت المصارف في العراق الى تغيير شامل من خلال تاميم المصارف التجارية، وفي هذا الاتجاه جاء ضمن اهداف التاميم منح السلطات الواسعة للبنك المركزي للهيمنة على القطاع المصرفي، بهدف احكام الرقابة على المصارف الخاصة لا سيما الاجنبية منها، فقد صدر قانون مراقبة المصارف رقم (197) لسنة 1964 في اليوم السابق للتاميم، وكان من ضمن الأهداف التي جاء بها تاميم المصارف التجارية في العراق هو تكوين وحدات مصرفية كبيرة، وهنا خولت المؤسسة العامة للمصارف التي تولت مهمة الإشراف وتنظيم

نشاط المصارف التجارية الى جانب البنك المركزي العراقي صلاحية إجراء عملية (الدمج المصرفي) ويعرف الدمج المصرفي بأنه عملية توحيد مصرفين أو أكثر تحت ادارة واحدة عن طريق تحويل الاسهم أو بشراء الموجودات وتحمل الالتزامات"، حيث شهدت هذه الفترة زيادة عدد المصارف التجارية والمتخصصة إلا انه في العام 1967 أصبح عدد المصارف بعد أول عملية للدمج أربعة مصارف هي:

- مصرف الرافدين.
- البنك التجاري العراقي.
- بنك الاعتماد العراقي.
- بنك بغداد.

كما خضعت المصارف التجارية لعملية دمج اخرى وكذلك المصارف المتخصصة في عام 1970م فاصبح عدد المصارف التجارية العاملة في العراق مصرفين فقط هما:

- أ. مصرف الرافدين.
- ب. المصرف التجاري.

وكانت اخر عملية دمج شهدها الجهاز المصرفي هي دمج مصرف الرافدين والمصرف التجاري بمصرف واحد سنة 1974 واصبح المصرف يعمل باسم مصرف الرافدين براس مال قدره 30 مليون دينار.

كما صدر في العام 1976 قانون جديد برقم (64) تحت اسم قانون البنك المركزي العراقي الذي الغى قانون العملة وقانون البنك المركزي السابقين ونصت المادة (32) منه على ان وحدة العملة في العراق هي الدينار العراقي بقيمة (2.48828) غراما من الذهب الخالص أي مايساوي (0.3382) دينار لكل دولار امريكي، وقد حافظ الدينار العراقي على نفس القيمة الذهبية المقررة له حتى عام 1982، الا انه خلال الفترة من 1974 ولغاية 1980 شهدت تامين النفط وارتفاع اسعار النفط وزيادة الطلب العالمي فهذه الاحداث ادت الى حصول العراق على موارد مالية اضافية بسبب تعديل اسعار النفط بعد عام 1973 وزيادة حصة العراق من الانتاج العالمي.

2. من عام 1982 الى الوقت الحاضر (التعددية في اسعار الصرف)

مع بداية الثمانينات شهد العراق حرب الخليج الاولى ونتيجة لهذه الحرب ظهرت الحاجة الى موارد نقدية ضخمة لتمويل النفقات العسكرية الامر الذي دفع نحو تاكل الاحتياطيات الاجنبية المتراكمة لدى البنك المركزي العراقي والذي تزامن مع انخفاض اليرادات النفطية وظهور عجز في ميزان المدفوعات، واستمر هذا العجز نتيجة استمرار زيادة الطلب على العملات الاجنبية، مما ادى الى انخفاض قيمة الدينار العراقي ، ونلاحظ ان قيمة الدينار العراقي انخفضت خلال العام 1982 مقابل الدولار الامريكي بما مقداره (0.033) دولار عما كانت عليه سابقاً.

ثم ما لبثت ان انخفضت مرة اخرى خلال الفترة (1983-1987) وبما مقداره (0.1693) دولار عن العام (1982) ونتيجة لظروف الحرب العراقية- الايرانية ونفقاتها العسكرية الهائلة والشحة الكبيرة في الصرف الاجنبي فقد لجأت السلطة النقدية في الدولة وكحل لهذه الازمة الخائفة الى مجموعة من الاجراءات لتحقيق التوازن بين الموارد المتاحة من النقد الاجنبي وبين توفير المستلزمات العسكرية والسلع الحربية وما هو ضروري من السلع الاستهلاكية والاستثمارية، فقد وضعت القيود على التحويل الخارجي ومنها: .(البنك المركزي العراقي، 1985، ص9).

أ. قامت بتقليص تخصيصات السفر لاغراض السياحة والاغراض الرسمية.

ب. تقليص تحاويل العاملين في القطر غير العراقيين.

ورغم هذه الاجراءات الا ان قيمة العملة المحلية انخفضت اكثر في الاسواق الخارجية وترتب على ذلك وجود سعرين للصرف الاجنبي تجاه الدينار العراقي هما السعر الرسمي والسعر الموازي، يقصد بسعر الصرف الرسمي انه السعر المحدد من قبل البنك المركزي والذي تجري بموجبه المعاملات الاقتصادية العراقية مع الخارج، اما سعر الصرف الموازي فهو السعر الذي يسود في سوق الصرف الموازية (غير الرسمية) والذي تتم فيه المعاملات الاقتصادية غير الرسمية وعادة ما يطلق عليه السوق السوداء، نتيجة رفض الدولة للتعاملات الجارية فيها.

وظهرت هذه السوق لأول مرة في عام 1982، واصبحت هذه السوق مصدراً مهماً من مصادر التمويل العامة والمؤثرة في معاملات الدولة مع الخارج وايضا اصبحت ذات تاثير في التحركات السعرية وتخصيص الموارد.

ومما يلاحظ ان البنك المركزي حاول تشجيع التعامل مع السوق الرسمي اذ انه يدفع سعر اعلى عند شراء العملات الاجنبية لتشجيع المواطنين على التعامل مع البنك المركزي العراقي ولاجل توفير الكمية المناسبة من العملات الاجنبية لطالبيها سواء كانوا مصدريين أو مستوردين، ويتبين من الجدول رقم (3) ان السعر الموازي في عام 1982 كان يساوي (0.48) دينار حتى وصل عام 1985 الى (1.176) دينار عراقي لكل دولار امريكي في السوق الموازية في حين كان السعر الرسمي يساوي (0.3108) دينار عراقي لكل دولار امريكي ، ومع استمرار حرب الخليج الاولى استمر الانخفاض في سعر صرف الدينار العراقي وكانت النتيجة عدم الاستقرار النقدي بسبب ظروف الحرب، ونرى ان العراق اخذ بنظام الرقابة الصارمة خلال فترة الحرب العراقية الايرانية من خلال ما اتخذه من اجراءات للسيطرة على موارد النقد الاجنبية بقصد توجيهها الى المجالات الاكثر اهمية في تغطية نفقات الحرب، واستمر الفارق بين السعر الرسمي والسعر الموازي يتسع اكثر فاكثر واخذ دور سعر الصرف الرسمي يتلاشى في التعامل الخارجي بسبب ظهور سعر الصرف المرن الذي تحدده السوق الموازية.(مظهر، 2000، ص1)

المبحث الثاني

سوق العراق للأوراق المالية

يعود أول تشريع قانوني لإنشاء سوق العراق للأوراق المالية في العهد الملكي عام 1932م ولم يتم العمل فيه وبقي مجرد حبرا على ورق حتى عام 1992 حيث تم انشاء سوق مالي باسم سوق بغداد للأوراق المالية وكان العراق خلال الفترة المحصورة بين العامين المذكورين وهي 60 عاماً بعيداً عن بيع وشراء الاسهم ولكن الا في قطاع واحد وهو اسهم القطاع الصناعي ويكون التعامل مع المستثمرين عبر المصرف الصناعي ولم تسجل الفترة اي مشكلات. (فالح ابو عامرية، 2008، ص 27).

بعد عام 1992 تأسس سوق حكومي عرف باسم بورصة بغداد للأوراق المالية بوفق القانون رقم (24) لسنة 1991م. بقي يعمل تحت ذلك الاسم حتى عام 2003م تمكن حينها من إدراج (113) شركة عراقية مساهمة خاصة ومختلطة واستطاع أن يستقطب معدلات تداول سنوية في آخر عام له تجاوزت سبعة عشر مليون دولار ونصف بقليل. وتم إغلاق هذا السوق بقرار من مجلس إدارته بتاريخ 19/3/2003. (طلعت، 2011، ص 80).

بعد ذلك ظهر سوق العراق للأوراق المالية وكان المقر في بغداد في 24 حزيران وتم افتتاح ذلك السوق رسمياً عام 2004م، وهي مؤسسة غير ربحية تخضع للتنظيم لذاتي ومستقلة مالياً ودارياً ترجع ملكيتها للأعضاء وتم تاسيسها على غرار الهيئة الامريكية للاوراق المالية، وهي خاضعة لرقابة هيئة الأوراق المالية ويكون عملها وفقاً للتعليمات والقواعد الصادرة عنها وعدد هذه التعليمات عشرون بالإضافة للنظام الداخلي. (التقرير السنوي العاشر لسوق العراق للأوراق المالية، 2018، ص 1)، ومراحل التداول المالي في سوق العراق للاوراق المالية للأوراق المالية هما مرحلتين: (مفلح، 2018، ص 80).

1. مرحلة التداول اليدوي من سنة 2004 - نيسان 2009:

نظمت جلسة الاولى للتداول في تاريخ 24 حزيران عام 2004 وكانت هذه الجلسة تدار وفق التداول اليدوي اي تسجيل عمليات البيع وعملية الشراء على لوحات بلاستيكية. وتتم عملية البيع والشراء للاسهم الخاصة بالشركات عندما يتطابق سعر البيع مع سعر الشراء وفقاً لقوى

العرض والطلب ثم تجري بعد ذلك عملية التسوية السهمية في اليوم الثاني بموجب عقود نقل الملكية وعقود التحويل في مركز الايداع يدوياً ويتم تسديد اقيامها بموجب تقرير المقاصة والتسوية المالية بين المدين والدائن حيث لم يكن المشتري قادراً على بيع اسهمه الا بعد ان يتم استلام شهادة الاسهم من الشركة خلال ستة ايام عمل (أي ان عملية التسوية المالية كانت تسبق عملية التسوية السهمية بستة ايام على الاقل).

2. مرحلة التداول الإلكتروني منذ نيسان 2009:

لقد انتقل التداول في سوق العراق للأوراق المالية اعتباراً من جلسة الاحد المصادف 19 نيسان لعام 2009 الى التداول الإلكتروني، وتم استبدال اللوحات البلاستيكية بمحطات التداول الإلكتروني، في مقر السوق وايضا في 47 موقع لشركة الوساطة خارج مبنى الاسواق أو البورصة والتداول يتم عن طريق شركة WAN، فضلا عن قيام موقع هيئة الاوراق المالية بمهمة مراقبة التداول. (تقرير سوق العراق للأوراق المالية، 2013، ص5).

بعد هذه المرحلة حصل تطور واضح في سوق العراق للأوراق المالية، حيث بنسبة لعدد الجالسات فقد اصبح عدد الجلسات خمس جلسات اسبوعياً اعتباراً من 1 تشرين الثاني لسنة 2009 وتتم وفقاً لنظام التداول (Horizon) وكذلك اصبحت عملية نقل الملكية تختلف عن السابق حيث اصبحت تتم لحظياً وفقاً لنظام (Equator) وان التسويات المالية اصبحت تتم بعد الجلسة مباشرة، اي ان التسوية السهمية والمالية تتم في الوقت نفسه بعد ان كانت التسوية السهمية تتم بعد التسوية المالية بستة ايام على الاقل، وهذا الامر كان له اثر ايجابي حيث ادى الى تطور وتغير مؤشرات التداول ايجابياً منذ عام 2009، (بتال، حسين، 2017، ص36).

3. تحليل تطور مؤشرات التداول في سوق العراق للأوراق المالية:

أ. المؤشر العام للسوق المالي:

يوضح الجدول الآتي (1) تطورات المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للمدة -2005 2018 والذي بلغ اعلى مستوى له في عام 2011 اذا بلغ (136.03) نقطة بمعدل نمو بلغ(34.7%) مقارنة بعام 2010، وادنى مستوى له خلال مدة البحث في عام 2006 حيث بلغ

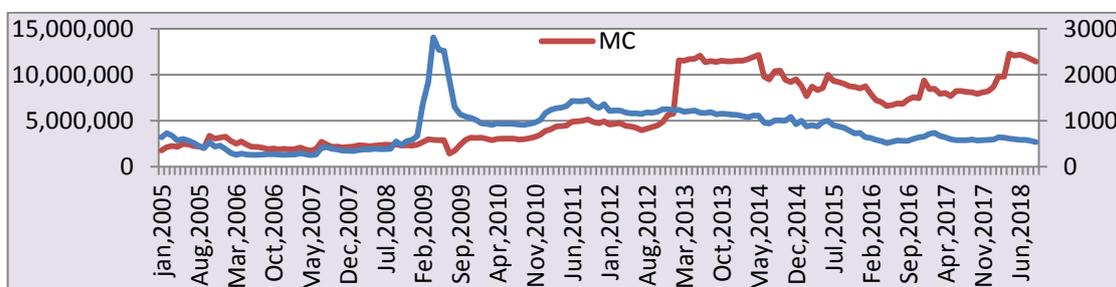
(25.29) نقطة وبمعدل نمو بلغ (-44.6%) مقارنة بعام 2005 وهي تمثل ادنى معدل نمو لمؤشر السوق.

جدول رقم (1) يوضح المؤشر العام المالي في سوق العراق للأوراق المالية (2004-2018)

السنة	مؤشر السوق العام	معدل النمو السنوي
2004	34.23	—
2005	45.64	28.9
2006	25.29	(44.5)
2007	34.59	39.7
2008	58.36	68.7
2009	100.86	72.3
2010	100.98	0.11
2011	136.03	34.7
2012	125.02	(8.09)
2013	113.15	(9.49)
2014	99.82	782.1
2015	73.56	(36.6)
2016	46.48	(36.81)
2017	58.54	25.94
2018	57.06	(2.52)

المصدر : تقارير سوق العراق للأوراق المالية 2005-2018. (القيم بين الاقواس سالبة).

الشكل رقم (3) يوضح المؤشر العام المالي في سوق العراق للأوراق المالية (2004-2018)



المصدر : من بيانات الجدول رقم (1)

يظهر من الرسم البياني ان معظم مؤشرات التداول في سوق العراق للأوراق المالية حققت نمو ايجابي بين عامي 2004 و 2018 لكن نلاحظ هناك تذبذب صعودا وهبوطا في مؤشر التداول خلال اشهر السنوات الأربعة الأولى وصولا الى سنة (2009) حيث نلاحظ ارتفاع قيمة المؤشر الى اعلى مستوى لها ثم بعدها تبدء بهبوط التدريجي وصولا الى سنة (2013) ثم في عام (2013) تبدء بهبوط بشكل مستمر الى سنة (2018). وان السبب هذا الانخفاض هو انخفاض اسعار النفط العالمية.

ب. القيمة السوقية:

هي قيمة الاسهم المتداولة في سوق الاوراق المالية ويساوي عدد الاسهم مضروبا في سعر السهم الواحد خلال مدة معينة، وتعتبر من اهم مؤشرات سوق الاوراق المالية التي يسترشد بها المستثمرون في الاسواق المالية المحلية والدولية لتحديد قراراتهم الاستثمارية، والجدول (2) يوضح اهم التطورات في القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2018).
جدول رقم (2) القيمة السوقية للأوراق المالية في العراق للمدة (2004-2018) (ترليون دينار).

السنة	القيمة السوقية	معدل التغير السنوي
2004	2.167	-
2005	3.160	6.43
2006	1.949	(38.32)
2007	2.129	8.45
2008	2.283	7.23
2009	3.126	36.92
2010	3.446	10.23
2011	4.930	43.06
2012	5.597	13.52
2013	11.476	105.03
2014	9.546	(16.81)
2015	9.265	(2.94)

14.60	9.355	2016
12.74	10.721	2017
13.69	12.189	2018

المصدر: تقارير سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004-2018. (القيم بين الاقواس سالبة).

يتضح من الجدول (2) ان القيمة السوقية قد بلغت اعلى قيمة لها عام 2013 حيث بلغت (11.476) ترليون دينار وبمعدل نمو بلغ (105%) مقارنة بعام 2012، اما ادنى قيمة سوقية خلال مدة البحث فهي (1.949) ترليون دينار.

الفصل الرابع

الدراسات القياسية

المبحث الاول : توصيف نموذج الدراسة.

المبحث الثاني : قياس أثر قلبات سعر الصرف على عوائد الاسهم

في سوق العراق للأوراق المالية.

المبحث الاول

توصيف النموذج

يشتمل هذا الفصل على الطريقة والمنهجية والأسلوب القياسى والنتائج التى تم الوصول إليها من خلال تطبيق الاساليب القياسية على بيانات الدراسة ومن ثم تحليلها احصائياً وإيجاد التفسيرات والتعديلات الاقتصادية التى تتناسب مع نتائج التحليل القياسى. حيث يتضمن هذا الفصل على عرض المنهجية القياسية والاحصائية المتبعة فى التحليل وذلك من خلال استخدام المناهج والاساليب القياسية الحديثة التى تدرس العلاقات والتأثيرات طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية والتى تتمثل فى أساليب تحليل نماذج اندثار السلاسل الزمنية المتكاملة وذلك من خلال دراسة جزور الوحدة للسلاسل الزمنية لتحديد درجة سكونها (تكاملاً) ومن ثم تحليل التكامل المشترك للتحقق من وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغير المستقل والمتغير التابع، ومن ثم تقدير هذه العلاقة باستخدام منهجية (ARDL).

توصيف نموذج الدراسة:

يتضمن النموذج القياسى المقترح لقياس أثر تغيرات سعر الصرف على عوائد الاسهم فى العراق يعبر عنها بدالة رياضية يتم تحديدها من خلال الأدبيات متمثلة فى النظرية الاقتصادية والدراسات التطبيقية، وتعتبر الخطوة الأولى والأساسية التى يقوم بها الباحث فى الاقتصاد القياسى والذي يود دراسة ظاهرة اقتصادية معينة، وهى تعنى التعبير عن الظاهرة فى صياغ رياضية وذلك لعكس العلاقات المختلفة، ويطلق على هذه الظاهرة على المستوى الاكاديمى بمرحلة صياغة الفرضيات وهى تشتمل على الخطوات التالية:

أولاً: تحديد متغيرات النموذج.

ثانياً: تحديد الشكل الرياضى للنموذج.

ثالثاً: تحديد القيم والإشارات المسبقة للمعالم .

أولاً" تحديد المتغيرات

اعتمدت الدراسة في تحديد متغيرات النموذج القياسي على عدة مصادر وهي:

1. مصادر النظرية الاقتصادية.
 2. المعلومات المتاحة عن دراسات قياسية سابقة.
 3. المعلومات المتاحة عن الظاهرة بوجه خاص.
- وبما أن الدراسة تهدف الى قياس أثر تغيرات سعر الصرف علي عوائد الاسهم في سوق الاوراق المالية في العراق ولذلك فإن المتغيرات تتمثل في:

المتغير التابع:

- عوائد الاسهم: وهي مقدار الارباح المتحصلة من خلال الاستثمار ومن بيع وشراء الاسهم.

المتغيرات المستقل:

- سعر الصرف: وهي تعني سعر العملة الوطنية مقابل العملات الاجنبية.

ثانياً: الشكل الرياضي للنموذج :

اتبع الباحث المنهج الاقتصادي القياسي لقياس وتقدير العلاقة بين المتغير المستقل (تغيرات سعر الصرف) والمتغير التابع (عوائد الاسهم) معبراً عنها في شكل دالة رياضية وكما هو معلوم فإن النظرية الاقتصادية لاتقدم معلومات كافية بشأن طبيعة الدالة ولذلك يتم الاعتماد على شكل الانتشار وأسلوب التجريب للإشكال الرياضية المختلفة والاستفادة من الدراسات السابقة لاختيار الشكل الرياضي الذي يعكس توصيف العلاقات بصورة اقرب للواقع وأكثر تحقيقاً لأهداف الدراسة:

$$RUR = \beta_0 + \beta_1 EX_t + \varepsilon_t$$

حيث ان:

RUR : عوائد الاسهم

EX : تغيرات سعر الصرف

- β_0 : تمثل القاطع وهو موجب
- β_1 : تمثل ميل اسعار الصرف وهو سالب
- u_i : حد الخطأ العشوائى (البواقى).

ثالثاً: الإشارات المسبقة للمعالم

بالإشارة إلى النظرية الاقتصادية وبالرجوع إلى الدراسات التطبيقية في هذا المجال يتوقع إن تكون إشارات المعالم كما يلي:

- إشارة الثابت من المتوقع إن تكون موجبة (B_0) حيث يمثل عوائد الاسهم عندما تكون جميع المتغيرات المستقلة تساوى الصفر.

- يتوقع إن تكون إشارة معامل سعر الصرف (B_1) سالبة وذلك لوجود عكسية بين عوائد الاسهم وتغيرات سعر الصرف.

طرق اختبار بيانات النموذج:

1. اختبار استقرار بيانات السلاسل الزمنية "اختبارات جذر الوحدة":

تستخدم اختبارات جذر الوحدة بهدف التحقق من سكون السلاسل الزمنية وتحديد درجة تكامل كل سلسلة (درجة سكونها) حيث يعد شرط السكون شرطاً أساسياً من شروط تحليل السلاسل الزمنية للوصول الى نتائج سليمة ومنطقية وتعتبر السلاسل الزمنية ساكنة اذا تحققت الشروط التالية:

- أ. ثبات المتوسط الحسابى للقيم عبر الزمن.
 - ب. ثبات التباين عبر الزمن.
 - ج. التغاير بين أى قيمتين لنفس المتغير معتمداً على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة المطلقة للزمن الذى يجب عنده التغاير. ويوجد على المستوى التطبيقي عدة اختبارات يمكن استخدامها لاختبار صفة السكون في السلسلة منها:
- دالة الارتباط الذاتى.

- اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فوللر البسيط (Dickey-Fuller 1979).
 - اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فوللر الموسع (Augmented Dickey-Fuller (1981).
 - اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار فيليبس-بيرون (Phillips and Perron , 1988)
- سوف تعتمد الدراسة على تطبيق اختبار ديكي فوللر الموسع للتأكد من سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة حيث أن هذا الاختبار يعتبر الأكثر استخداماً في مجال الدراسات الاقتصادية القياسية، وتتلخص عملية اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية بواسطة اختبار ديكي فوللر الموسع (ADF) من خلال اجراء نموذج الانحدار الزاتي الموسع الذي يحتوى على عدد مناسب من حدود الابطاء للسلسلة الزمنية. أما مضمون هذا الاختبار إذا كان معامل الانحدار للصيغة القياسية المقترحة يساوى الواحد فإن هذا يؤدي إلى وجود مشكلة جذر الوحدة الذي يعنى عدم استقرار بيانات السلسلة الزمنية ($p=1$).

2. اختبارات التكامل المشترك:

تستخدم منهجية التكامل المشترك لمعرفة العلاقة التوازنية بين المتغيرات فى المدى الطويل والذي يتطلب أن تكون المتغيرات الخاضعة لهذا الاختبار غير مستقره فى مستواها ولكنها تتمتع بنفس درجة الاستقرار أيّ انها تصبح ساكنة بعد أخذ الفروق الاولى أو الثانية. حيث يعرف التكامل المشترك بأنه تصاحب بين سلسلتين زمنيتين أو اكثر بحيث تؤدي التقلبات فى احدهما لالغاء التقلبات فى الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة عبر الزمن ويتطلب حدوث التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية أن تكون هذه السلاسل متكاملة من الدرجة نفسها كل على حدة ، بمعنى ان تكون هذه السلاسل ساكنة من نفس الدرجة.

حسب ادبيات التحليل الكمي للمؤشرات الاقتصادية بعد التأكد من سكون كل سلسله زمنية على حدا وتحديد درجة تكامل كل سلسله زمنية، والتأكد من وجود تكامل مشترك بين السلاسل الزمنية معا" ويقال ان هناك تكامل مشترك بين متغيرين أو اكثر اذا اشتركا بالاتجاه نفسه أيّ اذا كانت لهما علاقة توازنية طويلة الأجل، وحسب منهج القياس الاقتصادى هناك العديد من طرق اختبار التكامل المشترك ومن اشهر هذه الطرق:

- طريقة انجل - جرانجر (Engle-granger).

- طريقة (Johanson).

- اختبار الحدود.

يعتبر اختبار كل من جوهانسون واختبار الحدود من اهم الاختبارات المستخدمة في اختبارات التكامل المشترك بين المتغيرات ويمكن استخدامها والاعتماد على نتائجها في كل من النماذج البسيطة والمتعددة.

3. طرق تقدير النموذج:

تم الاعتماد في تقدير النموذج على منهجية (ARDL) والتي تعتبر من احدث الطرق القياسة والتي تستخدم في تقدير معاملات نماذج الانحدار في كل من الأجل القصير والأجل الطويل، وتمتاز منهجية ARDL بالعديد من المزايا من أهمها:

أ. حيث تمتاز منهجية ARDL بإمكانية أن تجمع متغيرات ذات أكثر من مستوى من الاستقرار مثل $I(0)$ و $I(1)$ ، ولا يشترط أن تكون جميعاً مستقرة عند نفس المستوى مثل $I(0)$ ، وليس اي من المتغيرات المستقلة متكاملة من الدرجة الثانية ($I(2)$) أو رتبة اعلي.

ب. نستطيع من خلال منهجية ARDL تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع مع المتغيرات المستقلة في المدى القصير والطويل (Short run and Long run)، بالإضافة إلى تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

البرامج المستخدمة في تحليل بيانات النموذج:

اعتمدت الدراسة بشكل اساسى على برنامج التحليل الاحصائى والقياسى (Eviews9)، ويعتبر برنامج Eviews من أحدث البرامج الجاهزة في مجال التحليل الإقتصادي وهو عبارة عن إصدار جديدة لمجموعة من الأدوات تتعامل مع بيانات السلاسل الزمنية. وتم تطويرها أصلاً في أجهزة الحاسب الكبيرة التي تحتوي علي برمجيات معالجة السلاسل الزمنية، والأجهزة الحالية جاءت من معالجة السلاسل الزمنية الجزئي وقد ظهرت أول نسخة من هذا البرنامج عام 1981 وعلى الرغم من أن برنامج Eviews تم تطويره بواسطة الإقتصاديين وأن معظم تطبيقاته في

الإقتصاد حيث يقدم إمكانيات غير عادية لتحليل البيانات وعلاقات الإنحدار، والتنبؤ بالقيم المستقبلية للبيانات وكذلك يعتبر من البرامج المفيدة في التحليل المالي وتحليل التكلفة.

الاساليب المستخدمة في تقييم نموذج الدراسة:

بعد اختيار الأسلوب الأمثل في تقدير معالم النموذج ينبغي على الدراسة تقييم النتائج بناء على ثلاثة معايير وهي:

1. النظرية الاقتصادية:

تعتبر النظرية الاقتصادية هي أولى المعايير التي يجب أن تستخدم لتقييم نتائج التقدير، وتشير النظرية الاقتصادية إلى افتراضات محددة عن إشارات المعلمات المراد تقديرها وهذه الافتراضات تستخدم للحكم على مدى سلامة التقديرات من الناحية الاقتصادية حيث تعطى النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة وطبيعة الظاهرة محل الدراسة فكرة مبدئية عن إشارات المعلمات المقدره وحجمها.

2. تقييم النموذج طبقاً لمصادر النظرية الإحصائية :

يأتى دور الاختبارات الإحصائية بعد تقييم النتائج طبقاً لما تقرره النظرية الاقتصادية وتعمل الدراسة من خلال الاختبارات الإحصائية تحديد ما يلي:

أ. التأكد من سكون المتغيرات المضمنة في النموذج لأنها تساعد في الوصول إلى نتائج أكثر دقة.

ب. استخدام اختبار معامل التحديد لقياس جودة توفيق النموذج وذلك لتحديد مقدرة النموذج على تفسير الظاهرة محل الدراسة حيث انه يحدد النسبة المئوية للتغيرات الكلية في المتغير التابع التي تفسرها المتغيرات المستقلة (المفسرة).

ج. مدى معنوية تقديرات معالم النموذج ويتم ذلك بالتحقيق من درجة الثقة في تقديرات معالم النموذج والتي تعبر عن مدى معنوية العوامل المؤثرة في المتغير التابع حيث استخدام كل من اختبار (T , F).

المبحث الثاني

قياس أثر تقلبات سعر الصرف على عوائد اسهم سوق العراق المالي

تعمل الدراسة على تطبيق عدد من الاختبارات القياسية للتأكد من صحة الافتراضات الخاصة بالأسلوب القياسي المستخدم في التقدير كما أنها توضح الخصائص التي تتصف بها المعلمات المرغوب فيها، ووفقاً لهذا المعيار القياسي ينبغي على الدراسة التأكد من سلامة النماذج من مشاكل القياس التي تحد من تطبيق أحد فروض طريقة المربعات الصغرى العادية وتتمثل أهم مشاكل القياس في كل من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد والارتباط الزاتي للبواقي ومشكلة عدم ثبات التباين وذلك على النحو التالي:

أولاً: نتائج جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة:

لتحديد درجة تكامل كل سلسلة من السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة تم استخدام اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (3) يوضح نتائج اختبار جذور الوحدة لمتغيرات الدراسة

الفرق الأول		المستوى		المتغيرات
قيمة الاختبار ADF	P.value	قيمة الاختبار (ADF)	P.value	
-4.119862	0.012	-	-	سعر الصرف
-	-	-3.6663	0.021	عوائد الاسهم

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج E.Views9

يتضح من الجدول رقم (3) واعتماداً على اختبار ديكي- فولر الموسع فقد ثبت أن متغير سعر الصرف مستقر في الفرق الاول وسكون متغير عوائد الاسهم في المستوي.

ثانياً: نتائج التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة :

وفيما يلي جدول يوضح نتائج الاختبار لنماذج الدراسة:

جدول رقم (4) يوضح نتائج اختبار التكامل المشترك لمتغيرات النموذج

F-statistic	K	Value
13.77	5	
10 Bound	11 Bound	Significance
3.02	3.51	10%
3.62	4.16	5%
4.18	4.79	2.5%
4.94	5.58	1%

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E.Views2017

يتضح من نتائج التقدير وبالنظر إلى قيمة إحصاء F تحت العمود Value نجدها (13.77) وبمقارنتها بالقيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% نجدها أكبر من الحد الأعلى من جدول critical value Bounds والبالغة (3.34) وبالرجوع إلى قاعدة اتخاذ القرار يتم رفض فرض العدم القائل بعدم وجود تكامل مشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود تكامل مشترك وأن هنالك علاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من المتغيرات المستقل (سعر الصرف) إلى المتغير التابع (عوائد الاسهم).

ثالثاً: نتائج تقدير نموذج الدراسة

جدول رقم (5) يوضح تقدير نموذج الدراسة

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.06	8.20	1016.09	2527.67	Rur(-1)
0.05	3.005	04862	-0.060379	Ex(-1)
0.05	2.955	55.73	-2.8748	D(EX)

المصدر : إعداد الباحث من نتائج التحليل باستخدام برنامج E.Views9 2017

R= (R-Squared) 0.77

F=2.35 Prob (F.Statistic): 0.0130

قبل البدء في تفسير نتائج النموذج لابد من التأكد من أن النموذج مستوفي لعدد من المعايير القياسية اللازمة لعملية الاستدلال الإحصائي السليم، أهم هذه المعايير هي:

1. تحقق الافتراضات الخاصة بحدود الخطأ أي أن مشاهدات حد الخطأ العشوائي مستقلة عن بعضها البعض و متماثلة التوزيع وإنها موزعة توزيع طبيعي بوسط صفر وتباين σ^2 وبما أن μ_i غير معلوم يتم استخدام البواقي بدلا عنه.

الجدول التالي يوضح نتائج اختبار فرضية عدم القائلة أن البواقي غير مستقلة عن بعضها البعض باستخدام اختبار مضاعف لاجرانج (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) حيث تشير النتائج إلى عدم وجود دليل إحصائي لقبول فرضية عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي حيث بلغت قيمة مستوى المعنوية (0.44) وهي قيمة أكبر من 5%.

لاختبار فرضية أن تباين البواقي غير ثابت تم استخدام اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey). والجدول التالي يوضح نتائج الاختبار ولذى يشير إلى عدم وجود دليل إحصائي

لرفض فرضية عدم الأمر الذي يعني عدم وجود مشكلة اختلاف تباين حيث بلغت قيمة الاختبار (0.715) وهي قيمة أكبر من مستوى الدلالة المعنوية (5%) .

جدول رقم (6) اختبار Breusch-Pagan-Godfrey لفرضية عدم ثبات التباين

0.7156	Prob. F(12,9)	0.12	F-statistic
0.5394	Prob. Chi-Square(18)	11.764	Obs*R-squared

المصدر : إعداد الباحث من نتائج التحليل باستخدام برنامج E.Views9 2017

2. تم التحقق من شرط التوزيع الطبيعي باستخدام اختبار (Jarque-Bera) وكانت النتائج تشير إلى أن قيمة الاختبار بلغت (0.847) بقيمة احتمالية (0.564) وهي أكبر من مستوى الدلالة 5% وتشير هذه القيمة على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية 5% .

رابعاً:التقييم الاقتصادي لمعالم النموذج:

يتضح من الجدول رقم (4) إن قيم وإشارات جميع معالم النموذج تتفق مع النظرية الاقتصادية والدراسات التطبيقية وذلك على النحو التالي.

- قيمة معامل متغير عوائد الاسهم في السنة السابقة بلغت (252.67) وهي قيمة موجبة وتدل على وجود علاقة طردية بين عوائد الاسهم في السنوات السابقة والعوائد في الفترة الحالية.

- قيمة معامل متغير سعر الصرف بلغت (-2.8748) وهي قيمة سالبة وتدل على وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف وعوائد الاسهم.

خامساً: تقييم النموذج وفقاً للمعيار الاحصائي :

1. معنوية المعالم المقدرة:

يتضح من الجدول (4) أن المتغير المستقل (سعر الصرف لفترة) ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% حيث بلغت قيمة مستوى المعنوية لجميع المتغيرات أقل من 5% .

2. معنوية النموذج :

ثبوت معنوية الدالة ككل عند مستوى معنوية 5% ويتضح ذلك من خلال قيمة F والقيمة الاحتمالية لاختبار (F.Statistic) حيث بلغت قيم F (2.353) بمستوى معنوية (0.013) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يعنى أن هناك علاقة طردية بين المتغير المستقل والمتغير التابع مما يدل على أن النموذج المقدر جيد ويمكن التنبؤ به.

3. جودة توفيق المعادلة :

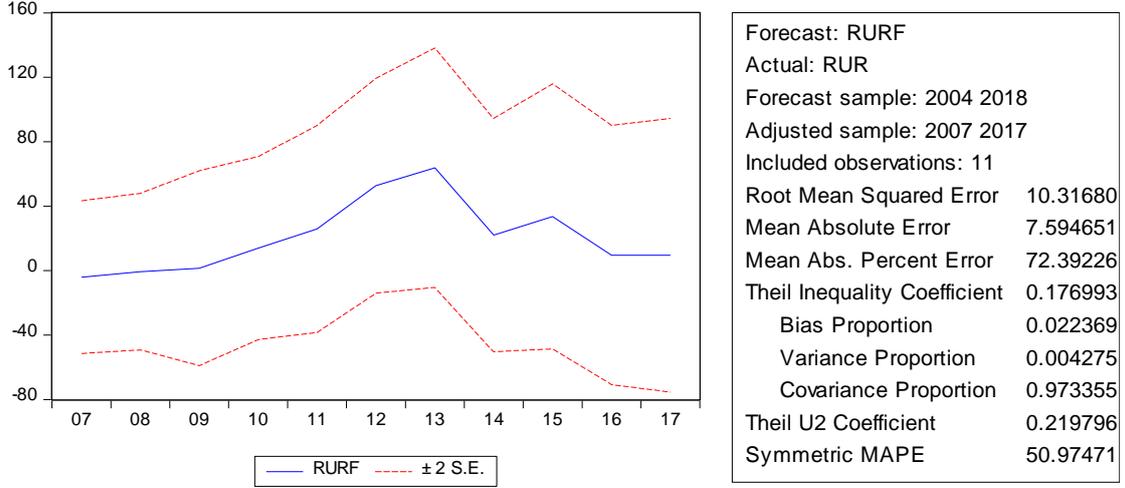
يدل معامل التحديد المعدل والذي بلغت قيمته (0.77) إن (77) % من التباين في المتغير التابع (عوائد الاسهم) تم تفسيرها من خلال التغيرات في المتغير المستقل (تغيرات سعر الصرف) بينما (23%) فقط من هذه التغيرات يمكن إرجاعها إلى متغيرات أخرى غير مضمنة في النموذج وهذه النتيجة تدل على جودة توفيق النموذج.

سادساً: اختبار مقدرة النموذج على التنبؤ:

يعتبر التنبؤ أحد الأهداف الهامة في الاقتصاد القياسي إذ بموجبه يتم التعرف علي مسار الظاهرة في المستقبل ليساعد في عملية التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات ويدرس التنبؤ تطور الظاهرة مع الزمن بوصفه عاملاً يظهر حاصل تأثير جميع العوامل المؤثرة في هذه الظاهرة. فالظواهر تتغير مع الزمن من شهر إلى آخر ومن سنة إلى أخرى، ولا يعد الزمن ذاته عاملاً مؤثراً في تطور الظواهر الاقتصادية بصفته مؤشراً موضوعياً مستقلاً عن فعل الإنسان. إلا أن الزمن ملازم لتطور الظواهر الاقتصادية ومن ثم يمكن الربط بين حالة الظاهرة واللحظة التي تقابل هذه الحالة، أو بين تطورات الظاهرة والمدة الزمنية التي جرت أو ستجري فيها تلك التطورات الناجمة عن عوامل أخرى غير الزمن تؤثر في الظاهرة وتؤدي إلى تغييرها كما ونوعاً.

يمكن اختبار مدى إمكانية النموذج المقدر في التنبؤ وذلك من خلال استخدام معيار معامل التساوي لتأيل كما هو موضح في الشكل التالي:

شكل رقم (4) معيار معامل التساوي لثايل



يتضح من نتائج التقدير وجود مقدرة مقبولة للنموذج المقدر للتنبؤ حيث بلغت قيمة معامل ثايل (0.21) وهي قيمة تقترب من الصفر، وعليه يمكن استخدام النموذج المقدر في التنبؤ بعوائد الودائع.

الخاتمة

تحتوي الخاتمة على النتائج والتوصيات:

أولاً: النتائج

1. تم التحقق من سكون المتغيرات من خلال اختباري ADF، ووفقاً لاختبار ديكي فولر سكنت المتغيرات عند المستوي والفرق الأول.
2. نسبة لسكون كل المتغيرات في المستوى والفرق الأول تم إجراء اختبار الحدود عبر منهجية (ARDL) للتحقق من تكامل المتغيرات عبر الزمن، حيث تم التوصل الى وجود علاقة توازن طويلة الاجل بين المتغيرات.
3. وجود أثر عكسي لتغيرات سعر الصرف علي عوائد الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية.

ثانياً: التوصيات

1. العمل على استقرار اسعار الصرف وذلك لانها مرتبطة ارتباطاً وثيقاً مع عوائد الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية.
2. العمل على استخدام المناهج الحديثة في التحليل لتتلائم مع المتغيرات ذات الطابع المالي.
3. دراسة تغيرات سعر الصرف على عوائد الاسهم باستخدام طريقة GRASH

قائمة المصادر والمراجع:

أولاً: المصادر

- القرآن الكريم

ثانياً: الكتب:

1. أحمد عبد اللطيف، تحليل تقييم الاوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2014م.
2. بلال عبد المطلب بدوي، الألتزام بالأفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية ، دار النهضة العربية، الطبعة الاولى، القاهرة ، 2006 .
3. حمدي عبد العظيم، سياسة سعر الصرف وعلاقته بالموازنة العامة، دار الجامعة الجديدة ،القاهرة، 1987.
4. الحمزاوي محمد كما خليل، سوق الصرف الاجنبي "ماهيته مدركاته الاساسية لتطوره، منشأة المعارف، مصر، 2004م.
5. الحناوي واخرون، بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، 2002م.
6. الرفاعي ، اقتصاديات النقود والبنوك، ط1، عمان، الاردن، 2005.
7. صفوت عوض الله "سعر الصرف بين النظرية والتطبيق، دار الكتب الجامعية، الاسكندرية، 2004م.
8. عادل احمد حشيش وزينب حسين عوض، الرسملة البورصية، 1964 م.
9. عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية والمالية واداء سوق الاوراق المالية، دار الصفاء، عمان، دار الميسرة، الطبعة الأولى، 2010م.
10. عباس ناصر مجيد، الطعن بالبطلان على أحكام التحكيم التجاري الدولي، منشورات زين الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2008.
11. عبد الباسط مولود، تداول الأوراق المالية، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2009.

12. عبد الحميد منصور عبد العظيم، شركة الأيداع والقيود المركزي للأوراق المالية في سوق رأس المال المصري، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى ، القاهرة ، 2014.
13. عبد المنعم السيد علي التطور التاريخي للأنظمة النقدية في الاقطار العربية، بيروت، مركز دراسات الوحدة العربية، ط2 1985م.
14. عبد النافع عبدالله وآخرون، الاسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001م.
15. عماد العاني، دور سعر الصرف في تحديد القدرة التنافسية العالمية، العراق، 2001م .
16. عيسى محمد الغزالي، سعر الصرف وتعديل الاسعار النسبية ، الطبعة الاولى، عمان، الوراق للنشر والتوزيع، 2004م.
17. فالح أبو عامرية، اسعار صرف العملات ازمات العملات في العلاقات النقدية الدولية، د دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
18. محمد على ابراهيم العامري، الادارة المالية، دار الكتب للطباعة والنشر، بغداد، 2001م.
19. محمد فهمي، مصر الدائنة في عهد فاروق الأول" الارصدة الاسترلينية واثرها على مستقبل الصناعة والتجارة ومستوى معيشة المصريين"، مكتبة النهضة المصرية، مصر، 1947م.
20. محمد يسري برينة، دراسة حول اسواق الاوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية، صندوق النقد العربي، ابوظبي، 2004م.
21. مفلح عقل ، مقدمة في الادارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل، عمان، 2018.
22. منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية واسواق راس المال، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، 1995م.
23. موسي بخاري، سعر الصرف يمثل سعر العملة الاجنبية في مقابل وحدات العملة المحلية، بيروت، مكتبة حسن العصرية، 2010م.

ثالثاً: الرسائل العلمية والمجلات:

1. أحمد صالح البربري، قواعد الافصاح والشفافية في سوق الاوراق المالية "بحث منشور في المؤتمر السنوي الخامس عن سوق الاوراق المالية والبورصات "كلية الشريعة والقانون"، جامعة الامارات.
2. أحمد ابو الفتوح الناقة، تقييم دور سعر الفائدة في استراتيجية الاصلاح المالي في الدول النامية،مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية، العدد2، المجلد29،2001م.
3. أحمد عزمي ، المضاربة الوهمية في الأسواق المالية صورها وأثارها ، بحث منشور في مجلة الحقوق للعلوم القانونية والاقتصادية لكلية الحقوق جامعة الاسكندرية، العدد الأول، 2014.
4. اديب قاسم شندي، الاسواق المالية واثرها في التنمية الاقتصادية "سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، 2013 م.
5. بنال، أحمد حسين، استخدام البرمجة التريعية في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى"مع اشارة خاصة لقطاع المصارف في سوق العراق للاوراق المالية، مجلة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، 2008م.
6. شوقي طارق، اثر تغيرات اسعار الصرف على القوائم المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص محاسبة، جامعة الحاج الخضر باتنة، جوان 2009م.
7. طلعت هشام عبد الحكيم وعماد عبد الحسين، واقع اداء سوق العراق للاوراق المالية ومقارنته مع بعض الاسواق المالية العربية، مجلة الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2011م
8. عامر المعموري، اثر تقلبات اسعار الصرف على المؤشر العام لاسعار الاسهم دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية، مجلة الادارة والاقتصاد، العدد 12، مجلد 3، 2011م.
9. عباس محمد موسى ، عمليات تداول الأوراق المالية ، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق ، كلية القانون-جامعة كربلاء ، بالعدد 1 ، السنة 4 ، 2012.

10. فرحان وسعدون حسين، اثر تقلبات سعر الصرف على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في عدد من الدول "كلية الإدارة والاقتصاد" جامعة الموصل، مجلة تنمية الرافدين ، العدد93، مجلد31، 2009م.
11. قدري عبد المجيد، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، "دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 2003م.
12. محمد عبد الله يوسف ، اثر التضخم وسعر الصرف في عوائد شهادات المشاركة الحكومية شهامة1999- 2010م، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، كلية الدراسات التجارية، رسالة ماجستير، غير منشورة،2012م.
13. ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية " بحث منشور في مجلة جامعة بابل للعلوم الانسانية"، المجلد 21 ، العدد1، 2013.
- رابعاً: المؤتمرات والندوات:

1. البنك المركزي العراقي (ذكرى اليوبيل الفضي لتأسيس البنك المركزي العراقي) مطابع ثنيان ، بغداد 1972.
2. البنك المركزي العراقي، دور السياسة النقدية خلال فترة الحرب (المؤتمر العلمي الثالث، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، قسم الاقتصاد)، 1985م.
3. علي فوزي أبراهيم، النظام القانوني لأسواق المال في العراق، " ندوة علمية عقدها قسم الدراسات القانونية في بيت الحكمة"، بغداد، 2009 .
4. مظهر محمد صالح " التضخم المستهدف هل يحقق الاستقرار في معدلات الصرف" المؤتمر القطري الاول للاقتصاد ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة الكوفة2000م.

خامساً: المصادر الانجليزية:

1. Alan Redfern& Martin Hunter , International Arbitration , OXFORD University Press , Fifth Edition ,USA 2014.
2. Anthony Saunders_ Marcia Millon Cornett–Financial Markets and Institutions–McGraw–Hill Education (2011)

3. Boyer et Filion in stock returns of oil and Gas companies and fundamental factors, scientific series,decembre,2004.
4. Levine Ross "Finance and Growth: Theory and Evidence", (Econ.brown.edu/fac/forthcoming/forth_Book_Durlauf_finngrowth.) ,2004.
5. Mevlud Islami, 2008. "Interdependence Between Foreign Exchange Markets and Stock Markets in Selected European Countries," Schumpeter Discussion Papers, Universitätsbibliothek Wuppertal, University Library,2008.
6. Mevlud Islami:(2011).(Interdependence between Foreign Exchange Markets and Stock Markets in Selected European Countries)
7. Noel Dilrukshan Richards& Evans John The Interaction between Exchange Rates and Stock Prices: An Australian Context International Journal of Economics and Finance ,(2009).
8. Omojimite, B. U. & Akpokodje, A comparative analysis of the effect of exchange rate volatility on exports in the CFA and non-CFA countries of Africa. Journal of Social Sciences, G. (2010). "
9. Stefan Kroll , Comparative International Commercial Arbitration ,Kluwer Law International ,first edition , USA 2003

الملاحق

ملحق (1) نتائج التحليل القياسي

1. بيانات الدراسة:

EX	RUR
1453	-6.7
1469	-5.1
1467	-12.5
1255	-2.9
1193	-2.7
1170	2.7
1170	16.7
1170	5.2
1166	62.9
1166	55
1188	37.1
1190	15.9
1190	12.4
1190	8.4

2. استقرار متغير سعر الصرف

Null Hypothesis: D(EX,1) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic – based on SIC, maxlag=2)

Prob.*	t-Statistic
–	Augmented Dickey–Fuller test
0.0113	4.119862 statistic

–	Test	critical
4.200056	1% level values:	
–		
3.175352	5% level	
–		
	10%	
2.728985	level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations

and may not be accurate for a sample size of 11

Augmented Dickey–Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(EX,3)

Method: Least Squares

Date: 09/01/19 Time: 22:36

Sample (adjusted): 2007 2017

Included observations: 11 after adjustments

		Coefficient			
Prob.	t-Statistic	Std. Error	nt	Variable	
			-		
	-		1.30482		
0.0026	4.119862	0.316715	1	D(EX(-1),2)	
			-		
	-		0.26155		
0.9920	0.010360	25.24597	8	C	
1.63636	Mean	dependent	0.65349		
4	var		0	R-squared	
134.920	S.D.	dependent	0.61498	Adjusted	R-
9	var		9	squared	
11.8557	Akaike	info	83.7174	S.E.	of

4	crit	6	regression
11.9280		63077.5	Sum squared
8	Schwarz criterion	2	resid
		-	
11.8101	Hannan-Quinn	63.2065	
3	crit.	6	Log likelihood
1.52431	Durbin-Watson	16.9732	
9	stat	6	F-statistic
		0.00259	
		8	Prob(F-statistic)

3. استقرار متغير عوائد الاسهم

Null Hypothesis: D(RUR) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

Prob.*	t-Statistic		
		-Augmented	Dickey-Fuller test
0.0212	3.666300		statistic
		Test	critical
	4.121990	1% level	values:
		5% level	

3.144920

-

10%

2.713751

level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for
20 observations

and may not be accurate for a sample size of 12

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RUR,2)

Method: Least Squares

Date: 09/01/19 Time: 22:39

Sample (adjusted): 2006 2017

Included observations: 12 after adjustments

			Coefficie	
Prob.	t-Statistic	Std. Error	nt	Variable
0.0043	3.666300	0.313639	-	D(RUR(-1))
			1.14989	

				4	
				1.36358	
0.8302	0.220133	6.194354		2	C
<hr/>					
-					
0.46666	Mean	dependent	0.57341		
7		var	1	R-squared	
31.2227	S.D.	dependent	0.53075	Adjusted	R-
0		var	2	squared	
9.11455	Akaike	info	21.3880	S.E.	of
6		criterion	8	regression	
9.19537			4574.49	Sum	squared
4	Schwarz	criterion	8	resid	
9.08463	Hannan-Quinn		52.6873		
4		criter.	4	Log likelihood	
1.97218	Durbin-Watson		13.4417		
5		stat	6	F-statistic	
				0.00434	
				4	Prob(F-statistic)
<hr/>					

4. نتائج التكامل المشترك

ARDL Error Correction Regression

Dependent Variable: D(RUR)

Selected Model: ARDL(2, 3)

Case 2: Restricted Constant and No Trend

Date: 09/01/19 Time: 22:44

Sample: 2004 2018

Included observations: 11

ECM Regression

Case 2: Restricted Constant and No Trend

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
			-	
			0.72575	
0.0436	2.910869	0.249325	2	D(RUR(-1))
			-	
			2.87485	
0.0139	4.178289	0.688045	0	D(EX)
0.4572	0.822013	0.070856	0.05824	D(EX(-1))

				4	
			0.16170		
0.1129	2.024579	0.079871		6	D(EX(-2))
				-	
		-	0.06037		
0.0146	4.121523	0.014650		9	CointEq(-1)*
<hr/>					
1.90000	Mean	dependent	0.75391		
0		var		6	R-squared
21.4469	S.D.	dependent	0.58986	Adjusted	R-
1		var		0	squared
8.38073	Akaike	info	13.7350		
7		criterion		7	S.E. of regression
8.56159			1131.91		
8	Schwarz	criterion		2	Sum squared resid
				-	
8.26672	Hannan-Quinn		41.0940		
9		criter.		5	Log likelihood
			2.60375		Durbin-Watson
				3	stat

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

Null Hypothesis: No levels
relationship

F-Bounds Test

I(1)	I(0)	Signif.	Value	Test Statistic
			1	
			3.77487	
3.51	3.02	10%	8	F-statistic
4.16	3.62	5%	1	K
4.79	4.18	2.5%		
5.58	4.94	1%		

5. نتائج تقدير النموذج

ARDL Long Run Form and Bounds Test

Dependent Variable: D(RUR)

Selected Model: ARDL(2, 3)

Case 2: Restricted Constant and No Trend

Date: 09/01/19 Time: 22:46

Sample: 2004 2018

Included observations: 11

Conditional Error Correction Regression

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	nt	Variable
			2527.67		
0.0677	2.487639	1016.094		5	C
			-		
			-		
			0.06037		
0.9072	0.124162	0.486292		9	RUR(-1)*
			-		
			-		
			2.13860		
9350.0	2.465720	0.867335		5	EX(-1)
			-		
			-		
			0.72575		
0.2239	1.437502	0.504870		2	D(RUR(-1))
			-		
			-		
			2.87485		
6950.0	2.369238	1.213407		0	D(EX)
			0.05824		
0.5799	0.601533	0.096826		4	D(EX(-1))
			0.16170		
0.1854	1.597653	0.101215		6	D(EX(-2))

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

Levels Equation

Case 2: Restricted Constant and No Trend

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	nt	Variable
			-		
			-	35.4196	
0.9102	0.120127	294.8510		7	EX
			41863.4		
0.9101	0.120204	348270.1		5	C

$$EC = RUR - (-35.4197 * EX + 41863.4529)$$

Null Hypothesis: No levels

relationship

F-Bounds Test

I(1)	I(0)	Signif.	Value	Test Statistic
------	------	---------	-------	----------------

Asymptoti

c: n=1000

			1	
			3.77487	
3.51	3.02	10%	8	F–statistic
4.16	3.62	5%	1	K
4.79	4.18	2.5%		
5.58	4.94	1%		

Finite
Sample:
n=35

11 Actual Sample Size

3.757	3.223	10%
4.53	3.957	5%
6.48	5.763	1%

Finite
Sample:
n=30

3.797	3.303	10%
4.663	4.09	5%
6.76	6.027	1%

6. نتائج النموذج

Dependent Variable: RUR

Method: ARDL

Date: 09/01/19 Time: 23:53

Sample (adjusted): 2007 2017

Included observations: 11 after adjustments

Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Dynamic regressors (3 lags, automatic): EX

Fixed regressors: C

Number of models evaluated: 8

Selected Model: ARDL(2, 3)

			Coefficie	
Prob.*	t-Statistic	Std. Error	nt	Variable
			0.21386	
0.5488	0.653973	0.327031	9	RUR(-1)
			0.72575	
0.2239	1.437502	0.504870	2	RUR(-2)
0.0769		1.213407		EX

	2.369238		2.87485		
			0		
			0.79448		
0.0893	2.232636	0.355852	8		EX(-1)
			0.10346		
0.5074	0.727246	0.142265	2		EX(-2)
			-		
		-	0.16170		
0.1854	1.597653	0.101215	6		EX(-3)
			2527.67		
0.0677	2.487639	1016.094	5		C
<hr/>					
19.1545	Mean	dependent	0.77926		
5		var	9		R-squared
22.6451	S.D.	dependent	0.44817	Adjusted	R-
0		var	1	squared	squared
8.74437	Akaike	info	16.8219	S.E.	of
3		criterion	5		regression
8.99757			1131.91	Sum	squared
9	Schwarz	criterion	2		resid
8.58476	Hannan-Quinn		-		
2		criter.	41.0940	Log	likelihood

5

2.60375 Durbin-Watson 2.35359

3 stat 5 F-statistic

00.

13419 Prob(F-statistic)

*Note: p-values and any subsequent tests do not
account for model
selection.