

أثر بعض متغيرات البيئة المالية الدولية في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية The Impact of Some International Financial Environment on the Iraq Stock Exchange Index

م. م. سعد الله محمد عبيد
كلية العلوم – جامعة كركوك

م. د. عبدالرزاق خضر حسن
المعهد التقني – الحويجة/الجامعة التقنية الشمالية

المستخلص

يهدف البحث الى اختبار تأثير التغيرات التي تحدث في بعض متغيرات البيئة المالية الدولية (الاسعار العالمية للنفط الخام والذهب ومعدلات التضخم للدولار الامريكى) في مؤشر السوق المالية (المؤشر العام للاسهم)، وقد تم اختيار سوق العراق للأوراق المالية ميدانا لتطبيق البحث. وتم اختيار ستين (60) مشاهدة شهرية لكل من مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (كمتغير معتمد) واسعار النفط الخام والذهب ومعدلات التضخم العالمية (كمتغيرات مستقلة) للمدة من كانون الثاني 2010 لغاية كانون الاول 2014. وتم استخدام مجموعة من الادوات الاحصائية لاختبار هذه العلاقة، كان نموذج الانحدار الخطي المتعدد من اهمها. وتوصل البحث الى ان اسعار النفط والذهب يرتبطان طرديا مع قيمة مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، إذ ان التغير بمقدار وحدة واحدة (1 دولار) في اسعار النفط يؤدي الى تغير مقداره (0.371) نقطة في مؤشر السوق، وان تغيرا بمقدار وحدة واحدة (1 دولار) في اسعار الذهب يؤدي الى التغير في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية بمقدار (0.053) نقطة، وتوصل البحث الى ان علاقة التأثير كانت عكسية بين معدلات التضخم ومؤشر سوق الاسهم، إذ كانت علامة متغير التضخم سالبة (-4.9)، ما يعني ان تغيرا بمقدار وحدة واحدة في معدلات تضخم الدولار يؤدي الى تغير عكسي بمقدار (4.9) نقطة في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية. وكانت قيمة معامل التحديد (R^2) المعدلة قد بلغت 70% تقريبا، مما يعني ان المتغيرات المستقلة تفسر 70% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع.

الكلمات المفتاحية: متغيرات البيئة المالية الدولية، الاسعار العالمية للذهب والنفط ومعدلات التضخم، مؤشر السوق .

Abstract

The research aims to test the impact of changes in some economic variables in the international financial environment (the global prices of crude oil, gold prices and the inflation rates of the US dollar) in the stock market index (the general index of shares). Sixty (60) monthly observations are selected for each of the index of Iraqi Stock Exchange ISE (as a dependent variable) and the prices of crude oil and gold, and the global inflation rates (as independent variables) for the period from January 2010 to December 2014. A set of statistical tools are used to test this relationship, The multi-linear regression model is the most important. The study has concluded that the prices of oil and gold are linked to a direct relationship with the value of the index of ISE as the change by one unit (1\$) in oil prices leads to a change of (0.371) points in the market index. The change by one unit (1\$) In the price of gold leads to a change in the index of ISE by (0.053) points. The research finds that the relationship of the effect is inverse between inflation rates and the index of the stock market, where the variable inflation (-4.9), meaning that the change by A single unit in the dollar inflation rate leads to a reversal of (4.9) points in the index of the Iraq market Securities. The modified R^2 value is approximately 70%, which means that independent variables account for 70% of changes in the dependent variable.

key words: International Financial Environment Variable, Global prices for gold, oil and inflation, Market Index.

المقدمة

يكتسب مؤشر سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة بوصفه يمثل حركة السوق، ويعكس مجمل التغيرات التي تطرأ عليها، ويوصف السوق من خلال حركة مؤشره صعوداً ونزولاً واستقراراً، وغالباً ما تعبر حركة مؤشر السوق في الدول المتقدمة ذات الأسواق المالية المتطورة عن حركة الاقتصاد لتلك الدولة، وتفسير ذلك يعود الى ان احتساب مؤشر السوق يعتمد على أسعار أسهم الشركات المسجلة والعاملة في تلك السوق، ومن هنا فإن تغيرات مؤشر أسواق الأوراق المالية تتم من خلال حركة التداول للأسهم في السوق وهذا أمر مرتبط بأداء الشركة ونشاطها من جهة، ومن جهة أخرى يحكم بقوى العرض والطلب على الأسهم لشركة معينة أو مجموعة شركات، فسواء كان نشاط أو أداء للشركات أم كان ممارسة المستثمرين وأدائهم فإن لعوامل البيئة المالية الدولية والتغيرات التي تطرأ عليها دور في حركة مؤشر سوق الأوراق المالية وهذا ما سنتناوله في هذا البحث.

المبحث الاول: منهجية البحث

1. مشكلة البحث: يرتبط أداء الاسواق المالية ومؤشراتها بشكل عام بمجموعة من المتغيرات العالمية وكذلك المحلية، إذ ان لهذه المتغيرات تأثيراتها على دفع المستثمرين او احجامهم نحو شراء او بيع الاوراق المالية للشركات المدرجة في الاسواق المالية، ومن هذه المؤشرات التي تحكم البيئة المالية الدولية أسعار النفط الخام العالمية وأسعار الذهب ومعدلات التضخم، ولكل متغير من هذه المتغيرات الثلاث تأثيره في هذا الجانب سواء أكان تأثيراً مباشراً أو ربما غير مباشر، وان هذه التأثيرات سيكون لها أثراً على توقعات المستثمرين ومن ثم قراراتهم، أو ربما بشكل غير مباشر من خلال تأثيرها على الموازنة العامة للدولة او على قيمة العملة على سبيل المثال لا الحصر او على نشاطات وفعاليات الاقتصاد الكلي، ومن هنا تتبع مشكلة الدراسة الحالية ومن خلال اثاره التساؤلات التالية:

أ- ما هي طبيعة العلاقة بين أداء الاسواق المالية وكل من سعر النفط وسعر الذهب ومعدل التضخم بوصفها متغيرات تحكم البيئة المالية الدولية؟.

ب- هل يتأثر أداء الاسواق المالية بالتغيرات التي تحصل في كل من اسعار النفط الخام والذهب ومعدلات التضخم؟.

2. اهمية البحث: تتمثل اهمية البحث في العلاقة بين أداء سوق الأوراق المالية وعدداً من متغيرات البيئة المالية الدولية من خلال طبيعة واهمية تلك المتغيرات التي بحجمها واهميتها تُحكم البيئة المالية الدولية، وقرارات المستثمرين وتوقعاتهم، وكذلك فان الوقوف على طبيعة العلاقة وتأثيراتها من خلال تطبيق عدد من الاختبارات وتحليلها لتؤشر حجم وطبيعة العلاقة بين السوق المالية في العراق والبيئة المالية الدولية ممثلة بمتغيرات سعر النفط الخام والذهب ومعدل التضخم، إذ تعد هذه العلاقة الاساس في بناء الثقة لجهات استثمارية محلية وخارجية، وكذلك تُظهر الموثوقية بمؤشرات هذه الأسواق، وكل هذا من شأنه ان يساعد على التعرف على طبيعة هذه العلاقة مما يوفر ارضية صالحة تمكن المتعاملين في السوق المالية من اتخاذ القرارات التي تتماشى وفقاً للمتغيرات المبحوثة.

3. **هدف البحث:** يسعى البحث الى اختبار تأثير التغيرات التي تحصل في بعض متغيرات البيئة المالية الدولية (سعر النفط الخام وسعر الذهب العالمي ومعدل التضخم) في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، ومن ثم معرفة اتجاه هذا التأثير بحيث يمكن للمستثمرين توظيفه بما يمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية سليمة.

4. **فرضيات البحث:** لغرض تحقيق هدف البحث فقد تم الاعتماد على فرضية رئيسية مفادها: "هنالك تأثير معنوي لمتغيرات البيئة المالية الدولية المتمثلة بـ (اسعار النفط الخام، اسعار الذهب ومعدلات التضخم) في مؤشر سوق العراق الاوراق المالية"، ويتفرع عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:
أ- تؤثر تغيرات أسعار النفط الخام العالمية معنويا في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية.
ب- هنالك اثر ذا دلالة احصائية لأسعار الذهب العالمية في مؤشر السوق المالية.

ج- هنالك اثر ذا دلالة احصائية لمعدلات التضخم في مؤشر السوق المالية.

5. **عينة البحث ومدته:** تتمثل عينة البحث بـ 60 مشاهدة شهرية لكل من مؤشر سوق العراق للأوراق المالية واسعار النفط الخام والذهب ومعدلات التضخم العالمية للفترة من كانون الثاني 2010 لغاية كانون الاول 2014، والسبب في اختيار هذه الفترة هو لتوفر بياناتها من جهة، فضلا على ان الفترة التي سبقت مدة البحث وتلتها اتصفتا بعدم الاستقرار.

6. **نموذج البحث:** لغرض اختبار الفرضيات وتحليل البيانات تم اعتماد نموذج الانحدار الخطي المتعدد، اذ حاول الباحثان توظيف هذا النموذج بحيث يتمكنان من الايفاء بمتطلبات استخدامه بما يمكنهم من الحصول على نتائج أكثر واقعية بعيداً عن الانحدارات الزائفة، اذ تم صياغة معادلته كما يلي:

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3$$

إذ ان:

a = قيمة الثابت

y = مؤشر سوق العراق للأوراق المالية

b₁, b₂, b₃ = معاملات بيتا للمتغيرات المستقلة

x₁ = اسعار النفط

x₂ = اسعار الذهب

x₃ = معدلات التضخم

7. **منهج البحث:** لغرض تحقيق التكامل بين اهمية البحث ومشكلته وأهدافه تم الاعتماد على المنهج التحليلي لأختبار فرضيات البحث.

المبحث الثاني: الجانب النظري

تعد سوق الاوراق المالية احدى المؤشرات الاساسية للتطور في اي دولة من الدول، كما وتمارس الاسواق المالية دورا محوريا في ايجاد الاستقرار للنظام المالي وتحقيق كفاءة السوق المالية، وهنالك مجموعة من العوامل المحلية والدولية التي تؤثر بشكل مباشر او غير مباشر في اداء هذه السوق وتعد العلاقة بين متغيرات البيئة المالية واداء الاسواق المالية من الموضوعات التي اتضح بأنها قد اخذت اهتماما كبيرا لدى الدارسين في هذا الجانب، ولكن تبين (وبحسب اطلاع الباحثين) ان هناك قلة في الدراسات التي تناولت مدى تأثير مؤشرات اداء الاسواق المالية العربية بمثل هذه المتغيرات، وبالأخص سوق العراق للأوراق المالية، ولقد اعتمدت البحوث التي تم الاطلاع عليها على عدد من

المتغيرات التي تاطر العلاقة بين البيئة المالية الدولية ومنها المتغيرات التي تم بحثها التي يمكن ان يكون لها تأثيرا في اداء اسواق الاوراق المالية ومنها أسعار النفط الخام وأسعار الذهب ومعدلات التضخم.

اولا: مؤشر السوق المالية

هو مقياس لقيمة سوق الاسهم او لقطاع مختار من السوق، ويحسب من خلال اسعار اسهم مختارة من السوق (كمعدل موزون في الغالب). وهو الاداة المستخدمة من قبل المستثمرين والمدراء الماليين لوصف السوق ولمقارنة العوائد المتأتية من استثمارات معينة. ويشير كل من الشرجي وتاج الدين الى ان المؤشر قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق الاسهم. وان من اهم مزايا هذا المؤشر انه يلخص اداء السوق المالية الاجمالي اذا كان معبرا تعبيراً صادقا عن جميع المفردات في بنائه (الشرجي وتاج الدين، 2008: 71).

ثانيا: العلاقة النظرية بين مؤشر السوق المالية ومتغيرات البيئة المالية الدولية

1. العلاقة النظرية بين التغير في سعر النفط الخام ومؤشر سوق الاوراق المالية

لقد عُرف النفط بأنه السلعة الاستراتيجية التي يتم الاتجار بها على نحو واسع جدا في الاقتصاد العالمي. ولقد ازداد كم البحث العلمي الذي تناول هذه السلعة الاستراتيجية وتأثيراتها المختلفة على جوانب شتى في الاقتصاد العالمي.

لقد لوحظ بأن تقلب الاسعار العالمية للنفط الخام يؤثر بأن مجمل القطاعات والانشطة الاقتصادية سوف تتأثر بذلك. تاريخيا، لقد اشار مجموعة من الباحثين الى ان التقلبات الحادة لأسعار النفط الخام لها تأثير انعكاسي على نمو الاسواق المالية، ومن هؤلاء على وجه الخصوص (Fahmi et al., 2014:216 , He et al., 2010:870 and Masih, etal, 2011:980).

ان دراسة العلاقة بين التغير في سعر النفط وأسواق الأسهم تُعد مثيرة للاهتمام لعدة أسباب، منها ان الدول النامية والنفطية على وجه الخصوص بوصفها موردة للنفط تتعرض اسواقها لتغيرات مفاجئة بسبب التغيرات في اسعار النفط مما يستدعي دراستها والتنبؤ بها، وكذلك الاستخدامات الجيوسياسية والجيواقتصادية تستدعي التركيز على هذه العلاقة، كذلك فان دراسة تأثير صدمات أسعار النفط على عائدات سوق الأسهم تعد مهمة للمستثمرين للمساعدة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وتؤثر في قرارات صانعي السياسات لتنظيم سوق الأوراق المالية وكذلك تنشيط الأسواق بشكل أكبر، لكل هذه الأسباب تبرز الفائدة من دراسة هذه العلاقة.

يتأثر النظام المالي بالصدمات النفطية، وان التغيرات في اسعار النفط الخام قد تؤثر في أسعار الأسهم. وقد حققت معظم الدراسات السابقة في هذه العلاقة ضمن إطار النماذج القياسية باستخدام بيانات البلدان المستوردة، وباستخدام اختبارات التكامل المشترك غير المتماثل لتبحث في العلاقة طويلة الأمد بين صدمات أسعار النفط وأسواق الأسهم.

لقد قام (Filis & Others, 2011:152) باختبار التباين الزمني في علاقة الارتباط بين أسعار سوق الأسهم وأسعار النفط في البلدان المستوردة للنفط الخام (الولايات المتحدة، ألمانيا وهولندا) والمصدرة له (البرازيل، المكسيك وكندا). وعند اختبار الفرضية اعلاه أظهرت نتائج الارتباط عدم اختلاف في علاقة الارتباط لأسواق المال في البلدان المصدرة عنه في البلدان المستوردة للنفط، الا ان الارتباط يزداد إيجابيا (سلبا) لصدمات الأسعار في الاستجابة في جانب

الطلب الكلي (الطلب الوقائي) التي هي سبب للتقلبات في الدورة الاقتصادية العالمية أو الاضطرابات العالمية (الحروب). اما في جانب صدمات أسعار النفط المتعلقة بجانب العرض (ارتفاع الاسعار)، فلم تجد الدراسة اثرا على العلاقة لأسعار الاسهم في كل من الدول المصدرة او المستوردة. وأظهرت نتائج الارتباط كذلك أن أسعار النفط تمارس تأثيرا سلبيا في أسواق الأسهم المبحوثة جميعها فيما يتعلق بأصل صدمة (ازمة) اسعار النفط. والاستثناء الوحيد هو الأزمة المالية العالمية عام 2008 حيث اظهر التراجع في أسعار النفط وجود علاقة إيجابية مع أسواق الأسهم. وأخيرا، استنتجت هذه الدراسة أن في فترات الاضطراب الاقتصادي الملحوظ فإن سوق النفط لا تعد ملاذا آمنا للحماية ضد الخسائر التي يمكن ان تظهر في سوق الأسهم.

وعرض الكاتبان Charles M. Jones and Gautam Kaul تحليلا واختبارا لردة فعل أسواق الأسهم الدولية للصدمة النفطية وقد برر الكاتبان ذلك بالتغيرات الحقيقية الحالية والمتوقعة للتدفقات النقدية والعوائد المتوقعة، وقد تبين ان الأسواق المالية في كل من الولايات المتحدة وكندا كانتا منحسبتين لكل التغيرات التي طرأت خلال فترة الدراسة بينما شهدت اسواق المملكة المتحدة واليابان تغيرات كبيرة من اثر صدمات اسعار النفط على سوق الاسهم وقد بُرر ذلك من خلال التغيرات الحقيقية في التدفقات النقدية وكذلك العوائد المتوقعة. لقد بينت دراسة الباحثين أعلاه أن التغيرات في اسعار النفط لها تأثيرات على الانتاج والمخزون وان اسبقية اسعار النفط في علاقتها اظهرت طبيعة التغيرات في اسعار الاسهم كاستجابة للصدمة النفطية وهل هي عقلانية ام انها مفرطة ومبالغ فيها وهل انها تعتمد على بيانات ومعلومات جديدة، وقد اشرت الدراسة ايضا عقلانية تغيرات اسواق الولايات المتحدة وكندا والمبالغة في استخدامها للمعلومات، وكان التأثير في المملكة المتحدة واليابان محيرا وغير مبرر (Jones & Kaul,1996:463).

وناقش Robert C. Ready دراسة التغيرات في اسعار النفط ومن ثم تصنيف تلك التغيرات بهدف الوقوف على طبيعة التأثيرات والعلاقات بين التغيرات في اسعار النفط والتغيرات في اسعار الأسهم ومن ثم العوائد المتوقعة، وقد صنّف هذه التغيرات الى صدمات وتأثيرات ايجابية على عوائد الاسهم والى تأثيرات سلبية من خلال ارتباطات سلبية بين تلك الاسعار وتغيراتها وتأثيراتها على اسواق الاوراق المالية ومن ثم الاسعار والعوائد.

ولقد اشار الباحث بانه على المدى الزمني لثلاثة عقود فقد نالت اسعار النفط وتغيراتها اهتماما كبيرا باعتبارها مؤشرات اقتصادية ذات اهمية كبيرة من قبل الأكاديميين والمهنيين على مستوى المالية الدولية وقد اثبتت الدراسات والتجارب وجود صلة قوية بين أسعار النفط والناتج الاقتصادي وان هناك علاقة سلبية قوية بين الزيادة في أسعار النفط ونمو الناتج المحلي الإجمالي في المستقبل والسبب كان في معظمه اسعار النفط ولاسيما للفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية ونظرا لأهمية أسعار النفط، فمن الطبيعي أن دراسة العلاقات بين أسعار النفط وغيرها من الأصول المتداولة، مثل الأسهم، للمساعدة على فهم أفضل للعلاقة بين أسعار النفط والاسواق المالية. ويشير الباحث الى عدم وجود علاقة بينهما مباشرة الا من خلال النشاط الاقتصادي (Ready,2013:1).

لقد اختبر كل من Mohamed El Hedi Arouri و Julien Fouquau العلاقات قصيرة الامد بين اسعار النفط واسواق المال لدول مجلس التعاون الخليجي، فافتترضت الدراسة ان البلدان الخليجية هي اللاعب الرئيس في سوق الطاقة العالمي وهذا ما يجعل اسواق الاسهم فيها عرضة للتأثر بالصدمة السعريّة للنفط الخام، ولغرض التحقق من ان الاسواق المالية في هذه البلدان تستجيب بشكل لا خطي nonlinearly لصدمة اسعار النفط، فقد قام الباحثان باختبار العلاقة الخطية واللاخطية بين التحركات في اسعار النفط والتحركات في اسعار الاسهم، وتوصلا الى وجود ارتباط

معنوي بين متغيري الدراسة في كل من قطر وعمان والامارات، إذ ان اسواق الاسهم في هذه البلدان تستجيب بشكل معنوي للزيادة في اسعار النفط. اما في البحرين والكويت والسعودية، فلم تتوصل الدراسة الى وجود تأثيرات للتغيرات في اسعار النفط على عوائد اسواق الاسهم (Arouri and Fouquau, 2009:795).

وفيما يتعلق بالأسواق الناشئة فقد كانت الدراسات اقل بكثير، وتركزت على العلاقة قصيرة الامد بين الصدمات التي تحدثها أسعار الطاقة وأسواق الأسهم، علما انه كان هناك استخداما منطقيا ومنهجيا لتقلبات أسعار النفط كعامل مؤثر على أسعار الأسهم، وقد تمثل في توقعات منخفضة للعوائد والتدفقات النقدية.

2. العلاقة النظرية بين سعر الذهب ومؤشر سوق الاوراق المالية

يعد الذهب احد اهم المعادن التي استخرجها الانسان، فهو السلعة المستخدمة في العديد من الصناعات وفي الوقت ذاته فقد حافظت هذه السلعة طوال تاريخها على وظيفة فريدة بوصفها وسيلة للتبادل و(مستودعا للقيمة)، وهذا ما يجعل من الذهب ماثلا لوظيفة النقود. وبعد الحرب العالمية الثانية فقد دعم نظام بريتون وودز الدولار الامريكي بالذهب بسعر 35 دولارا للأوقية، وقد بقي الدولار الامريكي مرتبطا بالذهب على هذه الحال حتى سنة 1971 عندما منعت الولايات المتحدة من تحويل الدولار الى الذهب بشكل مباشر والانتقال الى نظام التداول Fiat (Sujit and Kumar, 2011:145). ومن بين جميع المعادن الثمينة الاخرى، يعد الذهب اكثرها شيوعا بوصفه استثمارا. فالمستثمرون بشكل عام يشتركون الذهب كوقاء او ملاذ تجاه الازمات السياسية والاقتصادية او التقلبات في قيمة العملة بما في ذلك التدهورات في اسواق الاستثمار، زيادة الدين القومي، التضخم وعدم الاستقرار الاجتماعي (Luthra and Mahajan, 2014:181).

واعتبر الذهب احد اهم المعادن التي تعتمد كبديل للعملة ولكنها اليوم تعتمد كأداة استثمارية ولاسيما عندما دخل الذهب ضمن تركيبة المحفظة الاستثمارية وكعنصر للتنويع اضافة للأدوات الاستثمارية الاخرى وضد مخاطر التضخم وتقلبات اسواق العملات، ولهذا دأبت المؤسسات المالية تعول على الذهب كعنصر ضامن، وتعد نصف كميات الذهب اليوم ذات استخدام استثماري وان النصف الاخر يستخدم لأغراض الزينة والاكتناز (Luthra and Mahajan, 2014:183).

لقد قام Bilal و زملائه بدراسة اختبار العلاقة على المدى الطويل بين أسعار الذهب وسوق كراجي للأوراق المالية وسوق اسهم بومباي(BSE)، واعتمدت مجموعة من الأساليب الإحصائية كان من اهمها سببية كرانجر¹ لقياس العلاقة على المدى الطويل بين أسعار الذهب واسعار اسهم السوق المالية باستخدام البيانات الشهرية من 1 تموز 2005 إلى شباط 2011، وأشرت نتائج اختبارات التكامل المشترك انه لا توجد علاقة على المدى الطويل موجودة بين المتوسط الشهري لأسعار الذهب ومؤشر الاسهم. في حين اشرت الدراسة وجود علاقة قوية في المدى الطويل عند استخدام سببية كرانجر، وأثبتت ان هناك علاقة بين مؤشر الأسهم ومتوسط أسعار الذهب، وأنه لا توجد علاقة سببية بين متوسط أسعار الذهب وبورصة كراتشي ومؤشرات الأسهم (Bilal et al., 2014:485).

¹ للمزيد حول سببية كرانجر Granger Causality انظر : 1. محمد عالي راهي،،2013(التوسع المالي واتجاهات السياسة المالية في العراق للمدة 1951-2010)، أطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد-جامعة الكوفة. وانظر كذلك، 2. : د. شفيق عريش وآخرون، 2011، (اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (33) العدد (5) 2011.

وعرض Gencer و Musoglu في دراستهما للتقلبات التي تحصل بين اسعار الذهب وبين اسعار الاسهم والسندات الحكومية في السوق المالية التركية وقد استخدمت الدراسة نموذج Bekkgarch لتقييم التقلبات التي تحصل والعلاقة بين تلك التغيرات للمدة من 2006 ولغاية 2013 وقد اتسمت مدة الدراسة بكونها شديدة التقلب ضمن البيئة المالية وتزامنت مع وقوع الازمة المالية عام 2008، وكانت نتائجها تمثل صدمة وصفت بانها ثنائية الاتجاه وخاصة في حال التقلب لأسعار الذهب واوراق المال في السوق المالية التركية، ولقد اشترت نتائج هذه الدراسة ايضا وجود علاقة احادية الاتجاه، فتم نقل جزء من الموجودات من الذهب وتحويلها لسندات حكومية واعتمدت صيغة المحافظ التي تحوي الذهب والسندات الحكومية بوصفها صيغة من صيغ التحوط وفق قياسات واوزان للتحوط ولهذا استطاعت تركيا ادارة ماليتها في خضم تلك التقلبات على اساس ادارة المحافظ وتوزيعها بين الذهب والاسهم والسندات وهكذا (Gencer and Musoglu, 2014:705-709).

وتناول Jimmi Sinton الموضوع بالبحث والدراسة وكان هدف دراسته يتمثل في تحديد علاقة التكامل المشترك والعلاقة السببية بين المتغيرات المستقلة وهي (أسعار الذهب و سعر الصرف) في المتغير المعتمد وهو مؤشر بورصة جاكرتا (إندونيسيا للأوراق المالية) للفترة من 2 كانون الثاني 2004 ولغاية 30 كانون الاول 2013. والمهم في الامر أن يكون هناك استخدام لمحفظة الاستثمار ولتوزيع الاستثمار ولأنواع مختلفة من الاوراق المالية، وقد اعتمد البحث على توصيات بحوث سابقة باستخدام الذهب بوصفه الاداة الاكثر استقرارا واعتمادها في التنويع لمحفظة جيدة، والتحوط ضد الأسهم واعتمادها كمالا آمن سيما في حالة سوق الأسهم التي تكون تغيراتها عنيفة، واعتمد الذهب كأداة للدخار والاستثمار الهم في إندونيسيا، ومن المتوقع أن يكون الذهب كموجود بديل حتى لأغراض المضاربة وان التغيرات في اسعار الذهب رغم ذلك عرضة للتغير، واعتمدت ادوات بحثية هي التكامل المشترك و سببية جرانجر والتي أجريت على تواتر البيانات اليومية (Sinton, 2014: 4).

يشير كل من Mukhuti و Bhunia الى انه من غير المعقول اعتبار ان قيمة الذهب تتغير كنتيجة للتغيرات في سوق الاسهم، ومن غير المعقول ايضا اعتبار ان شدة التغيرات في سوق الاسهم تعتمد على التغيرات في اسعار الذهب (Bhunia and Mukhuti, 2013:35). وكان ذلك احد الاسباب التي مثلت منطلقا لإجراء البحث الحالي.

3. العلاقة النظرية بين معدل التضخم ومؤشر سوق الاوراق المالية

لقد دفعت اسعار النفط المرتفعة الى ارتفاع معدلات التضخم عالميا والذي قاد بالمقابل الى ارتفاع اسعار الذهب، ففي عام 1983 وصلت اسعار الذهب الى اكثر من 800 دولار للأوقية (الاونسة)، ما يعادل 30 برميلا من النفط الخام (Sujit and Kumar, 2011:146).

تتأثر أسعار الاسهم بعامل التضخم في البيئة المالية التي توجد فيها، والعلاقة بين الاثنين تعد مثار جدل ونقاش. وقد أطلق على تأثير التضخم في أدبيات المالية الدولية بـ (اثر فيشر)، ومضمونه مناقشة العلاقة بين ما يحققه التضخم من منافع ومكاسب ورؤوس أموال على اعتبار أن معدل التضخم = معدل العائد الاسمي - المعدل الفعلي للعائد، وعلى هذا الاساس بنيت المؤشرات لاسواق الاوراق المالية واعتمد مؤشر التضخم لأسعار المستهلكين من أجل الكشف الدقيق عن تأثير التضخم على أسعار الأسهم، وقد استخدمت النماذج الرياضية والاحصائية في التحليل واستخدمت

أساليب الاقتصاد القياسي في التحليل والدراسات المعمقة لتحقيق نتائج أكثر مصادقية للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية وصياغة السياسات بما يتماشى مع التيار التضخمي والاتجاهات المستقبلية.

وتناول **Owolabi A. Usman** و **Adegbite Tajudeen Adejare** موضوع التضخم وعلاقته بأداء السوق المالية، فمن خلال ما يوفره سوق رأس المال للصناعات والحكومات من الأموال ذات الاجل الطويل لغرض تمويل الاستثمارات الثابتة مثل المباني والمصانع والآلات والجسور،.. الخ، لذا، وعلى الرغم من كل هذا الأداء الهائل، فإن سوق رأس المال لا تزال تواجه موقفا صعبا في، فسوق رأس المال وعلى الرغم من دورها المهم فأنها تأثر دائما بمستوى التضخم. وقد تناول الباحثان أعلاه نيجيريا كميدان للبحث، لدراسة العلاقة بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية وقاما باختبار العلاقة لمعرفة تأثير التضخم على أداء سوق رأس المال في نيجيريا، وتم الحصول على البيانات الثانوية من البنك المركزي في نيجيريا- النشرة الإحصائية التي تغطي الفترة من 1970 إلى 2010، وتم تحليل البيانات وفق متغيرات مثل معدل التضخم، والقيمة السوقية، ومؤشر جميع الأسهم، وحجم السوق وقيمة التداول في السوق، والنتائج المحلي الإجمالي (Usman and Adejare, 2013:93-99). وقد تبين ان أثر التضخم على أداء سوق العاصمة النيجيرية ضعيف. وقد أظهرت العلاقة انحرافاً وعن توقع مسبق وعلاقة إيجابية بين التضخم وحجم السوق، وأن هناك سلبية في العلاقة بين التضخم وأداء سوق رأس المال. والنتيجة تشير إلى أن البنك المركزي النيجيري (CBN) عليه القيام بتصميم وتنفيذ أدوات السياسة العامة التي من شأنها الحفاظ على التضخم عند مستوى منخفض بشكل معقول ومستوى لا يجلب معه تأثيرا على القيمة الحقيقية لعوائد الأسهم.

المبحث الثالث: الجانب العملي

اولا: نبذة عن سوق العراق للأوراق المالية وتطوره

أسس سوق العراق للأوراق المالية في عام (1992) وعرف بسوق بغداد للأوراق المالية بموجب القانون (24) لسنة (1991)، على انه مؤسسة ذات نفع عام لا تستهدف الربح وتعد الأعمال التي تقوم بها هادفة الى تنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية، والتعامل بها بما يكفل سلامة وصحة هذا التعامل وسهولته وسرعته ودقته لحماية الاقتصاد الوطني ومصصلحة المتعاملين ، واستطاع السوق في حينها إدراج (113) شركة عراقية مساهمة خاصة واستطاع ان يحقق معدلات تداول سنوية تجاوزت (17) مليون دولار ونصف بقليل. أغلق هذا السوق بقرار من مجلس أدارته بتاريخ 19 / 3 / 2003. (سوق العراق للأوراق المالية، 2004).

وفي نيسان (2004) صدر القانون رقم (74) لتأسيس مؤسستين مهمتين في قطاع رأس المال وهما :

- سوق العراق للأوراق المالية .
- هيئة الأوراق المالية العراقية .

وسوق العراق ذا استقلال مالي وإداري غير مرتبط بجهة يدار من قبل مجلس مكون من تسعة أعضاء يمثلون مختلف الشرائح الاقتصادية للقطاع الاستثماري يسمى مجلس المحافظين وفي هذا السوق يلتقي (المستثمرون ، الوسطاء ، المضاربون) إذ يجري التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء ، وهو يشكل احد القنوات التي يستثمر فيها الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية المختلفة .

ثانيا: أهداف سوق العراق للأوراق المالية

يسعى سوق العراق للأوراق المالية إلى تحقيق الأهداف التي حددها القانون (74) لسنة (

2004) وهي بحسب الفقرات الآتية :

1. تنظيم أعضائه والشركات المدرجة في قائمة السوق بطريقة تتناسب مع هدف حماية المستثمرين والحفاظ على ثقتهم بالسوق .
2. تعزيز مصالح المستثمرين بسوق فعال ومضمون وتنافسي ويتسم بالشفافية والصدق .
3. التنظيم والتبسيط الحقيقي والفعال للتعاملات المنظمة في الأوراق المالية بضمنها عمليات المقاصة والتسوية لهذه التعاملات .
4. تنظيم تعاملات أعضائه بكل ما له صلة بشراء وبيع الأوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الأطراف ووسائل حماية مصالحهم المشروعة .
5. المساعدة في زيادة رؤوس أموال الشركات المدرجة أو التي تنوي إن تدرج نفسها في قائمة السوق .
6. إعداد برامج لتوعية المستثمرين بشأن فرض الاستثمار في السوق .
7. جمع وتحليل ونشر الإحصائيات والمعلومات الضرورية لتحقيق الأهداف المنصوص عليها في القانون .
8. التواصل مع أسواق الأوراق المالية العربية والدولية التي قد تساعد في تطوير السوق
9. القيام بخدمات ونشاطات أخرى ضرورية لدعم أهدافه .

ثالثاً: تحليل ومناقشة النتائج

لغرض تحديد وتفسير وتحليل طبيعة العلاقة التي تربط المتغير المعتمد (مؤشر سوق العراق للأوراق المالية) والمتغيرات المستقلة التفسيرية (اسعار النفط والذهب ومعدلات التضخم العالمية) لابد من استخدام النظريات المتعلقة بتلك العلاقة المبنية على المعرفة المستتدة على افتراضات معينة غير معروف مسبقاً مدى انطباقها على الواقع الذي تسعى النظرية المالية الدولية تفسيره، لذا برزت الحاجة الى هيكلة تلك الصياغات بالشكل الذي يجعلها قابله للتفسير والتقدير من خلال الاستعانة بالأساليب والنماذج الاحصائية، ونظراً لتأثر مؤشرات الاسواق المالية بعدد من المتغيرات المالية الدولية (المبحوثة)، ويهدف تقريب النموذج من الواقع العملي بشكل افضل فقد تم ادخالها ضمن نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمعرفة مدى تأثيرها في المؤشر الرئيس للسوق، لذا فقد تم تقسيم الجانب التطبيقي وفق الآتي:

1. شروط استخدام نموذج انحدار خطي متعدد

لتجنب النتائج المضللة والوصول الى نتائج اكثر دقة وواقعية وللحصول على تحليل سليم ومنطقي للعلاقات التي تربط بين تلك المتغيرات ومن ثم اتخاذ قرارات سليمة للمهتمين بمؤشرات الاسواق المالية، لابد من اخضاع تلك المتغيرات لعدة اختبارات والتي تعد من ضمن الشروط الاساسية لاستخدام نموذج انحدار خطي متعدد سليم وكما يلي:

أ- اختبار مدى وجود علاقة ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة

تم العمل على اختبار مدى وجود علاقة ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج باستخدام الحزمة البرمجية MINTAB والجدول (1) يبين نتائج الاختبار.

الجدول (1) علاقة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة

المتغير	اسعار النفط	اسعار الذهب
اسعار الذهب	*0.595 **0.000	
معدلات التضخم	*0.411 **0.001	*0.499 **0.000

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي MINTAB.

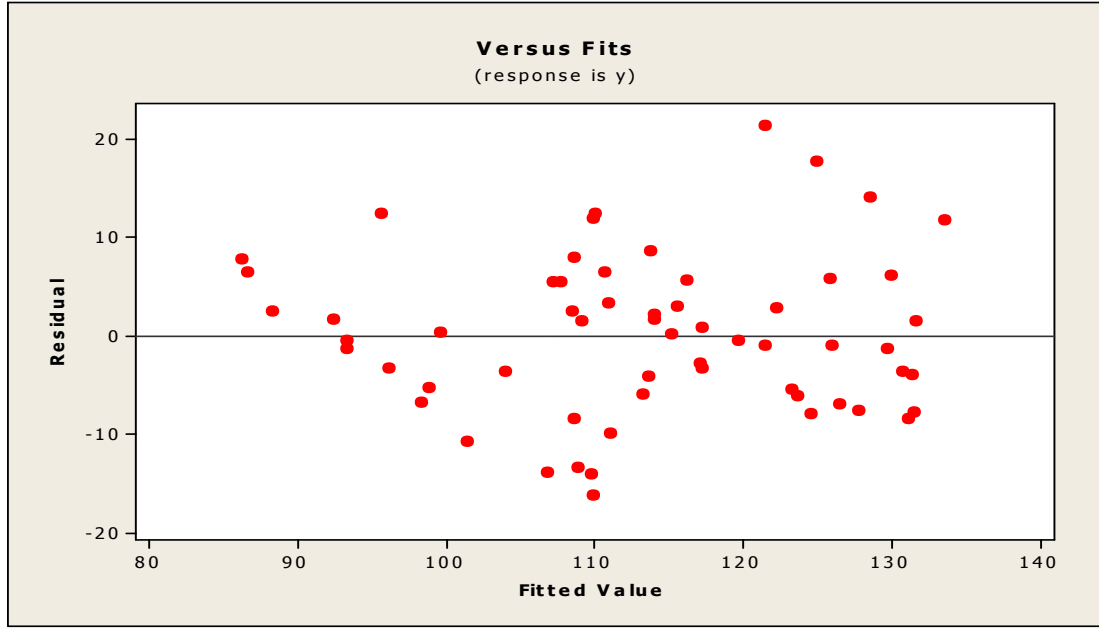
* للدلالة على معامل الارتباط

** للدلالة على مستوى المعنوية

يتضح من الجدول (1) وجود علاقة ارتباط خطي ضعيفة لكون ان معاملات الارتباط بين تلك المتغيرات تقل عن (0.7) على الرغم من معنوية تلك العلاقات، اذ يرى (سليمان) ان معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة الذي تقل قيمته عن (0.7) لا تؤدي الى تضليل نتائج نموذج الانحدار (سليمان، 2007، 365) اذ بلغ معامل الارتباط بين المتغير المستقل الاول (اسعار النفط) والمتغير المستقل الثاني (اسعار الذهب) ما قيمته (0.595) وبمستوى معنوية (0.000) اما معامل الارتباط بين المتغير المستقل الاول (اسعار النفط) والمتغير المستقل الثالث (معدلات التضخم) فقد بلغ (0.411) وبمستوى معنوية (0.001) اما معامل الارتباط بين المتغير المستقل الثاني (اسعار الذهب) والمتغير المستقل الثالث (معدلات التضخم) فقد بلغ (0.499) وبمستوى معنوية (0.000) لذا يمكن ان نرى تحقق شرط عدم وجود ارتباط خطي قوي بين المتغيرات المستقلة الداخلة في نموذج الانحدار.

ب- اختبار ثبات التباين

لغرض التأكد من مدى ثبات التباين تم اجراء هذا الاختبار والذي تظهر نتائجه وفقا للشكل (1) ادناه. نلاحظ من خلال الشكل (1) ان شكل انتشار البواقي مع القيم الاتجاهية تأخذ الشكل العشوائي على جانبي الخط الذي يمثل الصفر (الخط الذي يفصل بين البواقي الموجبة والسالبة) فضلا عن عدم امكانية رصد نمط او شكل محدد لهذه البواقي، اي انها ليست متزايدة او متناقصة او تقع في جانب واحد لذا يمكن القول بعدم ثبات التباين وهو احد الشروط الاساسية لاستخدام (الانحدار الخطي المتعدد).



الشكل (1) اختبار ثبات التباين

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي MINTAB.

ج- اختبار إحصائية Durbin- Watson

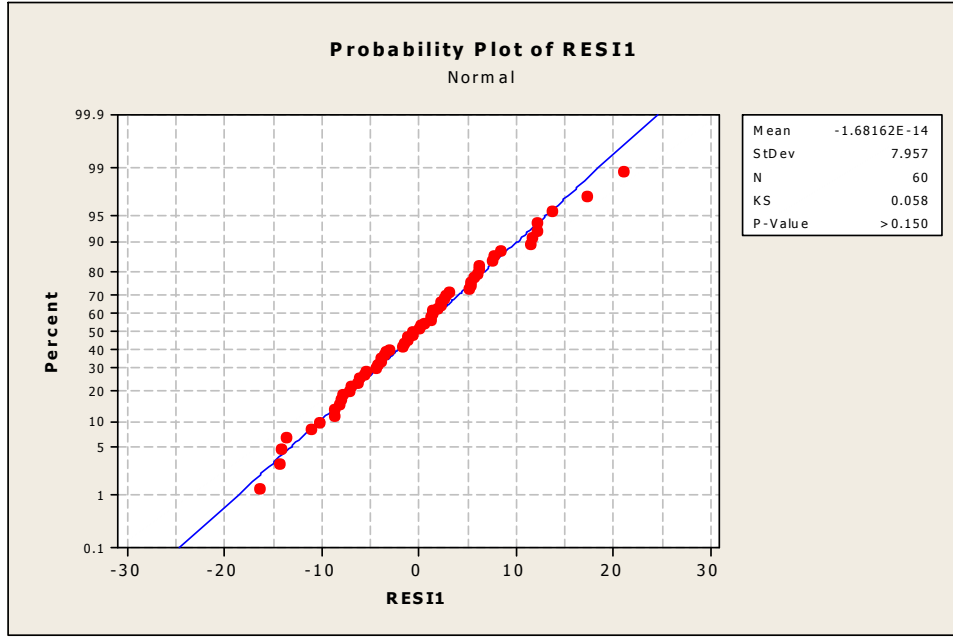
تم اجراء اختبار DW وظهرت قيمته (1.71181) وعند مقارنة قيمة DW من جدول القيم الحرجة عند K يساوي 3، اي عدد المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج والتي تساوي (1.520) du نراها اقل منها، لذا يمكن القول بعدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي وبالتالي تحقيق الشرط الاخر وهو الاستقلال الذاتي للبواقي، اي ان عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي يتحقق في احدى الحالتين التاليتين (سليمان، 2007: 351).

$$1. (2 < DW < 4-du)$$

$$2. (Du < DW < 2)$$

د- اختبار Kolmogorov Smirnov

تم اجراء اختبار K-S والتي تظهر نتائجه وفق الشكل (2) اذ يتضح من خلاله ان قيمة P.Value اكبر من (0.15) وهي اكبر من مستوى المعنوية (0.05) لذا يمكن القول ان البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، اي تحقق شرط اعتدال التوزيع الاحتمالي للبواقي، والشكل (2) يوضح نتائج الاختبار



الشكل (2) نتائج اختبار Kolmogorov Smirnov

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي MINTAB.

2. أيجاد نموذج الانحدار الخطي المتعدد

بعد اخضاع متغيرات الانموذج لعدة اختبارات اساسية وواجبة لتوفيق نموذج انحدار خطي متعدد سليم، بعيدا عن الانحدرات الزائفة الناتجة عن استخدام سلاسل زمنية تحتوي اخطاء عشوائية غير ساكنة والتي يؤدي استخدامها الحصول على نتائج مظلمة، تأتي الخطوة الثانية والمتمثلة بإيجاد نموذج الانحدار الخطي المتعدد والذي تم ايجاده وفق المعادلة التالية:

$$Y = 10.6 + 0.371X_1 + 0.053X_2 - 4.90X_3 \dots\dots\dots (1)$$

تبين المعادلة (1) أعلاه ان المتغيرات المستقلة X_1 و X_2 المتمثلة بالأسعار العالمية للنفط والذهب على التوالي ترتبط بعلاقة طردية مع المتغير المعتمد Y والمتمثل بمؤشر سوق العراق للأوراق المالية، اما المتغير المستقل X_3 والمتمثل بمعدلات التضخم، وبما ان اشارته ضمن المعادلة جاءت سالبة فيرتبط بعلاقة عكسية مع المتغير المعتمد Y والمتمثل بالمؤشر الرئيس لسوق العراق للأوراق المالية، مما يستدعي تفسير تلك العلاقات وفق منطق النظرية المالية الدولية، لذا سيتم تناولها وفق الاتي:

أ- علاقة اسعار النفط بمؤشر سوق الاوراق المالية

يتضح من خلال المعادلة (1) والجدول (2) ان قيمة معامل الانحدار للمتغير المستقل الاول X_1 والمتمثل بأسعار النفط قد بلغ (0.371) مما يعني ان اسعار النفط ترتبط بعلاقة طردية مع قيمة مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، فعند تغير سعر النفط بمقدار دولار واحد فان ذلك يؤدي الى تغير مؤشر السوق المذكور بمقدار (0.371) نقطة، وذلك لان النفط من السلع الاستراتيجية وان التغير في اسعاره له تأثيرات كبيرة على عدد من المؤشرات المالية، ومن ابرز تأثيراته هو انخفاض الإيرادات النفطية مما ينعكس على الموازنة العامة للدولة وبالتالي على حجم الانفاق العام، مما يؤثر على حجم الاستثمار في السوق

المالية. تاريخيا فان اسواق المال الدولية قد خسرت ملايين الدولارات نتيجة انخفاض اسعار النفط، وقد وصل البعض منها الى حالة الذعر المالي، وان السبب الاساسي الذي يربط اسعار النفط بمؤشر سوق الاوراق المالية هو ارتباط القطاع الخاص الذي تنتمي اليه اغلب الشركات المدرجة في السوق بالإنتفاق العام والذي يرتبط بدوره بالإيرادات النفطية.

ب- علاقة اسعار الذهب بمؤشر سوق الاوراق المالية

يتضح من خلال المعادلة (1) والجدول (2) ان قيمة معامل الانحدار للمتغير المستقل الثاني والمتمثل بأسعار الذهب هي (0.053)، مما يعني ان اسعار الذهب ترتبط بعلاقة طردية مع مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، فعندما تتغير اسعار الذهب بمقدار دولار واحد فان ذلك سيؤدي الى تغير مؤشر السوق بمقدار (0.053) نقطة، وذلك لان الاتجاه العام لدى الناس هو تحويل اموالهم الى الذهب ليتم خزنه في ظل الظروف غير الطبيعية كالحروب والظروف الاقتصادية الصعبة، مما يعني ارتفاع اسعاره فضلا عن ضعف ثقة الناس في الحكومة وما يرافقها من اثار اقتصادية وخيمة، منها زيادة عرض النقد وانخفاض قيمة العملة وقلة الاقبال على الاستثمار بالسندات مقارنة بالأسهم وبالأخص الحكومية منها، فضلا عن قيام المستثمرين بالتخلص من موجوداتهم النقدية والاتجاه نحو اقتناء الموجودات الاخرى ومنها الاسهم مما ينعكس ايجابا في مؤشر السوق.

ج- علاقة معدلات التضخم بمؤشر سوق الاوراق المالية

يتضح من خلال المعادلة (1) والجدول (2) ان قيمة معامل الانحدار للمتغير المستقل الثالث والمتمثل بمعدلات التضخم بلغ (- 4.9) مما يعني ان معدلات التضخم ترتبط بعلاقة عكسية مع قيمة مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، فعند ارتفاع معدلات التضخم بمقدار وحدة واحدة، فإن مؤشر سوق العراق للأوراق المالية سينخفض بمقدار (4.9) وحدة (نقطة)، والعكس صحيح، وذلك لان ارتفاع معدلات التضخم يؤدي الى ارتفاع معدلات الفائدة مما يؤدي الى انخفاض اسعار السندات وبالتالي ارتفاع عوائدها ، مما يجعلها اكثر جاذبية للمستثمرين مقارنة بالأسهم، مما يدفع بالمستثمرين إلى بيع ما يملكون من اسهم مما يزيد من كمياتها المعروضة وبالتالي انخفاض اسعارها مما ينعكس سلبا على مؤشر السوق، كذلك فان ارتفاع معدلات التضخم المؤدي الى ارتفاع اسعار الفائدة، يؤدي الى انخفاض الطلب على النقود نتيجة النمو المنخفض في النشاط الاقتصادي الحقيقي والذي يؤدي في الوقت ذاته الى انخفاض الارباح المستقبلية المتوقعة، مما يؤدي الى انخفاض اسعار الاسهم ، وبالتالي انعكاس ذلك على مؤشر السوق. كما ان زيادة معدل التضخم يؤدي الى انخفاض القيمة الحقيقية للنقود، وبالتالي انخفاض القوة الشرائية الحقيقية لدى الافراد (المستثمرون)، ومن ثم انخفاض ما يوجه من الاموال الى الاستثمار بالأسهم.

رابعا: اختبار الفرضيات

لغرض اختبار فرضية البحث فقد تم تطبيق انموذج الانحدار الخطي المتعدد والذي تظهر نتائجه من خلال الجدول (2) والذي يبين ان قيمة P. Value لمعاملات الانحدار (x_1, x_2, x_3) اقل من مستوى المعنوية، فضلا على ان قيمة المعنوية الكلية لنموذج الانحدار P. Value كانت (0.000) وهي اقل من مستوى المعنوية البالغة قيمته (0.05) مما يعني ان هنالك تأثير ذي دلالة احصائية. للمتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد وما يؤكد ذلك هو قيمة F المحسوبة وبالبالغة (46.64) وهي اكبر من قيمة F الجدولية عند درجات حرية 3 للبسط و56 للمقام، كما ويتضح ان قيمة (R^2) المعدلة قد بلغت 70% تقريبا، مما يعني ان المتغيرات المستقلة تفسر 70% من التغيرات التي تحدث في

المتغير التابع، اما النسبة المتممة فتعود الى عوامل اخرى لم تدخل في النموذج، كما ويمكن ان نلاحظ ان معامل تصحيح التباين (VIF) ولكافة المتغيرات المستقلة اقل من 5 مما يدل على عدم وجود ازدواج خطي بين المتغيرات المستقلة. وخالصة القول يمكن اثبات صحة فرضية البحث القائلة بوجود اثر ذي دلالة معنوية للمتغيرات المستقلة (اسعار النفط والذهب ومعدلات التضخم) على المؤشر الرئيس لسوق العراق للأوراق المالية، فضلا عن امكانية الاعتماد على المتغيرات المستقلة في تفسير 70% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع .

الجدول (2) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد

Regression Analysis: y versus x1; x2; x3						
The regression equation is						
$y = 10.6 + 0.371 x1 + 0.0535 x2 - 4.90 x3$						
Predictor	Coef	SE Coef	T	P	VIF	
Constant	10.566	9.092	1.16	0.005		
x1	0.3708	0.1053	3.52	0.001	1.590	
x2	0.053536	0.006973	7.68	0.000	1.760	
x3	-4.899	1.550	-3.16	0.003	1.367	
S = 8.16747 R-Sq = 71.4% R-Sq(adj) = 69.9%						
Analysis of Variance						
Source	DF	SS	MS	F	P	
Regression	3	9334.5	3111.5	46.64	0.000	
Residual Error	56	3735.6	66.7			
Total	59	13070.1				
Source	DF	Seq SS				
x1	1	5383.9				
x2	1	3284.6				
x3	1	666.1				
Unusual Observations						
Obs	x1	y	Fit	SE Fit	Residual	St Resid
30	91	142.76	121.47	2.10	21.29	2.70R
31	97	142.45	124.93	2.04	17.52	2.21R
55	105	93.66	109.95	1.75	-16.29	-2.04R
R denotes an observation with a large standardized residual.						

المصدر :. من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي MINTAB.

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات:

1. من الجانب النظري للبحث يمكن ان نستنتج بان المتغيرات المبحوثة التي تم تناولها تتباين في مدى تأثيرها على مؤشرات اسواق الاسهم، إذ ليس هناك اتفاق عام على طبيعة التأثير وأيا منهما يؤثر في الآخر.
2. شهدت متغيرات البحث تذبذباً كبيراً خلال مدة البحث سواء أكان هذا التذبذب ارتفاعاً او انخفاضاً بحيث يصعب رصد اتجاه معين لتلك المؤشرات.
3. يعد موضوع البحث جزءاً رئيسياً من التحليل الاساسي لاتجاه اسعار الاسهم كونه يهتم بدراسة تأثير بعض متغيرات البيئة المالية الدولية على مؤشر سوق الاوراق المالية، إذ تبين بان هنالك تأثير واضح لتلك المتغيرات، مما يتوجب على المستثمرين والمحليلين الماليين والمهتمين بهذا المجال والذين يسعون الى تحقيق عوائد غير طبيعية ايلاءها اهتمام كبيراً من خلال ربط تأثير تلك المتغيرات بأسعار الاسهم.
4. يتضح ان معدلات التضخم اكثر تأثيرا في المتغير المعتمد (مؤشر سوق الاوراق المالية) مقارنةً بأسعار النفط والذهب، فضلاً عن ان هذا التأثير كان سلبياً، مما يعني ان الاسهم لا تعد من ضمن الموجودات التي توفر الحماية ضد مخاطر التضخم في السوق المالية العراقية.
5. توصل البحث الى وجود علاقة طردية بين اسعار النفط الخام والمؤشرات الشهرية لسوق العراق للأوراق المالية، فالتغير بمقدار دولار واحد في اسعار النفط يؤدي الى تغير مقداره (0.371) نقطة في مؤشر السوق المالية، مما يعني ان ارتفاع اسعار النفط يؤدي الى تدعيم مؤشر السوق من خلال تأثيره على الانفاق العام والذي يؤثر بدوره على حجم السلع والخدمات المباعة من قبل الشركات المساهمة المدرجة في السوق وبالتالي على ربحيتها والتي تنعكس في اسعار اسهم تلك الشركات.
6. ان اسعار الذهب ترتبط بعلاقة طردية مع مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، فعندما تتغير اسعار الذهب بمقدار دولار واحد فان ذلك سيؤدي الى تغير مؤشر السوق بمقدار (0.053) نقطة.
7. وتوصل البحث الى ان علاقة التأثير كانت عكسية بين معدلات التضخم ومؤشر سوق الاسهم، إذ كانت علامة متغير التضخم سالبة (-4.9)، ما يعني ان تغيراً بمقدار وحدة واحدة في معدلات تضخم الدولار يؤدي الى تغير عكسي بمقدار (4.9) نقطة في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية.

ثانياً: التوصيات:

1. التوجه نحو دراسة العلاقة بين المتغيرات المبحوثة في البحث الحالي من خلال تناول متغيرات متعددة اخرى للتوصل الى المؤثرات الحقيقية لإحاطة أكثر شمولاً بطبيعة التأثيرات في أداء اسواق الاسهم.
2. نظراً للتباين الحاصل في نتائج الدراسات التي تم الاطلاع عليها للحكم على تأثير متغيرات الدراسة الحالية وغيرها من المتغيرات في مؤشر السوق ام العكس (وبالأخص اسعار النفط الخام العالمية لمساهمتها المهمة في الاقتصاد العراقي)، ينبغي التوجه لدراسة ذلك. ولمحدودية استخدام سببية جرانجر Granger Causality

في الدراسات المحلية فيرى الباحثان ضرورة استخدامها كأسلوب احصائي لتحليل السلاسل الزمنية للمتغيرات المبحوثة كونها الاسلوب الاحصائي الذي يحدد اي المتغيرات يؤثر في الآخر، لكي تكون نتائج هذه الدراسات قاعدة يمكن الاعتماد عليها في قرارات المستثمرين ولتجنب التأثير السلبي لصددمات اسعار النفط على سوق الاسهم العراقية.

3. يتوجب ايلاء سوق العراق للأوراق المالية اهمية خاصة من خلال محاولة دعم الاتجاه التصاعدي لمؤشره الرئيس، لكونه من المؤشرات التي تدل على مدى التطور الاقتصادي في البلد عن طريق سن القوانين المنظمة والمشجعة للاستثمار به، ومحاولة الانفتاح على الاسواق المالية الدولية.

4. ينبغي على المستثمرين والمحليلين الماليين ايلاء متغيرات الدراسة اهمية خاصة عند التنبؤ بأسعار الاسهم وبالأخص معدلات التضخم، فعندما تكون الاتجاهات المستقبلية المتوقعة هي ارتفاع تلك المعدلات يتوجب على المستثمرين تحويل مسارات استثماراتهم من الاسهم الى السندات وبالعكس، اما أذ كانت الاتجاهات المستقبلية المتوقعة لأسعار النفط والذهب تشير الى احتمال ارتفاع اسعارها فان من مصلحة المستثمرين توسيع محافظتهم الاستثمارية من خلال اضافة المزيد من الاسهم الى تلك المحفظة وبالعكس.

5. ينبغي على صانعي السياسات الاقتصادية دعم الموازنة العامة للدولة من خلال تنويع مصادر الإيرادات، كالاتماد على الزراعة (على سبيل المثال لا الحصر) لاسيما مع وجود كافة مقومات نجاحها، من اجل تجنب صدمات انخفاض اسعار النفط وتأثيرها على مجمل النشاط الاقتصادي في البلد.

المصادر

اولا: المصادر العربية:

1. راهي، محمد غالي (2013)، التوسع المالي واتجاهات السياسة المالية في العراق للمدة 1951-2010، أطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد-جامعة الكوفة، العراق.
2. سوق العراق للأوراق المالية، 2004، النشرات السنوية.
3. الشكرجي، بشار ذنون محمد و تاج الدين، ميادة صلاح الدين (2008)، علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مجلة تنمية الرافدين، 89(30)، ص 71-90.
4. عريش، شفيق و نقار، عثمان و اسماعيل، رولي شفيق (2011)، اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (33) العدد(5)، ص ص 75-97.
5. سوق العراق للأوراق المالية، 2010-2014، النشرات السنوية.
6. سليمان، اسامة ربيع، 2007، التحليل الاحصائي للبيانات باستخدام برنامج Minitab ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية.

ثانيا: المصادر الاجنبية:

1. Filis, George, Floros, Christos and Degiannakis, Stavros A., 2011, Dynamic correlation between stock market and oil prices: The case of oil-importing and oil-exporting countries, International Review of Financial Analysis 20 (2011) 152-164.
2. Index Mundi, Crude Oil (Petroleum) Monthly Price – US Dollars Per Barrel, www.IndexMundi.com .
3. Index Mundi, Gold Monthly Prices, - US Per Troy Ounce, www.IndexMundi.com.
4. US Inflation Calculator , Historical Inflation Rate: 1914-2017, www.usinflationcalculator.com.
5. JONES, CHARLES M. and KAUL, GAUTAM, 1996, Oil and the Stock Markets, THE JOURNAL OF FINANCE, VOL, LI. NO. 2, JUNE.
6. Ready, Robert C., 2013, Oil Prices and the Stock Market,.
7. Luthra, Manisha and Mahajan, Shikha, 2014, Impact of Macro factors on BSE Bankex, International Journal of Current research Academic Review Vol. 2, No. 2, Feb. 2014, PP. 179-186.
8. Mukhuti, Somnath and Bhunia, Amalendu, 2013, Is it true that Indian gold price influenced by Indian stock market reaction, Journal of Business Management and Economics Vol. 4(8). pp. 181-186, August.

9. Sinton, Jimmi,2014, An Empirical Investigation of the Causal Relationship between Gold Price, Exchange Rate Changes and Jakarta Composite Index, Proceedings of World Business and Social Science Research Conference, Hotel Crowne Plaza Republique, Paris, France, ISBN: 978-1-922069-4-47.
10. Sujit, K. S. and Kumar, B. Rajesh,2011, STUDY ON DYNAMIC RELATIONSHIP AMONG GOLD PRICE, OIL PRICE, EXCHANGE RATE AND STOCK MARKET RETURNS, International Journal of Applied Business and Economic Research, Vol. 9, No. 2 (2011): 145-165.
11. Bilal, Ahmad Raza, Abu Talib Noraini Bt., Ul Haq, Inam, Khan, Mohd Noor Azli Ali and Naveed, Muhammad,2013, How Gold Prices Correspond to Stock Index: A Comparative Analysis of Karachi Stock Exchange and Bombay Stock Exchange, World Applied Sciences Journal 21 (4): 485-491.
12. Gencer, Hatice Gaye and Musoglu, Zafer,2014, Volatility Transmission and Spillovers among Gold, Bonds and Stocks: An Empirical Evidence from Turkey, International Journal of Economics and Financial Issues Vol. 4, No. 4, pp.705-713.
13. Arouri, Mohamed El Hedi and Fouquau, Julien, 2009, On the short term influence of oil price changes on stock markets in GCC countries: linear and nonlinear analyses, Journal of Economics Bulletin, Vol. 2, Issue 9, (795-804).
14. Balaz, P., and A. Londarev, 2006, Oil and its Position in the Process of Globalization of the World Economy, Politicka Ekonomie, 54(4), 508-528.
15. Cologni, A., and M. Manera, 2008, Oil Prices, Inflation and Interest Rates in a Structural Cointegrated VAR Model for the G-7 Countries, Energy Economics, 30, 856-888.
16. Cunado, J., and F. Perez de Garcia, 2005, Oil Prices, Economic Activity and Inflation: Evidence for Some Asian Countries, Quarterly Review of Economics and Finance, 45, 65-83.
17. Gronwald, M., 2008, Large Oil Shocks and the US Economy: Infrequent Incidents with Large Effects, Energy Journal, 29, 151-171.
18. Lardic, S. and V. Mignon, 2008, Oil Prices and Economic Activity: An Asymmetric Cointegration Approach, Energy Economics, 30, 847-855.
19. Usman, Owolabi A. and Adejare, Adegbite Tajudeen, 2013, Inflation and Capital Market Performance: The Nigerian Outlook, Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences (JETEMS) 5(1):93-99.

الملحق (1)
قيم متغيرات البحث

الشهر	المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية*	اسعار النفط الخام العالمية**\$	أسعار الذهب العالمية \$ أونصة**	معدلات تضخم الدولار %	الشهر	المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية*	اسعار النفط الخام العالمية**\$	أسعار الذهب العالمية \$ أونصة**	معدلات تضخم الدولار %
ك2 2010	93.96	77.12	1118	2.6	تموز 2012	142.45	96.75	1594	1.4
شباط 2010	92.99	74.72	1095	2.1	اب 2012	142.46	105.28	1630	1.7
اذار 2010	90.71	79.3	1113	2.3	ايلول 2012	145.18	106.32	1745	2
نيسان 2010	94.07	84.14	1149	2.2	ت1 2012	133.01	103.39	1747	2.2
ايار 2010	92.74	75.54	1205	2	ت2 2012	127.32	101.17	1722	1.8
حزيران 2010	93.56	74.73	1233	1.1	ك1 2012	136.03	101.17	1685	1.7
تموز 2010	92.75	74.52	1193	1.2	ك2 2013	122.65	105.04	1672	1.6
اب 2010	91.47	75.88	1216	1.1	شباط 2013	120.13	107.66	1628	2
ايلول 2010	90.55	76.11	1271	1.1	اذار 2013	119.57	102.61	1593	1.5
ت 2010	92.88	81.72	1342	1.2	نيسان 2013	120.48	98.85	1488	1.1
ت 2010	95.72	84.53	1370	1.1	ايار 2013	121.78	99.35	1414	1.4
ك1 2010	100.98	90.07	1391	1.5	حزيران 2013	117.05	99.74	1343	1.8
ك2 2011	121.66	92.66	1360	1.6	تموز 2013	116.44	105.21	1286	2
شباط 2011	122.36	97.73	1375	2.1	اب 2013	118.57	108.06	1352	1.5
اذار 2011	122.33	108.65	1423	2.7	ايلول 2013	113.89	108.78	1349	1.2
نيسان 2011	118.06	116.32	1481	3.2	ت1 2013	115.36	105.46	1317	1
ايار 2011	115.53	108.18	1513	3.6	ت2 2013	114.28	102.58	1276	1.2
حزيران 2011	116.05	105.85	1529	3.6	ك1 2013	113.15	105.49	1222	1.5
تموز 2011	114.22	107.88	1573	3.6	ك2 2014	112.56	102.25	1244	1.6
اب 2011	117.81	100.45	1759	3.8	شباط 2014	109.37	104.82	1300	1.1
ايلول 2011	117.49	100.83	1772	3.9	اذار 2014	107.36	104.04	1336	1.5
ت1 2011	119.12	99.92	1666	3.5	نيسان 2014	110.58	104.94	1298	2
ت2 2011	125.06	105.36	1739	3.4	ايار 2014	110.88	105.73	1289	2.1
ك1 2011	125.02	104.26	1640	3	حزيران 2014	95.48	108.37	1279	2.1
ك2 2012	116.44	106.89	1654	2.9	تموز 2014	93.66	105.22	1311	2
شباط 2012	123.67	112.7	1745	2.9	اب 2014	100.14	100.05	1295	1.7
اذار 2012	126.98	117.79	1676	2.7	ايلول 2014	100.2	95.89	1237	1.7
نيسان 2012	128.29	113.75	1649	2.3	ت1 2014	99.91	86.13	1222	1.7
ايار 2012	131.67	104.16	1589	1.7	ت2 2014	107.93	76.96	1175	1.3
حزيران 2012	142.76	90.73	1599	1.7	ك1 2014	92	60.55	1201	0.8

المصادر: اعداد الباحثين بالاعتماد على:

* سوق العراق للأوراق المالية، النشرات السنوية للمدة 2010 - 2014.

** [www. Index Mundi .com](http://www.IndexMundi.com)

** www.usinflationcalculator.com