



العلاقة التوازنية طويلة المدى بين اسعار النفط والناتج المحلي الاجمالي

(دراسة قياسية لحالة العراق للمدة 2000-2013)

م.د. هناء سعد محمد شبيب

كلية الادارة والاقتصاد/جامعة الكوفة

المستخلص

اعتمدت هذه الدراسة في تحقيق اهدافها على تحليل السلاسل الزمنية للمدة (2000-2013) وذلك من خلال استخدام الاساليب الاحصائية والقياسية المناسبة، حيث اظهرت النتائج ان السلاسل الزمنية قيد الدراسة غير مستقرة في مستوياتها ولكنها مستقرة عند اخذ الفروق الاولى لها باستخدام اختبارات جذر الوحدة، كما اظهرت نتائج اختبارات التكامل المشترك لـ انجل وكرانجر وجود علاقة توازنية على المدى الطويل بين الناتج المحلي الاجمالي واسعار النفط، وقد كانت سرعة تعديل اختلال النموذج المقدر تقدر بـ 16.68% سنوياً. تحليل البيانات واستخراج النتائج تم من خلال استخدام برنامج Eviews7.0.

Abstract:

This study is based in achievement of its goals on time-series analysis for the period (2000-2013) and through the use of statistical methods and appropriate standard, where results showed that the time series under study is stable at levels but stable when taking the first difference her using the unit root tests , the results of the co-integration tests also showed Engel and Granger existence of equilibrium long-run relationship between GDP and oil prices, has been the speed of adjustment disruption of the estimated model is estimated at 16.68% per year. Data analysis and results were extracted through the use of software Eviews7.



المقدمة

لا يخفى أن التقلبات في أسعار النفط العالمية متأثرة من أسباب سياسية واقتصادية متعددة ، لعل من أبرزها التفاوت الحاصل بين كل من العرض والطلب وما له من تأثير واضح على أسعار النفط . كذلك بسبب التغير في اتجاه السياسات الاقتصادية وتأثير الأوضاع الداخلية في كل من البلدان المصدرة والمستوردة للنفط ، هذا فضلاً عن التغيرات الحاصلة على الساحة الدولية من أزمات وحروب وغير ذلك . وتؤثر هذه التقلبات في اقتصادات البلدان المصدرة للنفط بنسب متفاوتة وذلك بحسب أهمية اسهام القطاع النفطي في تكوين الدخل القومي قياساً بالقطاعات الأخرى . وفي العراق تزداد هذه الأهمية بوصفه اقتصاداً أحادي الجانب لأعتماده الكبير على الإيرادات النفطية في تمويل نفقاته العامة والوفاء بالتزاماته المتعددة . إضافة الى أن النفط يشكل فيه الحصة الأكبر من الناتج المحلي الاجمالي ، الأمر الذي جعل من الاقتصاد العراقي أن يكون عرضةً للمشاكل بسبب تذبذب أسعار النفط . وبغض النظر عن الظروف الاستثنائية التي مر بها العراق من حروب وعقوبات اقتصادية وأوضاع سياسية وأمنية غير مستقرة كان لها آثاراً واضحة على الاقتصاد العراقي ، فإن العراق لم يعمل خلال الفترات السابقة للاستفادة من العائدات النفطية خاصة عند ارتفاع الأسعار ، في خلق اقتصاد غير نفطي قائم على التنوع وله القدرة على سد النقص في هذه الإيرادات أثناء انخفاض الأسعار . ومن الملاحظ أن إيرادات النفط العراقي لم تكن تدار بالشكل الأمثل الذي يسهم في بناء قاعدة إنتاجية قادرة على النهوض بالاقتصاد من خلال تنويع مصادر الإيرادات وعدم الاعتماد بشكل شبه تام على العوائد النفطية ، مما يؤثر بشكل كبير في معدلات النمو الاقتصادي وعلى جهود الإصلاح الاقتصادي لمختلف الاختلالات الهيكلية التي يعاني منها الاقتصاد العراقي .

وتتضح أهمية البحث من خلال دراسة وتحليل العلاقة بين التقلبات الحاصلة في أسعار النفط من جهة وبين الآثار الواقعة على مؤشر مهم من المؤشرات الاقتصادية وهو الناتج المحلي الاجمالي نظراً لأهميته ولوضوح وعمق مستوى التأثير فيه، من جهة أخرى.

ويتركز هدف هذه الدراسة الى اختبار انموذج علاقة اسعار النفط بالناتج المحلي الاجمالي لبيان وجود العلاقة التوازنية على المدى الطويل فيما بينهم وذلك باستخدام الاساليب القياسية المناسبة والمتمثلة باختبارات جذر الوحدة (لقياس استقرارية المتغيرات) والتكامل المشترك، وتستند هذه الدراسة على بيانات تغطي المدة (2000-2013).

الجانب النظري

أولاً: مفاهيم وتعريف:

تعريف 1: السلسلة الزمنية⁽⁶⁾

وهي مجموعة من المشاهدات لقيم الظاهرة التي تتغير مع الزمن وهذه المشاهدات المتعاقبة تكون مأخوذة في فترة زمنية محدودة ومتساوية.

تعريف 2: يقال ان السلسلة الزمنية المشاهدة $\{y_1, y_2, \dots, y_{t-1}, y_t\}$ مستقرة (Stationary) اذا حققت الشروط التالية⁽⁸⁾:

$$1) E(y_t) = \text{constant} = \mu$$

$$(1-1)$$



$$2) \text{Var}(y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2 \quad (2-1)$$

$$3) \gamma_k = E[(y_t - \mu)(y_{t+k} - \mu)] \quad (3-1)$$

تعريف 3: دالة الارتباط الذاتي⁽⁴⁾ (ACF)

وهي احدى الاختبارات البسيطة للاستقرارية ويرمز لها بالرمز:

$$\rho_k = \gamma_k / \gamma_0, \quad k = 0, \pm 1, \pm 2, \dots \quad (4-1)$$

تعريف 4: دالة الارتباط الذاتي الجزئي⁽⁹⁾ (PACF)

وتعطي مقدار الترابط بين y_t و y_{t-k} بعد ازالة تأثير الارتباط الناتج من المتغيرات $y_{t-1}, y_{t-2}, y_{t-k+1}$ الواقعة بينهم ويرمز لها عند التأخر k بالرمز Φ_{kk} ، وأحد طرق حسابها تقوم على حساب معامل الانحدار الجزئي Φ_{kk} في التمثيل:

$$y_t = \Phi_{k1}y_{t-1} + \Phi_{k2}y_{t-2} + \dots + \Phi_{kk}y_{t-k} + \alpha_t \quad (5-1)$$

تعريف 5: النماذج الاحصائية للسلاسل الزمنية⁽⁴⁾

تركز هذه النماذج على الجانب العشوائي في السلسلة الزمنية وتنقسم الى:

أ) نماذج الانحدار الذاتي AR: حيث تكتب القيم الجارية كدالة خطية في القيم السابقة لنفس المتغير.

ب) نماذج المتوسطات المتحركة MA: حيث تكتب القيمة للمتغير كدالة خطية في القيمة الجارية لعنصر الخطأ العشوائي وعدد من قيمه السابقة.

ت) نماذج بوكس جنكز: يمكن التوفيق بين النودجين AR, MA بنموذج ARMA ، حيث تمر هذه الطريقة بعدة مراحل قبل اجراء التنبؤ.

ث) نماذج شعاع الانحدار الذاتي VAR: تستخدم في النماذج الانية التي يوجد فيها علاقات تبادلية بين المتغيرات.

ثانيا: متغيرات الدراسة

سنتعامل في هذه الدراسة مع متغيرين اساسيين وهما:

1- اسعار النفط: وهي القيمة النقدية لبرميل النفط معبرا عنها بالوحدة عبر فترات تطور الصناعة النفطية⁽³⁾، وسيمثل هذا المتغير في سلسلة من الاسعار (دولار) نسبة الى التقرير الاقتصادي العربي الموحد للسنوات 2000 و 2007، اوابك: تقرير الأمين العام السنوي لمجموعة سنوات، ويرمز لهذه السلسلة بالرمز (P).

2- الناتج المحلي الاجمالي: وهو مجموع النفقات النهائية بأسعار المشتريين، بما في ذلك الصادرات من السلع والخدمات بالقيمة فوب، مطروحا منها مجموع المستوردات مقيمة بأسعار التسليم على البواخر (بسر فوب)⁽¹²⁾. وسيمثل هذا المتغير بسلسلة من الناتج المحلي الاجمالي (مليون دولار) نسبة الى تقارير وزارة التخطيط/ الجهاز المركزي للإحصاء/ مديرية الحسابات القومية بيانات الناتج للفترة 1969-2013، ويرمز لهذه السلسلة بالرمز (GDP).



ثالثاً: استقرارية السلاسل الزمنية

غالبا ما تتسم السلاسل الزمنية والتي تصف المتغيرات الاقتصادية بعدم الاستقرار وذلك لان معظمها يتغير وينمو مع الزمن مما يجعل من متوسطها وتباينها غير مستقرين ومرتبطين بالزمن مما يتسبب بوجود مشكلة الانحدار الزائف والتي قد تنشأ من انحدار سلسلة زمنية غير مستقرة على واحدة او اكثر من السلاسل الزمنية غير المستقرة، ولتجنب ذلك فمن الضروري اختبار استقرارية السلاسل الزمنية قيد الدراسة، وعلى الرغم من وجود العديد من هذه الاختبارات الا انه سنتطرق الى الاختبارات الاكثر شهرة تاريخيا وهي كما يأتي:

1- التحليل البياني Graphical Analysis :

ترسم بيانات السلسلة وبعد رسم البيانات الخطوة الاولى في تحليل اية سلسلة زمنية ومن خلال الرسم تكون لدينا فكرة جيدة عن استقرارية السلسلة من عدمها ، أي احتواء السلسلة على موسمية او اتجاه عام او قيم شاذة وعدم الاستقرارية الذي يقود الى التحويلات الممكنة على البيانات، لذا فان رسم السلسلة يوضح مدى حاجتها الى التحويل المناسب لتستقر في متوسطها او تباينها قبل أي تحليل⁽⁴⁾.

2- تحليل دالة الارتباط الذاتي (ACF) ودالة الارتباط الذاتي الجزئي (PACF):

يتم حساب وفحص PACF, ACF للعينة المسحوبة من السلسلة الاصلية لتحديد درجة الفروق (في حالة عدم الاستقرارية) ، فاذا كانت ACF للعينة تتحدر ببطء شديد، PACF, IACF للعينة تقطع بعد الازاحة الاولى او بالعكس، فان هذا يستوجب اخذ الفرق الاول $(1-B)y_t$. وللتخلص من عدم الاستقرارية نحتاج الى اخذ اعلى رتبة من الفروق $(1-B)dy_t$ حيث $d>0$ (وغالبا ما تكون $d=0,1,2$) ومن الاختبارات الحديثة في تحديد استقرارية السلاسل الزمنية ونظرا للاهمية الخاصة له سيتم اعتماده في هذه الدراسة وهو:

* اختبار جذر الوحدة Unit Root Test⁽⁹⁾: وهو من الاساليب المهمة في تحديد الاستقرارية للسلاسل الزمنية ، ويعتمد في فكرته على المعادلة الاتية:

$$y_t = \rho y_{t-1} + u_t \quad -1 \leq \rho \leq 1 \quad (6-1)$$

حيث ان u_t مقدار خطأ عشوائي بحت، وعندما تكون $\rho=1$ مقبولة احصائيا فان ذلك يدل على عدم استقرارية السلسلة وانها تعاني من جذر الوحدة. وبما ان العملية العشوائية غير مستقرة فاننا نقوم بعمل انحدار y_t على قيمتها المتأخرة زمنيا y_{t-1} (متأخرة لفترة واحدة) ونرى ما اذا كانت القيمة المقدرة لـ ρ تساوي احصائيا الـ 1 ، فان y_t تعتبر غير مستقرة.

ولاسباب نظرية يتم التعامل مع المعادلة (6-1) كما يأتي:

نطرح y_{t-1} من كل من طرفي المعادلة لنحصل على:

$$\begin{aligned} y_t - y_{t-1} &= \rho y_{t-1} - y_{t-1} + u_t \\ &= (\rho - 1) y_{t-1} + u_t \end{aligned} \quad (7-1)$$

ويمكن ان تكتب المعادلة (7-1) بشكل بديل وكما يأتي:

$$\Delta y_t = \delta y_{t-1} + u_t \quad (8-1)$$

حيث ان: $(\rho - 1) = \delta$

Δ : هي معامل الفرق الاول



ونقدر المعادلة (8-1) ونختبر فرض العدم القائل $\delta=0$ ، فاذا كانت $\delta=0$ ، فان $\rho=1$ ، وبالتالي فانه لدينا جذر الوحدة مما يعني ان السلسلة الزمنية قيد الدراسة غير مستقرة، وبذلك ستصبح (8-1) بالشكل التالي:

$$\Delta y_t = (y_t - y_{t-1}) = u_t \quad (9-1)$$

وبما ان u_t هو مقدار خطأ عشوائي بحت، فهو مستقر، وذلك يعني ان الفروق الاولى لسلسلة زمنية لعملية عشوائية مستقرة.

ومن اهم الطرائق المستخدمة في معالجة السلاسل الزمنية والتي تعاني من جذر الوحدة هي :

1- اختبار ديكي فولر الموسع⁽⁸⁾ The Augmented Dickey Fuller Test (ADF)

ويعتمد هذا الاختبار بشكل اساسي على تقدير النماذج الانية:

Model I : (بدون قاطع واتجاه زمني)

$$\Delta y_t = (\rho - 1) y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \rho_j \Delta y_{t-j} + u_t$$

Model II : (بقاطع)

$$\Delta y_t = \alpha + (\rho - 1) y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \rho_j \Delta y_{t-j} + u_t$$

Model III : (بقاطع واتجاه زمني)

$$\Delta y_t = \alpha + BT + (\rho - 1) y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \rho_j \Delta y_{t-j} + u_t$$

اذ تمثل α : القاطع (الحد الثابت) ، T الاتجاه الزمني ، $(\rho - 1) = \delta$ ،

تحت ظل الفرضية:

$$H_0 : \rho = 1 \text{ or } \delta = 0$$

$$H_1 : \rho < 1 \text{ or } \delta < 0$$

فاذا كانت ρ معنوية واقل من الواحد فاننا نقبل بالفرض البديل والذي يعني بان السلسلة مستقرة ولا تعاني من جذر الوحدة.

2- اختبار فيليب - بيرون⁽⁹⁾ The Phillips-Perron Unit Test (PP)

في اختبار ADF يمكن التعامل مع حالة الارتباط المتسلسل المحتمل في مقدار الخطأ u_t عن طريق اضافة فروق الفترات الزمنية المتأخرة الى المتغير (السلسلة) المنحدر عليه ، اما اختبار Phillips و Perron استخدمنا طرقا احصائية لامعلمية ليتعامل مع مشكلة الارتباط المتسلسل في مقادير الاخطاء بدون اضافة مقادير الفروق في الفترات الزمنية المتأخرة. كما ان التوزيع التقاربي لاختبار PP هو نفس التوزيع الخاص باحصاءة ADF .

رابعا: التكامل المشترك واسلوب تصحيح الخطأ

Co-integration and Error Correction Mechanism (ECM)

يتم هذا اختبار التكامل المشترك بين متغيرات السلاسل الزمنية المتكاملة من نفس الدرجة ، حيث يقوم مفهوم التكامل المشترك على "اذا كانت متغيرات النموذج غير مستقرة في مستوياتها او متكاملة من الدرجة الاولى (السلسلة مستقرة في فروقها الاولى)، واذا امكن توليد مزيج خطي من هذه المتغيرات يتصف بالسكون أي متكاملة من الدرجة الصفرية ، فانه في هذه الحالة تصبح المتغيرات متكاملة من نفس الرتبة ، وبالتالي فانه يمكن استخدام مستوى المتغيرات في الانحدار. ومن خلال مقارنة نسبة الامكانية بالقيم الحرجة عند مستوى المعنوية 5% يمكن تحديد عدد متجهات التكامل المشترك. وبعد التأكد من ان



السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الدراسة انها غير مستقرة عند مستوياتها ومستقرة عند الفروق ،ومن ثم التحقق من انها جميعا متكاملة تكاملا مشتركا ،فالمتغيرات التي تحقق التكامل المشترك تعكس علاقة توازنية على المدى الطويل⁽¹⁾، وبعد اثبات وجود هذه العلاقة على المدى الطويل فبالطبع يوجد عدم توازن على المدى القصير وبالتالي يمكن التعامل مع مقدار الخطأ في نموذج الانحدار لمتغيرات الزمنية قيد الدراسة كأنه "خطأ التوازن".ويمكن استخدام مقدار الخطأ هذا لربط السلوك في المدى القصير للمتغير التابع مع قيمته في المدى الطويل، حيث اثبت كل من (Engle and Granger (1987) امكانية تقدير العلاقة الحقيقية بين متغيرات السلاسل الزمنية التي تربط بينها علاقة تكامل مشترك من خلال تمثيلها بنموذج (ECM)، وذلك بادخال البواقي المقدرة من نموذج الانحدار في المدى الطويل وتكون كمتغير مستقل متأخر بفترة واحدة (e_{t-1}) وكما موضح بالنموذج الاتي:

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta x_t + \alpha_2 u_{t-1} + \epsilon_t \quad (10-1)$$

حيث ان ϵ_t مقدار الخطأ العشوائي ($y_{t-1} - \beta_0 - \beta_1 x_{t-1}$) ، أي فترة زمنية واحدة متأخرة للخطأ من انحدار التكامل المشترك .

الجانب التطبيقي

1- نماذج الدراسة:

سيكون لدينا متغيرين وهما اسعار النفط كمتغير مستقل والناجح المحلي الاجمالي كمتغير تابع، وبهذا سيتم تحديد العلاقة بينهم على شكل نموذجي انحدار خطي وكما يأتي:

$$GDP_t = \beta_0 + \beta_1 P_t + \epsilon_t \quad (11-1)$$

حيث ان:

GDP : الناتج المحلي الاجمالي

P : اسعار النفط

2- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

قبل البدء باستخدام السلاسل الزمنية للمتغيرين GDP, P من الضروري اختبار استقرارية هذه السلاسل ومعالجتها في حالة عدم الاستقرار ومعرفة درجة تكاملها، لذلك سنعمد على اختبارات جذر الوحدة لديكي فولر الموسع (ADF) واختبار جذر الوحدة لفيليب بيرون (PP) باستخدام برنامج Eviews7 .والجدولان رقم (1) و (2) يوضحان النتائج التي تم الحصول عليها.

جدول رقم (1) نتائج اختبارات ديكي فولر الموسع (ADF) لمتغيرات النماذج

متغيرات السلاسل الزمنية		المستوى (Level)		الفرق الاول (1st Difference)	
		بقاطع واتجاه	بقاطع	بقاطع واتجاه	بقاطع
P	-0.7549	-3.0827	-3.6861	-3.3884	-3.6861
GDP	1.0628	-2.1889	-3.2473	-3.7853	-3.2473
القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5%	-3.1199	-3.8289	-3.1449	-3.9333	-3.1449

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 7



جدول رقم (2) نتائج اختبار فيليب بيرون (PP) لمتغيرات النموذج

الفرق الاول (1 st Difference)		المستوى (Level)		متغيرات السلاسل الزمنية
بقاطع واتجاه	بقاطع	بقاطع واتجاه	بقاطع	
-3.9442	-3.2199	-2.4611	-0.6368	P
-8.7447	-3.3656	-3.2233	2.8966	GDP
-3.8753	-3.1449	-3.8289	-3.1199	القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5%

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 7

يوضح الجدولان (1) و (2) نتائج اختبارات (ADF)، (PP) لاستقرارية السلسلة الزمنية، حيث اشارت النتائج ان القيمة المحسوبة بالنسبة لكافة المتغيرات هي أصغر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية (5%)، وعليه فأنا نقبل فرض العدم القائل بان السلسلة لها جذر وحدة (السلسلة غير مستقرة) في مستوياتها ولكنها مستقرة في فروقها الاولى، حيث تم رفض فرض العدم بوجود جذر الوحدة للفروق الاولى للسلاسل الزمنية عند مستوى معنوية (5%) سواء بوجود القاطع او في حالة وجود قاطع واتجاه.

3- اختبار التكامل المشترك:

بعد معالجة السلاسل الزمنية بطريقة الفروق من الدرجة الاولى وجعلها مستقرة مما يعني ان السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الاولى، فمن المحتمل ان تفقد كافة المعلومات المتعلقة بسلوك هذه المتغيرات على المدى الطويل، وفي هذه الحالة نستخدم اختبار التكامل المشترك الذي يمكننا من معرفة امكانية وجود علاقة بين متغيرات النموذج على المدى الطويل بين السلاسل الزمنية غير المستقرة بمستوياتها والمتكاملة من نفس الدرجة، كما يسمح بالتغلب على مشكلة الانحدار الزائف، وهنا سيتم اختبار التكامل المشترك بطريقة انجل كرانجر ذو الخطوتين **Two Steps-Test Engle-Granger for Co-integration**. وسنقوم كخطوة اولى بتقدير نموذج انحدار التكامل المشترك بطريقة المربعات الصغرى OLS من خلال البرنامج الاحصائي Eviews7. والجدول رقم (3) يوضح نتائج التقدير.

جدول رقم (3) نتائج تقديرات نموذج انحدار التكامل المشترك لانجل وكرانجر

المتغير	المعاملات (β_0, β_1)	الخطأ المعياري (S.E)	احصاء t	الاحتمال
الثابت	-43267.31	18802.54	-2.301141	0.0401
اسعار النفط (P)	2122.503	259.3766	8.183091	0.0000
معامل التحديد (R^2)	0.848030			
احصاء فيشر (F-Stat.)	66.96299			
احتمال احصاء فيشر (Prob. F)	0.000003			
احصاء دارين واتسون (DW)	0.656601			

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 7

يتضح من الجدول رقم (3) ان قيمة معامل التحديد R^2 هي ما يقارب (0.85) وهذا يدل على ان اسعار النفط تفسر 85% من الاختلاف في الناتج المحلي الاجمالي، وتشير النتائج ايضا الى ان الاحتمالية للثابت ومتغير اسعار النفط (المتغير المستقل) هي اقل من 0,05 أي ان لمتغير اسعار النفط



اثر معنوي على المتغير التابع، كما ان احتمال احصاءة فيشر لا يختلف عن الصفر، ومن هنا نستنتج بان قيمة احصاءة فيشر المحسوبة هي اكبر من قيمتها الجدولية، وبهذا سوف نقبل الفرض البديل أي ان النموذج مناسب لتمثيل العلاقة الخطية.

وبما ان المتغيرات متكاملة من الدرجة الاولى فاننا ننقل الى الخطوة الثانية من اختبار التكامل المشترك وهي توليد مزيج خطي مستقر عن طريق فحص استقرارية سلسلة البواقي (الاخطاء العشوائية) الناتجة عن نموذج الانحدار في الخطوة الاولى لغرض التأكد من صحة النموذج المقدر، فأن ثبت استقرار هذه السلسلة فذلك يعني معنوية نموذج الانحدار المقدر، وكما ان استقرارية سلسلة البواقي تؤكد بان المتغيرات متكاملة فيما بينها وان هناك علاقة بينها على المدى الطويل. وقد اشارت نتائج اختبار (KPSS) الى ان قيمة احصاءة LM تقدر بـ (0.185992) وهي اصغر من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (1% و 5% و 10%)، وعليه نقبل فرض العدم القائل بأن سلسلة البواقي مستقرة، وهذا ما يؤكد على معنوية النموذج المقدر ووجود علاقة توازنية بين المتغيرات على المدى الطويل.

اما وبعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات فان العلاقة بينهم يمكن التعبير عنها بنموذج تصحيح الخطأ (ECM) وكما يأتي:

$$\Delta GDP_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta P_t + \alpha_2 u_{t-1} + \epsilon_t$$

هذا النموذج يعني ان ΔGDP_t يعتمد على ΔP_t وايضا على مقدار خطأ التوازن، فاذا كانت قيمته لا تساوي الصفر، فان النموذج لا يوجد فيه توازن، وبما انه مقدار خطأ التوازن α_2 سيكون سالبا فالمقدار $\alpha_2 u_{t-1}$ سيكون سالبا، وبالتالي ΔGDP_t سيكون سالبا لاسترجاع التوازن، بمعنى انه اذا كان GDP_t اعلى من قيمته التوازنية فانه سيبدأ بالنزول في الفترة التالية لتصحيح خطأ التوازن. والجدول رقم (4) يوضح نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM).

جدول رقم (4) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM)

المتغيرات	المعامل	احصاءة t	الاحتمال Prob.
الثابت	10292.25	2.252704	0.0480
تفاضل اسعار النفط	884.0710	3.215342	0.0092
معلمة حد تصحيح الخطأ	-0.166816	-1.032952	0.0326
معامل التحديد		0.516745	
احصاءة فيشر		5.346502	
احتمال احصاءة فيشر (Prob. (F		0.026356	
(DW) احصاءة دارين واتسون		1.497232	

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 7

تشير نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM)، بان قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ هي -0.4293 وهي قيمة سالبة مما يعني بتصحيح اختلال التوازن (أي ان قيمة GDP_t في المدى الطويل تختلف عن قيمته في المدى القصير)، وبعبارة اخرى ان سرعة تصحيح الاختلال هي (16.68 %) سنويا، كما ان الاشارة السالبة لمعلمة حد تصحيح الخطأ تؤكد على وجود علاقة توازنية على المدى الطويل بين



الناج المحلي الاجمالي واسعار النفط، وايضا تشير النتائج ان قيمة معامل التحديد R^2 هي (0.5167) اقل من قيمة احصاء داربن واتسون (DW) والتي تقدر بـ (1.4972) وهذا يدل على معنوية النموذج. واخيرا يجب ان نضع في الاعتبار التحذير الذي قاله S. G. Hall وهو⁽¹⁰⁾:
في حين ان مفهوم التكامل المشترك له اهمية نظرية في تدعيم نموذج تصحيح الخطأ، الا انه مازال هناك عدد من المشاكل المحيطة بالتطبيق العملي/حيث القيم الحرجة وأداء هذه الاختبارات عندما يكون حجم العينة صغيرا غير معروف بالنسبة لعدد كبير من هذه النماذج.

الخاتمة

- استهدفت الدراسة اختبار وجود العلاقة التوازنية على المدى الطويل بين اسعار النفط والناج المحلي الاجمالي باستخدام اختبارات جذر الوحدة ومنهجية التكامل المشترك ، وقد توصلنا الى ما يأتي:
- 1- ان متغيرات السلاسل الزمنية قيد الدراسة غير مستقرة في مستوياتها ولكنها مستقرة في فروقها الاولى عند مستوى معنوية 5%.
 - 2- انحدار متغير سلسلة زمنية ما على متغير سلسلة زمنية واحدة او اكثر قد يؤدي الى نتائج مضللة وزائفة، وهذا ما يسمى بالانحدار الزائف.
 - 3- وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين الناج المحلي الاجمالي واسعار النفط
 - 4- ضرورة التحقق في امكانية الحصول على النتائج ذاتها عند تحليل مجموعة كبيرة من المتغيرات الاقتصادية، ومقارنتها من نتائج تجارب المحاكاة.
 - 5- بعض النتائج المعطاة والاختبارات قد تكون في بعض الحالات مؤقتة وتحتاج الى المزيد من العمل، حيث تكون بعض السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية مستقرة بالرغم من ان اغلبها تكون غير مستقرة.
 - 6- ان مفهوم التكامل المشترك له اهمية في دعم نموذج تصحيح الخطأ (ECM) من الناحية النظرية، ولكن مازالت هناك مشاكل من الناحية العملية من حيث القيم الحرجة واداء الاختبارات عندما يكون حجم العينة صغيرا.

المصادر

المصادر العربية

- 1- التويم ، عبد المجيد وعلاوين، محمد عبد الهادي، " أثر التقلبات في استهلاك الطاقة واسعار ونتاج النفط على اقتصاديات دول الخليج العربي "، كلية الاعمال، الجامعة الاردنية.
- 2- الجبوري ، زمن راوي، "واقع السياسة النفطية وسبل اصلاحها في العراق"، رسالة ماجستير ،كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الكوفة ، ص 35، 2010.
- 3- الهيتي، احمد حسن، " مقدمة في اقتصاد النفط "، دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل، ص 153.
- 4- بلعباس ، رابح، " فعالية التنبؤ باستخدام النماذج الاحصائية في اتخاذ القرارات "، كلية الاقتصاد ، جامعة المسيلة، الجزائر.



- 5- بن معزو ،محمد زكري وحمانة، كمال، " العلاقة طويلة الاجل بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر 1970-2010:مقاربة قياسية" ،مجلة التواصل في الاقتصاد والادارة والقانون،العدد 35،سبتمبر 2013.
- 6- رشاد ، ندوى خزل،" استخدام اختبار كرانجر في تحليل السلاسل الزمنية المستقرة "، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، العدد 19، ص 269، 2011.
- 7- عبد الرحمن ، داؤد عريية، "توفيق احد نماذج بوكس جينكنز للتنبؤ بمناسب نهر دجلة في مدينة الموصل، مجلة تنمية الرافدين، العدد 44، كلية الادارة والاقتصاد ،جامعة الموصل، 1994.
- 8- عبد الرزاق، كنعان عبد اللطيف و الجبوري، انسام خالد حسن،" دراسة مقارنة في طرائق تقدير انحدار التكامل المشترك مع تطبيق عملي "، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، السنة العاشرة، العدد 33، 2012.

المصادر الاجنبية

- 9- D. N. Gujarati , “Basic Econometrics” ,Third Edition , McGraw-Hill , Inc, 1995.
- 10-S. G. Hall,” An Application of the Granger and Engle Two-Step Estimation Procedure to the United Kingdom Aggregate Wage Data” , Oxford Bulletin of Economics and Statistics, vol. 48, no. 3, August 1986, p. 238.
- 11- “ Unit Root Test “, Washington.edu/ezivot/econ584/notes/unit root. pdf. www.Faculty.
- 12- “A Dictionary of National Accounts Terms (English/French/Arabic)”, United Nations, New York,2001.

البيانات الاصلية لسلسلي اسعار النفط والناتج المحلي الاجمالي

للمدة من 2000-2013

السنة	اسعار النفط (دولار)	الناتج المحلي الاجمالي (مليون دولار)
2000	27.6	20969
2001	21.3	17682
2002	22.3	17437
2003	28.2	10621
2004	36	36627.9
2005	60	49954.8
2006	69.2	65140.2
2007	90	88840
2008	94.4	131613.6
2009	61	111660.8
2010	77.4	138516.7
2011	107	185749.6
2012	109.5	218000.9
2013	105.9	232497.2

المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد للسنوات 2000 و 2007.

- اوابك: تقرير الأمين العام السنوي لمجموعة سنوات.
- تقارير وزارة التخطيط/ الجهاز المركزي للإحصاء/ مديرية الحسابات القومية
- بيانات الناتج للفترة 1969-2013.



تقييم كفاءة الاستثمارات باسهم الشركات

بحث تطبيقي على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2011

م.م. أرشد مكي رشيد

جامعة القادسية

arshedmakey2008@yahoo.com

المستخلص

يهدف هذا البحث الى قياس كفاءة الاستثمارات في اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ولتحقيق ذلك قام الباحث باستخدام نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM المبني على التوقعات المحتملة للعائد والمخاطرة على اسهم الشركات وقوة العلاقة والترابط بينهما. وقد توصل البحث الى مجموعة من الاستنتاجات اهمها وجود علاقة ايجابية طردية بين العائد والمخاطرة على الاستثمارات في اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وان هناك عوامل اخرى تؤثر في اسعار الاسهم في هذه السوق، وفي ضوء هذه الاستنتاجات قدم البحث مجموعة من التوصيات والمقترحات التي يمكن ان تساهم في تطوير عمل سوق الاوراق المالية العراقي.

Abstract

This research aims to measure the efficiency of investments in shares of companies listed in the Iraq Stock Exchange (ISX). To achieve this, the researcher using the Capital Asset Pricing Model CAPM based on the potential expectations of returns and risk on the shares of listed companies and the strength of the relationship and the interdependence between them.

The research found a set of conclusions, the most important there is a direct positive relationship between risk and return on investments in shares of listed companies in the Iraq Stock Exchange, as well as there are other factors that affect stock prices in this market, and in the light of these findings, we have provided some recommendations and proposals that can be contribute to developing the work of the Iraqi Stock Exchange.



المقدمة

شهد العقد الماضي تحولات مهمة في الاقتصاد وحدث انفتاح كبير فيه، وظهر العديد من الشركات المساهمة العامة وأصبح ضرورياً تداول الأوراق المالية ولتسهيل تداول تلك الأوراق ويهدف تشجيع رؤوس الأموال الخارجية وكذلك لجذب الاستثمارات الأجنبية وأصبح التوجه نحو الدراسات التي تتعلق بسوق الأوراق المالية وكفاءة الاستثمارات فيها .

ولكي يحقق السوق الأهداف الذي أنشئ من أجلها لا بد ان يتصف بالكفاءة التي تعني ان أسعار الأسهم تعكس بالكامل المعلومات المتاحة عنها في السوق بسرعة ودقة وبدون كلفة .

بذلك فان القيمة السوقية للسهم تمثل القيمة العادلة له Fair Value وتولد عائداً يكفي لتعويض مخاطر الاستثمار، وبناء عليه لا يمكن للمستثمرين والمتعاملين في السوق المالي تحقيق عوائد غير عادية تفوق ما يحققه غيره من الأسواق الأخرى .

وتعد دراسة العلاقة بين مخاطر الاستثمارات وعوائدها في سوق الأوراق المالية احد الاتجاهات الرئيسية في فكر الادارة المالية والمحاسبة، حيث اهتمت الدراسات بتطوير النماذج التي تتعامل مع المخاطرة المرتبطة بالاستثمارات وعلاقتها بعوائد هذه الاستثمارات ومن خلال طرح عدة افكار ومفاهيم لاختبار العلاقة بينهما في سوق الأوراق المالية، وقد ارتكزت معظم هذه الدراسات على افتراض وجود علاقة الية بين المخاطرة والعائد، فكلما زادت مخاطرة الاستثمارات زادت عوائدها وكلما انخفضت المخاطرة العكس هو الصحيح وان المستثمر الذي يتجنب المخاطرة ليس لديه الاستعداد لتحمل قدراً اكبر من المخاطرة، إلا إذا تم مقابل هذه الزيادة في المخاطرة زيادة العائد على استثماراته .

ان الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الأسهم صعوداً او هبوطاً تعني ثلاثة أمور في غاية الأهمية وهي :

1 . أنه في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفقاً للمعلومات المتاحة .

2 . أن المعلومات التي وصلت الى السوق في الماضي ليس لها تأثير حالي على سعر الورقة المالية .

3 . أن المعلومات تصل الى كافة المتعاملين في وقت واحد وان قدرتهم على التحليل مقارنة، الأمر الذي يعني عدم قدره اي منهم على تحقيق عوائد غير عاديه بناء على معلومات خاصة .

وجاء هذا البحث ضمن هذا السياق وكأحد الدراسات التي تهدف لتطوير عمل سوق الأوراق المالية العراقي، وقد قسم البحث إلى ثلاثة مطالب تضمن المطلب الأول منهجية البحث والدارسات السابقة اما المطلب الثاني فكان الاطار النظري، أما المطلب الثالث فقد تم التطرق فيه الى تحليل نتائج البحث ومناقشتها ، واختتم البحث بمجموعة من الاستنتاجات التي توصلنا اليها من خلال البحث وتقديم مجموعة من التوصيات عن موضوع البحث .



المطلب الأول: منهجية البحث والدارسات السابقة

مشكلة البحث:

ان الدور الهام لسوق العراق للأوراق المالية في هذه المرحلة ألراهنه يتطلب إجراء المزيد من البحوث للارتقاء بكفاءة وزيادة فعالية دوره في مواجهة المتطلبات الاقتصادية، ويمكن التعبير عن مشكلة البحث من خلال التساؤلات الآتية :-

1. هل أن الاستثمارات بإسهام الشركات في سوق العراق للأوراق المالية تتميز بالكفاءة ؟
2. ماهو مستوى كفاءة الاستثمارات بإسهام هذه الشركات ؟

هدف البحث :

يهدف البحث إلى تقييم كفاءة الاستثمارات بإسهام الشركات في سوق العراق للأوراق المالية خلال السنة المالية 2011 وذلك كمحاولة من الباحث لاستخلاص النتائج التي يتم على ضوئها تحديد سياقات عمل سوق العراق للأوراق المالية ضمن المعيار الذي يميز الأسواق عن بعضها البعض وهو فرض كفاءة السوق وتقديم تفسير يساعد المستثمرين في تحديد توجهاتهم نحو استثمار أموالهم في سوق العراق للأوراق المالية .وقد تم اخذ سنة 2011 وذلك بسبب الحصول على بيانات كاملة ودقيقة ومضمونه يمكن للباحث الاعتماد عليه، ولأيمكن الاعتماد على السنوات الاخيرة لعدم اكتمال البيانات في التقارير السنوي للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

فرضية البحث :

يقوم البحث على فرض أساسي مفاده :

(لا تتوفر في سوق العراق للأوراق المالية مقومات فرض كفاءة السوق ذلك لان العائد من الاستثمار لا يتناسب مع المخاطرة الكلية المصاحبة لهذا الاستثمار من جهة، وان أسعار الأسهم في السوق لا تعبر عن القيمة الحقيقية لها)

ويتفرع من هذه الفرضية فرضين أساسيين هما :

H1 : أن العائد من الاستثمار لا يتناسب مع درجة المخاطرة الكلية المصاحبة لهذا الاستثمار، وبالتالي قد تكون هذه الاستثمارات غير كفوءة .

H2 : أن أسعار الأسهم في السوق لا تعبر عن القيمة الحقيقية وبالتالي فالأسعار السائدة هي أسعار غير عادلة ولا تعكس أسعار التوازن في السوق .

عينة البحث :

تتكون عينة البحث من 14 شركة من أصل 87 شركة وبقاع شركتين من كل قطاع مسجلة إي بنسبة 09، 16 % من مجتمع البحث في سوق العراق للأوراق المالية وتداول أسهمها في السوق، حسب نشرة السوق لسنة 2011 ويوضح الجدول أدناه توزيع عينة البحث حسب طبيعية النشاط التي تمارسه .



جدول (1) الشركات عينة الدراسة حسب طبيعة النشاط

أنواع القطاعات	عدد الشركات المدرجة في السوق	عدد الشركات المختارة للبحث	النسبة المئوية %
مصارف	22	2	0,09
التأمين	5	2	0,4
الاستثمار	9	2	0,23
الخدمات	10	2	0,2
الصناعة	25	2	0,08
الفنادق والسياحة	10	2	0,2
الزراعة	6	2	0,34
المجموع	87	14	% 16,09

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لسنة 2011 لسوق العراق للأوراق المالية

اعتبارات اختيار الشركات عينة البحث :

1. تم اختيار الشركات من القطاعات المختلفة التي يتم تداول أسهمها في السوق والمبينة في الجدول (2).
2. تم اختيار الشركات من القطاعات على أساس حجم التداول الأكبر في السوق طبقاً لحجم التداول في نشرة السوق لسنة 2011 .
3. تم اختيار الشركات عينة البحث من كل قطاع وفقاً لقدم أدرجها في سوق الأوراق المالية .

جدول (2)

ت	اسم الشركة	تاريخ ادراجها في السوق	راس مال الأدرج دينار	راس المال في نهاية 2011 سهم / دينار
1	مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	2004	7500000000	100000000000
2	مصرف الخليج التجاري	2004	4120000000	103950000000
3	دار السلام للتأمين	2004	6000000000	2420000000
4	الحمرء للتأمين	2006	3000000000	1500000000
5	الأمين للاستثمار المالي	2004	3000000000	7500000000
6	الوثام للاستثمار المالي	2004	2000000000	2000000000
7	مدينة العاب الكرخ السياحية	2004	600000000	1750000000
8	العراقية للنقل البري	2004	1000000000	10000000000
9	الخيطة الحديثة	2004	9000000000	9000000000
10	الهلال الصناعية	2004	1500000000	12375000000
11	فندق فلسطين	2004	9000000000	4470000000
12	فندق بغداد	2004	1800000000	1922400000
13	الأهلية للإنتاج الزراعي	2004	2770000000	5750000000
14	العراقية لإنتاج البذور	2004	1000000000	3140000000

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لسنة 2011 لسوق العراق للأوراق المالية



طريقة البحث ومتغيراته :

تم الاعتماد في اجراء البحث على استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model الذي يبنى على التوقعات المحتملة للعائد والمخاطرة، حيث انه من غير الممكن ملاحظة هذه التوقعات في الواقع العملي فانه قد تم تحويل هذا النموذج إلى نموذج ما بعد الحدوث ليتسنى للباحث استخدام بيانات تاريخية لملاحظات فعلية، أما نوعية المعلومات التي استخدمها الباحث في البحث هي كما يلي:

1. سعر الإقفال للشهر الحالي يمثل سعر الشهر الحالي .
2. سعر الافتتاح للشهر الحالي يمثل سعر الشهر السابق .
3. توزيعات الأرباح السنوية او نصف السنوية للشركات عينة البحث وتعديلها الى توزيعات شهرية حتى تتفق مع الأسعار .

وحتى يمكن عمل التحليل المطلوب والتوصل إلى النتائج فانه من الضروري تهيئة البيانات وإعدادها لتكون صالحة لهذا التحليل وهذا تم من خلال احتساب المتغيرات التالية .:

1. حساب معدل العائد على الأسهم :

العائد على الأسهم يتكون من جزئين، الدخل النقدي متمثل في توزيعات الأرباح ومكاسب رأسمالية ناشئة من فروق الأسعار ولذلك فان معدل العائد على الأسهم يتم احتسابه وفق المعادلة التالية :

$$\text{معدل العائد الشهري} = \frac{(س1 - س0) + ت1}{س0} \quad (1)$$

حيث أن :

س0 = تمثل سعر السهم في الشهر السابق

س1 = سعر السهم في الشهر الحالي

ت1 = توزيعات الأرباح في الشهر الحالي

وبهذا استطاع الباحث من توفير بيانات بواقع 24 مشاهدة عن معدل العائد لكل سهم من أسهم الشركات عينة البحث .

2. حساب المخاطرة الكلية للاستثمار في الأسهم :

يمكن استخدام التباين او الانحراف المعياري كمقياس للمخاطرة الكلية ونظرا لان هذا البحث يستخدم عينة فان التباين لكل في العينة قد تم حسابه كمايلي :

$$\text{تباين العائد في السهم} = \frac{\text{مج (العائد الشهري - متوسط العائد)}}{ن - 1} \quad (2)$$

متوسط العائد = خارج قسمة العوائد الشهرية على عدد الأشهر

ن = تمثل الأشهر



3. حساب معامل العائد السوقي :

معامل العائد السوقي هم متوسط يمثل العائد على جميع الاستثمارات في السوق ويلعب هذا المعامل دوراً هاماً ورئيساً في التحليل الاستثماري حيث يستخدم هذا المعامل كأساس لقياس ومقارنة العائد على أي استثمار وهو بهذا يعتبر مؤشر أو نسبة مرجعية وهذا العامل يمكن حسابه بإحدى الطريقتين التاليتين :

الطريقة الأولى :
معامل العائد المتساوي : حيث تفترض هذه الطريقة تساوي المبالغ المستثمرة في كل سهم خلال شهر معين وبالتالي يتم جمع العوائد الشهرية لكل سهم وقسمتها على عدد الأسهم خلال ذلك الشهر .
العيب الأساسي لهذه الطريقة هي أنها تفترض تساوي المبالغ المستثمرة في كل سهم وبالتالي فان قيمة السهم ذاته لا تؤخذ في الحسبان، ومن هنا فانه كان من الضروري تعديل هذا المعامل في كل شهر عن آخر ليعكس قيمة الأسهم .
الطريقة الثانية :

معامل العائد السوقي المرجح : هذا المعامل يراعي العيب السابق حيث تؤخذ قيمة الاستثمار في الحسبان حيث ترجح العائد على كل سهم بقيمة أسهمهم ويحسب كمايلي :

$$\text{معامل العائد السوقي المرجح} = \frac{\text{ع أ، ق أ}}{\text{ن}} \quad (3)$$

$$1 = \text{أ}$$

حيث ان :

ن = تمثل عدد الشركات المحسوب على أساسها المعامل $\text{أ} = 1, 2, \dots, \text{ن}$.
ع أ = العائد الشهري على أسهم الشركة أ .
ق أ = قيمة الاستثمار في أسهم الشركة أ .
وقد استخدم الباحث هذه الطريقة وذلك لان المعامل لايمكن أي تعديله في كل مرة .

4. حساب معامل المخاطرة المنتظمة : β

بعد ان تم تعديل ثم أعداد البيانات في الفقرات الثلاثة السابقة، فقد أصبحت تلك البيانات مهيأة لدراسة العلاقة بين العائد على أسهم كاستثمار فردي والنشاط الاستثماري في السوق . إذ باستخدام معدلات العائد الشهرية المسحوبة لكل سهم على حدة ومعاملات العائد السوقي، فان العلاقات المشتقة من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هي :

$$\text{العائد الشهري لسهم} = \text{أ} + \text{ب (معامل العائد السوقي)} \quad (4)$$

وبموجب المعادلة رقم 4 تم الربط بين العائد على الاستثمار الفردي والسوق حيث تفترض تلك المعادلة (4) أن العائد الشهري للسهم هو دالة للعائد السوقي ككل وبالتالي فان معامل العائد السوقي، هو المتغير المستقل (س) والعلاقة بين العائد للسهم الواحد والعائد السوقي تظهر فيما يسمى بمعامل الانحدار (ميل خط المستقيم) والمقدرة وفقاً لتحليل الانحدار، ويسمى هذا المعامل بـ (B) والذي يعكس المخاطرة المنتظمة للسهم في السوق .
(الدارسات السابقة) :-

وقد حظي موضوع تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية في دول العالم الغربي باهتمام كبير من لدى الباحثين والدارسين في كافة الميادين الاقتصادية والإدارية والمحاسبية .



ومن هذه الدراسات على سبيل المثال لا الحصر دراسة (Bowman, 1980) فقد اختبر العلاقة بين نسبة المديونية والمخاطرة النظامية في 12 شركة أمريكية مختلفة الصناعات، وتوصل الى انه لا يوجد فرقا" ذا دلالة إحصائية بين نسبة الديون الى حقوق الملكية باستخدام القيمة المحاسبية للديون او القيمة السوقية لها .

بينما دراسة (العامري، 1990) فقد أشارت الى انه يترتب على تفاوت الأداء التشغيلي والمخاطرة التشغيلية تفاوت في الهيكل المالي وينعكس اثر ذلك في المخاطرة النظامية ومعدل العائد المطلوب على حق الملكية ومعدل كلفة التحويل .

أما دراسة (جرس، 1991) بان غياب سوق المال المنظم في العراق يؤدي الى انخفاض فاعلية وكفاءة مجرى الأموال بين المدخرين والمستثمرين في حين يؤدي تأسيس السوق الى زيادة الفاعلية والكفاءة وتسريع انجاز التحولات الاقتصادية والمالية، وقد توصلت الدراسة الى أعداد تنظيم مقترح لتأسيس سوق المال في العراق وأفاق تكامل أسواق المال في الوطن العربي.

كما وتوصلت دراسة (العامري، 1995) وعلى الرغم من حداثة سوق العراق للأوراق المالية إلا إن هذه الدراسة هدفت لقياس العلاقة بين العائد والمخاطرة دون تقييم لكفاءة السوق إي أنها لم تختبر كفاءة السوق . ان النتيجة التي جاءت بها الدراسة تفيد بأنه هناك علاقة طردية ايجابية بين العائد والمخاطرة .

إما الدراسة (الفضل، 1996) إلى وجود علاقة ايجابية بين العائد والمخاطرة وعلاقة ايجابية بين المخاطرتين الكلية والنظامية من جهة وعوائد الأسهم من جهة ثانية من خلال تحليل اثر حجم العائد والمخاطرة في تقييم الأداء .

فيما تناولت دراسة (هاتف، 2000) والتي تناولت قياس كفاءة الاستثمارات باستخدام Treyno's Index والتي هدفت الى اختبار الفرضية التي مفادها تتميز الاستثمارات في أسهم الشركات المساهمة العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بالكفاءة . وتوصلت الى بعض الاستنتاجات ومنها عدم تخطي متوسط العوائد المتحققة لهذه الشركات متوسط عائد السوق خلال فترة الدراسة، بالإضافة الى توصل الدراسة الى ان هناك علاقة طردية بين العائد المتوقع للشركات ومخاطرتها النظامية فكلما ارتفع العائد ارتفعت درجة مخاطرتها النظامية، وذلك لان قيم بيتا هي أساس تغير معدلات العائد المتوقعة لهذه الشركات .

اما دراسة (Mamoun , 2000) حاولت تحديد العلاقة بين المخاطرة النظامية ونسبة الدين الى حقوق الملكية في سوق عمان المالية، وباستخدام البيانات المالية لعينة مكونة من 17 شركة صناعية وللفترة من 1992 . 1996 فقد توصلت الدراسة الى ان نسبة الدين الى حقوق الملكية ليست عاملا" مهما في تحديد قيم بيتا .

وأوضح دراسة (Cheung & Coutts 2001) بعنوان " النموذج الضعيف لكفاءة السوق لأسعار الأسهم " اختبرت هذه الدراسة إتباع مؤشر هونج كونج للمسار العشوائي في سلوكه من خلال تطبيق اختباري homoscedastic & heteroscedastic لنسبة الاختلاف، وقد خلصت هذه الدراسة الى ان مؤشر سوق هونج كونج يتبع مسار العشوائي في سلوكه .

ودراسة (الفيومي " اثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة " - 2003) هدفت إلى استقصاء كفاءة بورصة عمان من خلال دراسة مؤشر السوق للمدة من 1993 . 2000 وقد طبقت الدراسة منهجية تعمل على تصحيح اثر التداول غير المتكرر، وتأخذ بالحسبان السلوك غير الخطي في عوائد



الأسهم والتطورات التي شهدتها السوق، وقد نتجت الدراسة الى عدم كفاءة بورصة عمان حتى عام 1996 لكنه السوق شهد تغييرات مؤسسية وفنية أسهمت في رفع كفاءة السوق منذ عام 1997 . وتطُرقت دراسة (التوني وبكر "تطور أسواق رأس المال في الدول العربية " - 2005) وكان الغرض من الدراسة هو تقييم الكفاءة التشغيلية لأسواق المال العربية في إنشاء المدة 1990 . 2000 وتحليل جودة استخدام هذه الأسواق للمعلومات والموارد المتاحة كلها لتوليد الأرباح، وتوصلت الدراسة إلى أن ثلاث دول هي الأردن، المغرب، تونس تمتاز أسواقها بالكفاءة .

إما دراسة (Rawashdeh & Squalli , 2006) بعنوان " تحليل الكفاءة القطاعية في سوق عمان المالي " هدف الباحثان الى اختبار كفاءة السوق على المستوى الضعيف من خلال تطبيق اختباري نسبة التباين والاختبار المتكرر على المؤشر العام لسوق عمان للأوراق المالية والمؤشر القطاعي للقطاعات : البنوك، والتأمين، والخدمات، والصناعة، وذلك للمدة 1992 . 2004 وخلص الباحثان إلى أن سوق عمان للأوراق المالية لا يتمتع بالكفاءة على المؤشر العام وعلى مستوى مؤشرات القطاعات أنفة الذكر .

المطلب الثاني : الاطار النظري

تمثل الأسواق المالية (الإطار الذي تعمل فيه المنشآت المالية المختلفة، سواء كانت منها المالية ام غيرها والمصارف وقد تكون استثمارية تعمل في سوق الاصدار الاولي (السوق الأولية)، او ان تكون احدى الشركات التي تتداول اسهمها في السوق او هناك سماسرة والمتعاملون والوسطاء الماليين وتحمل الاسواق المالية مسميات عدة منها سوق الاوراق المالية (البورصة) او سوق الاسهم او السوق المالية كونها تضم السوق الأولية والثانوية معا" (الشماع : 1991، 96)

وتتكون الأسواق المالية من جزئيين رئيسيين هما: السوق الأولية، السوق الثانوية أما السوق الأولية أو سوق الإصدارات وهي (السوق الذي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها ومن مؤسسات هذه الورقة المهمة بنوك الاستثمار والشركات المالية وكلاهما يقوم بوظيفة تغطية الإصدار وتوزيعه إضافة الى البنك المركزي الذي يصدر أوراق الدين العام الداخلي مثل السندات نيابة عن الحكومة) .

الأسواق الثانوية أو سوق التداول وهي (السوق التي يتم فيها تداول الاصدارات (الأسهم والسندات) بعد الاكتتاب بها بين حاملها وبين مستثمر آخر).

ولهذا السوق أيضا اسم آخر وهو بورصة الاوراق المالية والذي يكون التعامل فيه عن طريق أشخاص متخصصين بهذا العمل في أوقات محدده او من خلال الاجتماع الذي يعقد لهذه لغاية فبمجرد ان يتم بيع الاوراق المالية في السوق الأولية تصبح قابلة للتداول في السوق الثانوية (البساط، 1975، 34) .

إن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية المتعلقة بالشركة التي أصدرت هذه الأوراق تكسب أهمية كبيرة لدى فئات عديدة منها إدارة الشركة التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية، والمراجعون المحاسبون الذين يقومون باعتماد هذه القوائم والمستثمرون الذين يشترون ويبيعون هذه الأوراق المالية وكذلك لدى الشركات المنافسة (حماد، 2000 : 79).

وقد بدا "الاهتمام بمفهوم كفاءة السوق وعلاقته بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمشروع كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي (تحليل القوائم المالية) الذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيرا" مغلوطا" فيه . لذلك توصل الباحثون في مجال الاستثمار إلى إن عدم الكفاءة معناه "انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية. (الحناوي، 2004 : 123).



ومن ثم فإن فرضية كفاءة الاسواق المالية تشير الى ان الاسواق المالية ولكي تتسم بالكفاءة يجب ان تعكس اسعار الالوراق المالية المتداولة فيها المعلومات جميعها، ومن ثم فان السعر الحالي للالوراق المالية يجب ان يعكس المعلومات المتوافرة كلها (Reilly et.al 2003 ; 67).

وعلى ان اسعار الالوراق المالية في السوق مقيمة بسعرها العادل مع مساواة عائدها المتوقع بعائدها المطلوب. (حداد، 2007 : 25).

وقد عرفت ايضا كفاءة السوق " بانها صفة السوق الذي تكون به اسعار الأدوات المالية المتداولة تعكس قيمتها الاقتصادية الحقيقية للمستثمرين. (Chace : 2003 , 410)

في حين عرف السوق الكفاء بأنه السوق الذي يكون في حالة توازن مستمرة بحيث تكون اسعار الالوراق المالية فيه مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون امكانية السيطرة عليها. (المزني، 2002: 31)

اما كفاءة التشغيل او الكفاءة الداخلية فتعرف بانها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون ان يتكبد المتعاملون فيه تكلفه عالية للسمسة ودون ان يتاح للتجار والمتخصصين (اي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى او هامش ربح فعال فيه وكما يبدو فان كفاءة التسعير تعتمد الى حد كبير على كفاءة التشغيل. (جودة، 2000 : 102)

ولسوق الالوراق المالية معيار يميز بعضها عن البعض الآخر، يعرف بفرض كفاءة السوق الذي يفيد بان (سعر الورقة المالية عند اي نقطة زمنية يجب ان يعكس وبشكل عام المعلومات المتاحة عن تلك الورقة، أي أنها ذات سعر عادل لانها تنتج عائداً يتلائم مع مخاطر اقتنائها، فسعرها يعتدل بما يتلائم وأية معلومات جديدة ذات علاقة بها للمحافظة على التوازن المرغوب فيه بين عوائدها ومخاطر اقتنائها وبحيث يستحيل على اي متعامل ان يحقق إرباح اقتصادية من معرفته بأية معلومات ذات علاقة إنشاء تعامله بتلك الورقة) (M.C.Jensen:1978:31- 37)

وقد ميز (FAMA, 1970 : 55) ثلاث مستويات لكفاءة السوق هي :

أ . المستوى الضعيف Weak form

ب . المستوى الشبه القوي Semi – Strong form

ج . المستوى القوي Strong form

فالمستوى الضعيف فهو ذلك المستوى الذي يتوفر فيه شروط كفاءة السوق بمستويات متدنية وبالتالي من الصعب تحسين قرار الاستثمار بالأسهم بمعرفة المعلومات التي كانت سابقا حول أسعار الاسهم او حتى تحسين قرارات استثماراتهم الجديدة، وبالتالي لا يستطيع المستثمر هنا ان يزيد من كفاءة اختيار الاسهم الأفضل .

اما المستوى الشبه قوي فهو ذلك المستوى الذي تتوافر فيه شروط كفاءة السوق بشكل أفضل من المستوى الضعيف. لذا فأسعار الاسهم بالسوق هي محصلة نهائية لجميع المعلومات التي توفرت للمستثمرين، حيث لن يكون هنالك اي جهود لتحليل المعلومات التي وردت للمستثمرين. حيث تتركز جميع الأعمال في المجال على التطورات على أسعار الاسهم ومدى استجابة أسعار الاسهم لهذه المتغيرات وتحقيق التوازن .

اما المستوى القوي فتتوفر فيه شروط كفاءة السوق بشكل مثالي وعندما تكون أسعار الاسهم في السوق محصلة لجميع أنواع المعلومات التي تعكسها أسعار الاسهم في السوق وعليه فان عملية النشر



سكنون على متغيرات ماضية وهي مسألة عديمة الجدوى، سواء منها المتاح للجمهور او غير المتاح والذي يقتصر على فئة معينة من المستثمرين وهم اللذين لهم علاقة بإدارة الشركة وعلى ذلك فان اسعار الاسهم تتأثر فوراً بالتغيرات حتى بالمعلومات الخاصة، فلا يستطيع هؤلاء تحقيق الإرباح على ما تسمح به الأوضاع السائدة في السوق وعلى الرغم من اطلاعهم على المعلومات الخاصة .

وقد أجريت العديد من الدراسات على سوق الأوراق المالية الأجنبية لتقييم كفاءتها وتحديد المستوى الذي تعمل به هذه الاسواق، وبحيث أن احد الباحثين قدر هذه البحوث بحوالي 50 % من إجمالي البحوث التي أجريت خلال خمسة عشر سنة في الفكر المحاسبي . (إبراهيم، 1981 : 217 . 243) .

الا انه يلاحظ على المهتمين بالفكر المحاسبي في العراق مدى التغافل عن الاهتمام بدراسة كفاءة سوق العراق للأوراق المالية وتقييمه، وربما يكون السبب الى حادثة السوق حيث أنه انشأ بموجب قرار 24 لسنة 1991، وأعيد افتتاحه بالشكل الجديد وفق القانون المرقم (74) في 18 . 4 . 2004 .

ان القرارات الاستثمارية خاصة في الاسهم ترتكز بشكل أساس على تقييم كفاءة هذه الاستثمارات وبما ان هذه الدراسة تهدف الى تقييم كفاءة الاستثمارات في اسهم الشركات، لذلك سيتم عرض مفهوم نظرية محفظة الأوراق المالية الحديثة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية .

1. نظرية محفظة الأوراق المالية Modern Portfolio Theory

تقييم نظرية محفظة الأوراق المالية الاستثمارات على عنصرين هما المخاطرة والعائد، ويقاس العائد المتوقع على الاستثمار عن طريق المكاسب او الخسائر الرأسمالية المتوقعة للسهم مضافاً إليها توزيعات الارباح المتوقعة له ومقسومة على السعر المتوقع له بداية الفترة، ونادراً ما تكون التوقعات للعائد دقيقة تماماً . (Alexander and Francis , 1986)

وتقوم نظرية محفظة الأوراق المالية على الفرضيات التالية : (Harrington , 1987)

— أن هدف المستثمر هو تعظيم المنفعة من الثروة التي يمتلكها .
— يختار المستثمر من بين محافظ الأوراق المالية على أساس المخاطرة المتعلقة بكل محفظة والعائد على الاستثمار فيها

— لدى المستثمرين توقعات متجانسة للمخاطرة والعائد .

— يستثمر المستثمرين أموالهم خلال فترات زمنية متطابقة .

2. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) Capital Assets Pricing Model

ان نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والذي يقيم الاستثمارات على أمرين هما المخاطرة والعائد وبذلك فهو يتفق مع نظرية محفظة الأوراق المالية في تقييمه للاستثمارات، ولكن هذا لا يمنع من وجود اختلافات بينها في طريقة قياس المخاطرة، فحسب نظرية محفظة الأوراق المالية تقاس مخاطرة المحفظة المكونة من أكثر من استثمار بالانحراف المعياري للعائد على هذه المحفظة، بينما تقاس مخاطرة هذه المحفظة بمعرفة ارتباط عائد كل استثمار بالمتوسط المرجح لعائد السوق ككل وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية . (Sharpe , 1964)

بعد ان طور مار كوتيز نموذجاً ذا المقاييس المخاطرة والعائد لتقييم محفظة الأوراق المالية، بدأت الدراسات على الاسواق المالية فطور شارب 1964 SHARPE نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والذي يقيم الاستثمارات على أمرين هما المخاطرة والعائد، وبذلك فهو يتفق مع نظرية محفظة الأوراق المالية في تقييمه للاستثمارات، ولكن هذا لا يمنع من وجود اختلافات بينها في طريقة قياس المخاطرة فحسب نظرية



محفظة الأوراق المالية تقاس مخاطرة المحفظة المكونة من أكثر من استثمار بالانحراف المعياري للعائد على هذه المحفظة، بينما تقاس مخاطرة هذه المحفظة بمعرفة ارتباط عائد كل استثمار بالمتوسط المرجح لعائد السوق ككل وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وذلك لا يعني اختلاف ترتيب الاستثمارات حسب مخاطرة كل منها وفق الأسلوبين وإنما يؤدي اختلاف القيم المطلقة لمخاطرة كل استثمار ويحتوي نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على علاقيتين، تمثل كل منها نموذجاً "يتخلف عن الآخر، فالعلاقة الأولى تمثل بنموذج سوق راس المال Capital Market Line والذي يستطيع المستثمر من خلاله تحديد العائد المتوقع على محفظة أوراقه المالية عن طريق استخدام معدل العائد على الاستثمار عديم المخاطرة والانحراف المعياري للعائد على المحفظة وللعائد على السوق، أما العلاقة الثانية فتتمثل بنموذج سوق الأسهم Security Market Line والذي يستطيع المستثمر من خلاله تحديد العائد المتوقع على السهم معين من خلال معدل العائد على الاستثمار عديم المخاطرة ومعامل ارتباط عائد السهم مع عائد السوق (معامل بيتا) ومعدل عائد السوق. (Radcliffe, 1987 ; 66)

المطلب الثالث: الجانب التطبيقي

1. نتائج الفرضية الأولى :
حيث تتركز نتائج الفرضية الأولى على تحديد حجم العائد الشهري وتحديد حجم المخاطرة الكلية ومن ثم تحديد الارتباط بين المتغيرين والوصول الى نتيجة يمكن الحكم عليها من خلال المعايير التالية الخاصة بتحديد الاستثمار الكفوء
1. أن الاستثمار يعطي عائد أكبر من أي استثمار آخر يحمل نفس درجة المخاطرة أو أكبر .
2. أن الاستثمار يحمل درجة مخاطرة أقل من أي استثمار آخر يعطي عائداً "مساوياً" أو أقل .
3. أن الاستثمار يحمل درجة مخاطرة أقل وعائداً "أكبر من أي استثمار آخر يحمل نفس درجة المخاطرة أو أقل وبعد احتساب معدل عائد السهم ودرجة المخاطرة الكلية تم تطبيق الشرط الأول على الشركات عينة البحث وكما يظهر في الجدول رقم (3) يتضح أن الشركة رقم (1) لا ينطبق عليها الشرط الأول حيث أن هذه الشركة تحمل درجة مخاطرة أكبر من درجة مخاطرة الشركة رقم (8) ومع ذلك قد حققت معدل عائد أقل من الشركة رقم (8) وبناءً على ذلك تم استبعادها .



جدول (3) العائد والمخاطرة لكل شركة من الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة	العائد	المخاطرة %
1	مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	1.215	0.069
2	مصرف الخليج التجاري	5.52	0.27
3	دار السلام للتأمين	12.02	0.63
4	الحمراء للتأمين	7.23	0.36
5	الأمين للاستثمار المالي	2.06	0.12
6	الوثام للاستثمار المالي	1.431	0.06
7	مدينة العباب الكرخ	0.25	0.0001
8	العراقية للنقل البري	1.434	0.068
9	الخيطة الحديثة	3.99	0.18
10	الهلال الصناعية	0.38	0.016
11	فندق فلسطين	1.822	0.103
12	فندق بغداد	2.146	0.09
13	الأهلية للإنتاج الزراعي	0.37	0.015
14	العراقية لإنتاج البذور	3.09	0.16

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لسنة 2011 لسوق العراق للأوراق المالية ويشير الجدول رقم (4) ترتيب الشركات حسب اكبر مخاطرة المنظمة وبعد الشركة رقم (1) لأنها لا تتفق مع الشرط الأول من شروط الاستثمار الكفوء . ثم جرى تطبيق الشرط الثاني، فوجد الباحث ان جميع الشركات الثلاث عشر ينطبق عليها الشرط الثاني، لذا استمر في البحث وفحص مدى إمكانية توفر الشرط الثالث، فوجد ان جميع الشركات أيضا ينطبق عليها شروط الاستثمار الكفوء لذلك لم يتم استبعاد اي شركة من الشركات الثلاثة عشر المتبقية .

جدول (4) ترتيب الشركات عينة البحث حسب علاقة العائد والمخاطرة

ت	رقم الشركة	العائد	المخاطرة	معامل الارتباط	قاعدة القرار
1	3	12,02	0,63	1	مقبول
2	4	7,23	0,36	1	مقبول
3	2	5,52	0,27	0,997	مقبول
4	9	3,99	0,18	0,999	مقبول
5	14	3,09	0,16	0,995	مقبول
6	12	2,146	0,09	1	مقبول
7	5	2,06	0,12	0,999	مقبول
8	11	1,822	0,103	0,997	مقبول
9	8	1,434	0,068	0,999	مقبول
10	6	1,431	0,06	1	مقبول
11	10	0,38	0,016	1	مقبول
12	13	0,37	0,015	0,997	مقبول
13	7	0,25	0,0001	0,719	مقبول

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لسنة 2011 لسوق العراق للأوراق المالية



وبناء على تلك النتائج يمكن الاستنتاج بان هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة المنظمة حيث يلاحظ قارئ الجدول رقم (3) ان الشركة ذات العائد الأكبر هي الشركة ذات المخاطرة الأكبر وان الشركة ذات العائد الأقل هي ذات المخاطرة الأقل، وبمقارنة النتائج التي توصل إليها الباحث مع نتائج الدراسات السابقة التي أجريت على سوق الأوراق المالية يمكن التوصل الى ان البحث جاء بنتائج متفقة مع نتائج الدراسات السابقة (دراسة العامري 1995 . دراسة الفضل 1996) حيث اشارة الدراستين السابقتين الى وجود علاقة ايجابية طردية بين العائد والمخاطرة، حيث اظهر البحث الى وجود علاقة بين العائد والمخاطرة واطهر معامل سبيرمان المحول الى رتب ويمثل 0,997 . ومن ذلك نتوصل الى عدم قبول الفرضية الأولى .

2 . نتائج الفرضية الثانية .:

يعتبر معدل العائد المطلوب اهم رقم يريد المستثمر معرفته سواء قبل او بعد اتخاذ قرار الاستثمار، فقبيل اتخاذ قرار الاستثمار فان معدل العائد المطلوب يساعد المستثمر على قبول او عدم قبول الاستثمار، بينما بعد اتخاذ القرار يرشده الى الاستمرار او عدم الاستمرار حيث يستطيع المستثمر ان يتخلص بسهولة من الاستثمار ببيعه في سوق الأوراق المالية .

أن عدم معرفة المستثمر بمعدل العائد الواجب الذي يتطلبه يؤثر على القرار حيث يتخذ القرار في هذه الحالة بشكل عشوائي .

ومعدل العائد المطلوب هو دالة لثلاث عناصر يجب ان تتوفر للمستثمر حتى يمكن التوصل الى هذه المعدل وهذه العناصر هي :

1 . معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، وهنا سيعتمد الباحث معدل الفائدة السائد في المصارف العراقية والبالغ 10% .

2 . معامل العائد السوقي ويشير اليه في الجدول (5) .

3 . معامل المخاطرة المنتظمة .

جدول (5) معاملات العائد السوقي للشركات عينة البحث

الشهر	معامل العائد السوقي	الشهر	معامل العائد السوقي %
1	0.424	13	0,1855
2	0.625	14	0,535
3	0.985	15	0,0223
4	0.715	16	0,2551
5	0.445	17	0,415
6	0.2075	18	0,0475
7	0.3551	19	0,0475
8	0.178	20	0,0985
9	0.3551	21	0,0625
10	0.0355	22	0,0715
11	0.0371	23	0,0423
12	0.0671	24	0625,0
	بدل المخاطرة السوقية :		0.2602

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لسنة 2011 لسوق العراق للأوراق المالية



ويمكننا احتساب بدل المخاطرة السوقية بالاعتماد على جدول (5) وكما هو مذكور في أدنى الجدول والتي تساوي (0,2602) .

ويوضح الجدول رقم (6) احتساب نتائج معامل المخاطرة المنتظمة وهو العنصر الثالث من معدل العائد المطلوب باستخدام المعادلة β المشار إليها في البحث وهي : العائد الشهري لسهم = أ + ب (معامل العائد السوقي)

جدول (6) معامل المخاطرة المنتظمة للشركات عينة البحث

الشركة	المخاطرة المنتظمة
1	0.0228
2	0.0659
3	0.00608
4	0.0440
5	0.0440
6	0.0440
7	0.0440
8	0.0287
9	0.0288
10	0.0440
11	0.0440
12	0.0288
13	0.0288
14	0.0659

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لسنة 2011 لسوق العراق للأوراق المالية وبعد توفر المعلومات عن العناصر الثلاثة السابقة فقد أمكن احتساب :

العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من الخطر + معامل المخاطرة المنتظمة × بدل المخاطرة السوقي
ويظهر جدول (7) العائد المطلوب على الأسهم للشركات المختارة عينة البحث وفقاً لدرجة المخاطرة المنتظمة لكل سهم الجدول (7)

الشركة	العائد المطلوب	العائد على الأسهم	الشركة	العائد المطلوب	العائد على الأسهم
1	0.106	1.215	8	0.107	1.434
2	0.102	5.52	9	0.107	3.99
3	0.102	12.02	10	0.101	0.38
4	0.101	7.23	11	0.101	1.822
5	0.101	2.06	12	0.101	2.146
6	0.101	1.431	13	0.107	0.37
7	0.101	0.25	14	0.107	3.09

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لسنة 2011 لسوق العراق للأوراق المالية



ويلاحظ من بيانات الجدول أن عائد السهم في جميع الشركات هو اكبر مما يطلبه وهذا يعني أن سعر السهم لهذا الشركات لا يعبر عن القيمة الحقيقية حيث ان القاعدة تنص انه اذا كان الاستثمار يحقق عائداً مساوياً لما يطلبه المستثمر فان هذا يعني ان السعر الذي دفعه المستثمر يمثل سعراً عادلاً، أما اذا كانت هناك فروق بين العائد المطلوب والعائد المتوقع فان السعر يكون اكبر او اقل مما يجب وهذا يعني ان السعر لا يعتبر سعر حقيقياً.

أن هذه النتيجة كانت متوقعة ذلك لان أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية مقيدة بقانون السوق وبالتالي فهي لا تعبر عن قيمتها، وهذا يشير الى قبول الفرضية الثانية التي افترضها الباحث في البحث .

وعلى ضوء ما سبق يمكن القول :

1. ان نتائج البحث أشارت الى عدم وجود علاقة بين العائد الشهري والعائد السوقي وأن أسعار الأسهم في السوق لا تعبر عن القيمة الحقيقية وبالتالي فالأسعار السائدة هي أسعار غير عادلة ولا تعكس أسعار التوازن في السوق .
2. أن هناك علاقة معنوية بين المتغيرين وهي علاقة ضعيفة وبالتالي فان قاعدة القرار تستطيع الحكم عليها بأنها غير مقبولة .
3. أن معامل الانحراف المعياري والذي يشكل الارتباط بين المتغيرين يشير الى وجود علاقة ضعيفة وتمثل 10,05 % بمعنى أن هناك متغيرات أخرى تدخل ضمن تحديد السعر الحقيقي للسهم في السوق .

الاستنتاجات والتوصيات

في ضوء النتائج التي تحققت من البحث يمكننا التوصل الى مجموعة من الاستنتاجات وهي :

1. وجود علاقة ايجابية طردية بين العائد والمخاطرة حيث أنه كلما يرتفع حجم العائد ترتفع درجة المخاطرة المصاحبة لها وهي بذلك تمثل استثمارات كفوة وهي بذلك تتعارض مع الفرضية الأولى التي افترضها الباحث .
2. أن معايير الاستثمارات الكفوة جاءت متفقة مع النتائج الخاصة بتحديد حجم العائد والمخاطرة المصاحبة لها باستثناء الشركة رقم (1) التي تم استبعادها لأنها لا تتفق مع شروط الاستثمار الكفوء، وبذلك فان الشركات الثلاثة عشرة الباقية تمثل شركات كفوة والتي تمثل 90% من حجم العينة وبالتالي يمكن الحكم على أنها استثمارات كفوة .
3. أن معامل الارتباط سبيرمان المحول الى رتب يشير الى وجود علاقة ويمثل 0,997 وهي تمثل علاقة قوية جداً بين العائد والمخاطرة .
4. أن التعارض والاتفاق فيما بين الدراسات السابقة والبحث الذي قام به الباحث جاءت نتيجة عدة أسباب ولذا فعلى اي باحث يريد البحث في هذا المجال أن يقوم بدراسة جميع الشركات بدون استثناء او كحد أدنى 70% من مجموع الشركات، حتى يستطيع الحكم على مدى وجود العلاقة بين العائد والمخاطرة سواء كانت ايجابية او سلبية .
5. أن هناك العديد من المتغيرات الأخرى تدخل ضمن تحديد سعر السهم السوقي وبالتالي فهي تكون مجهولة باستثناء معدل العائد على الاستثمار .



6. تحقيق معظم اسهم الشركات المدروسة شرط الكفاءة الاستثمارية الاول، وبذلك من خلال انخفاض قيم بيتا لها (مقياس المخاطرة المنتظمة) قياساً بمتوسط قيم بيتا للشركات التي حققت نفس العائد المتوقع . وفي ضوء هذه الاستنتاجات يمكننا تقديم مجموعة من التوصيات او المقترحات التي يمكن ان تساهم في تطوير عمل سوق الاوراق المالية العراقي وهي :

1. من المهم أن يقوم سوق العراق للأوراق المالية بأعداد دليل للمستثمر لا يتضمن فقط على المؤشرات المالية والمعلومات المحاسبية وإنما احتساب دورياً معدل العائد السوقي وبدل المخاطرة السوقية ليتمكن المستثمر من تحديد العائد الواجب أن يطلبه على استثماره .

2. بما ان العلاقة طردية بين العائد والمخاطرة فانه من الطبيعي ان تكون الأسعار تعكس الواقع ولكن يبدو ان السبب هو القانون الذي يحدد سعر قفل الاستثمارات في السوق على سعر الافتتاح جعل من أسعار الأسهم لا تتناسب مع حقيقتها لذا ينبغي تعديل الفقرة القانونية، والتي تجعل عملية المزايدة حتى نهاية الجلسة بحيث يزيد سعر القفل عن سعر الافتتاح حتى بالضعف.

3. عدم منح إجازات فتح مكاتب الوسطاء للمتقدمين الا بعد اجتيازهم دورة تدريبية ينظمها السوق دورياً في مجال الاستثمار وذلك لرفع من كفاءة أداء هذه المكاتب وزيادة وعيها الاستثماري .

4. إعداد نشرة في الجريدة الرسمية عن أسعار الافتتاح والقفل للأسهم بعد كل جلسة وذلك لاطلاع المستثمرين عن كافة التفاصيل .

5. تشجيع الشركات نحو اقتناء أسهم الخزانة وهي بذلك تمثل ركيزة نحو رفع مستوى العمل في سوق العراق للأوراق المالية وتسيير خطواتها نحو العمل على الاستثمار المتنوع بالأسهم والسندات وإصدار سندات القروض الطويلة والقصيرة الأجل وهي بذلك تسير نحو الارتقاء بمستوى الكفاءة والعمل نحو استثمار الأفضل .

6. العمل على كسب المزيد من ثقة المتعاملين ورفع مستوى كفاءة السوق وذلك عن طريق :
أ. زيادة عدد الموظفين الأكفاء العاملين في قاعدة التداول بحيث يستطيع مراقبة جميع العمليات التي تجري بدقه .

ب. إنشاء مراكز موحدة لنقل ملكية العقود المنفذة وتزويده بما يلزم من الوسائل الالكترونية الحديثة التي تستعمل في حفظ المعلومات واسترجاعها ونقلها (الاتصالات) بسرعة وسهولة .

ج. تسهيل إجراءات نقل الملكية وتخفيف تكاليف التعامل بالنسبة للمتعاملين وللوكلاء .

قائمة المصادر

1. البساط، احمد، (1975)، الأسواق المالية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية في المصارف، بيروت اتحاد المصارف العربية .
2. الحناوي: محمد، مصطفى، نهال، العبد، (2004)، أسواق المال والمؤسسات المالية الإسكندرية "، الدار الجامعية للطباعة والنشر .
3. العامري: محمد علي ابراهيم، (1990)، اثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة، أطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد .
4. العامري، محمد، (1995)، تحليل عائد ومخاطرة الاستثمار بالأوراق المالية . دراسة تطبيقية " مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، العدد الثاني



5. الفضل: مؤيد محمد وأديب قاسم، (1996)، العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق بغداد للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 2 العدد 3 .
6. المزيني: عماد الدين محمد، (2002)، سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها "، رسالة ماجستير جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية والاقتصادية .
7. الشماع: خليل حسن، (1991)، الإدارة المالية ، الطبعة الرابعة . جامعة بغداد .
8. حداد: فايز سليم، (2007)، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، المركز الأكاديمي للكتب الجامعية.
9. حماد: طارق، (2000)، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع
10. جركس: إبراهيم احمد إبراهيم، (1991)، اثر القرارات المالية في المخاطرة والعائد وتقويم الأداء في أطار نظريتي المحفظة وتسعير الموجودات الرأسمالية " أطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الإدارة والاقتصاد جامعة بغداد .
11. جودة : صلاح، (2000)، بورصات الأوراق المالية علميا وعمليا"، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع.
12. هاتف، مجيد عبد الحسين، (2000)، استخدام Treynors Index لقياس كفاءة الاستثمارات في اسهم الشركات المساهمة العراقية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية . المجلد 3 . العدد 4 .
13. Alexander , G. and Francis J, (1986) , Portfolio Analysis , 3rd . ed ., New Jersey .
14. Bowman , R . G ,(1980) , The Importance of Market – Value Measurement of Debt in Assessing Leverage "Journal of Accounting Research , Spring , pp.242 – 254 .
15. Chance , D., (1992) , An Introduction to Derivative and Risk Management , 5th ed. AR court college publishers.
16. Cheung , C . and Coutts , (2001) , A Note on weak form Market Efficiency in security prices : Evidence from the Hong Kong stock Exchange . Applied Economics letters vol.8.
17. Fama , A. (1970) , Efficient Capital Markets : A Review of Theory and imperial Works , Journal of finance .
18. Harrington , Diana , (1987) , Modern Portfolio Theory , The Capital Assets Pricing , Model and Arbitrage Pricing : A users Guide " 2nd ed , New Jersey .
19. Jensen M. and Meckling W. , (1978) , Can the Corporation Survive , Financial Analysis Journal, January – February , 1978 .
20. Mamoun AL – Debie , (2000), The Association between Systematic Risk and debt – to-Equity ratio in Amman Financial Market " Dirasat , university of Jordan , Vol . 27 , No . 2 , PP. 461 – 466 .
21. Rawashted , M . and Squalli , (2002) , Sectorial Efficiency Analysis of the Amman stock Exchange . Applied Financial conomic letter .
22. Reilly , F. . and Brown K .C ., (1995) , Investment Analysis and portfolio Management , 7th ed. Thomson .
23. Sharpe , W. , (1964) , Capital Assets Pricing : A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk " , Journal of Finance , pp. 425 – 442 .



دراسة وتحليل العلاقة بين الانفتاح والنمو الاقتصادي ومدى مساهمته

في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى العراق (1997-2012)

م.م. محمد حسن عودة

جامعة البصرة / كلية الإدارة والاقتصاد

المستخلص

بالرغم من الحروب والمغامرات وعدم الاستقرار الأمني والاقتصادي والسياسي، إلا أن الموارد الطبيعية وفيرة، وعوامل الموقع الجغرافي الاستراتيجي والتاريخي الثقافي والحضاري، تمنح العراق إمكانات هائلة للنمو والتنمية الاقتصادية.

لقد كان لحرب عام 2003 أثر سلبي كبير على ما تبقى من مقومات الاقتصاد العراقي في جوانبه الإنتاجية والخدمية، حيث دمرت الحروب الثلاث البنى التحتية المتمثلة بمصادر الطاقة والطرق والمواصلات وتدمير القطاعات الإنتاجية والخدمية، هذه الأسباب دفعت بالاقتصاد العراقي إلى إتباع سياسة الانفتاح الاقتصادي السريع، أي سياسة الباب المفتوح وصولاً إلى تحقيق مستويات مرتفعة من النمو الاقتصادي وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة لإصلاح ما دمرته الحروب الثلاث والنهج الاشتراكي المتبع من قبل النظام السابق للوصول إلى مستوى مقبول من الرفاهية الاقتصادية من خلال زيادة فرص العمل وتقليص حجم البطالة والفقر.

وأخيراً يمكن القول أن الانفتاح الاقتصادي يحظى بمزايا محفزة للنمو الاقتصادي وداعمة وجاذبة للاستثمارات الأجنبية. إلا أن تطبيق سياسة الانفتاح الاقتصادي في العراق أدى إلى عواقب وخيمة على القيم الاجتماعية وهذه العواقب كانت بمثابة قنبلة في وجه جهود التنمية الاقتصادية المنشودة، فأخذت مسألة التمايزات الاجتماعية في تزايد وإهدار لقيم العمل المنتج تتسع وتفشت ثقافة الاستهلاك والخمول والالتكأ على الغير. إلا أنه مع ذلك فإن سياسة الانفتاح شر لا بد منه في ظل ظروف العراق الاقتصادية والسياسية الراهنة.

Abstract :

In spite of the long decades of wars , adventures and security , economic and political instability , the natural resources are luxurious in Iraq .Also , the strategic geographical position and the cultural ,historical and civilized state give Iraq massive abilities to economic growth and development . The war of 2003 has had a passive effect on what have remained of Iraqi economic elements in its productive and service sides where the three wars have destroyed the infrastructures represented by energy sources, channels of communication and productive and service sectors . These reasons make the Iraqi economics following the economic openness policy (i.e. the open door) to achieve high level of economic growth and contract direct foreign investment to repair what have been destroyed by wars and socialist path of previous system to reach an accepted level of economic prosperity through increasing work chances and contracting the size of unemployment and poverty . Finally , it is possible to say that economic openness have a motivated characteristic for economic growth and supported attracting characteristics for foreign investment . But the application of this policy in Iraq have led to adverse consequences on social values where these consequences are as a bomb in the face of economic development efforts , so the problem of social differentiation has increased and the produced work has wasted in addition to the prevalence of consumption sluggishness and reliance culture . Although this policy is considered as a necessary evil in these political and economic conditions in Iraq .