جمهورية العراق

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة بابل / كلية الإدارة والاقتصاد

قسم العلوم المالية والمصرفية

الدراسات العليا

أثر تغيرات سعر الصرف في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

رسالة مقدمة الى

مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة بابل وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

من الطالبة

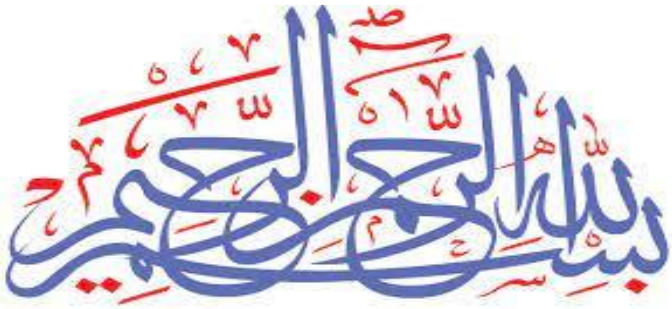
شيماء عبد الصاحب مسعود

إشراف

الأستاذ المساعد الدكتور

نصر حمود مزنان العنزي

1444هـ 2022



قَالَ رَبِّ اشْرَحْ لِي صَدْرِي ﴿25﴾
وَيَسِّرْ لِي أَمْرِي ﴿26﴾

صدق الله العلي العظيم

سورة طه الآية 25 – 26

الاهداء

اهدي هذا الجهد :

الى من قال فيهما تعالى وَاخْفِضْ لَهُمَا جَنَاحَ الذُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ وَقُل رَّبِّ ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرًا (الاسراء: 24) وساندوني في صلاتهما ودعائهما وعلموني العطاء بدون انتظار

والدي ووالدتي

الى من شاركوني طفولتي وأحبوني بصدق وإخلاص وزرعوا في نفسي كل معاني الحب والوفاء وأورثوا في نفسي كل دوافع التضحية والعطاء

اخوتي واخواتي

الى من شاطرني الألم والامل وسعى جاهدا لأجل راحتي ونجاحي وأشعل شموع التضحية حبا وكرامة

شريك حياتي

الى من تسعد العين برؤيتها . . . . . ويطرب القلب بنجواها . . . زينة حياتي ومصدر سعادتي

ابنتي الغالية

الى كل من مد اليد العون . . . . .

اساتذتي الكرام

الى من اخذوا بيدي نحو افاق العلم والمعرفة والى كل من كان لهم الفضل بعد الله تعالى في انجاز هذه الرسالة . . .

شيماء

الشكر والتقدير

قال تعالى (وَمَن يَشْكُرْ فَإِنَّمَا يَشْكُرُ لِنَفْسِهِ) لقمان: 12

احمد الله تعالى حمدا كثيرا طيبا مباركا على ما أكرمني به من إتمام هذه الرسالة. تتقدم الباحثة بجزيل الشكر والتقدير إلى عمادة كلية الإدارة والاقتصاد المتمثلة بالأستاذ المساعد الدكتور حيدر محمد علي الدليمي.

ويسر الباحثة أن تتقدم بالشكر والعرفان الخالصين للأستاذ الدكتور نصر حمود العنزي لتفضله الكريم بالإشراف على هذه الرسالة وتقديم النصح والتوجيه حتى إتمام هذه الرسالة.

كما ويسر الباحثة ان تتقدم شكرها وتقديرها الى رئاسة قسم علوم المالية والمصرفية، وتدريسي القسم، للجهود القيمة في توفير كافة المستلزمات المعنوية والمادية في سبيل النهوض بمستوى هذه الرسالة.

ومن دواعي الاعتراف بالجميل. أتقدم بوافر التقدير والامتنان إلى الأستاذ الدكتور جواد كاظم البكري لما قدمه لي من مساعدة علمية فلا يسع الباحثة إلا شكره والدعاء له بموفور الصحة والعافية وجزاه الله خير الجزاء.

كما وأسجل شكري وتقديري الى السادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بالموافقة على مناقشة رسالتي، وما يقدمونه من ملاحظات وتوجيهات علمية لإغناء هذه الرسالة، وايضاً أتقدم بالشكر والامتنان الى اساتذتي الكرام في قسم العلوم المالية والمصرفية وكل من ساهم بتعليمي حرفا خلال مسيرتي العلمية. ولا يفوتني ان أقدم شكري وتقديري للمقومين (اللغوي والعلمي) لما بذلوه من جهود لغوية وعلمية.

بداعي الوفاء. اتقدم بعظيم الشكر والامتنان الى الأستاذ المساعد الدكتور حسن جاسم الخاقاني الداعم الأول لما قدمه لي من مساعدة خلال السنة التحضيرية. ولا أنسى الزملاء والزميلات في كلية الامام الكاظم (ع) اقسام بابل، فلهم مني جميل الشكر وكثير الامتنان.

وعذرا لكل من مدَ لي يد المساعدة ولم اذكره في هذا المقام. إليهم جميعاً شكري واحترامي وتقديري.

الباحثة

المستخلص:

يحاول البحث استكشاف طبيعة العلاقة بين التغيير الذي قامت به السلطات النقدية في سعر صرف الدينار العراقي الذي حصل في كانون الأول 2020 وأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، يحاول البحث الإجابة عن مجموعة من التساؤلات من أهمها، هل شكل التغيير في سعر الصرف تأثيراً في أسواق المال؟ وهل هذا التغيير في سعر الصرف يساهم في تغير أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية؟ وإذا كان قد نجح في التأثير فما هو حجم ذلك التأثير؟ وقد وضعت الباحثة فرضية مفادها أن تغيير سعر صرف الدينار العراقي من الممكن أن يؤثر في أسواق المال ولكنه لا يقلل من معدلات العجز المالي الذي يعاني منه العراق منذ 2016، ومن الممكن أن يتسبب في تداعيات سلبية أخرى على الاقتصاد العراقي من أهمها ارتفاع معدلات التضخم، واعتمدت الباحثة على المنهج الاستقرائي واستخدمت الأسلوب الوصفي والكمي، لتقدير العلاقة بين متغيرات النموذج ففي الجانب العملي تم استخدام دوال استجابة النبضة مع الاختبارات الخاصة بالنموذج، اذ كانت بيانات سعر صرف الدينار العراقي (متغير مستقل) ومؤشرات أسواق المال (متغيرات تابعة)، ومن اهم النتائج التي توصلت الباحثة اليها هي ان سياسة التغيير في سعر الصرف من قبل البنك المركزي حتى عام 2021، والتي أدت الى خفض قيمة الدينار العراقي، مقابل الدولار الأمريكي، لسد عجز الموازنة العامة، نتيجة انخفاض أسعار النفط، وتوصي الباحثة بضرورة وضع استراتيجية واضحة وطويلة الأمد الغرض منها تحسين سعر صرف الدينار العراقي امام العملات الأخرى، وبخاصة الدولار في السوق الموازية لضمان استقرار السوق العراقي وليكون بيئة جاذبة للاستثمار وبخاصة في مجال الأوراق المالية.

المحتويات

الموضوع	الصفحة
الآية	أ
الاهداء	ب
الشكر والتقدير	ج
المستخلص	د
المحتويات	هـ – و
قائمة الجداول	ز
قائمة الاشكال	ح
المقدمة	6-1
الفصل الأول // الاطار النظري لسعر الصرف وأسواق المال	53-7
المبحث الأول: الإطار النظري لسعر الصرف	21-7
المطلب الأول: مفهوم سعر الصرف	12-7
المطلب الثاني: نظريات تحديد سعر الصرف	15-13
المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سعر الصرف والسياسات الاقتصادية	19-16
المطلب الرابع: مفهوم سوق الصرف الأجنبي	21-19
المبحث الثاني: الإطار النظري لأسواق المال	41-22
المطلب الأول: مفهوم أسواق المال	26-22
المطلب الثاني: أسباب ظهور الأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية المؤثرة فيها	29-26
المطلب الثالث: تقسيم الأسواق المالية	37-30
المطلب الرابع: كفاءة الأسواق المالية	41-38
المبحث الثالث: العلاقة بين سعر الصرف وأسواق المال وفقاً للنظرية الاقتصادية	53-42
المطلب الأول: العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم	49-44
المطلب الثاني: العلاقة بين أسعار الصرف وأسواق المال في الجانب التطبيقي	53-49
الفصل الثاني // واقع سعر الصرف وأسواق المال في الاقتصاد العراقي للمدة (2007-2021)	88-55
المبحث الأول: واقع سعر الصرف في العراق	60-55
المطلب الأول: تطور سعر الصرف في العراق	56-55
المطلب الثاني: تطور سعر الصرف في الاقتصاد العراقي خلال المدة (2007-2021)	60-56

المبحث الثاني: واقع أسواق المال في العراق	78 -61
المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية في العراق وتطورها	63-61
المطلب الثاني: مؤشرات سوق المال العراقي	78-64
المبحث الثالث: العلاقة بين سعر الصرف وأسواق المال في العراق	87-79
اولاً: العلاقة بين سعر الصرف وميزان الحساب الجاري وأسعار الأسهم وفق منهج السوق السلعية	83-79
ثانياً: العلاقة بين سعر الصرف وحساب راس المال وأسعار الأسهم وفق منهج توازن لمحفظة	87-83
الفصل الثالث // قياس وتحليل إثر تغيرات سعر صرف الدينار العراقي في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)	91-89
المبحث الأول: توصيف النموذج القياسي	91-89
المطلب الأول: متغيرات النموذج القياسي	89
المطلب الثاني: العلاقة بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة وفقاً للنظرية الاقتصادية	90-89
المطلب الثالث: مصادر بيانات النموذج القياسي	91-90
المبحث الثاني: الإطار النظري للنموذج القياسي	102-92
اولاً: استقراريه السلاسل الزمنية	95-92
ثانياً: التكامل المشترك	98-96
ثالثاً: نموذج متجهات الانحدار الذاتي (VAR)	100-98
رابعاَ. الاختبارات التشخيصية	101-100
خامساَ. دوال الاستجابة الفورية	102
المبحث الثالث: التقدير والتحليل الاقتصادي	117-103
الاستنتاجات والتوصيات	121-118
المصادر والمراجع	131-123

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	تطورات سعر صرف الدينار العراقي اتجاه الدولار الأمريكي في السوقين (الرسمي والسوق الموازي) للمدة (2007-2021)	59
2	تطور المؤشر العام للأسعار في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)	65
3	تطور مؤشر حجم التداول الفصلي في العراق للمدة (2007-2021)	68
4	تطور مؤشر الأسهم المتداولة الفصلي في العراق للمدة (2007-2021)	71
5	تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة الفصلي في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)	74
6	تطور مؤشر القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)	77
7	العلاقة بين سعر الصرف وميزان الحساب الجاري وأسعار الأسهم	80
8	العلاقة بين سعر الصرف وحساب راس المال وأسعار الأسهم	84
9	المتغيرات التابعة والمستقرة	89
10	نتائج استقرارية السلاسل الزمنية لكل من (x,y1,y2,y3,y4,y5)	103
11	نتائج اختبار التكامل المشترك	104
12	معادلات متجهات الانحدار الذاتي (VAR)	105
13	اختيار فترة الابطاء المثلى وفق معايير (VAR Lag Order Selection Criteria)	107
14	التقدير وفقاً لنموذج متجهات الانحدار الذاتي (VAR) بفترة ابطاء واحدة	108
15	اختبار (LM) للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي	110
16	اختبار (LM) للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بعد حل مشكلة الارتباط الذاتي	111
17	اختبار ثبات تجانس التباين	111
18	نتائج اختبار استجابة النبضة (IRF)	117

قائمة الاشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1	العرض والطلب على العملة في سوق الصرف	10
2	تقسيمات الأسواق المالية	33
3	منهج السوق السلعية	46
4	منهج توازن المحفظة	48
5	النظام الاقتصادي ثلاثي المستويات	52
6	قناة انتقال التفاعل بين سعر الصرف ومؤشر الأسهم	53
7	تطور سعر الصرف الرسمي والموازي في العراق للمدة (2007-2021)	60
8	تطور مؤشر العام لأسعار الأسهم الفصلي في العراق للمدة (2007-2021)	66
9	تطور مؤشر حجم التداول الفصلي في العراق للمدة (2007-2021)	69
10	تطور مؤشر الأسهم المتداولة الفصلي في العراق للمدة (2007-2021)	72
11	تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة الفصلي في العراق للمدة (2007-2021)	75
12	تطور مؤشر القيمة السوقية الفصلي لسوق العراق الأوراق المالية للمدة (2007-2021)	78
13	العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الاسهم وميزان الحساب الجاري في العراق للمدة (2007-2021)	82
14	العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم وحساب راس المال في العراق للمدة (2007-2021)	86
15	اختبار استقرارية النموذج ككل	112
16	استجابة المؤشر العام للأسعار للتغير في سعر الصرف	113
17	استجابة حجم التداول للتغير في سعر الصرف	114
18	استجابة عدد الأسهم المتداولة للتغير في سعر الصرف	115
19	استجابة عدد الشركات المدرجة للتغير في سعر الصرف	116
20	استجابة القيمة السوقية للتغير في سعر الصرف	116

المقدمة (Introduction)

يعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية المهمة، والتي تعبر عن مدى قوة الاقتصاد لأي بلد، ويحتل مركزاً مهماً في السياسة النقدية، اذ يستخدم بوصفه مؤشراً لقياس التنافسية للاقتصادية بين الدول، من خلال تأثيره على النمو الاقتصادي كالتجارة الدولية والاستثمار وأسعار الأسهم، ويعد ايضاً وسيلة مهمة واداة تربط أسعار السلع المحلية وأسعار السلع الأجنبية، اما أسواق المال فقد حظيت باهتمام الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، لأهميتها الكبيرة في تحشيد المدخرات وتوجيهها نحو المجالات الاستثمارية التي تدعم تطور ونمو الاقتصاد بصورة عامة، وان هناك علاقة بين سعر الصرف ومؤشرات أسواق المال، اذ ان التغير في سعر الصرف، سيؤدي الى التأثير على القابلية التنافسية للشركات، وهذا بدورة يؤثر على أرباحها واصولها المالية، وهذا ما يدفع الأسواق المالية الى تعديل أسعار موجوداتها.

وان تغيير سعر الصرف في عام 2020 أدى الى انخفاض قيمة الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي، لتعويض الانخفاض في الإيرادات النفطية، نتيجة انخفاض النفط الخام في الأسواق العالمية، والذي يعد المصدر الرئيس لتمويل الموارد المالية للدولة، مما أدى الى حصول عجز في الموازنة العامة.

أهمية البحث: (Research importance)

تكمن أهمية البحث في ان سعر الصرف له دور مهم في تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات فضلاً عن ارتفاع تنافسية السلع والخدمات المصدرة من البلد الى الخارج في حالة خفض سعر صرف العملة الوطنية وامتلاك البلد لجهاز انتاجي مرن، كما يعد أحد اهم أدوات السياسة النقدية الذي يستخدم لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، والمحافظة على قيمة العملة الوطنية.

أما أسواق المال فتؤدي دوراً محورياً في نقل رؤوس الأموال التي تحتاجها التنمية الاقتصادية من مناطق الوفرة الى مناطق الحاجة من خلال أسهم الشركات المساهمة في السوق، وبذلك فهي تسهم في تنمية الاستثمارات المحلية.

ولذلك يحاول البحث استكشاف طبيعة العلاقة بين التغيير الذي قامت به السلطات النقدية في سعر صرف الدينار العراقي الذي حصل في كانون الأول 2020 وأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2007 -2021.

مشكلة البحث: (Research problem)

يحاول البحث الإجابة عن مجموعة من التساؤلات من أهمها:

1- هل شكل التغيير في سعر الصرف تأثير في أسواق المال؟

2- هل هذا التغيير في سعر الصرف يساهم في تغير أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية؟

3- إذا كان قد نجح في التأثير فما هو حجم ذلك التأثير؟

فرضية البحث: (Research hypothesis)

وقد وضعت الباحثة فرضية مفادها أن تغيير سعر صرف الدينار العراقي من البنك المركزي، من الممكن أن يؤثر في أسواق المال في العراق خلال المدة من (2007-2021).

اهداف البحث: (Research Goals)

يهدف البحث الى تحقيق جملة من الأهداف من أهمها:

1- معرفة أثر تغيير سعر الصرف على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية، ومدى تأثيرها على الاقتصاد العراقي.

2- وقياس وتحليل أثر تغيير سعر الصرف على أداء الأسواق المالية في العراق خلال المدة (2007-2021).

منهجية البحث: (Research methodology)

ولغرض اثبات فرضية البحث قامت الباحثة باستخدام المنهجين (الوصفي والكمي)، إذ يمثل المنهج او الأسلوب الوصفي الوصف النظري والاقتصادي لسعر الصرف وأسواق المال، بينما يقوم المنهج الكمي بتحليل بيانات سعر صرف الدينار العراقي أمام الدولار الامريكي، ومؤشرات سوق العراق للأوراق المالية، من خلال استخدام مجموعة من الاساليب القياسية، لدراسة أثر تغيرات سعر الصرف في أسواق المال.

حدود البحث: (Research domain)

وقد كانت الحدود المكانية للبحث العراق كحالة دراسية، أما الحدود الزمانية فكانت المدة من عام 2007 ولغاية عام 2021.

هيكلية البحث: (Research structure)

ولغرض الوصول الى نتائج مقبولة للبحث فقد تم تقسيمة على ثلاثة فصول، الاول مخصصاً للجانب النظري لمتغيري سعر الصرف وأسواق المال، فيما خُصص الفصل الثاني لواقع سعر الصرف وأسواق المال في الاقتصاد العراقي، أما الفصل الثالث فقد تم تخصيصه للنموذج القياسي الذي يقيس أثر التغيير في سعر صرف الدينار العراقي في سوق العراق للأوراق المالية، اضافة الى الاستنتاجات التوصيات.

الدراسات السابقة: (previous studies)

1. دراسة (سليم رشيد عبود الزبيدي، 2014) أثر سعر الصرف في المؤشرات العامة لأسعار الأسهم دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005-2011: اختصت هذه الدراسة في معرفة أثر سعر صرف الدينار العراقي على المؤشر العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتوضيح العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم، اذ بينت النتائج ان لسعر صرف الدينار العراقي تأثير متباين وباتجاهات مختلفة على المؤشر العام لأسعار الأسهم من شهر الى اخر وحسب مدة البحث.

2. دراسة (جبار محفوظ، 2015) أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية دراسة إحصائية لبعض الأسواق المتقدمة والنامية. تعالج هذه الدراسة مسألة تقلبات أسعار الصرف ومدى تأثيرها على الأسواق المالية وهذا عكس الاعتقاد السائد اذ أظهرت الاختبارات ان العملات العربية المكونة للعينة قد تميزت بالاستقرار شبه التام لمعظمها في خلال فترة الدراسة الامر الذي جعلها مستقلة عن تطور الأسواق المالية العربية في بعض الحالات وبالتالي لم يكن لها تأثير على تلك الأسواق.

3. Seri Suriani, M. Dileep Kumar, Farhan Jamil, Saqib Muneer, 2015 .Impact of Exchange Rate on Stock Market

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين سوق الأوراق المالية وسوق الصرف في باكستان. يستخدم مؤشر KSE-100 كبديل لأسعار الأسهم بينما يتم أخذ سعر عملة باك روبية مقابل الدولار الأمريكي (روبية / دولار أمريكي) للتعرض لسعر الصرف. على أساس شهري والفترة الزمنية من كانون الاول 2004 إلى ايلول 2009. تشير نتائج الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة بين سعر الصرف وسعر السهم وأن كلا المتغيرين مستقلان عن بعضهما البعض.

4. دراسة (معتز بالله محمد ميدو،2016) أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية: بحثت هذه الدراسة اختبار أثر تقلبات أسعار صرف الليرة السورية على قيم أسهم الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والبالغ عددها (22) شركة وتم اختيار العملات الرئيسة الأربعة المكونة لسلة العملات وهي (الدولار الأمريكي واليورو والجنيه الإسترليني والين الياباني)، والتي يتم من خلالها تحديد سعر صرف الليرة السورية مقابل هذه العملات. ونتج عن هذه الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ممثلة بمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية وأسعار صرف الليرة السورية مقابل عملات الدول قيد الدراسة.

5. دراسة (زهرة دريش واخرون 2019) الموسومة دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأوراق المالية ماليزيا (2013-2019) انموذجاً: تناولت هذه الدراسة في اطارها النظري ماهية سعر الصرف بالتعريف عنه وانظمته واشكاله فضلاً عن مفهوم مؤشرات الأسواق المالية وعلاقتها بأسعار الصرف. اذ توصل القائمين بالدراسة من خلال استخدامهم للمنهج الوصفي لوصف متغيرات الدراسة وتباين العلاقة النظرية بين سعر الصرف ومؤشر السوق المالي، أنّ هناك علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين سعر صرف الرنكيت ومؤشر كوالالمبور في المدى الطويل، ولا توجد أي علاقة بين سعر الصرف والمؤشر في المدى القصير.

6. Muhammad Kamrn Khan, 2019. Impact of Exchange Rate on Stock Returns in Shenzhen Stock Exchange: Analysis Through ARDL Approach

. يبحث هذا البحث في تأثير سعر الصرف على عوائد الأسهم في بورصة شنجن من كانون الثاني 2008 إلى ايلول 2018 باستخدام نموذج ARDL لتحقق من المدى القصير والمدى الطويل الارتباط بين متغيرات الدراسة. تشير نتائج ARDL المقدرة إلى أن سعر الصرف سلبي وتأثير كبير

على عوائد الأسهم في بورصة شنجن. وان نتائج التضخم وسعر الفائدة تشير إلى وجود تأثير سلبي ودلالة إحصائية على عوائد الأسهم. بناءً على النتائج التقديرية.

7. (Armida Amado ،Looi Mun Choon, 2020) Impact of Changes in Exchange Rate on Stock Market: An Empirical Evidence from Indonesia

تبحث هذه الدراسة في تأثير التغيرات في سعر الصرف على سوق الأوراق المالية في حالة إندونيسيا. ويتم استخدام المنهج الكمي لمعرفة العلاقة بين المتغيرين القابلين للقياس الكمي لتقلبات سعر الصرف وسوق الأسهم. يتم عرض سعر الصرف في إندونيسيا من خلال سعر الصرف الفعلي الحقيقي بينما يتم عرض سعر الصرف في سوق الأسهم؛ تم جمع السلسلة الزمنية لعوائد سوق الأسهم. تستخدم الدراسة نموذج ARDL لتحديد ما إذا كانت السلسلة الزمنية للتقلبات في سعر الصرف تتنبأ بسوق الأسهم. تشير نتائج الدراسة الحالية إلى أنه في سياق إندونيسيا، تم تأسيس علاقة طويلة الأمد بين تقلبات أسعار الصرف وسوق الأسهم.

8.دراسة (عبد العزيز سعد عبد العزيز، 2021) أثر بعض المتغيرات الاقتصادية في أداء الأسواق المالية العربية. استهدفت الدراسة عرض اهم المفاهيم والتطورات الحديثة للأسواق المالية وتصنيفاتها فضلاً عن بناء نموذج قياسي يمكن في ضوئه توضيح أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل سعر الصرف والتضخم والناتج المحلي الإجمالي وغيرها، كمتغيرات مفسره في مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية، وافصحت نتائج الدراسة ان متغير سعر الصرف جاء تأثيره العكسي في نماذج الدراسة المعتمدة جميعها.

9. (Mustafa Chakie , 2021) The Impact of Exchange Rates on Stock Markets in Turkey: Evidence from Linear and Non-Linear ARDL Models

تناولت هذه الدراسة التأثير غير المتماثل لأسعار الصرف على ثلاث مؤشرات رئيسية لسوق الأوراق المالية بين عامين (2003 و2018) باستخدام أربع نماذج مختلفة. اذ تبين هذه الدراسة ما إذا كانت العلاقة بين أسعار الصرف ومؤشرات البورصة الثلاثة الرئيسية متماثلة او غير متماثلة في تركيا، ونتج عنها ان أسعار الصرف لها تأثيرات غير متكافئة على جميع مؤشرات البورصة الرئيسية الثلاثة على المدى القصير والطويل، وان ارتفاع قيمة العملة له تأثير إيجابي وهام على أسواق الأسهم المختارة ولكن انخفاض قيمتها ليس له تأثير.

10. (Korhan Gokmenoglu, Baris Memduh Eren, and Siamand Hesami, 2021)Exchange rates and stock markets in emerging economies: new evidence using the Quantile-on-Quantile approach

تهدف الدراسة الى إعادة النظر في العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية وعائدات لبلدان ناشئة مختارة. يتم استخدام نهج Quantile-on-quantile لتقديم ملف صورة شاملة ومفصلة للارتباط بين المتغيرات قيد البحث. فضلاً عن الكشف عن العلاقة غير المتجانسة والمتغيرة بين المتغيرات عند اختلاف الكميات. تظهر نتائج الدراسة أن سوق الأوراق المالية للدول المدروسة لا يتأثر بتغيرات سعر الصرف ما لم تتأثر ظروف معينة بالسوق. كما تشير النتائج التجريبية إلى أن مرونة سعر الصرف لها دور حاسم في تحديد عوائد السوق اعتمادًا على الظروف الهابطة أو الصاعدة. باعتبار الطبيعة غير المتماثلة للعلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية المعروضة يمكن أن تساعد النتائج السلطات الحكومية والمستثمرين على تصميم سياسات اقتصادية ديناميكية واستراتيجيات الاستثمار.

الفصل الأول

الإطار النظري لسعر الصرف وأسواق المال

المبحث الأول / الإطار النظري لسعر الصرف

المبحث الثاني / الإطار النظري لأسواق المال

المبحث الثالث / العلاقة بين سعر الصرف وأسواق المال

وفقاً للنظرية الاقتصادية.

الفصل الأول // الإطار النظري لسعر الصرف وأسواق المال

المبحث الأول: الإطار النظري لسعر الصرف

المطلب الأول: مفهوم سعر الصرف:

اولاً: تعريف سعر الصرف: (Definition of exchange rate)

يعرف سعر الصرف بأنّه عدد الوحدات من النقد الأجنبي، مقدراً بوحدة واحدة من العملة المحلية، كما يعبر عنه ايضاً بانه سعر وحدة واحدة من العملة المحلية، معبراً عنه بعملة اجنبية. **(أبن الزاوي، 2016: 14)**، كذلك يعرف بأنه النسبة التي يتم على أساسها مبادلة عدد من الوحدات النقدية المحلية بالوحدات النقدية الأجنبية **(حسين،2005: 1)** ويعرف أيضا بأنّه سعر وحدة النقد الأجنبي بدلالة العملة المحلية، ويمكن تعريفه أيضا بأنّه عدد الوحدات من عملة معينة التي يجب ان تدفع مقابل الحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى **(مهدي وعبد الحسن، 2019: 136)** كما ويعرفه آخرون بأنّه عدد الوحدات من العملة الوطنية التي تدفع للحصول على وحدة من العملة الأجنبية، بعبارة أخرى هو قيمة العملة الوطنية مقوما بالعملات الأجنبية. **(الطائي، 1999: 194)**

ثانياً: أنواع سعر الصرف:(Types of exchange rate) (محمد، حميد، 2017: 5-6)

1-سعر الصرف الاسمي:(Nominal of exchange rate) هو سعر يعبر عن السعر النسبي لعملة دولتين، إذ يمثل سعر عملة معينة بالنسبة لعملة اجنبية أخرى، بعبارة أخرى هو عدد الوحدات النقدية من عملة معينة مقابل وحدة واحدة من عملة أخرى، وعلى ذلك فان سعر الصرف يعد ثمن للعملة، إذ إنّ النقود إضافة الى انها وسيلة للتبادل واداة للقياس ومخزن للقيمة، فهي سلعة لها سعرها وسوقها الخاصة عن طريق سعر الصرف.

2-سعر الصرف الحقيقي: (Real exchange rate) هو السعر النسبي لسلعة دولتين، أي هو السعر الذي يتم على أساسه مبادلة سلعة بسلعة دولة أخرى، ويظهر هنا تأثير أسعار السلع بالسعر النقدي المباشر له عن طريق تأثيرها بأسعار الصرف الأجنبية، إذ إنّ هذا السعر مهم في معرفة أثر تغير سعر الصرف في التجارة الخارجية.

$$\text{سعر الصرف الحقيقي} = \text{سعر الصرف الاسمي} \times \frac{P*}{P}$$

P*= الرقم القياسي لأسعار السلع الأجنبية .

P= الرقم القياسي لأسعار السلع المحلية .

3-سعر الصرف التوازني: (Equilibrium exchange rate) يمثل توازن دائم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي، ويسود هذا السعر في بيئة اقتصادية غير مختله، أي بيئة اقتصادية مستقرة وخالية من الصدمات الاقتصادية.

4-السعر الصرف الفوري والاجل: (Spot and forward exchange rate)

ويقصد بالسعر الفوري للصرف السعر الحالي او الجاري، والذي يعتمد عليه المتعاملون ويتم ادراجه في فواتير وتقييم الصفقات، تمثل هذه الصفقات اغلب العمليات التي تجري في سوق الصرف، بينما يقصد بسعر الصرف الاجل ذلك السعر الذي يتم ادراجه في العمليات والصفقات وبالاعتماد على السعر الفوري وفرق معدلي الفائدة في السوق النقدية بين هاتين العملتين، أي إنّ التفريق بين السعر الاجل والسعر الفوري للصرف يعتمد على الفترة الزمنية حال ابرام الصفقات وعلى معدلات الفائدة السائدة في الأسواق النقدية للأطراف المتعاملة. **(محمد، 2017: 505-506).**

ثالثاً: أهمية سعر الصرف: (The importance of exchange rate)

يمكن النظر الى سعر الصرف على إنّه المرآة التي تعكس مركز الدولة التجاري مع العالم الخارجي، وذلك من خلال العلاقة بين الصادرات والاستيرادات، وتكمن أهمية سعر الصرف في الاتي: **(نعمة،2011: 15-16)**

1-يعد سعر الصرف أداة ربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد الأجنبي هذا من جانب، ومن جانب اخر ان استيراد السلع من البلدان الأجنبية يزيد من الطلب على عملة البلد الأجنبي، كذلك تصدير السلع للبلدان الأجنبية يزيد من عرض عملة البلد الأجنبي في الأسواق المحلية، أي إنّ الاستيرادات تزيد من الطلب على العملات الأجنبية، فتزيد من عرض العملة الوطنية في الأسواق العالمية.

2-يعد سعر الصرف أداة ربط بين اقتصاد مفتوح وباقي اقتصادات العالم من خلال معرفة التكاليف والاسعار، وبذلك يقوم بتسهيل المعاملات الدولية المختلفة وتسويتها، ويمكن توضيح أهمية دور سعر الصرف في ربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي من خلال ثلاثة أسواق وعلى المستويين الكلي والجزئي وهذه الأسواق هي سوق الأصول وسوق السلع وسوق عوامل الإنتاج، إذ يربط سعر الصرف بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي واسعارها في السوق العالمية، ويحدد سوق الصرف الحقيقي عدد وحدات السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، ومن ثم فهو

يقيس القدرة على المنافسة، إذ يتضح من ذلك إنّ العلاقة بين القدرة على المنافسة ومستوى سعر الصرف الحقيقي عكسية.

3-يسعى سعر الصرف الى تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية المتمثلة بالتوازنين الداخلي والخارجي، إذ يسعى سعر الصرف الى تحقيق استقرار الأسعار والحد من حالات التضخم وكذلك أسعار الفائدة، اما على المستوى الخارجي فيتمثل بالصادرات والاستيرادات. **(العاني، عبد الرحمن، 2019: 252)**

رابعاً: وظائف سعر الصرف: (Functions of exchange rate)

توجد وظائف عدة يتمتع بها سعر الصرف نوجز أهمها بما يلي:

1-الوظيفة القياسية: يستخدم سعر الصرف لقياس ومقارنة الأسعار المحلية لسلعة معينة مع أسعار السوق الأجنبية وهو بهذا يمثل حلقة الوصل بين الأسعار السائدة المحلية والاسعار الأجنبية.

2-الوظيفة التطويرية: وهنا يعمل سعر الصرف على تطوير صادرات معينه الى مناطق معينه أخرى من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات، ومن جانب اخر يمكن ان يستغني سعر الصرف عن فروع صناعية معينه واستبدالها بالاستيرادات التي تكون أسعارها منخفضة بالنسبة للأسعار المحلية، ومن ثمّ يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعي الجغرافي للتجارة الخارجية للدول. **(ظريفة، 2017: 9)**

3-الوظيفة التوزيعية: يمارس سعر الصرف وظيفة توزيعية للدخل، فعلى المستوى الخارجي يؤدي الى ارتفاع نسبة الصادرات للبلد وارتفاع الدخل القومي وبالعكس، وما يتحقق على المستوى العالمي يتحقق على المستوى المحلي، فعند زيادة سعر الصرف الأجنبي فإن الصادرات تصبح أكثر ربحية ويزداد عدد أصحاب رؤوس الأموال. **(الجويجاتي، الحديدي، 2021: 266)**

خامساً: اتجاهات سعر الصرف: (Trends of exchange rate)

يعتمد سلوك سعر الصرف على طبيعة سوق الصرف الأجنبي ووفق الحالات التالية:

الحالة الأولى: عدم وجود قيود على حركة المعاملات الخاصة في السوق، وإنّ السلطات النقدية لا تتدخل في تثبيت سعر الصرف، ففي هذه الحالة سيتغير سعر الصرف من يوم الى اخر حسب التغيرات في العرض والطلب على الصرف الأجنبي.

الحالة الثانية: عندما تنتهج السلطات النقدية التثبيت ولكنها لا تتدخل في عمليات السوق الخاصة بالصرف الأجنبي، ففي هذه الحالة سيتغير سعر الصرف ضمن حدود ضيقة تتغير من حين الى اخر من هذه السلطات.

الحالة الثالثة: عندما تقوم السلطات النقدية بتقيد حركات المعاملات الخاصة وتصبح هذه السلطات هي البائع والمشتري الوحيد للصرف الأجنبي في السوق، في هذه الحالة تتوقف الية السوق في تحديد سعر الصرف الأجنبي. **(العيساوي، 2012: 272)**

سادساً: أنظمة سعر الصرف: (Exchange rate systems)

1. **نظام سعر الصرف الثابت: (Fixed exchange rate system)** وهذا النوع ينقسم على قسمين: **(درويش، عبد الرزاق، 2018: 35-36)**.

أ- نظام سعر الصرف الثابت في ظل قاعدة الذهب: وهنا يجب على الدول التي تتبع هذا النوع من سعر الصرف أنّ تحدد قيمة وحدة عملتها النقدية بوزن معين من الذهب، وتكون على استعداد لاستبدال النقود الورقية بما يقابلها من الذهب عند طلب حاملها ذلك، الى جانب الحرية المتاحة لاستيراد وتصدير الذهب.

ب- نظام أسعار الصرف الثابتة القابل للتعديل: وظهر هذا النوع من أسعار الصرف بعد مؤتمر بريتون وودز الذي كان من المؤمل أنّ يوفر حرية التجارة الدولية ويمد الدول الأعضاء بالسيولة الكافية، ووضع القيود والعوائق في وجه المعاملات الدولية، إذ يقوم هذا النظام النقدي الجديد على أساس قاعدة الصرف بالدولار الذهبي، وإنّ تحرك العجلة الاقتصادية بسرعتها العالية أدت الى تحول الدولار الأمريكي من عملة محلية الى عملة دولية وقد استمر العمل بهذا النظام حتى 15 أغسطس/ اب 1971 عندما اعلن الرئيس الأمريكي نيكسون وقف قابلية تحويل الدولار الى ذهب وهو اهم اركان نظام بريتون وودز.

2. **نظام أسعار الصرف المرنة (العائمة): (Floating exchange rate system)** وفي هذا النظام يترك سعر الصرف حراً يتحدد سعره وفق قوى العرض والطلب على العملة المحلية وبدون أي قيود، ويتم ذلك بعدم تحديد سعر صرف محدد من السلطة النقدية ولا تتخذ أي إجراءات وقائية للمحافظة عليه عند حدود معينة.

3. **نظام سعر الصرف المدار: (Managed exchange rate system)** هذا النوع من أسعار الصرف هو نظام وسيط بين النظامين المتناقضين (الثابت والعائم) اذ يتم العمل بموجب

هذا النظام من خلال ترك تحديد سعر صرف العملة المحلية الى الية السوق (العرض والطلب) ولكن في نفس الوقت تكون السلطة النقدية محددة سعر صرف عملتها وفق أحد العملات القيادية. بعبارة أخرى تقوم السلطة النقدية بتحديد سعر الصرف من خلال قوى العرض والطلب على العملة المحلية ومن ثم تقوم بتوجيه سياستها النقدية من اجل استهداف سعر الصرف عند مستوى التوازن في موازين العمليات الجارية، مع السماح له بالتحرك ضمن الحدود الحرجة صعوداً وهبوطاً ليتيح المجال امام قوى السوق للتأثير فيه.

سابعاً: أسباب تقلبات أسعار الصرف: (Causes of exchange rate fluctuations)

هناك الكثير من الأسباب والعوامل وراء تقلبات أسعار الصرف وهي إنّ سعر الصرف لعملة معينة يتحدد في ضوء تفاعل العرض والطلب عليها، ومن هذه يتبين إنّ سعر صرف عملة معينة يتحدد في ضوء ما هو معروض منها بالتداول ومقدار الطلب عليها، وهذه نتيجة لمجموعة من العوامل تتحكم في مقدار المعروض من العملة وكذلك في الطلب عليها، وفيما يلي توضيح لاهم العوامل:**(المعموري، الزبيدي،2014: 138)**

1- الوضع العام لميزان المدفوعات للبلد، اذ ان وجود عجز في ميزان المدفوعات يؤدي الى انخفاض قيمة العملة نتيجة زيادة المعروض الذي ينتج عنه انخفاض سعر صرفها مقابل العملات الأخرى. اما في حالة إذا كان هنالك فائض فان هذا يعني زيادة الطلب على العملة مما يؤدي الى زيادة قيمتها ومن ثم ارتفاع سعر صرفها مقابل العملات الأخرى.

2- التغيرات في قيمة الصادرات والاستيرادات، أي على الصادرات والاستيرادات من السلع والخدمات، فاذا تحقق فائض بالحساب الجاري فان الطلب على العملة يرتفع، أي إذا كان حجم الصادرات أكبر من حجم الاستيرادات في البلد فان سعر صرف العملة يرتفع وذلك نتيجة لزيادة الطلب عليها.

3- التغير في معدلات الفائدة المحلية والأجنبية: ان ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي الى زيادة الطلب على العملة النقدية ومن ثم ترتفع قيمتها والعكس صحيح.

4- التدخلات الحكومية، تتدخل الحكومة عن طريق البنك المركزي بتدخلها في السوق بيعاً وشراءً وحسب طبيعة السياسية الاقتصادية.

5- ان معانات بلد معين من التضخم النقدي يؤدي الى ارتفاع الأسعار، وينتج عن ذلك فقدان القدرة على المنافسة وهذا ينتج عنه انخفاض قيمتها، أي انخفاض سعر صرفها مقابل العملات الأخرى، وبالعكس.

6- العوامل السياسية والعسكرية: يتأثر سعر الصرف بالاضطرابات السياسية، فمن منطلق المقولة التي تقول ان رأس المال جبان أي ان أي اضطراب سيؤثر على تدفقات رأس المال من دولة الى أخرى ومن ثم رؤوس الأموال على التوجه نحو المناطق التي يشوبها الاضطراب وعدم الاستقرار.

ثامناً: مخاطر سعر الصرف: (Exchange rate risk)

ان التعامل مع العالم الخارجي ضرورة لابد منها، من خلال تحويل العملة المحلية لعملة اجنبية وبالعكس لتسوية المعاملات، إذ يعد سعر الصرف عنصراً مهماً لمعرفة الحالة الاقتصادية للبلد، كما يكون عرضة للتقلب سواء بالارتفاع او الانخفاض، لذا نجد المؤسسات المالية والبنكية تكون عرضة للعديد من المخاطر، لذا نجدها تلجا للعديد من التقنيات الداخلية والخارجية للتقليل من هذه المخاطر، ومن اهم هذه المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون في سوق الصرف هي: **(بوترعة، 2016: 56-57)**

1- مخاطر السيولة: (Liquidity risk)

يتمثل في عدم التمكن من اجراء عمليات في سوق الصرف او اجراء هذه العمليات مع التعرض لنقص في القيمة عند شراء او بيع العملات، وهذا الخطر ليس مهما في الأوقات العادية لكن قد يحصل ان تختفي سوق عملة معينة نهائيا وبسرعة على أثر حصول ازمة سياسية او على أثر ضوابط إدارية تؤثر على سوق الصرف او على السوق النقدية الدولية لتلك العملة، لكن هذا الأثر يبقى ضعيفاً بالنسبة لكافة العملات المستخدمة في التجارة الدولية.

2-المخاطر الائتمانية: (Credit risk)

وتسمى هذه المخاطر بخطر الطرف المقابل، ويتضمن هذا الخطر حالتين:

أ-حالة افلاس الطرف المقابل في يوم الاستحقاق ويسمى بخطر التسليم.

ب-حالة افلاس الطرف المقابل قبل يوم من استحقاق العملية ويسمى بخطر القرض.

3-مخاطر الأسعار: (Price risk)

وتتمثل بأسعار العملات الأجنبية المتعامل بها وأسعار الفوائد المترتبة عليها، ويقصد بمخاطر أسعار العملات الأجنبية المتعامل بها التغير المحتمل بصورة عكسية في أسعار العملات خلال فترة الاحتفاظ بها ضمن مراكز العملات، اما مخاطر أسعار الفوائد المترتبة على هذه العملات فتتمثل في الأثر الواقع على عمليات السوق النقدي في حالة كان هناك عدم تطابق في تاريخ استحقاق الاقتراض والاقراض، او في تاريخ حق الشراء والبيع بالنسبة للعملة، لذا تنصب هذه

المخاطر في التغيير العكسي المحتمل في أسعار الفوائد خلال فترة عدم التطابق في الحالات انفة الذكر.

المطلب الثاني: نظريات تحديد سعر الصرف

اولاً: نظريات تحديد سعر الصرف: (Exchange rate determination theories)

توجد العديد من النظريات التي يتم اللجوء اليها في تفسير الكيفية التي يتم من خلالها تحديد سعر الصرف ومنها ما يلي: **(خلف، 2004: 87-89)**.

1-النظرية الكمية: ان المحتوى الأساسي لهذه النظرية يتلخص في ان الزيادة في كمية النقود تؤدي الى ارتفاع الأسعار في الداخل، الامر الذي يؤدي الى انخفاض الطلب على السلع المحلية، وبالتالي يؤدي الى نقص الصادرات وزيادة الاستيرادات، لأنّ سعر السلع الأجنبية يصبح اقل مقارنة بأسعار السلع المحلية بعد ارتفاع أسعارها، وهذا ما يؤدي الى زيادة الطلب على العملات الأجنبية من اجل تسديد قيم الاستيرادات، وانخفاض الطلب على العملات المحلية لتسديد قيم الصادرات، وهذا يؤدي الى ارتفاع سعر الصرف في حالة تحديده بشكل حر، ويؤدي الى خروج الذهب في حالة سريان نظام الذهب، والعكس يحصل في حالة انخفاض كمية النقود.

2-نظرية الأرصدة: وهذه النظرية ترى ان سعر الصرف يتم تحديده على أساس رصيد الدولة في ميزان مدفوعاتها، فاذا كان رصيد الدولة موجبا فمعناه زيادة الطلب على العملة المحلية، وارتفاع قيمتها الخارجية، أي ارتفاع سعر صرفها، اما إذا كان سلبيا فهذا يدل على زيادة عرض العملة المحلية وانخفاض قيمتها الخارجية، أي انخفاض سعر صرفها.

3-نظرية سعر الخصم: يرى أصحاب هذه النظرية بان رفع سعر الخصم يعني زيادة أسعار الفائدة، وهذا يؤدي الى جذب رؤوس الأموال الأجنبية، ومن ثمّ زيادة الطلب الأجنبي على عملة تلك الدولة وارتفاع قيمتها الخارجية، أي ارتفاع سعر صرفها، وعلى العكس من ذلك يؤدي خفض سعر الفائدة الى انخفاض الطلب على عملة تلك الدولة، وانخفاض قيمتها الخارجية، أي انخفاض سعر صرفها.

4-نظرية تكافؤ القوة الشرائية وقانون السعر الواحد: تعد هذه النظرية من ابسط النماذج المعتمدة في تحديد سعر الصرف وأقدمها، وتنسب هذه النظرية الى غوستاف كاستيل في عشرينات القرن الماضي، على الرغم من ان أصولها الفكرية تعود الى كتابات في القرن 19 لعالم الاقتصاد البريطاني ديفيد ريكاردو.

ويمثل قانون السعر الموحد المفهوم الابسط لتكافؤ القوة الشرائية، والذي يتضمن ان البضائع المتماثلة تباع بنفس السعر في كل بلدان العالم، فهو يفترض بان يكون سعر السلعتين المتماثلتين متساويا، ويستند هذا القانون على فكرة المراجحة للسلع، حيث تمثل عملية البيع والشراء المتزامنة

للموجودات او السلع المتشابهة في مختلف الأسواق للحصول على الأرباح الخالية من المخاطر وكذلك الاستفادة من فروقات الأسعار. **(المعموري، الزبيدي، 2014: 137)**

5-نظرية كفاءة السوق: يعتبر السوق ذا كفاءة عالية إذا كانت الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة، كذلك إذا كانت تكاليف المعاملات ضعيفة والتغيرات في أسعار الصرف عشوائية، وهو يفترض ان كل المتعاملين في السوق بإمكانهم الوصول الى المعلومات سواء تعلق الامر بالمعلومات الاقتصادية الحالية او الماضية مثل اعلان العجز او الفائض في ميزان المدفوعات او عجز الموازنة او معدل التضخم.

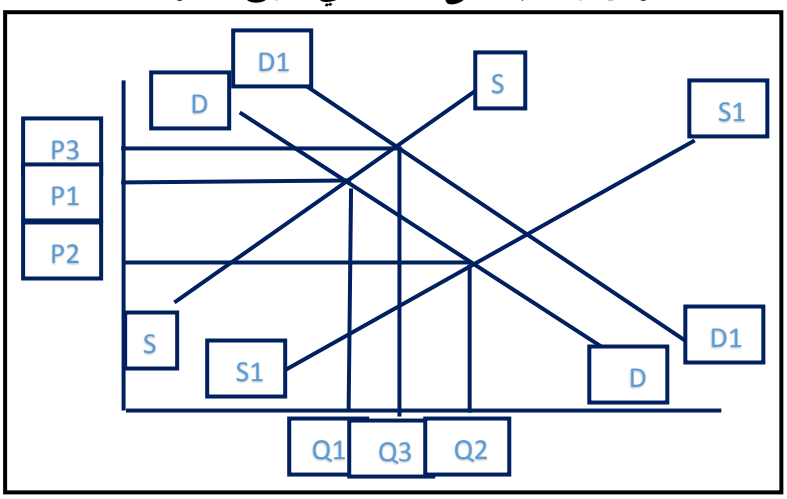
من هذا يتضح انه لا يمكن لأي مضارب ان يحقق مكاسب باستمرار، بالإضافة الى ان التسعيرة الآجلة يمكن اعتبارها مؤشر قوي على السعر الاني المستقبلي، إذ يرى المنظرون ان الأسواق تعد ذات كفاءة في حين يؤكد الممارسون على عدم وجود كفاءة نسبية في أسواق الصرف. **(ظريفة ،2017: 32)**

ثانياً: كيفية تحديد سعر الصرف: (How to determine the exchange rate)

ان أي عملية تبادل للسلع والخدمات لابد وان ينتج خلالها تبادل لعملات الدول المصدرة والمستوردة، سواء تم التبادل بصورة مباشرة او من خلال التسويات الثنائية او المتعددة الأطراف، وكذلك يتحدد سعر الصرف من نتاج تبادل العملات بين الدول، وان هذا السعر سوف يتحدد بتفاعل العرض والطلب على العملة، فعرض العملة المحلية (الدينار العراقي مثلا) في سوق الصرف يأتي من خلال حاجة العراقيين الى السلع المستوردة الخارجية (كالولايات المتحدة) مما يستلزم طلب على الدولارات الامريكية، لذا فان عرض الدينار العراقي يتلاءم مع الطلب على الدولار الأمريكي، والشكل البياني التالي يوضح العرض والطلب على العملة في سوق الصرف: (**الساعدي، عبد، 2011: 89)**

شكل (1)

العرض والطلب على العملة في سوق الصرف



إذ يمثل:

D : الطلب على العملة الاجنبية

S: عرض العملة المحلية

P: أسعار السلع والخدمات المستوردة او المصدرة

Q: كمية السلع والخدمات المستوردة او المصدرة

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سعر الصرف والسياسات الاقتصادية:

اولاً: العوامل المؤثرة في سعر الصرف: (Factors affecting the exchange rate)

ان من اهم العوامل التي تؤثر في سعر الصرف هي التي تؤثر بصورة مباشرة في العرض والطلب وعليه يمكن اجمال هذه العوامل كالاتي: **(عيسى، 2016: 249-250)**

1- معدلات التضخم النسبية: (Relative inflation rate)

تمثل هذه النسبة عاملاً مهماً ومؤثراً في سعر الصرف، فحين يدخل البلد في حالة تضخمّ، فان صادراته الى البلدان الأخرى سوف تنخفض ومن ثمّ سينخفض الطلب على عملته ولابد ان هذا الطلب سيزيد من استيراداته (بسبب ظروف التضخم التي يعاني منها) ومن ثمّ سيزداد العرض على عملته، بمعنى اخر زيادة في عرض العملة مقابل طلب اقل عليها مما يسبب انخفاض في قيمة التوازن.

2- العلاقة بين المدفوعات والمقبوضات لميزان المدفوعات: (The relationship between payment and receipts for the balance of payments)

يرتفع سعر الصرف الأجنبي نتيجة لزيادة عرض العملة الأجنبية وفي المقابل الحاجة لزيادة الطلب على عرض العملة الوطنية بسبب زيادة تصدير السلع والخدمات والاستثمارات الأجنبية.

3- عجز الموازنة الحكومية والسياسة المالية: (Government budget deficit)

تميل السياسة المالية الى توليد اثار متباينة على سعر الصرف، فاذا اتخذت الحكومة سياسة مالية أكثر تقييدا لتحقيق فائض في الموازنة او لتقليل العجز القائم على الأقل، فإنها ستعمل على تخفيض الطلب الكلي وانخفاض النشاط الاقتصادي وهبوط معدل التضخم مما ينجم عن ذلك

انخفاض في الاستيرادات وزيادة الصادرات ويتجه الحساب الجاري الى تحقيق فائض في الميزان التجاري ويرفع قيمة عملتها في أسواق الصرف وتخفيض سعر الصرف الأجنبي.

4-مستوى الدخل: (Income level)

يعد من العوامل المؤثرة والمهمة في سعر الصرف وذلك من خلال تأثيره في اتجاهين معا:

أ-ان حصول أي تغير في الناتج المحلي الإجمالي يؤدي الى تغير مشابه في الحساب الجاري سواء بالزيادة او النقصان، ففي الزيادة ينتعش الحساب الجاري ويدفع الطلب على العملة الى الامام ويؤدي الى خفض سعر الصرف الأجنبي وبالعكس، وهذا هو الأثر الرئيس.

ب_ عند افتراض تمتع راس المال بحرية الحركة فان حصول زيادة في التدفق الرأسمالي تؤدي بدورها الى زيادة الدخول النقدية في الدول المستقبلة له، مما يدعو الى تنشيط الطلب الكلي لهذه الدول بما فيه الطلب على الاستيرادات، من البلد المصدر له، وفي نفس الوقت يترتب على التدفق الرأسمالي انخفاض الدخول النقدية في البلد المصدر له، وهذا يؤدي الى انخفاض الطلب الكلي الداخلي وبما فيه الطلب على الاستيرادات، ونتيجة لهاتين الحالتين، أي زيادة الطلب على صادرات البلد المعني بتصدير راس المال، وانخفاض وارداته، يتحقق فائض في الحساب الجاري يعوض العجز في حساب راس المال طويل الاجل والناجم عن التدفق الرأسمالي مما يؤدي الى رفع قيمة العملة المحلية وخفض سعر الصرف الأجنبي اتجاهها. **(ميدو، كنعان، 2016: 13-14)**

5-أسعار الفائدة: (Interest rate)

تؤثر أسعار الفائدة على أسعار الصرف، فحركة رؤوس الأموال الدولية وانتقالها ما بين الاقتصادات انما تتحرك بحثاً عن الفائدة، فالبلدان الذي ترتفع فيها أسعار الفائدة الحقيقية عن بقية البلدان الأخرى، فان هذا سيشجع رؤوس الأموال على الانتقال اليه وهذا يعني زيادة عرض العملة الأجنبية في الداخل وبالتالي تدهور سعر صرفها. **(عباس، 2008: 65)**

6- عرض النقد: (Money of supply)

يؤثر عرض النقد على سعر الصرف إذ يرى الكلاسيك من خلال النظرية الكمية للنقود بان هنالك علاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، وهذه العلاقة تكون نفسها بالنسبة وأيضا تكون بنفس الاتجاه. **(عباس، 2008: 65)**

كما توجد عوامل أخرى تؤثر بصورة مباشرة او غير مباشرة على سعر الصرف ولا تقل أهمية عما ذكر سابقا من بينها الاضطرابات والحروب وذلك من خلال تأثيرها على الوضع الاقتصادي لبلد معين بصورة عامة وسعر الصرف بصورة خاصة، كذلك للإشاعات والاخبار دور

مهم في التأثير على سعر الصرف بغض النظر عن درجة صحتها، إذ انها تعمل على رفع او خفض قيمة العملة لفترة قصيرة ثم ما تلبث ان تعود قيمة العملة الى وضعها الطبيعي بعد زوال هذه الاشاعة او الخبر، وان سرعة تأثر سعر الصرف لهذا العامل تعتمد على مدى تجاوب قوى السوق تبعا لاستجابات المتعاملين فيه. **(عباس، 2008: 65)**

ثانياً: سعر الصرف والسياسات الاقتصادية: (Exchange rate and economic policies)

يعد سعر الصرف أحد اهم المتغيرات الاقتصادية الفاعلة في الاقتصاد، وترتبط تغييرات سعر الصرف ارتباطاً وثيقاً مع السياسات الاقتصادية الأخرى للدولة، وتتمثل في السياسية النقدية، السياسية المالية، السياسية التجارية، ولذلك سنحاول في هذه الفقرة ان نفسر العلاقة بين كل سياسية اقتصادية من السياسات الثلاث وتأثيرها على التوازن في سوق الصرف الأجنبي.

1. السياسية النقدية وأسواق الصرف الأجنبي: (Monetary policy and foreign exchange markets) ان اتخاذ سياسة نقدية توسعية يؤدي (في اقتصاد سوقي متقدم) الى نمو اقتصادي أسرع، فيرتفع معدل التضخم وتنخفض أسعار الفائدة الحقيقة ومن ثمّ يزداد الطالب على الصرف الأجنبي فتهبط قيمة العملة الوطنية.

وبالعكس تماماً عند اتخاذ الحكومة سياسية نقدية انكماشية فان ذلك يؤدي الى انخفاض معدل التضخم، من ثم ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، وهذا يؤدي الى زيادة الإنفاق الأجنبي، وبالتالي تدفق أموال الاستثمار الى الداخل، فيزداد طلب المقيمين بالخارج على البلد المعني لشراء السع والخدمات والأصول المالية في هذا البلد، فيرتفع سعر صرف عملته.

ويمكن للسياسة النقدية ان تتخذ وسائل مختلفة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي من اهما:

أ. شراء او بيع السندات في سوق الصرف، وذلك للاحتفاظ بكمية ملائمة من الاحتياطات النقدية الدولية.

ب. التأثير في أسعار الفائدة الحقيقية لتحقيق الاستقرار في سوق الصرف وذلك دون استخدام احتياطات نقدية دولية.

ج. فرض قيود على حركة رؤوس الأموال الدولية لتلافي او لتعديل الضغوط قصيرة المدى على أسعار الصرف وبما يحمي الاقتصاد من التدفقات الداخلة والخارجة غير المستقرة لرؤوس الأموال (خطر المضاربة)، وكذلك لتعديل الضغوط طويلة الأمد عند ضعف العملة الوطنية.

2. السياسيات التجارية وسوق الصرف الأجنبي: (Trade policies and the foreign exchange market) تشمل السياسية التجارية التدخلات الحكومية بخلاف تدخلات السياسية الاقتصادية الكلية، لتغيير حجم الاستيرادات والصادرات ووجهتها وتكوينها وذلك لحماية الأنشطة المحلية، وهنا يجب التمييز بين نوعين رئيسيين للسياسات التجارية وهما:

أ. سياسية حرية التجارة: تعمل هذه السياسية على الغاء القيود والمحددات الإدارية والتعريفات الجمركية بدرجة او بأخرى، وان سياسيات حرية التجارة القائمة على قانون الميزة النسبية "دافيد ريكاردو" وما يتمخض عن تطبيقها من تخصص بالإنتاج (يتخصص كل بلد في انتاج سلعة تكون تكلفتها اقل مما هي عليه في بلد اخر)، وهذا يؤدي الى تحقيق التوازن في المعاملات التجارية الدولية، مما ينعكس على سوق الصرف الأجنبي عندما يسود السعر التوازني، فيكون عرض النقد مساوياً للطلب عليها عندما تكون قيمة مشتريات المقيمين في بلد معين مساوياً لقيمة مبيعات المقيمين في البلد نفسه من الموجودات المطلوبة من المقيمين في الخارج.

ب. سياسة حماية التجارة: تتبنى الحكومة أساليب عديدة للحد من حرية التجارة وفرض سياسات الحماية، والتي من أهمها: التحديدات الإدارية والقيود الكمية والتعريفات الجمركية، وان سياسية حماية التجارة وضعت اصلاً بهدف تعزيز الصادرات وتقليل الاستيرادات، وذلك يقلل من الطلب على العملات الأجنبية، وما يؤدي اليه من ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية، ومن الضروري الانتباه الى ان أسواق الصرف الأجنبي تستخدم في المقابل لأغراض حماية التجارة، فبمجرد تثبيت سعر العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية فأن هذا يكون قيداً على التجارة الخارجية، اذ تكون قيمة الصادرات عالية بالنسبة للمقيمين بالخارج وقيمة الاستيرادات منخفضة بالنسبة للمقيمين بالداخل، هنا يفترض ان تقل الصادرات ويزداد الاستيراد، مما يؤدي الى رواج الأسواق السوداء للصرف الأجنبي فيزداد تدهور العملة الوطنية. **(صيد، 2013: 35-41).**

3. السياسة المالية وسعر الصرف: (Fiscal policy and exchange rate)

من الواضح ان هناك علاقة موضوعية بين التغيرات التي تصيب أسعار الصرف والتغيرات التي تقع في مجال المالية العامة، إذ تؤدي السياسة المالية التوسعية الى زيادة النفقات وتخفيض

الضرائب، وهذا الأثر يظهر بصورة واضحة في مجال السياسة المالية الداخلية، فزيادة النفقات الحكومية يتطلب زيادة الادخارات المحلية. ووفقا للنظرية الاقتصادية فان التغيرات في الانفاق الكلي هي العامل الأساس في تحديد مستويات التوظيف والدخل والإنتاج، كذلك فان التوسع في حجم النفقات العامة من شانه ان يرفع مستوى الاستخدام الكامل الا ان هذه الزيادة في النفقات تؤدي الى زيادة الانفاق الاستهلاكي والاستثماري، فارتفاع حجم الانفاق العام سوف يؤدي الى ارتفاع اجمالي الناتج وتتزايد الثروة.

وبالرغم من وجود اثار محتملة الحدوث كالتضخم، فان الأثر المحمود يكون أكثر ثباتا، وفي عدة حالات لجات البلدان الى التوسع المالي الذي يهدف الى اجراء تغييرات في أسعار الصرف مثل مصر، التي تستهدف متغيرات عدة من أهمها سعر صرف الجنية، إذ لجات الى التوسع المالي من خلال فتح الاعتمادات من المصارف. ويدل هذا الاجراء على رغبة الدولة في تنشيط الاعمال وزيادة الإنتاج وكذلك تشجيع المنتجين فيزيد استثمارهم، ومما سبق يظهر ان اثار التوسع على أسعار الصرف ترتبط بطبيعة الموازنة العامة، فالعجز المتواصل ينبا برفع التوقعات التشاؤمية، كما يرجع الارتفاع في الطلب الى عوامل نفسية أكثر مما هي عليه من العوامل الاقتصادية. **(مرزوك، علي، 2019: 232-233)**

المطلب الرابع: مفهوم سوق الصرف الأجنبي

اولاً: مفهوم سوق الصرف الأجنبي: (The concept of the foreign exchange market)

على الرغم من تعدد مفاهيم سوق الصرف، الا انه يعرف بانه المكان الذي يلتقي فيه عرض العملة والطلب عليها لكي يحدد سعر الصرف لهذه العملات.

ان عملية تبادل العملات في سوق الصرف ليست عملية أحادية الجانب، إذ ان كل عملية شراء للعملة لابد وان تقابلها عملية بيع لعملة أخرى، مما يؤدي الى خلق بيئة مناسبة لازدهار عملية المضاربة وكذلك الاستفادة من هامش الربح الناجم عن الفرق في سعر صرف العملات، ولكن هذه العملية قد تؤدي الى خسائر كبيرة قد تصل الى حد انهيار الاقتصادات. **(داغر، محمد،2017: 297).**

ثانياً: المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي: (Dealers in the foreign exchange market)

يمكن التمييز بين أطراف عدة يتعاملون في سوق الصرف من بينهم: **(سميرة، 2013: 37-39)**

1-البنك المركزي: (Central bank)

تؤدي البنوك المركزية دور المنظم لسوق الصرف الأجنبي للحفاظ على أسعار الصرف في حدود معينة او في داخل مجال محدد مسبقا من خلال مسار الشراء والبيع المكثف للعملات الصعبة وحسب الاتجاه الذي تريده لأسعار الصرف، بالوقت نفسه يمكنها ذلك التدخل ان تحافظ على عملتها الوطنية من خلال معدلات الفائدة (اقراض او توظيف). اذن فهي تقوم بمهمتين أساسيتين وهما:

-تنفيذ أوامر الزبائن الخاصين من إدارات عمومية، البنوك المركزية الأجنبية ومختلف الهيئات المالية الدولية.

- تنظيم تغييرات اسعار الصرف لعملتها الوطنية قياساً بالعملات الصعبة سواء لأسباب متصلة بسياستها الاقتصادية الداخلة او لكي تحافظ على المقابل الثابت في إطار الصرف الثابت.

2- البنوك التجارية: (Commercial banks)

تتدخل هذه البنوك سواء لحسابها الخاص او لحساب زبائنها ولكي تتمكن فعلاً من تلبية حاجات زبائنها من العملة الصعبة يجب ان تكون نشطة ومتواجدة بشكل مستمر في هذه الأسواق. وان هذا التواجد لا يكون بنفس الكيفية او الاستمرارية لكل البنوك بحكم انه مكلف، ويجب عليها ان تكون موجودة فعلاً لتهيئ الإمكانيات اللازمة من موارد بشرية ومادية مناسبة واعداد غرفة خاصة لهذا النوع من العمليات (غرفة الصرف او الصفقات).

3- الوسطاء: (Mediators)

هؤلاء لا يتدخلون في سوق الصرف لحسابهم الخاص وهم لا يأخذون موقع لعملية الصرف لكن يقومون فقط بالربط بين الطرفين أحدهما المشتري والأخر البائع ويتقاضون عن هذا التدخل عمولة ثابتة متفق عليها سابقاً تحسب بنسبة مئوية من حجم الصفقة وغالباً ما تكون (0.01%) ويربطون علاقات مع البنوك سواء بالهاتف او أي وسائل اتصال أخرى، وبفضل الحجم الكبير لاتصالاتهم يمكنهم جمع أوامر الشراء او البيع بعدد كبير من البنوك.

4-العملاء الخواص: (Private clients)

وهؤلاء لا يتدخلون مباشرة في سوق الصرف، وانما يقومون بعمليات شراء وبيع العملات الصعبة باسم أحد البنوك (كبنك تجاري له نشاط واسع وكبير في السوق)، ويتكون العملاء الخواص من ثلاث مجموعات هي: الخواص، المؤسسات الصناعية والتجارية، والمؤسسات المالية التي ليس لها حضور دائم في سوق الصرف، او تلك التي لا تمتلك رؤوس أموال كافية للتدخل مباشرة في سوق الصرف. **(عبد المؤمن، انيس، 2020: 50)**

5-المؤسسات المالية الأخرى: (Other financial institutions)

ابتداءاً من سنة 1990 أصبحت المؤسسات المالية غير البنكية تشكل متدخل مهم في سوق الصرف، كما ان المستثمرين المؤسساتيين يعدون اهم متدخل في سوق الصرف. متمثلة في أموال الأجور، صناديق التقاعد، مؤسسات التامين، الشركات العالمية. **(عبد المؤمن، انيس، 2020: 50)**

المبحث الثاني /الإطار النظري لأسواق المال

المطلب الأول: مفهوم أسواق المال

اولاً: تعريف أسواق المال: (Definition of financial market)

إنّ السوق هو المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون، دون ان يشترط لذلك وحدة المكان، ويختلف السوق بالمعنى الاقتصادي عن المعنى التجاري، فالسوق بمعناه التجاري يعني الحيز الجغرافي الذي يجتمع فيه عدد من البائعين والمشترين، ومن ثمّ تتوفر من خلاله كميات مختلفة من السلع، وكذلك يتم فيه نقل الملكية من خلال عمليات البيع والشراء. اما السوق بالمعنى الاقتصادي فيعني السياق الذي يتم في اطاره إتمام المعاملات سواء أكانت على نطاق محلي او دولي.

وتحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، وخصوصا تلك التي تعتمد على نشاطات القطاعات الاقتصادية في تجميع رؤوس الأموال بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية كبيرة، اذ تقاس القوة الاقتصادية لأية دولة من خلال حجم الثروة الكلية المتراكمة لديها عبر الزمن ومعدل نمو هذه الثروة من خلال عمليتي الادخار والاستثمار، وهنا يأتي دور المؤسسات المالية في توجيه المدخرات من الوحدات المالية ذات الفائض الى وحدات العجز، وكذلك تقوم الأسواق المالية بتعزيز الكفاءة الاقتصادية لهذه الوحدات من خلال توجيه الأموال من المدخرين الى المستثمرين، أي تكون حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال قنوات عدة رئيسة مثل الأدوات والمؤسسات المتخصصة. **(Kathy Kelly :5)**

وكذلك تعد الأسواق المالية بانها هيكل مؤسسي منظم او هي الية لإنشاء الأصول المالية وتبادلها، وتقوم الأسواق المالية بجمع الأشخاص والمؤسسات التي تفتقر الى الأموال مع أولئك الذين يمتلكون فائضا بالأموال. **(C, Michael, 2010: 27)**

وسوق الأوراق المالية حالها حال بقية الأسواق الأخرى، لها مكان ونوع معين من السلع والمتمثلة بالأوراق المالية، كذلك هي تشكل جزءا من السوق المالي الموازي للسوق النقدي، كما يدخل في نشاط هذه السوق عدد من المتعاملين كالمستثمرين والسماسرة والوسطاء، وذلك من خلال اصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية، سواء كانت اسهما او سندات او أي نوع اخر من الأوراق المالية، وهناك خلط او تجانس بين مفهوم السوق المالية وسوق راس المال، اذ ان مفهوم

السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء أكانت تتسم بالسيولة المالية كالنقود، ام بالسيولة المؤجلة كالأصول المالية، ولهذا فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية على اختلاف أنواعها، فضلاً عن سوق النقد، وهي تتكون من نوعين أساسيين هما (أسواق النقد وأسواق راس المال). **(محمود، 2015: 6)**.

واستناداً الى التعريف الاقتصادي للسوق، فان السوق المالي يعرف بأنه مكان التقاء عرض الأموال مع الطلب عليها، إذ يتم عرض الأموال من أصحاب الفوائض المالية وهم المدخرون، اما طالبو الأموال فهم عادة أصحاب العجز. **(قندوز، 2021: 8)**

ويعرف ايضاً بانه سوق التعامل (بيعاً وشراءاً) بأدوات الائتمان الطويلة الاجل، وهذه الأدوات الائتمانية او كما تسمى الأصول المالية والتي هي عبارة عن الأسهم والسندات التي تصدرها المشروعات المختلفة بهدف تغطية راس مال المشروع وتوفير الأموال التي يحتاجها في تسيير نشاطه الاقتصادي. **(الشمري، 1988، 113)**

كذلك يعرف بأنه سوق الاستثمارات المالية للأسهم والسندات، بين المدخرين أصحاب رؤوس والمستثمرين أصحاب الطلب على تلك الأموال، ويشمل جميع اشكال الإقراض والاقتراض من خلال انشاء أدوات مالية قابلة للتداول، ويتكون سوق المال من مجموعة من المؤسسات التي يتم من خلالها تجميع الأموال سواء أكانت متوسطة او طويلة الاجل، ويعد بذلك أوسع من السوق النقدية التي تقتصر على الائتمان قصير الاجل. **(صدام، 2018: 212)**.

ثانياً: أهمية أسواق المال: (The importance of financial markets)

ان الأسواق المالية تتمتع بمكانه مهمة في النشاط الاقتصادي والمالي، وتتجلى هذه الأهمية فيما يلي:

1-الأسواق المالية تحقق فوائد حيوية للنشاط الاقتصادي في مجموعه، سواء أكان للمدخرين الذين يقومون بتخفيض الانفاق الاستهلاكي الحالي من اجل الحصول على عائد أكبر لاحقاً، وكذلك بالنسبة للمستثمرين الذين يستثمرون هذه المدخرات من اجل زيادة ارباحهم وتحقيق زيادة في المستوى الحقيقي للاقتصاد سواء في الإنتاج او الخدمات.

2-ربط الأسواق المالية للنشاطات الاستثمارية القصيرة الاجل بالنشاطات الاستثمارية الطويلة الاجل، إذ نلاحظ وجود الأدوات المالية القصيرة الاجل بجانب الأدوات المالية طويلة الاجل، وبهذا

يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار، وهذا يؤدي الى توفير السيولة المطلوبة والتي تعتمد عليها المؤسسات في تشغيل عملياتها الجارية.

3-تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الاسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية.

4-يمكن للأسواق المالية من خلال مكاتبها المتخصصة وادارتها وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية، وكذلك تضمن الأسواق المالية مناخ استثماري يتسم بالشفافية بسبب التزام الشركات بالإفصاح المالي. **(عبابسة، 2013: 4)**

5-تؤثر الأسواق المالية على حركة رؤوس الأموال ومن ثمّ على القطاع المالي، والذي يمثل عصب الاقتصاد وان أسواق المال تلعب دورا كبيراً في النظم الاقتصادية المتقدمة والتي تعتمد بالدرجة الأساس على القطاع الخاص للقيام بمختلف النشاطات الاقتصادية.

6-تعمل الأسواق المالية على جعل الفرصة سانحة امام الحكومات والمؤسسات المالية التابعة لها لتمويل جزء من احتياجاتها المالية من خلال اصدار وطرح الأوراق المالية المتمثلة بالسندات الحكومية واذونات الخزانة وتداولها في هذه الأسواق، التي تقوم بإصدار الأسهم والسندات والتي تعمل على تثبيت حقوق المتعاملين. **(النجار، حسن، 2005: 8)**.

ثالثاً: خصائص الأسواق المالية: (Characteristics of financial markets)

تتمتع الأسواق المالية بخصائص معينة تجعلها تتميز عن الأسواق الأخرى ومن اهم هذه الخصائص ما يلي:

1- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بأدوات الاستثمار الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي.
2- ارتفاع نسبة مساهمة بلد معين او عدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص، في قيمة التبادلات الكلية الدولية.
3- ان غالبية الأسواق تسودها المضاربة، فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات.
4- مصدر تمويل للاقتصاد الوطني.
5- مكان للتعاملات ذات المخاطرة العالية.
6- سوق راس المال قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الاجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج رؤوس أموال كبيرة. **(سلطان، مفتاح، 2015: 17)**

7- هذه السوق تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين، وتوجد شروط لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك توجد في معظم البلدان إدارات مستقلة ذات صلاحيات معينة تقوم بإدارة العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر المعلومات الضرورية للمتعاملين.

8- الاستثمار في الأسواق المالية يعد ذو عائد مرتفع نسبيا، ومن ثمّ فان اهتمام المستثمرين في هذه الأسواق يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة. **(غالم، خزان، 2016: 80)**

رابعاً: وظائف الأسواق المالية: (Function of financial markets)

تؤدي الأسواق المالية دورا مهماً في الحياة الاقتصادية، إذ وجدت من اجل الربط بأفضل صورة بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، ولم تقتصر على هذه المهمة بل تعددت لتشمل وظائف أخرى، ومن اهم هذه الوظائف ما يلي:

1- إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحرة:

تعتبر أسواق المال سوقا مستمرة، يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية، اذ يتمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية، طلباً للربح او تغيير للاستثمار، اذ يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسييل اصوله المادية، وتكون الأسواق حرة ومفتوحة للمستثمرين، دون النظر الى مركزهم المالي.

2- ضخ الأموال في الاقتصاد:

تحظى الأسواق المالية بمكانة خاصة في عمليات التنمية الاقتصادية، اذ تعتبر من بين المتطلبات الأساسية لإحداث تنمية شاملة، وذلك لأنها تعمل على تامين القنوات التي يتم خلالها توجيه رؤوس الأموال، لتمويل المشاريع الضخمة، كذلك عند قيام أصحاب الفائض بالاكتتاب في أسهم الشركات الحديثة او شراء كمية من السندات الصادرة عن الشركات، هذا يعني انهم اضافوا مصادر تمويل جديدة الى السوق، كذلك عملية بيع الورقة وتحويلها الى أموال يفتح أبواب استثمار جديدة.

3- مؤشر الأحوال الاقتصادية:

تعتبر سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية، وذلك لان حركة السوق ونشاطه ما هو الا انعكاس لحركة ذلك الاقتصاد، وهذا يعطي الإدارة الاقتصادية في البلاد الفرصة لاتخاذ

أي إجراءات تصحيحية لمعالجة أي خلل اقتصادي، مثل الكساد او التضخم، حيث تتخذ الدولة قرارات بشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها، لتحقيق الاستقرار الاقتصادي فيها. **(غالم، خزان،2016 :75-76)**

4- تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع:

تقوم الأسواق المالية بتحويل مدخرات الافراد الى استثمارات، اذ تتيح هذه الاستثمارات التمويل اللازم لتمكين مشاريع الاعمال والحكومة من انتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الفرد، وهناك أساليب عديدة يتم من خلالها تشجيع المدخرات نحو الاستثمار المالي ومنها: ضمان حد ادنى من الأرباح والفوائد، او عن طريق الاكتتابات المقسطة، نشر الوعي الاستثماري في الأدوات المالية، إضافة الى تسهيل استثمار رؤوس الأموال في هذه السوق، اذ يمكن استثمار أي مبلغ مالي صغيرا كان ام كبيرا، ولأي مدة كانت طويلة ام قصيرة، اذ يمكن توزيع راس المال على عدة مجالات من خلال شراء اسهم لشركات صناعية او زراعية وغيرها.

5- أداة للتحوط من المخاطر:

يستفيد من الأسواق المالية الصناعيين والتجار والمزارعين، اذ يتمكن كل واحد منهم من التامين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عملية التغطية، وذلك بدخوله في عمليات تتم في أسواق مخصصة لذلك.

6- بيع الحقوق وشراؤها:

فعن طريق الأسواق المالية يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة، وذلك من خلال بيع حقه في الشركة في هذه السواق، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضٍ ومبانٍ وغيرها من المعدات.

7- المساهمة في تمويل خطط التنمية:

عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، وذلك من اجل سداد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشاريع التنمية، او لأجل تحقيق سياسة اقتصادية معينه مثل طرح الأدوات في السوق لامتصاص السيولة. **(الغالي، عدنان، 2019: 99-100).**

المطلب الثاني: أسباب ظهور الأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية المؤثرة فيها:

اولاً: أسباب ظهور الأسواق المالية: (Reasons for the emergence of f-m)

هناك مجموعة من العوامل والدوافع ساهمت بشكل كبير في ظهور الأسواق المالية، كآلية مهمة في تعبئة الموارد المالية، سواء على مستوى المؤسسات والشركات الاقتصادية، او على

مستوى الدول والحكومات، وذلك لدفع عجلة التنمية لديها، ومن اهم الأسباب التي أدت الى ظهور الأسواق المالية ما يلي:

1- ظهور المعاملات المصرفية، في أواخر القرون الوسطى، وخاصة في إيطاليا، ودخول أدوات نقدية جديدة حيز التنفيذ، كالكمبيالة والسندات الاذنية.

2- ازدهار التعاملات المالية، وذلك بظهور البورصات في العالم، اذ كان أولها في انفر في (بلجيكا) عام 1536، ثم في أمستردام عام 1608، وبعدها في لندن عام 1666، ثم في باريس عام 1808، وبعد ذلك نشأت في القرنين التاسع عشر والعشرين المراكز المالية الدولية، على غرار المركز المالي في لندن و وول ستريت في الولايات المتحدة الامريكية.

3- ادى ظهور الثورة الصناعية والنهضة التكنولوجية، الى توسع المشاريع الاستثمارية، ونطاق المعاملات التجارية خارج الحدود المحلية للدول.

4- الحاجة الى التمويل أدت الى ظهور الشركات المساهمة الضخمة، والتي اتاحت للأفراد المشاركة في راس مال الشركات، وبما يكفل لها التمويل اللازم للنشاطات الاستثمارية.

5- هيمنة النظام الاقتصادي الرأسمالي، والذي يدعو الملكية الفردية لوسائل الإنتاج، وللتوسع في النشاط الاقتصادي، من خلال زيادة الاهتمام بالاستثمارات التي تتطلب موارد مالية كبيرة، تفوق قدرات وامكانيات الافراد، والتي تستدعي البحث عنها من مصادر إقليمية وجغرافية متعددة.

6- توسع الحكومات والشركات الكبرى في الاقتراض الخارجي، وذلك لتغطية العجز في التمويل الذاتي الموجه لتمويل التنمية الاقتصادية والمحلية، مما أسهم في ظهور مؤسسات دولية متخصصة في تمويل الدول.

7- زيادة الطلب من طرف الحكومات والشركات الكبرى، للحصول على العملات الأجنبية، لأداء التزاماتها المالية تجاه أطراف دولية، مما نتج عنه ظهور أسواق عالمية، للتداول على العملات الأجنبية.

8- تطور الأدوات المالية والنقدية، والمصدرة على المستوى الدولي، لغرض جلب، اما مساهمين جدد في المؤسسة، او تنويع مصادر الإقراض لديها، وكذلك اصدار الحكومات لأوراق الدين، لغرض تمويل خطط التنمية لديها. **(الغالي، عدنان، 2019: 33-35).**

9- ظهور البنوك كمؤسسات مالية، وفق قوانين واسس تحكمها، اذ أنشئ عام 1401 بنك برشلونة في اسبانيا، والذي كان يقبل الودائع ويخصم الكمبيالات، ثم أن أقدم بنك حكومي،

تأسس في البندقية في إيطاليا سنة 1587، ومن ثم جاء بعده بنك أمستردام في هولندا عام 1609، والذي انشاته بلدية أمستردام، لكي يتولى حسن تسيير الودائع، وبعدها ازدهرت اعمال البنوك وانتشرت في العالم بأشكالها المختلفة. **(القزويني، 2008: 26)**.

ثانياً: المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في الأسواق المالية (Economic variables affecting the financial markets)

يوجد العديد من المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في الأسواق المالية، لذلك ينبغي على المستثمرين متابعة تغيراتها بشكل دقيق ليتمكنوا من التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية ومن أهمها:

1- الناتج المحلي الإجمالي: (Gross domestic product)

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة في التأثير في الأسواق المالية، فزيادة الناتج المحلي تدل على ان الاقتصاد في مرحلة نمو وزيادة في الإنتاج، مع فرض ثبات معدل التضخم، فهذا يدل على انتعاش أسواق المال، وبالعكس

وقد اثبتت الدراسات وجود علاقة إيجابية بين الأسعار في الأسواق المالية والناتج المحلي الإجمالي، فاذا توقع المستثمرون ان الاقتصاد مقبل على حالة الانتعاش، فذلك امرا مشجعا للتوجه نحو شراء الأسهم، لأنّ هذه الحالة يترتب عليها زيادة أرباح المنشاة ومن ثم ارتفاع أسعار الأصول المالية، وبالعكس.

2- سعر صرف العملة: (Currency exchange rate)

يتأثر سوق الأوراق المالية بالتقلبات في أسعار الصرف والتي تعد من المخاطر السوقية التي تواجه الشركات، وذلك بسبب عوامل عديدة تتمثل في أسعار السلع وأسعار الصرف وأسعار الفائدة، وعليه عرف التعرض لمخاطر أسعار الصرف على انه حساسية سعر السهم للشركة مقاسا بالعملة المحلية للتعرف على قيمة العملة. **(المتولي،2021)**

3- عجز الموازنة العامة: (Public budget deficit)

تؤدي زيادة النفقات العامة في بلد معين على الإيرادات العامة، الى حدوث عجز في الموازنة العامة، وهذه الزيادة قد تكون ناتجة عن زيادة الطلب، وفي نفس الوقت يؤدي عجز الموازنة الى التضخم نتيجة لزيادة عرض النقود، وبالعكس في حالة خفض النفقات العامة والذي يؤدي الى انخفاض عرض النقود وانخفاض الطلب على السلع والخدمات، وهذا يؤدي الى حدوث اثار مباشرة او غير مباشرة في أسعار الأوراق المالية.

4- عرض النقد: (Money of supply)

يؤثر عرض النقد على الأسواق المالية، من خلال تأثيره على أسعار الأسهم المتداولة، فعند لجوء البنك المركزي الى فرض نسبة احتياطي قانوني على اجمالي الودائع لدى المصارف التجارية، فان هذا يؤدي الى انخفاض السيولة لدى هذه المصارف، وارتفاع أسعار الفائدة، وهذا يؤدي الى تجنب الافراد والمستثمرين من الاستثمار بالأسهم، ومن ثم انخفاض أسعارها في السوق المالية، ويحدث العكس في حالة توجه السلطة النقدية الى اتباع سياسة توسعية. **(مناحي، قمر، 2018: 174-175)**

ثالثاً: الفرق بين الأصول الحقيقية والأصول المالية:

تقاس الثروة المادية، لأي مجتمع بالقدرة الإنتاجية للاقتصاد، أي بقيمة السلع والخدمات التي ينتجها الاقتصاد، وتعتمد هذه القدرة الإنتاجية على الأصول الحقيقية المتوفرة في اقتصاد معين، من أراضي ومباني والآت ومعدات بالإضافة الى المعرفة الفنية لإنتاج السلع والخدمات، والعكس بالنسبة للأصول المالية والتي تشمل الأسهم والسندات، وهذه الأصول ليست اكثر من أوراق او قيود محاسبية، لا تسهم مباشرة في القدرة الإنتاجية للاقتصاد، وهي الأدوات التي تعطي لحاملها حق على الأصول الحقيقية التي تمثلها، وهو الدخل، والذي تنتجه الأصول الحقيقية او الدخل الذي تحققه الدولة "في حالة اذونات الخزانة".

وبينما تخلق الأصول الحقيقية الدخل الصافي للاقتصاد، فان الأصول المالية تحدد الكيفية التي يتم من خلالها توزيع هذا الدخل بين المستثمرين، وبما ان المستثمرين يستطيعون الاختيار بين استهلاك ثرواتهم، وبين توظيفها أي استثمارها، فاذا اختار المستثمرون استثمارها، فانهم قد يوظفوها في أصول مالية، وعبر شراء الأوراق المالية المختلفة، وقد تستخدم الشركات حصيلة بيع الأوراق المالية لشراء الأصول الحقيقية، كالمصانع والآلات وغيرها، ومن ثمّ يعتمد العائد الذي يحصل عليه المستثمرون في الأوراق المالية على الدخل المتحقق من الأصول الحقيقية الممولة من خلال بيع تلك الأوراق المالية. **(موصلي، سليمان، 2013: 13-14).**

المطلب الثالث: تقسيم الأسواق المالية: (Segmentation of the f-m)

تعددت اشكال الأسواق المالية نتيجة للتطورات الاقتصادية المتلاحقة، ويمكن تقسيم الأسواق المالية من حيث مدة استحقاق الأدوات المالية الى قسمين هما:

اولاً: سوق النقد: (Money market)

تتميز هذه الأسواق بإصدار وتداول الأوراق المالية القصيرة الاجل والقابلة للتداول والتحويل بسرعة الى سيولة نقدية، وتكون مدة استحقاقها اقل من سنة، وان الاستثمار في أدوات سوق النقد يكون أكثر امانا منه في سوق راس المال، وهذا يؤدي الى تقليل المخاطر المتعلقة بتدهور الأسعار، ومن اهم مؤسساتها البنك المركزي والبنوك التجارية، اما اهم الأدوات التي تتعامل بها في هذه السوق فهي: اذونات الخزينة، الأوراق التجارية، الودائع القابلة للتداول، القبولات المصرفية.

ومن اهم مزايا سوق النقد:

- انخفاض درجة المخاطرة النقدية، والمخاطر التي قد تنشا عن احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، وبما ان هذه الأوراق تتصف بالأجل القصير، فان أي تغير في أسعار الفائدة السائدة في السوق، سيكون تأثيره محدودا في الأسعار السوقية لهذه الأوراق، مما يجعل قيمتها الاسمية عند موعد استحقاقها شبه مستقرة.
- تدني درجة مخاطرة الدين ذاته، وهي تلك المخاطرة التي ترتبط باحتمالات عدم قدرة المدين على سداد دينه، وفي موعد استحقاقه، ولان الأوراق المتداولة في سوق النقد، التي تصدرها مؤسسات تتسم بملاءة عالية، وذات مراكز ائتمانية متدنية، فان احتمالات الديون المعدومة منخفضة جدا او شبه مستحيلة.

ان سوق النقد يلعب دورا فعالا على مستوى الاقتصاد القومي، من زاويتين هما:

أ- يلعب السوق النقدي دورا فاعلا في تخطيط السياسة النقدية للدولة، ويكون ذلك من خلال دور البنك المركزي، اذ يؤثر البنك المركزي في السوق من خلال عاملين:

- **العامل الأول:** وهو المتعلق بسياسة إعادة الخصم، ويكون ذلك بقيام البنك المركزي بخصم ما لدى البنوك التجارية من كمبيالات واذونات صرف مقابل فائدة معينة.
- **العامل الثاني:** وهو المتعلق بعمليات السوق المفتوحة، ويكون من خلال قيام البنك المركزي ببيع الأوراق المالية الحكومية او شراء الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد وسوق راس المال.

ب- السوق النقدي الفعال يعمل على خلق سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الاجل، وهذا من شانه ان يخفض تكاليف التمويل القصيرة الاجل، وبالتالي زيادة معدل دوران راس المال العامل، لدى المشروعات الاقتصادية المتعددة الأنشطة، وهذا يؤدي الى زيادة الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات. **(عبد الحليم، 2013: 35-36).**

ثانياً: سوق راس المال (Capital market)

هي سوق تمثل المؤسسات والافراد الذين يتعاملون بالأدوات المالية الطويلة الاجل كالأسهم والسندات، وان مدة استحقاقها تتجاوز السنة، ولها أهمية في مجال التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال تجميع المدخرات من مصادرها المختلفة وإعادة استثمارها في مجالات الاستثمار طويلة الاجل وتنقسم هذه الأسواق الى: أسواق العقود الآجلة (المستقبلية) والأسواق الحاضرة (الفورية). **(مسعودي، 2012: 4)**

يقصد بأسواق العقود المستقبلية وهي أسواق يتم التعامل فيها بالأوراق المالية، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في وقت لاحق.

اما سوق راس المال الفورية فيقصد بها تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها في أوراق مالية متوسطة وطويلة الاجل، يتم فيها تسليم واستلام الورقة المالية محل الصفقة في اليوم نفسه او من خلال فترة وجيزة، ويتفرع منها سوقان هما:

1- **السوق الأولية:** ويتعامل في هذه السوق بالإصدارات الجديدة، سواء لتمويل المشروعات الجديدة او التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأسمالها، وهذا يعطي فرصة لجميع الافراد والهيئات من خلال مدخراتهم للمشاركة في توفير الأموال، اذن السوق الأولية تعني العلاقة بين مقدمي الأموال المكتتبين وبين المشروعات المختلفة.

2-**السوق الثانوية:** هي المكان الذي يتم فيه التداول بالأسهم والسندات المالية على اختلاف أنواعها، اذ يباع السهم الى المزايد الأعلى ويتم شراءه بأفضل سعر معروض. يختص هذا السوق بالتعامل بالأوراق المالية التي تم طرحها او إصدارها من قبل، سواء أكان ذلك مباشرة او بواسطة أحد المؤسسات المتخصصة ويطلق على هذه السوق بالبورصة.

اذ ان (البورصة) تعني المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية او البضائع بواسطة اشخاص متخصصين في هذا العمل، وتجري هذه المعاملات في أوقات محدده، وتعرف بانها اجتماع بين المتعاملين او تطلق على مجموع العمليات التي تتم اثناء هذا الاجتماع. **(سلطان، مفتاح، 2015: 23-24).**

وتقسم السوق الثانوية على قسمين هما:

أ- **السوق المنظمة:** وتسمى ايضاً (بورصة الأوراق المالية)، وهي تمثل الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية، وقد يكون لها مكان محدد، يتم فيه تداول هذه الأوراق، وتضع الدولة شروطاً معينة، يجب على أي شركة او مؤسسة استيفاؤها، حتى يتم قيد أسهمها او سنداتها في هذه السوق، وتتعلق مثل هذه القواعد والشروط عادة بعدد المساهمين وعدد الأسهم، وضرورة اصدار تقرير سنوي يتضمن الحسابات الختامية للشركة، معتمدة من محاسب قانوني، كذلك ان المتعاملون في هذه السوق، اما سماسرة يقومون ببيع وشراء الأوراق المالية لعملائهم مقابل عمولة معينة، او تجار يقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم، ويبيعون ما لديهم من هذه الأوراق أي من الأوراق المالية المخزونة لديهم، وكذلك فان السوق المنظمة الرسمية- كمكان للتعامل- يتم فيها أيضا تداول الإصدارات الجديدة، من الأوراق المالية. **(حسن، 1993: 47-48).**

ب-**الأسواق غير المنظمة:** يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة، وان هذه الأسواق ليس لها كيان مادي معلوم تجري فيه المعاملات، اذ تتم هذه الصفقات في (التلفون، الانترنيت، التلكس، الفاكس) الذي يجمع ما بين التجار والمستثمرين المنتشرين داخل الدولة، ويستطيع المستثمر ان يختار تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة.

هناك بعض التطبيقات الجديدة للأسواق الثانوية تتمثل بالآتي:

-السوق الأول: يتكون من السماسرة العاملين في البورصة.

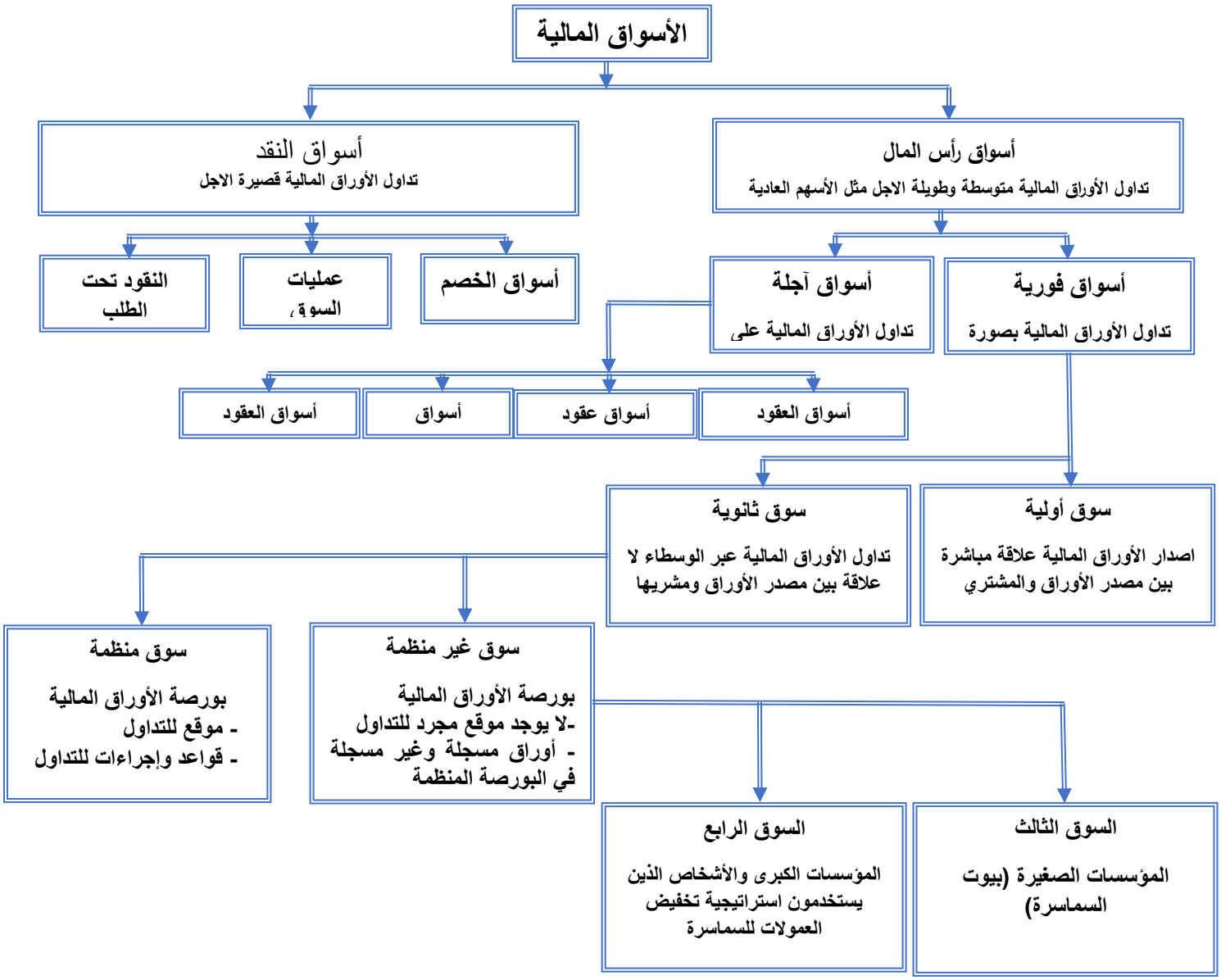
-السوق الثاني: يتكون من السماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمة، والعاملين المتواجدين في المصارف والمؤسسات المالية المختلفة.

-السوق الثالث: ويتمثل في بيوت السماسرة غير المسجلين في الأسواق المنظمة، وتتمثل في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة.

-السوق الرابع: وهو السوق الذي تتعامل فيه المؤسسات الكبرى مباشرة فيما بينها من دون الحاجة الى شركات السمسرة، بهدف تقليص النفقات باستبعاد عمولات وارباح السماسرة والتجار، اذ يتم التعامل بين الشركات من خلال شبكة اتصال الكترونية تدعى Instinet إذ يمكن من خلالها معرفة أسعار الأوراق المالية وحجم المعاملات. **(شندي، 2013: 159).**

شكل (2)

تقسيمات الأسواق المالية (الداغر،2005: 45)



ثالثاً: الأدوات المتداولة في سوق المال:

1. **أدوات سوق النقد: (Money market tools)** وتتمثل فيما يلي:

أ. **اذونات الخزينة:** وهي سندات قصيرة الاجل، تصدرها الحكومة (وزارة المالية) وتتراوح بين (3اشهر – سنة) وتصدر لتحقيق أغراض اقتصادية او لمواجهة عجز مؤقت في الموازنة خلال

السنة، وتتمتع بضمانات عالية وقليلة المخاطر، اذ ان احتمالية عدم السداد تنعدم فيها، فضلا عن سيولتها العالية.

ب. **الأوراق التجارية:** هي أدوات دين قصيرة الاجل، تصدر عن البنوك الكبيرة والشركات المعروفة مثل شركات التامين، اذ تقوم هذه الشركات بسداد احتياجاتها القصيرة الاجل عن طريق بيع الأوراق التجارية للوسطاء والبنوك الاستثمارية بدلا من اقتراضها من البنوك التجارية.

ج. **القبولات المصرفية:** عبارة عن امر بالدفع قصير الاجل، ذات مخاطر منخفضة، تصدره مؤسسة اقتصادية او مؤسسة تجارية للبنك الذي تتعامل معه لتسديد مبلغ معين خلال مدة زمنية معينة، تكون مدته في حدود 6 أشهر، وتستخدم القبولات المصرفية لتشجيع التجارة الخارجية. **(ال طعمة، 2014: 15-16)**

د. **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** وهي شهادات تصدرها المصارف التجارية، يشتريها الزبون من المصرف بمبلغ معين، لمدة تتراوح بين (6 أشهر – سنة) وهي عبارة عن شيك يصدر من المصارف التجارية، بمبلغ محدد ولفترة معينة وبفائدة معلومة، بإمكان حامله الاحتفاظ به لحين استحقاقه، او يمكن إعادة خصمه للحصول على السيولة.

هـ. **اتفاقيات إعادة الشراء:** تمثل أحد أساليب الاقتراض التي يتبعها التجار، والذين يتخصصون بشراء وبيع الأوراق المالية، وهي قروض قصيرة الاجل تكون مدة استحقاقها من يوم واحد الى أسبوعين، وان عقد هذه الاتفاقية يتم عن طريق قيام المستثمرين (مالكي الأوراق التجارية) بعرض هذه الأوراق للوسطاء الماليين، اذ يتم شراء الأوراق المالية من مالكيها ولكن بسعر مرتفع عن سعر البيع الأول، ويتم تحديد مدة زمنية من اجل تنفيذ تلك الاتفاقية. **(عسكر، 2020: 504-505)**

2. **أدوات سوق راس المال: (Capital market tools)** تتمثل فيما يلي:

أ. **الأسهم:** هي صكوك يثبت امتلاك الحائز عليها جزء من راس مال الشركة، لذا فهي تمثل الملكية الأساس في المنشاة، وهي الوسيلة الرئيسة للتمويل طويل الاجل خاصة راس المال، وتقسم الى قسمين:

أ -1. **الأسهم العادية:** وهو وثيقة تصدر عن شركة مساهمة معينة، بقيمة اسمية ثابته تضمن حقوقا متساوية لمالكيها، ويتم طرحها على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق المالية، كذلك يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية.

أ-2 -**الأسهم الممتازة:** تتوسط بين الأسهم العادية والسندات، وتجمع خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات من ناحية ثبات العائد، وتشبه الأسهم من ناحية حصولها على جزء من الأرباح، إذ يمثل السهم الممتاز، مستند ملكية وان كانت تختلف بعض الشي عن الملكية في السهم العادي. **(كمال، حليمة،2017: 251)**

أ-3- **السندات:** وهي نوع من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومات او المشروعات، ويتقاضى صاحبها فائدة نقدية محددة مسبقا، وتستمر على طول الفترة الزمنية المحددة للسند، وتتحملها الجهة التي قامت بإصداره. **(الشمري، 1988: 117)**.

وتعد السندات بمثابة عقد او اتفاق بين المنشاة "المقترض" والمستثمر "المقرض"، وبموجب هذا الاتفاق، يقرض الطرف الثاني مبلغا معينا الى الطرف الأول، والذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ مع الفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة، كذلك يقوم العقد على شروط أخرى لصالح المقرض، مثل رهن بعض الأصول الثابتة، ضمانا للسداد، او من خلال وضع قيود على اصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق. **(هندي، 2003، 31-32)**.

أ-4- **الأدوات او الأوراق المالية المشتقة:** يقصد بها الأدوات (العقود) التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة، أي تشتق قيمتها من قيمة الأدوات المالية الأساسية، وان وجود الأسواق المشتقة مرتبط بوجود الأسواق الحاضرة ما يتداول بها من أصول مالية، وتشمل عقود الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلات. **(قندوز، 2021: 22)**.

رابعاً: وظائف سوق راس المال: (Functions of capital market)

يطلق على هذه السوق بسوق تداول الأسهم او بورصة الأسهم او سوق الأوراق المالية، وتقوم بوظائف عدة من أهمها:

1- تسييل الأوراق المالية، وتوفير القدرة التسويقية للأوراق المالية، وتعد هذه الوظيفة من الوظائف الرئيسة لسوق الأوراق المالية، بوصفها توفر الاستمرارية لسوق الأوراق المالية، وتساعد على تسييل الأسهم وذلك من خلال قدرة المستثمر على تحويل الأسهم الى نقود، وفي أي وقت يشاء بسعر السوق، وهكذا يوفر السوق للمستثمرين الفرص لتغيير محافظهم الاستثمارية، عندما يرغبون بذلك من خلال البيع والشراء للأوراق المالية، اذ تكون السوق قد وفرت القدرة التسويقية للبيع والشراء.

2- تحديد السعر العادل، وهذا لا يمكن ان يتوفر الا من خلال السوق ذات المنافسة التامة، من خلال كثرة عدد البائعين والمشترين، وهنا لابد من توفر السوق المعلومات لكل الأطراف لصياغة قراراتهم بالشراء والبيع.

3- توفير مصدر طويل الاجل للتمويل، سواء للشركات او للحكومات او ربما للقطاع العام، فيكون السوق أداة لتوفير التمويل وتعبئة الموارد.

4- تراكم راس المال، وذلك من خلال عمليتين أساسيتين هما (الادخار والاستثمار)، ذلك ان السوق تعد الية لتعبئة الموارد بشكل مدخرات، وتوجيهها نحو الاستثمار عبر الأدوات المالية المعروفة بالأسهم.

5- تعكس هذه السوق النشاط الاقتصادي للدولة، ونظرا لأهمية قيامها ببيع وشراء الأسهم، فهي تعكس النشاط الاقتصادي للدولة. (**الجميل، 2018: 253-254**).

خامساً: المتعاملون في أسواق المال: (Dealers in the financial markets)

إنّ انشاء سوق للأوراق المالية يتطلب توفر شبكة من بيوت السمسرة ومؤسسات الوساطة والوسطاء فضلا عن الشركات التجارية والافراد، اذ تلعب هذه الأطراف جميعها دورا فعالا في خلق التعاملات وتنشيط حركة التداول ونقل الأوراق المالية بين مختلف أطراف السوق المالية.

ومن اهم الأطراف المتعاملة في الأسواق المالية:

1-**الشركات الكبرى: (Big companies)** وهي شركات مساهمة تتجمع لديها مبالغ كبيرة موزعة على أكثر من دولة واحدة، وتدار هذه الشركات من مجلس إدارة هدفه الحفاظ على درجة السيولة، فضلا عن تشغيل الفوائض المالية لتحقيق أكبر عائد ممكن، ومن هذه الشركات هي (شركات التامين، صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار المشتركة).

2-**البنك المركزي: (Central bank)** يعد البنك المركزي أحد اهم المؤسسات التي تتعامل بصورة مستمرة في أسواق المال، لتحقيق الأهداف الاقتصادية للدولة، والمتمثلة برفع معدلات النمو الاقتصادي والاستخدام الأمثل للموارد وتحقيق الاستقرار في مستوى الأسعار العام.

ويتلخص دور البنك المركزي في كل من السوقين الرأسمالي والنقدي بالآتي:

أ- توجيه السياسة النقدية.

ب- يقوم البنك المركزي بمراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.

ج- مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية.

د- اصدار النقد ومراقبة أسعار الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

3-المستثمرون والمضاربون: (Investors and speculators) ان بورصات الأوراق المالية العالمية تحتوي على العديد من المستثمرين والمضاربين، والذين يمارسون بيع الأوراق المالية وشرائها، لتحقيق اقصى الأرباح، ومن اهم هذه الفئات هم (المضاربون المحترفون والمضاربون الهواة والمتآمرون والمستثمرون والمحتاطون). **(ال طعمة، 2014: 8-11)**

4-البنوك التجارية: (Commercial banks) ان بروز دور البنوك التجارية كأحد المشاركين في الأسواق المالية والنقدية يظهر من خلال التركيز والنظر في الميزانية العمومية للبنك التجاري وخصوصا التركيز على بنود الموجودات والمطلوبات للبنوك، اذ تقوم البنوك التجارية بوظائف أساسية في سوق الخصم:

أ- توفر بيوت الخصم من خلال الاقتراض المباشر الأرصدة النقدية اللازمة لشراء الكمبيالات.

ب- تقوم البنوك بشراء الكمبيالات والاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها.

ج- الحصول على اعلى عائد ممكن مع عدم الافراط بدرجة السيولة الملائمة والمقدرة على الوفاء والسداد.

5-الافراد: (People) تعدّ الحسابات الجارية للأفراد من اهم الأمثلة على تعامل الافراد داخل السوق النقدي وبعض الحسابات الأخرى مثل الحساب تحت الطلب والودائع لأجل وبعض أدوات الاستثمار قصيرة الاجل داخل السوق النقدي.

6-المؤسسات والشركات المالية: (Financial institutions and companies) وهي مؤسسات تعمل داخل الأسواق النقدية لأنها تحاول الوصول الى درجة عالية من السيولة، وذلك لتامين نفسها لتسديد التزاماتها مع مراعاة الحصول على اعلى عائد ممكن لمجموع استثماراتها، وعليه فهي مؤسسات تقوم بالوساطة المالية وكذلك تقوم ببعض الاعمال الاستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتغطية والتعهد ولها مصادر تمويل مختلفة، كالودائع التي تشمل شهادات الإيداع والتوفير لأجل وراس المال المدفوع والاحتياطيات والعمولات ويتلخص دورها في:

أ- تعبئة المدخرات المالية.

ب- خلق فرص استثمارية.

ج- التقارب بين الطلب والعرض في عمليات السوق المالي. **(سلطان،2015: 32-33).**

المطلب الرابع: كفاءة الأسواق المالية:

اولاً: مفهوم كفاءة الأسواق المالية: (The concept of efficient financial markets)

لقد أصبحت الأسواق المالية تجذب الكثير من المستثمرين، نظرا لما تحققه من أرباح، اذ أصبحوا يودعون مبالغ ضخمه فيها، وهذ الامر يقتضي توفر البيانات والمعلومات حول السوق، لما له من أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين، اذ يجب توفير البيانات والمعلومات المالية وغير المالية والمتعلقة بالشركات التي يتم تداول الأدوات المالية فيها، بالإضافة الى اعتماد المستثمرين على مؤشرات أداء الأسواق المالية، والتي توضح اتجاه أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق.

وقبل التطرق الى مفهوم كفاءة الأسواق المالية، لابد لنا ان نتطرق الى مفهوم الكفاءة بشكل عام، والتي تعني القدرة على الإنجاز، وكذلك تعبر عن فاعلية الأداء للشيء الصحيح في المكان والوقت المناسبين. **(أبو السعود، 2004: 182)**.

هنالك علاقة وثيقة بين مفهوم كفاءة السوق المالية والبيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركات المصدرة للأسهم، وبهذا فان السوق المالية الكفؤة تعني (توفر المعلومات الجديدة بشكل سريع ومناسب وواسع للمستثمرين، وان هذه المعلومات تضم ما هو معروف ومناسب لتقييم الأوراق المالية، والتي تنعكس على أسعارها، وهذا بدوره يساعد في تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية. **(العامري، 2001: 116)**.

وهنالك عدد من الشروط التي يجب توفرها في السوق المالية كي يكون سوقا كفوءً:

1- توفر كافة المعلومات ولجميع المستثمرين في الوقت نفسه دون تكاليف.
2- عدم وجود قيود على التعامل، مثل تكاليف المعاملات او الضرائب وغيرها.
3- وجود اعداد كبيرة من المستثمرين، اذ ان تصرف أي منهم لا يؤثر تأثيرا ملموسا في أسعار الأسهم.
4- يجب ان يتصف المستثمرون بالرشد، اذ انهم يسعون الى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها، نتيجة استغلال ثرواتهم.

بالإضافة الى هذه الشروط، فان تحقيق الكفاءة للأسواق المالية يتطلب توفر سمتين أساسيتين ايضاً هما: كفاءة التشغيل (operational efficiency) وكفاءة التسعير (pricing efficiency). **(هندي، 2010: 10)**.

فكفاءة التشغيل تعني قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب، دون ان يتكبد المتعاملون فيها تكاليف باهضه للوسطاء الماليين، ودون إعطاء الفرصة لصناع السوق ان يحققوا ارباحاً طائلة، أي ان نجاح السوق المالية يتوقف بالدرجة الأولى على تقليل التكلفة، اما كفاءة التسعير فتعني ان الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة بالكامل في جميع الأوقات، والتي لها أهمية كبيرة في تقييم الأوراق المالية، وهذا يعني ان المعلومات الجديدة تصل الى المتعاملين في السوق بصورة سريعة جدا وباقل التكاليف ودون فاصل زمني، أي تكون الفرصة نفسها متاحة للجميع لتحقيق الأرباح، دون تحقيق أي منهم للأرباح على حساب الاخر. **(القريشي، 2015: 43)**.

ثانياً: مستويات كفاءة الأسواق المالية: (Efficiency levels of financial markets)

هنالك ثلاثة مستويات لكفاءة السوق المالية وهذه المستويات هي:

1- **الكفاءة الضعيفة: (Weak efficiency)** في هذا المستوى من كفاءة السوق، نجد ان أسعار الأسهم الحالية، تعكس كافة المعلومات التاريخية العامة والمتعلقة بالشركة، اذ ان المعلومات واتجاهات الأسعار الماضية، لا تستخدم في التوقعات بالنسبة لأسعار الأسهم الحالية او المستقبلية، لذا تسمى بالكفاءة الضعيفة.

2- **الكفاءة متوسطة القوة:(Efficiency medium strength)** تعني ان أسعار الأوراق المالية، تعكس بصورة كاملة كافة المعلومات العامة المتاحة، سواء كانت هذه المعلومات تتعلق بالظروف الاقتصادية المحلية او الدولية او ظروف الشركة الداخلة في السوق المالي، اذ ان السعر يتوقف على المعلومات المتاحة ومن ذلك فان المستثمر لن يحقق ارباحاً غير عادية على حساب الاخرين، اذ تستجيب أسعار الأسهم مباشرة لهذه المعلومات، ونتيجة لهذ تتساوى القيمة الحقيقية للسهم مع سعره. **(القريشي، مصدر سبق ذكره، 43-44)**.

3- **الكفاءة القوية: (Strong efficiency)** يشير هذا المستوى الى ان أسعار الأوراق المالية تتبنى سعرا جاريا للأصل المالي، يعكس المعلومات المتاحة العامة والخاصة التي تستخدم في تحديد قيمة الأصل في السوق. لذا فان المعلومات التي تتوفر في ظل هذه الصيغة، تشمل المعلومات التي تتدفق الى السوق، بما فيها المعلومات التي ينظرون اليها بانها سرية، ومن ثمّ فان السعر يعكس جميع المعلومات، فاذا كانت هذه المعلومات ذات

طبيعة سرية اذاً ستكون عديمة الفائدة، لأنها ستأخذ طريقها الى السوق بصورة اكيدة، ومن ثم ستنعكس على الأسعار الجارية وبسرعة عالية. **(الحسناوي، 2017: 83)**.

ثالثاً: الشروط الضرورية لإنشاء الأسواق المالية: (Necessary conditions for the establishment of f-m)

لكي يتم انشاء سوق مالي ناجح، لابد من توافر بعض المتطلبات الأساسية، والتي يمكن اجمالها في الاتي:

1- من خلال تشجيع الدولة للادخار، والذي يعد حاضنة العمليات الاستثمارية المنتجة التي تتم من خلال تشغيل المؤسسات الإنتاجية والمالية المختلفة.
2- توفر عدد مناسب من المؤسسات المالية في الدولة، والتي تسهم في جذب مدخرات الافراد، وتقوم بعمليات تمويل المستثمرين من اجل تنفيذ مشروعاتهم المختلفة.
3- توفير الضمانات الكافية، والتي تمكن من تحويل المدخرات الى استثمارات دون عقبات وتعقيدات حكومية.
4- توفر البيئة المالية السليمة، والتي تتطلب وجود أجهزة رقابية فعالة تهتم بالضبط المؤسسي والشفافية وتراقب أداء الأسواق المالية، من خلال تشريعات قانونية واضحة وملزمة.
5- توفر درجة مطمئنة من الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي داخل الدولة، وتساعد في جذب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخارات الخاصة الى استثمارات طويلة الاجل، من داخل وخارج الدولة.
6- الشفافية التامة، لإتاحة المعلومات والبيانات المتعلقة بالمؤسسات المالية، ونشرها بوسائل الاعلام المختلفة بالمستوى الذي يمكن كل مستثمر وكل مدخر من اتخاذ قراراته على يقين تام من دقة البيانات والمعلومات المفصح عنها. **(احمد، 2017: 25-26)**.

رابعاً: عوامل نجاح الأسواق المالية: (Success factors of financial markets)

1- عدم افشاء المعلومات للمستثمرين، وذلك من اجل المحافظة على استقرار الأسعار في الأسواق المالية.
2- تنظيم المعاملات التجارية، وذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.
3- تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية، وذلك بالتزامها بالأنظمة والقوانين.

4- انشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدولة، تمهيدا لخلق السيولة الكافية بالنسبة للمدخر والمستثمر، لذلك فان نجاح أي سوق مالي، لابد من نشر بيانات ومعلومات عن الشركات القائمة والحديثة، وبيان أسعار اوراقها المدرجة في السوق، مما يؤدي الى جذب رؤوس الأموال اليها.

5- جعل الادخار اختياريا وليس اجباريا. **(دهان، 2013: 7)**.

6- اصدار القوانين والنظم واللوائح، والخاصة بتنظيم الأسواق المالية من الجهات التشريعية بالدولة، اذ يجب ان تتسم بالمرونة الكافية، لتسهيل عمليات التداول المشروعة.

7- تنوع أدوات الاستثمار في السوق، من أسهم وصكوك وسندات وصناديق استثمار، بحيث تتيح خيارات متعددة امام المستثمرين والمدخرين، للتعامل فيها وفق رغباتهم.

8- ارتفاع نسبة الوعي الادخاري عند الافراد، وانتشار ثقافة الأوراق المالية.

9- عدم وجود قيود غير ضرورية، تحد من حرية التداول في السوق، خصوصا فيما يتعلق بتداول الأجانب والقيود على حركة راس المال الأجنبي.

10- توافر نظم المعلومات المالية الحديثة، التي تمكن من التعرف على المركز المالي الحقيقي للشركات والمؤسسات المالية.

11- وجود عدد مناسب من شركات المساهمة العامة الناجحة الرابحة، كالبنوك والصرافات وشركات الاستثمار وشركات التامين.

12- الموقع الجغرافي للسوق المالي، ومدى ارتباطه بالأسواق الدولية، يلعب دورا مهماً في نجاحه.

13- وجود الحوافز الربحية، والتي تمكن المستثمر من الحصول على عائد جزاء استثماراته، فهذه أيضا لا غنى للسوق عنها، فهي الرافعة لحركة ومستوى التداول بالسوق المالية. **(احمد، مصدر سبق ذكره: 26-27)**.

المبحث الثالث/العلاقة بين سعر الصرف وأسواق المال وفقاً للنظرية الاقتصادية

مقدمة:

تعاني كل اقتصاديات العالم من آثار التقلبات الحادة في سعر صرف العملات على المستوى الدولي، نتيجة انهيار نظام بريتون وودز بسبب ارتباط الدولار بالذهب، و تبنى معظم الدول الكبرى نظام سعر الصرف العائم الذي تتميز أسعار الصرف في ظله بتقلبات مستمرة، وما يترتب عن ذلك من آثار سلبية بالغة الأهمية في معظم المؤشرات الاقتصادية ومنها مؤشر سوق الأوراق المالية، حيث يواجه المستثمر خلال عملية الاستثمار في الأوراق المالية مخاطر نظامية وأخرى غير نظامية تتماشى طردا مع العوائد، كما يهدف إلى تعظيم قيمة الشركة لأن بقاءها مرهون بتراكم الثروة. ولذا كان حريا به توجيه مختلف قراراته المالية لتحقيق ذلك بالتركيز على قيمة الأوراق المالية، باعتبارها الوجه الحقيقي لقيمة الشركة، حيث تتأثر قيمة الأوراق المالية بعدد كبير من المتغيرات، مما يؤدي إلى تغيرات أو تذبذبات في أسعارها إما بالارتفاع أو الانخفاض على المحيط الداخلي والمرتبطة أساسا بيد متخذي القرار أو المحيط الخارجي من تضخم وعرض النقود ومعدل الفائدة. ولما كانت هذه المخاطر لا بد من إدارتها كان لزام على المستثمرين في السوق المالي والقائمين على إدارة السوق المالية الإحاطة بتلك المتغيرات الكمية لمعرفة مدى تأثيرها على قيمة الأوراق المالية على مستوى الأسواق المالية. وتعد أسعار صرف العملات من أهم هذه المتغيرات، والتي تنتج مخاطرها من التقلبات في أسعار الصرف للعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية. وبذلك استحوذ موضوع أسعار صرف العملات اهتمام الأكاديميين والباحثين ومتخذي القرار على حد سواء، نتيجة لأهميته وعلاقته المباشرة بحركة رؤوس الأموال والمعاملات المالية مع العالم الخارجي، ومدى أثره على تنافسية الاقتصاد ككل. وإذا كانت الدول تهتم بأسعار الصرف لإعادة التوازن لموازين مدفوعاتها ودعم تنافسية الاقتصاد، فإن المؤسسات المالية والاقتصادية ذات العلاقة مع الخارج هي الأخرى تهتم بتطور أسعار الصرف وتتأثر بها، نظرا لتقلباته وتغيراته المستمرة التي تأثر سلبا على مختلف المؤشرات الاقتصادية والمالية، وبذلك يعدّ سعر الصرف متغيراً مهماً يترصد له العديد من المستثمرين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية فيما يخص محافظهم الاستثمارية.

يؤدي سعر الصرف دورا مهماً سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي لأنه يمثل أحد المتغيرات الأساسية التي تساهم في إحداث التوازن أو عدمه على مستوى الاقتصاد الكلي، ومن ثمّ فان سياسة سعر الصرف والنظام المنتهج من طرف السلطات النقدية كفيلة بحماية الاقتصاد

المحلي من الصدمات التي تنتج جراء التقلبات الحادة التي تعرف بها أسعر الصرف نظرا لحساسيته الشديدة بمختلف الأحداث على الصعيد المحلي والعالمي خاصة في ظل أسعار الصرف المعومة.

من جهة أخرى تحظى الأسواق المالية بمكانة هامة في الاقتصاد المعاصر، نظرا للدور البارز التي تؤديه والمتمثل في جمع وتعبئة المدخرات المالية، أي تحويل الفوائض المالية من أصحابها إلى وحدات اقتصادية تعاني من العجز المالي والتي لها القدرة والرغبة في الاستثمار من خلال مختلف الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي. ونظرا لتشعب العلاقات الاقتصادية وظهور العولمة المالية أصبحت الأسواق المالية سوق واحدة متعددة الجنسيات باحتوائها على شركات ومؤسسات دولية تعتمد على آلية سعر الصرف في تسوية معاملاتها، ولتأدية مختلف تداولاتها.

تعد تقلبات أسعار الصرف من المخاطر السوقية التي تواجه الشركات المساهمة إذ تنشأ المخاطر السوقية (النظامية) بسبب حساسية تلك الشركات للتقلبات لعوامل عديدة تتمثل في أسعار السلع وأسعار الصرف وأسعار الفائدة، وتؤدي قوى السوق دوراً كبيراً في تحديد تلك العوامل، وقد تكون تقلبات أسعار الصرف مصدراً لمخاطرة إضافية أو أن تخفض تلك المخاطرة وذلك يعتمد على حجم تلك التقلبات واتجاهاتها، وعليه فقد عُرّف التعرض لمخاطر أسعار الصرف على أنه حساسية سعر السهم للشركة، مقاساً بالعملة المحلية، للتغير في قيمة تلك العملة (**المعموري ، الزبيدي، 2014 : 137**) .

أدت الموجة الاخيرة من تقلبات أسعار الصيرف وما رافقها من تدهور في أسعار الأسهم، في اغلب الأسواق العالمية، إلى توجيه الانتباه نحو طبيعة واتجاه العلاقة بين أسواق الصرف الأجنبي وأسواق الأوراق المالية.

وفي الحقيقة فان تقلبات أسعار الصرف ناشئة مبدئياً عن اعتماد سياسة اسعار الصرف المرنة في البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء. والهدف من إعطاء هذه المرونة هو مواجهة الصدمات الخارجية التي تعرض لها الاقتصاد الوطني بين الحين والاخر، إذ تساعد مرونة اسعار الصرف على تصحيح الاختلال الناجم عن الصدمات الخارجية بشكل تلقائي. لذا أصبح سياسة سعر الصرف المرن البديل المفضل لدى الكثير من صناع السياسة الاقتصادية الذين لا يحبذون مواجهة هذه الصدمات عبر السياسات الاقتصادية التي تحتاج الى مزيداً من الوقت والكلفة (**آل طعمة، 2013: 368**).

مع ذلك، كان لاندماج أسواق الأوراق المالية والانفتاح الاقتصادي والمالي وحرية حركة رأس المال الأثر المباشر في ارتفاع حدة التقلبات في هذه الاسواق.

المطلب الأول: العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الاسهم

على المستوى النظري، لا يوجد إجماع حول طبيعة واتجاه العلاقة الرابطة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم، مع ذلك، غالباً ما يتم الاستعانة بنماذج الاقتصاد الكلي المفتوح لتفسير وتحليلٌ الارتباط المفترض بين المتغيرات المذكورة، فقد تم تقديم العلاقة بين سوق سعر الصرف وسوق الأوراق المالية من خلال ثلاثة مناهج: المنهج الأول سوق السلع أو النموذج الموجه نحو التدفق (Flow-Oriented Model) والمنهج الثاني يسمى منهج توازن المحفظة أو النموذج الموجه نحو الأسهم (Stock-Oriented Model)، أما المنهج الثالث فهو المنهج النقدي The Monetary Approach

أولاً. منهج السوق السلعية:

يركز هذا المنهج، الذي طور على يد كل من (Dornbusch & Fischer, 1980 and Gavin, 1989)، على الارتباط القائم بين أسعار الصرف من جهة وميزان الحساب الجاري Current Account Balance من جهة أخرى، وأثر ذلك في سلوك أسعار الأسهم. إذ يفترض هذا الاتجاه بان تقلبات سعر الصرف تنعكس في القدرة التنافسيةٌ للشركات Competitiveness of a Firmومن ثم في ميزان الحساب الجاري، مما ينعكس تباعاً على المتغيرات الاقتصادية والمالٌة للبلد المعني. فانخفاض سعر صرف العملية المحلية يٌؤدي إلى تعزيز القدرة التنافسية للشركات المحلية في الأسواق الدولية، نظراً للانخفاض النسبي في أسعار صادراتها. فلو افترضنا بقاء العوامل الأخرى ثابتة، فان انخفاض قيمة العملة غالباً ما يؤدي إلى تعزيٌز القدرة التنافسيةٌ للشركات المحلية في الأسواق الدولية، مما يدفع إلى زيادة الطلب على منتجات هذه الشركات وبالتالي زيادة مستوى ما تحققه من انتاج وأرباح، الأمر الذي سيؤثر ايجابياً في أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم التابعة لتلك الشركات.

وفي منهج سوق السلع (Goods Market Model)، تتأثر القدرة التنافسية والموازين التجارية الدولية بعدم الاستقرار في سعر الصرف مما يؤثر على الدخل الحقيقي المحلي والإنتاج. يتفاعل سوق الأوراق المالية المحلي مع تغيرات أسعار الصرف. وهكذا فإن الدخل المستقبلي، وابتكارات أسعار الفائدة، وقرارات الاستثمار والاستهلاك الحالية مرتبطة بالتقلبات في أسعار الأسهم وأسعار الصرف.

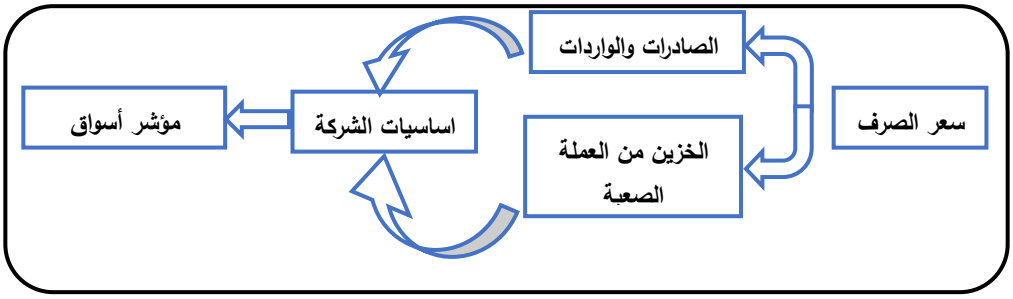
ويشير منهج سوق السلع إلى أن التغيرات في أسعار الصرف تؤثر على القدرة التنافسية للشركات المساهمة وبالتالي على أرباحها وأسعار أسهمها. انخفاض قيمة العملة المحلية يجعل

تصدير السلع أرخص وقد يؤدي إلى زيادة الطلب والمبيعات الأجنبية. ومن ثمّ، فإن قيمة الشركة المصدرة ستستفيد من انخفاض قيمة عملتها المحلية. من ناحية أخرى، بسبب انخفاض الطلب الأجنبي على منتجات الشركة المصدرة عندما ترتفع قيمة العملة المحلية، سينخفض ربح الشركة وكذلك أسعار أسهمها. في المقابل، بالنسبة للشركات المستوردة، فإن حساسية قيمة الشركة لتغيرات سعر الصرف هي عكس ذلك تمامًا. يؤدي ارتفاع قيمة (انخفاض) العملة المحلية إلى زيادة (نقص) قيمة الشركة للشركات المستوردة. فضلاً عن ذلك، تؤثر التغيرات في أسعار الصرف على تعرض الشركة للمعاملات، أي أن حركة سعر الصرف تؤثر على الدائنين المستقبليين للشركة (أو المستحقات) المقومة بالعملة الأجنبية. بالنسبة للمصدر، يؤدي ارتفاع قيمة العملة المحلية إلى تقليل الأرباح، بينما يؤدي انخفاض قيمة العملة المحلية إلى زيادة الأرباح. علاوة على ذلك، يمكن أن تتأثر أسعار الأسهم بتحركات أسعار الصرف لأن مثل هذه التحركات ستؤدي إلى تدفقات حقوق الملكية. **(SHAPIRO,1975: 485-501)**

يعتمد منهج السوق السلعية على منظور أن سعر الصرف يتأثر بميزان الحساب الجاري للبلد أو الميزان التجاري. وفقاً للشكل (3)، سيؤدي ارتفاع قيمة عملة الدولة إلى انخفاض تكلفة شركات الاستيراد وارتفاع تكلفة مؤسسات التصدير، مما سيؤثر على عمل الشركات وينعكس في النهاية على سعر السهم. من ناحية أخرى، سيؤثر تغيير سعر الصرف على قيمة الأصول والخصوم الخارجية، مما يؤدي إلى انخفاض كليهما، ومن ثم التأثير على الوضع الأساسي وسعر سهم الشركة. بناءً على النموذج الموجه نحو التدفق، فإن تأثير سعر الصرف على سعر السهم غير مؤكد، ويتم تحديد الاتجاه النهائي للتأثير من خلال درجة التأثير الإيجابي والسلبي. على الرغم من أن النموذج الموجه نحو التدفق يؤكد على تأثير التجارة وحساب رأس المال، إلا أنه يأخذ في الاعتبار تأثير سعر الصرف على مؤشر الأسهم فقط، بينما يتجاهل الاتجاه المعاكس. لذلك، فقط عندما يكون الحساب الجاري قابلاً للتحويل، يمكن للنموذج الموجه نحو التدفق شرح تأثير سعر الصرف على مؤشر الأسهم. فضلاً عن ذلك، إذا كان كل من الحساب الجاري وحساب رأس المال قابلين للتحويل، فيمكن للنموذج الموجه نحو التدفق أن يشرح بشكل كامل تأثير سعر الصرف على مؤشر الأسهم **(Yuan, Xiaoyu, Yan Shi, Chan, 2017: 3)**

الشكل (3)

منهج السوق السلعية



Source: Jiahong Yuan, Xiaoyu Li, Yan Shi, Felix T. S. Chan, Junhu Ruan1, and Yuchun Zhu, Linkages between Chinese Stock Price Index and Exchange Rates-An Evidence from the Belt and Road Initiative, IEEE, VOLUME XX, 2017, page 3.

ويخلص هذا المنهج إلى التأكيد على وجود علاقة عكسيةٌ Negative Relationship بين حركة سعر الصرف وسلوك أسعار الأسهم تنطلق من الأول باتجاه الاخير. مع ذلك، فان التأثير المنتظر لأسعار الصرف على أسعار الأسهم، طبقاً لمنهج السوق السلعية، يعتمد على جملة من العوامل أهمها درجة الانفتاح الاقتصادي ونظام الصرف المتبع ودرجة تطور الأسواق المالية، فضلاً عن نسبية الصادرات إلى الاستيرادات للشركات المحلية، إذ يؤكد هذا المنهج بأن السببية تمتد من سوق الصرف إلى سوق الأوراق المالية (**Lakshmanasamy T, 2021:248**).

ثانياً. منهج توازن المحفظة:

أما المنهج الثانيً منهج توازن المحفظة Portfolio Balance Approach فقد طوّر على يٌد كيل من(Branson, 1983 and Frankel, 1983) وعلى عكس المنهج السابق، يولي منهج توازن المحفظة اهتماماً كبيراً لتعاملات حساب رأس المال في تفسير العلاقة المفترضة بين حركة سعر الصرف وأسعار الأسهم في الاقتصادات المفتوحة. ويشير هذا المنهج إلى وجود علاقية طردية بين أسعار الأسهم وتقلبات أسعار الصرف في الاقتصاد الكلي المفتوح، بافتراض الحرية التامة لحركة رأس المال وأسعار الصرف المرنة. إذ يعد هذا المنهج إن تنويع المحفظة دولياً International Diversification وتحركات سعر الصرف المحلي دالة لتوازن العرض والطلب على الأصول المحلية. فحدوث ارتفاع في أسعار الأسهم يؤدي إلى ارتفاع في قيمة العملية المحلية Appreciation of Domestic Currencyعن طريق قناة مباشرة وأخرى غير مباشرة.

تنص القناة المباشرة Direct Channel إلى أن ارتفاع أسعار الأسهم يحفز المستثمرين الأجانيب على اقتناء الأصول المحلية مما يٌؤدي إلى تدفق رأس المال للداخل Capital Inflows. ولشراء الأصول المحلية – وتحديداً الأسهم– لابد من استبدال العملات الاجنبية بالعملة المحلية،

مما يؤدي الى زيادة الطلب على العملية المحلية مقابل زيادة المعروض من العملات الاجنبية. التحولات المذكورة في طلب وعرض العملية المحلية والعملات الاجنبية تؤدي إلى رفع قيمة العملة المحلية للبلد.

أما القناة غير المباشرة Indirect Channel فيمكن عرضها عن طريق سلسلة السببية Causality Chain الاتية:

يؤدي ارتفاع أسعار الأصول المحلية) وتحديداً الأسهم (إلى إحداث نموّ في حجم الثروة Growth of Wealth، مما يزيد من طلب المستثمر نٌ على النقود، وتدفع زيادة الطلب على النقود Demand for Money أسعار الفائدة المحلية باتجاه الصعود. وبافتراض حرية حركة رأس المال ومرونة سعر الصرف، يُؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية إلى الاقتصاد المحلي، ويزداد مستوى الطلب على العملة المحلية، لأجل اقتناء الاصول المحلية) خاصة السندات (والاستفادة من معدلات الفائدة المرتفعة، مما يفضي في النهاية إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية.

ففي منهج توازن المحفظة، يوازن سعر الصرف بين الطلب على الأصول وعرضها. نظراً لأن الأسهم تشكل مكوناً مهماً من الأصول المالية وتستند قيمها الحالية إلى القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المستقبلية، وبطبيعة الحال، تتأثر التحركات في أسعار الأسهم بتوقعات قيم العملات النسبية. لذلك، فإن ديناميكيات الصدمات أو الابتكارات في كل من أسعار الأسهم وسعر الصرف مترابطة بشكل عرضي.

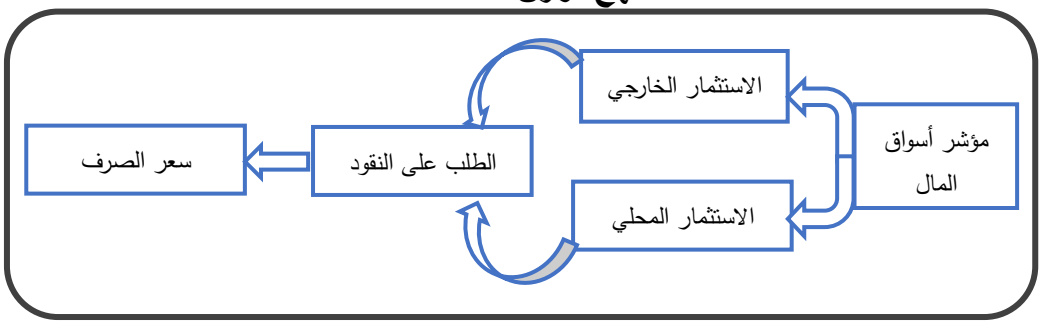
وفقًا لمنهج توازن المحفظة، يتم تحديد أسعار الصرف، مثل جميع السلع، من خلال آلية السوق. من شأن سوق الأوراق المالية المزدهر أن يجذب تدفقات رأس المال من المستثمرين الأجانب، وبالتالي يتسبب في زيادة الطلب على عملة البلد والعكس صحيح. نتيجة لذلك، يرتبط ارتفاع (انخفاض) أسعار الأسهم بارتفاع (انخفاض) أسعار الصرف. علاوة على ذلك، يمكن أن يزداد الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية في بلد ما بمرور الوقت بسبب فوائد التنويع الدولي التي سيكسبها المستثمرون الأجانب. بالإضافة إلى العوائد، يمكن أن تحدث تدفقات رأس المال بسبب مناخ الاستثمار الأقل خطورة في بلد ما. إن تحسين مناخ الاستثمار في أي بلد مثل النظام السياسي المستقر والنظام القانوني العادل والانفتاح المالي والتحرير سيؤدي إلى تدفقات رأس المال وزيادة قيمة العملة. علاوة على ذلك، قد تؤثر التحركات في أسعار الأسهم على أسعار الصرف لأن ثروة المستثمرين وطلب النقود قد يعتمد على أداء سوق الأوراق المالية. على سبيل المثال،

خلال وقت الأزمة، قد يحدث تفكك مفاجئ لمطالب الأصول بسبب سلوك الرعي لدى المستثمرين أو فقدان الثقة في الاستقرار الاقتصادي والسياسي. وعادة ما ينتج عن هذا التفكك تحول في تفضيل المحفظة من الأصول المحلية إلى الأصول المقومة بعملات أخرى، مما يعني انخفاض الطلب على النقود. سيؤدي هذا إلى انخفاض في سعر الفائدة المحلي مما يؤدي بدوره إلى تدفقات رأس المال الخارجة مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة(**Botta,2018: 1-39**) .

على العكس من ذلك، يوضح الشكل (4)، وفقًا لمنهج توازن المحفظة، إن السببية تمتد من سوق الأوراق المالية إلى سعر الصرف. تدعي أن تغيير مؤشر الأسهم سيؤثر على سلوك المستثمرين المحليين والأجانب، مما سيؤدي إلى تذبذب الطلب على النقود، ويؤثر في النهاية على سعر الصرف. الزيادة المستمرة في سعر السهم ستجذب تدفق رأس المال الأجنبي. يؤدي هذا إلى زيادة الطلب على العملة المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية. أيضًا، ستؤدي الزيادة في سعر السهم إلى زيادة ثروة المستثمرين، مما أدى في النهاية إلى زيادة الطلب على العملة المحلية وارتفاع قيمة العملة المحلية. يؤكد النموذج الموجه نحو الأسهم على أن حسابات رأس المال والحسابات المالية هي العوامل الرئيسية التي تسبب تغيرات سعر الصرف. إنه يأخذ في الاعتبار تأثير مؤشر الأسهم على سعر الصرف فقط ويعتقد أن مؤشر الأسهم الأقوى سيجلب عملة محلية أقوى. عندما يكون حساب رأس المال لدولة ما قابلاً للتحويل بحرية، سيكون لمؤشر الأسهم تأثير كبير جدًا على سعر الصرف(**Jiahong Yuan and others, 2017: 3**) .

الشكل (4)

منهج توازن المحفظة



Source: Jiahong Yuan, Xiaoyu Li, Yan Shi, Felix T. S. Chan, Junhu Ruan1, and Yuchun Zhu, Linkages between Chinese Stock Price Index and Exchange Rates-An Evidence from the Belt and Road Initiative, IEEE, VOLUME XX, 2017, page 3.

وهكذا، خلص نموذج توازن المحفظة إلى وجود علاقة طردية Positive Relationship بين أسعار الأسهم وتقلبات أسعار الصرف، مع التأكيد على أن اتجاه السببيةٌ سيكون من سوق الأسهم باتجاه أسواق الصرف الأجنبي. ميع ذلك، أفصح عدد غير قليل من الدراسات التطبيقية، عن وجود علاقة سببيةٌ ثنائيةٌ الاتجاه Bi-Directional Causality بين أسواق الصرف الأجنبية وأسواق الأسهم، وقد استعان هذا الاتجاه بالمناهج النظرية السابقة في تفسير ما توصيل إليه من نتائج في البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء.

ثالثاً. المنهج النقدي:

واخيراً، يشير المنهج النقدي The Monetary Approach إلى انعدام العلاقة السببية No Directional Causality بين تقلبات أسعار الصرف وحركة أسعار الأسهم. على اعتبار إن أسعار الصرف الحالية تعكس أسعار الصرف المستقبلية المتوقعة، وان هذه الاخيرة تتحدد بقيادة عوامل متباينة، تختلف عن تلك المؤثرة في أسواق الأسهم. ولكون التطورات الحاصلة في أسعار الصرف الأجنبي وأسعار الأسهم قد تكون مدفوعة بعوامل مختلفة، فان المنهج النقدي شدّد على انعدام الصلة بين تحركات كلا السوقين. إذ أن استقرار سعر الصرف والنمو المستمر في سوق رأس المال ضروريان لاستقرار النظام المالي وفعالية السياسة النقدية، ومع ذلك، وُجد أن الروابط المتوقعة بين متغيرات الاقتصاد الكلي بما فيها أسعار الصرف وبين أسواق المال ضعيفة **(Zubair, 2013: 89)**

المطلب الثاني: العلاقة بين أسعار الصرف وأسواق المال في الجانب التطبيقي

على المستوى التطبيقي، حظيت العلاقة بين أسواق الصرف الأجنبي وأسواق الأسهم باهتمام كبير من الأكاديميين والباحثين في الشأن الاقتصادي والمالي، وقد انبثق هذا الاهتمام من التطورات الاقتصادية والمالية الذي طالت معظم بلدان العالم منذ أوائل العقد الأخير من القرن الماضي.

من الناحية التجريبية، أظهر شابيرو (1975) وليفي (1994) ومارستون (2001) ارتباطاً إيجابياً بين سعر الصرف وتقلبات سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة. كما يتضح أن القدرة التنافسية وقيم السوق للشركات تتأثر بشكل مباشر بسعر الصرف Aggarwal (1981) و. Agrawal et al. (2010)يشير أيضًا إلى وجود ارتباط إيجابي بين سعر الصرف وتقلبات سوق الأوراق المالية. لكن برانسون وهيندرسون (1985) وفرانكل (1983)، باستخدام نموذج المحفظة المتوازن، أظهروا أن العلاقة بين تحركات سعر الصرف وسوق الأسهم الأمريكية لها علاقة سلبية. وهم يصورون كذلك أنه على المستوى الكلي، تنخفض الثروة المحلية نتيجة لانخفاض أسعار

الأسهم، وبالتالي سيحدث تدفق رأس المال إلى الخارج نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود المحلية بحيث يتم استهلاك العملة المحلية. ومع ذلك، فشل جوريون (1990) وبارتوف وبودنار (1994) في إيجاد علاقة معاصرة مهمة بين تحركات الدولار الأمريكي وعوائد الأسهم للشركات الأمريكية. وهكذا، على الرغم من الارتباط النظري بين سعر الصرف وتقلبات سوق الأوراق المالية، لم تنتج الدراسات التجريبية المبكرة أدلة مقنعة لدعم العلاقة بين سعر الصرف وتحركات سوق الأوراق المالية **(Farooq, Keung, 2004: 639-649)**

يفيد Nagang and Seifert (1992) أن الاختلاف المطلق في عوائد الأسهم له تأثير إيجابي على تقلب سعر الصرف لحركة الدولار الأمريكي وعائد الأسهم للشركات الأمريكية. فيما لاحظ Sekmen (2011)، باستخدام نماذج ARIMA بشأن عوائد الأسهم للولايات المتحدة، أن تقلبات أسعار الصرف تؤثر سلبًا على عوائد الأسهم. حتى توافر أدوات التحوط لا يمكن أن يقلل من التأثير السلبي لتقلب سعر الصرف على حجم التجارة Ajayi and Mougoue (1996). و Ajayi et al. (1998) يقدم دليلاً على وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من سوق الأوراق المالية إلى أسواق العملات للاقتصادات المتقدمة ولا توجد علاقات سببية متسقة في الأسواق الناشئة.**(Lakshmanasamy T, Op. cit,: 248.**

ولاحظ Donnelly and Sheehy (1996) علاقة معاصرة مهمة بين سعر الصرف والقيمة السوقية لكبار المصدرين في المملكة المتحدة. ويؤكد Maysami and Koh (2000) بأن سعر الفائدة وسعر الصرف يجب أن يُنظر إليهما أيضاً كمحددات لأسعار الأسهم في المملكة المتحدة وأن ذلك يحصل على ارتباط إيجابي بين أسعار الأسهم في المملكة المتحدة وسعر الصرف. قام Zhao (2010) بفحص العلاقة الديناميكية بين سعر الصرف الفعلي الحقيقي لليوان وسعر السهم في الصين باستخدام نماذج VAR و GARCHمتعدد المتغيرات للفترة من يناير 1991 إلى يونيو 2009. تظهر النتائج أنه لا يوجد علاقة توازن المدى بين سعر الصرف الفعلي الحقيقي لليوان وسعر السهم. كما لا توجد آثار غير مباشرة بين البورصة الأجنبية وأسواق الأوراق المالية. علاوة على ذلك، تدرس الورقة تأثيرات التقلب المتقاطع بين أسواق العملات الأجنبية وأسواق الأوراق المالية باستخدام إحصاء نسبة الاحتمالية. توجد تأثيرات غير مباشرة للتقلبات ثنائية الاتجاه بين السوقين، مما يشير إلى أن الابتكارات السابقة في سوق الأوراق المالية لها تأثير كبير على التقلبات المستقبلية في سوق الصرف الأجنبي، والعكس صحيح.

من بين دراسات سوق الأوراق المالية في البلدان الآسيوية، يدرس Ramasamy and Yeung (2002) الروابط بين الصرف الأجنبي وأسواق الأوراق المالية وانعكاساتها على ضوابط رأس المال في ستة بلدان آسيوية (بنغلاديش واليابان والفلبين وفيتنام والصين وإندونيسيا) خلال هذه الفترة 1995-2001. وجدوا نتائج غير متسقة للسببية ثنائية المتغير بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف. أظهر Chiang and Yang (2003) أن عائدات الأسهم وقيم العملات مرتبطة بشكل إيجابي في ستة أسواق آسيوية (بنغلاديش، اليابان، الفلبين، فيتنام، الصين، إندونيسيا). أفاد Adjasi و Biekpe (2005) أن تحركات العملة النسبية تؤثر على تقلب أسعار الأسهم في هذه الأسواق الآسيوية الستة. بان وآخرون. (2007) أيضًا فحص الروابط الديناميكية بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في دول شرق آسيا الستة. يبحث كل من Yau and Nieh (2009) في تأثيرات سعر الصرف للدولار التايواني مقابل الين الياباني على أسعار الأسهم في اليابان وتايوان ووجدوا توازنًا طويل الأجل وعلاقات سببية غير متكافئة.

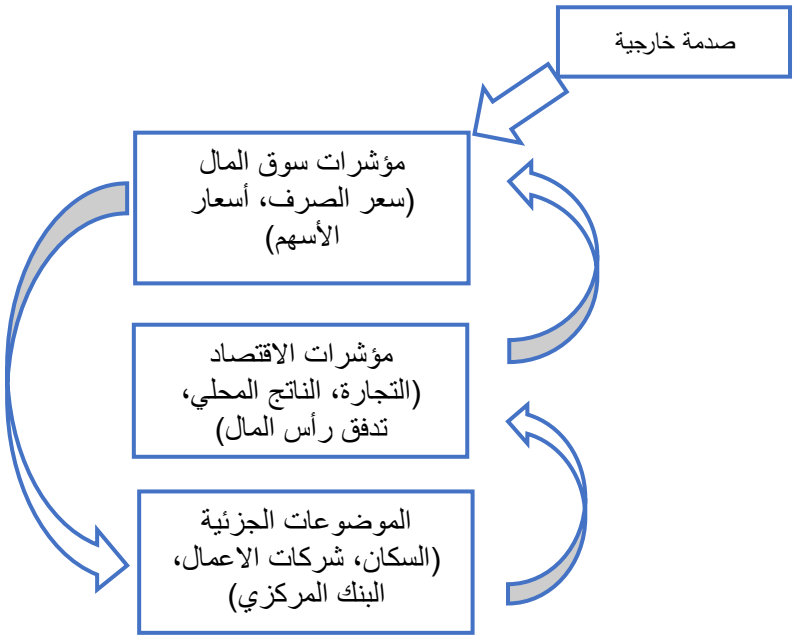
وبالتالي، فإن سوق أسعار الصرف وسوق الأوراق المالية لهما ارتباطات إيجابية وسلبية. تظهر بعض الدراسات أن سوق الأوراق المالية يؤثر على سعر الصرف الأجنبي بينما لاحظ البعض الآخر أيضًا أن سعر الصرف الأجنبي يؤثر على سوق الأوراق المالية. ومن ثم، فإن العلاقة السببية بين تقلب البورصة وأسواق الأوراق المالية غير حاسمة وتحتاج إلى مزيد من التحقيق.

مما ورد أعلاه، نستنتج أن كيانات الاقتصاد الجزئي ستحصل على معلومات وفقًا لمؤشرات السوق الكلية المختلفة وتتخذ إجراءات عقلانية لمواجهة تقلبات المؤشرات الاقتصادية مثل سعر الصرف. سيؤدي ذلك إلى تغييرات في المتغيرات الاقتصادية الأخرى مثل التجارة والاستثمار. لذلك، نقسم النظام الاقتصادي بأكمله إلى ثلاثة مستويات، كما هو موضح في الشكل (5). الأول هو طبقة الموضوعات الدقيقة، بما في ذلك المقيمون والشركات والبنوك المركزية وما إلى ذلك. المستوى الثاني هو المؤشرات الاقتصادية، مثل حجم التجارة والناتج المحلي الإجمالي وتدفق رأس المال. يشير المستوى الثالث إلى مؤشرات السوق الكلي، بما في ذلك سعر الصرف، ومؤشر الأسهم، وسعر الفائدة. يتم تحديد سعر الصرف ومؤشر الأسهم ومؤشرات السوق الأخرى بشكل أساسي من خلال العرض والطلب. في حالة عدم وجود صدمة خارجية، يكون سعر الصرف ومؤشر الأسهم مستقرين ولا يمكنهما إظهار العلاقة ذات الصلة. ومع ذلك، إذا كانت هناك صدمة خارجية ولم يعد النظام الاقتصادي مستقراً، فسيقوم الموضوع الجزئي بتغيير سلوكه، مما سيؤدي إلى تغيير المؤشرات الكلية، ثم نقل معلومات الصدمة إلى الموضوعات الدقيقة الأخرى، ومن ثمّ

التأثير على الكل. نظام اقتصادي. وبعد ذلك، يمكننا ملاحظة الارتباط بين سعر الصرف ومؤشر الأسهم. لذلك، فإن التغيير بين سعر الصرف ومؤشر الأسهم هو انتقال الصدمات الخارجية والمعلومات الداخلية غير المستقرة بين الاثنين.

الشكل (5)

النظام الاقتصادي ثلاثي المستويات

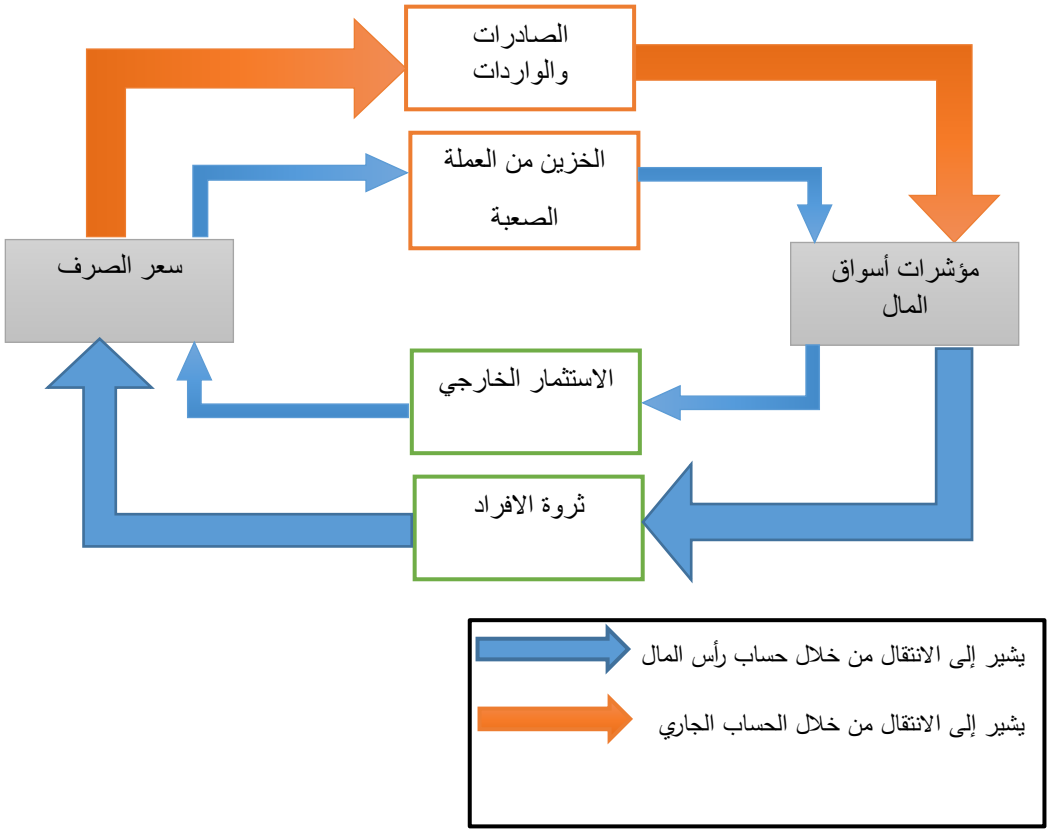


Source: Jiahong Yuan, Xiaoyu Li, Yan Shi, Felix T. S. Chan, Junhu Ruan1, and Yuchun Zhu, Linkages between Chinese Stock Price Index and Exchange Rates-An Evidence from the Belt and Road Initiative, IEEE, VOLUME XX, 2017, page 3.

استنادًا إلى النظام الاقتصادي ثلاثي المستويات، والنموذج الموجه للمخزون والنموذج الموجه نحو التدفق، حصلنا على الإطار النظري للتفاعل بين سعر الصرف ومؤشر الأسهم. يؤثر سعر الصرف على مؤشر الأسهم من خلال التجارة والأصول الأجنبية، ويؤثر مؤشر الأسهم على سعر الصرف من خلال الاستثمار، كما هو موضح في الشكل 4. لذلك، نستنتج أنه عندما يمكن للحساب الجاري وحساب رأس المال التدفق بحرية، فإن سعر الصرف ولمؤشر الأسهم تأثير كبير على بعضها البعض. توجد هذه العلاقة فقط عندما يكون سعر الصرف وسوق مؤشر الأسهم عائمًا تمامًا ويكون حجم التجارة والاستثمار كبيرًا بما يكفي.

الشكل (6)

قناة انتقال التفاعل بين سعر الصرف ومؤشر الأسهم



Source: Jiahong Yuan, Xiaoyu Li, Yan Shi, Felix T. S. Chan, Junhu Ruan1, and Yuchun Zhu, Linkages between Chinese Stock Price Index and Exchange Rates-An Evidence from the Belt and Road Initiative, IEEE, VOLUME XX, 2017, page 4.

الفصل الثاني

واقع سعر الصرف وأسواق المال في الاقتصاد العراقي للمدة (2007-2021)

المبحث الأول / واقع سعر الصرف في العراق

المبحث الثاني / واقع أسواق المال في العراق

المبحث الثالث / العلاقة بين سعر الصرف وأسواق المال في العراق

المبحث الأول

واقع سعر الصرف في العراق للمدة (2007-2021)

المطلب الأول: تطور سعر الصرف في العراق

أولا: واقع سعر الصرف في العراق (The reality of the exchange rate in Iraq)

تمهيد:

يعد الدينار العراقي-العملة التي يعتمد عليها الاقتصاد المحلي، في تعاملاته المحلية، كما للدولار دورٌ مهمٌ في الاقتصاد العراقي، سواء على المستوى المحلي، او على مستوى العلاقات الدولية للعراق، نتيجة لارتباطه بسعر صرف الدينار العراقي.

وقد شهد سعر صرف الدينار العراقي، مقابل الدولار تدهورا كبيرا في السوق الموازية في قيمته خلال فترة التسعينات، بسبب استنزاف احتياطيات البلد من العملات الاجنبية، وتجميد أرصدة العراق في الخارج، والمودعة لدى البنك المركزي والمصارف الحكومية العراقية المخصصة لتغطية قيمة الاعتمادات المستندية وخطابات الضمان الخاصة باستيرادات البلد، وقد ساهم ذلك في إضعاف السياسة النقدية وتحجيم دور البنك المركزي في السيطرة على سعر صرف الدينار العراقي، نظراً لطبيعة أهداف وتوجهات النظام المالي والمصرفي وخضوعه لقرارات سياسية كثيرة، وقد شهد سعر صرف الدينار العراقي تغيرات كبيرة خلال فترة الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي وحتى وقتنا الحاضر، وذلك بسبب التحديات السياسية والاقتصادية التي يواجهها الاقتصاد العراقي، كما أخذ سعر الصرف الموازي للدينار العراقي يبتعد كثيرا عن سعر الصرف الرسمي، فضلا عن ظهور ترتيبات متعددة لسعر الصرف غير الرسمي، بالإضافة الى التعددية في أسعار الصرف، والتي نجمت عن الظروف غير الايجابية التي شهدها الاقتصاد العراقي. **(يعقوب، 2017: 171-172).**

وبعد رفع العقوبات الاقتصادية عن العراق بعد الاحتلال الأمريكي، وضخ قوات الاحتلال لملايين الدولارات الى السوق، من خلال رواتب العاملين في أجهزة الدولة، اذ كان يتوقع ان يؤدي الى ارتفاع قيمة الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي، وهذا حصل فعلاً، اذ أصبح سعر الصرف 1200 دينار / دولار، الا ان هذا السعر عاد الى الارتفاع مرة أخرى، حتى أصبح يتجاوز 1400 دينار مقابل الدولار في الوقت الحاضر. **(اسعد، عبد، عواد، 181: 2019).**

ولكن يمكن القول، انه حدثت بعض التغيرات الإيجابية في سعر الصرف بعد عام 2003، نتيجة التغيير السياسي وحصول البنك المركزي العراقي على استقلاليته في تسيير ادواته، وخصوصا بعد صدور القانون رقم (56) لسنة 2004، والخاص بالبنك المركزي، والذي عُد بمثابة مرحلة انتقالية في تاريخ الجهاز المصرفي العراقي، لما أصدره من أوامر وتعليمات بشأن السياسة النقدية والائتمانية. **(عيسى، 2016: 253)**.

ثانياً: نظام سعر الصرف في العراق: (The exchange rate system in Iraq)

نظام سعر الصرف المعوم المدار: نظرياً، فان سعر الصرف المعوم المدار يتحدد من خلال العرض والطلب على العملة الأجنبية، دون أي تدخل من السلطة النقدية، ولكن أحيانا يكون هذا التدخل للحد من التقلبات القوية فقط، وأحيانا أخرى تتدخل بتحديد مستوى معين من سعر الصرف، مع إعطاء المرونة لهذا السعر بالتحرك وفق قوى العرض والطلب، أي تتدخل فقط للحد من التقلبات غير المرغوبة في سوق الصرف. **(داغر، معارج، 4-5)**. ولكن في العراق فان نافذة بيع العملة الأجنبية تؤدي دوراً فعالاً في جعل سعر الصرف يدار من السلطة النقدية، اذ تتحكم بالمعروض من الدولار من خلال تلك النافذة.

المطلب الثاني: تطور سعر الصرف في الاقتصاد العراقي خلال المدة (2007-2021)

اولاً: تطور سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي في السوق الرسمي للمدة من (2007-2011):

من الجدول (1) نلاحظ ان الفصل الأول من العام 2007، شهد انخفاضا في معدلات أسعار صرف الدولار، تجاه الدينار في السوق الرسمي عن السنة السابقة، اذ تراوحت معدلات أسعار صرف الدولار تجاه الدينار في الأسواق المحلية، في الفصل الأول والثاني لسنة 2007، ما بين (1289-1263) دينار / دولار في السوق على التوالي، وبمعدل تغير فصلي بلغ حوالي (2.02-%)، كذلك في الفصلين الثالث والرابع لعام 2007، نلاحظ ان سعر الصرف قد بلغ (1241-1225) دينار / دولار في السوق، وبمعدل تغير بلغ (1.72-%_ 1.29-%) على التوالي، وذلك بسبب:

1- ان السياسة النقدية للبنك المركزي، هي بمثابة دعم لسعر صرف الدينار العراقي تجاه الدولار، والتقليل من التضخم الحاصل في البلد، ودفع عجلة النمو الاقتصادي.

2- الاستقرار النسبي في وضع البلد الأمني. **(البنك المركزي، 20: 2007)**

اما عام 2008 فقد شهد تحسن سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار، نتيجة السياسة النقدية التي يتبعها البنك المركزي العراقي، اذ انخفضت معدلات أسعار صرف الدولار تجاه الدينار في الأسواق المحلية، وبنسبة 5% عن السنة الماضية، اذ تراوحت معدلات أسعار صرف الدولار تجاه الدينار في الأسواق المحلية، ما بين (1200-1210.66) دينار / دولار، وبمعدل تغير (-1.20%_-0.88%) دينار / دولار للفصلين الأول والثاني، وبلغ معدل سعر الصرف في الفصل الثالث حوالي (1187) دينار/ دولار، وبمعدل تغير (-1.11%)، وفي الفصل الرابع انخفض قليلاً عن الفصل السابق، اذ بلغ سعر الصرف (1175) دينار / دولار، وبمعدل تغير حوالي (-0.98%).

اما عام 2016 فقد شهد استقرار أسعار صرف الدينار العراقي تجاه الدولار الأمريكي، وبمعدل سعر صرف بلغ (1182) دينار لكل دولار للفصول (الأول والثاني والثالث والرابع) في السوق الرسمي، وبمعدل تغير بلغ في الفصل الأول (0.91%) وبلغ في الفصول (الثاني والثالث والرابع) (صفراً)، نتيجة لتعديل سعر الصرف في هذه السنة وجعل الأسعار متقاربة بين السوقين الرسمي والموازي، وتوفير العملة الأجنبية لتغطية استيرادات القطاع من السلع والخدمات. **(البنك المركزي، 30: 2016)**. اما في عام 2020 فقد حافظ البنك المركزي على استقرار سعر الصرف، اذ بلغ خلال الفصلين الأول والثاني والثالث (1182) دينار لكل دولار، وفي الفصل الرابع بلغ (1222.66) دينار لكل دولار، في حين بلغ معدل التغير في سعر الصرف(صفر) خلال الفصول (الأول والثاني والثالث)، اما في الفصل الرابع فقد بلغ (3.44%)، بسبب عوامل الطلب الناتج عن المضاربة، وهذا بدوره انعكس في تزايد الفجوة بين سعر الصرف الرسمي والموازي، واستمر حتى نهاية عام 2021.

إذ في عام 2021، قام البنك المركزي برفع سعر الدولار الأمريكي، وتخفيض قيمة العملة المحلية، اذ بلغ سعر الصرف في السوق حوالي (1450) دينار / دولار، وبقي محافظا على استقراره خلال الفصول الأربعة لهذا العام، وبمعدل تغير فصلي بلغ في الفصل الأول (18.59%)، اذ جاء هذا القرار كخطوة استباقية من البنك المركزي، حرصا منه على تفادي استنزاف احتياطاته

الأجنبية، ولمساعدة الحكومة على تامين رواتب الموظفين في الدوائر الحكومية، لتعويض الانخفاض في الإيرادات النفطية، الناجم عن تدهور أسعار النفط الخام في السوق العالمية. **(Al-Bakri, 2020: 448)**

ثانياً: تطور سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي في السوق الموازي للمدة (2007-2021):

نلاحظ من الجدول (1) ان سعر الصرف في السوق الموازي بلغ خلال الفصل الأول من عام 2007 حوالي (1302) دينار/دولار، وفي الفصل الثاني بلغ (1264) دينار/ دولار، وبمعدل تغير (-2.92%)، ثم انخفض قليلاً في الفصلين الثالث والرابع، اذ بلغ (1254-1233) دينار/ دولار، وبمعدل تغير (-0.79%_ -1.67%) على التوالي، وفي عام 2008، بلغ سعر الصرف في الفصل الأول حوالي (1224) دينار/ دولار، وفي الفصل الثاني (1211) دينار/ دولار، وبلغ معدل التغير للفصلين (-0.73%_-1.06%) على التوالي، اما في الفصلين الثالث والرابع فقد بلغ سعر الصرف في السوق حوالي (1186-1183) دينار/ دولار، وبمعدل تغير بلغ لكل منهما (-2.06%_ -0.25%) على التوالي، من خلال ما تقدم نلاحظ انخفاض سعر الصرف في السوق الموازي بسبب تواصل البنك العمل بالمزاد، وبسبب تأزم الظروف الإقليمية وازدياد الطلب على الدولار لأغراض المضاربة.

اما في عام 2016 فقد بلغ سعر الصرف خلال الفصل الأول حوالي (1245) دينار/دولار، وبمعدل تغير (2.22%)، بعد ذلك ارتفع قليلاً خلال الفصول اللاحقة من العام نفسه، اذ بلغ خلال الفصل الرابع حوالي (1299) دينار/ دولار، وبمعدل تغير (1.41%)، اما في عام 2020، فقد شهد سعر الصرف في السوق الموازي تغيراً، اذ بلغ (1198) دينار/دولار، وبمعدل تغير (-0.11%)، ومن ثم ارتفع في الفصل الثاني، اذ بلغ (1232) دينار/دولار، وبمعدل تغير (2.84%)، وفي الفصل الثالث بلغ سعر الصرف (1224) دينار/ دولار، وبلغ معدل التغير (0.56%)، وفي الفصل الرابع بلغ سعر الصرف (1280) دينار/ دولار، وبمعدل تغير (4.54%)، نلاحظ ان سعر الصرف في السوق الموازي قد شهد تحسنا ملحوظا بسبب عوامل الطلب الناتج عن المضاربة وجعل الأسعار متقاربة بين السوقين الرسمي والموازي.

اما في عام 2021، فقد شهد سعر الصرف في السوق الموازي ارتفاعاً بلغ حوالي (1460) دينار/ دولار، خلال الفصل الأول وبلغ معدل التغير (14.07%)، حتى الفصل الرابع، اذ بلغ سعر الصرف في السوق حوالي (1480) دينار/ دولار، وبمعدل تغير بلغ (0.46%) خلال العام

نفسه، بسبب عوامل الطلب (المضاربة) وهذا بدوره انعكس في تزايد الفجوة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الموازي.

جدول (1)

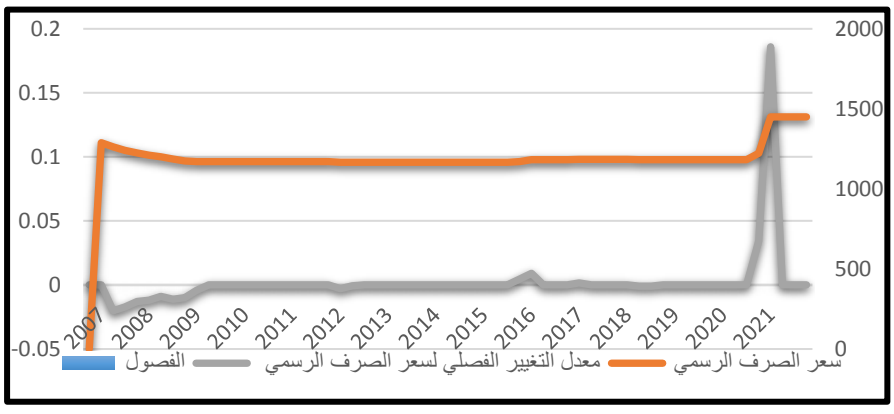
تطورات سعر صرف الدينار العراقي اتجاه الدولار الأمريكي في السوقين (الرسمي والسوق الموازي) للمدة (2007-2021)

السنوات	الفصول	سعر الصرف الرسمي (دينار)	معدل التغيير الفصلي لسعر الصرف الرسمي	سعر صرف السوق الموازي (دينار)	معدل التغير الفصلي لسعر السوق الموازي
2007	q1	1289		1302	
	q2	1263	-2.02%	1264	-2.92%
	q3	1241.333	-1.72%	1254	-0.79%
	q4	1225.333	-1.29%	1233	-1.67%
2008	q1	1210.667	-1.20%	1224	-0.73%
	q2	1200	-0.88%	1211	-1.06%
	q3	1186.667	-1.11%	1186	-2.06%
	q4	1175	-0.98%	1183	-0.25%
2009	q1	1170	-0.43%	1178	-0.42%
	q2	1170	0.00%	1182	0.34%
	q3	1170	0.00%	1184	0.17%
	q4	1170	0.00%	1184	0.00%
2010	q1	1170	0.00%	1185	0.08%
	q2	1170	0.00%	1185	0.00%
	q3	1170	0.00%	1185	0.00%
	q4	1170	0.00%	1185	0.00%
2011	q1	1170	0.00%	1185	0.00%
	q2	1170	0.00%	1193	0.68%
	q3	1170	0.00%	1199	0.50%
	q4	1170	0.00%	1206	0.58%
2012	q1	1166.667	-0.28%	1227	1.74%
	q2	1166	-0.06%	1251	1.96%
	q3	1166	0.00%	1243	-0.64%
	q4	1166	0.00%	1210	-2.65%
2013	q1	1166	0.00%	1238	2.31%
	q2	1166	0.00%	1258	1.62%
	q3	1166	0.00%	1212	-3.66%
	q4	1166	0.00%	1220	0.66%
2014	q1	1166	0.00%	1222	0.16%
	q2	1166	0.00%	1218	-0.33%
	q3	1166	0.00%	1211	-0.57%

	q4	1166	0.00%	1204	-0.58%
2015	q1	1166	0.00%	1244	3.32%
	q2	1166	0.00%	1304	4.82%
	q3	1166	0.00%	1223	-6.21%
	q4	1171.333	0.46%	1218	-0.41%
2016	q1	1182	0.91%	1245	2.22%
	q2	1182	0.00%	1276	2.49%
	q3	1182	0.00%	1281	0.39%
	q4	1182	0.00%	1299	1.41%
2017	q1	1184	0.17%	1273	-2.00%
	q2	1184	0.00%	1250	-1.81%
	q3	1184	0.00%	1256	0.48%
	q4	1184	0.00%	1254	-0.16%
2018	q1	1184	0.00%	1231	-1.83%
	q2	1183	-0.08%	1201	-2.44%
	q3	1182	-0.08%	1204	0.25%
	q4	1182	0.00%	1200.03	-0.33%
2019	q1	1182	0.00%	1194.74	-0.44%
	q2	1182	0.00%	1194.107	-0.05%
	q3	1182	0.00%	1196.22	0.18%
	q4	1182	0.00%	1199.477	0.27%
2020	q1	1182	0.00%	1198.117	-0.11%
	q2	1182	0.00%	1232.18	2.84%
	q3	1182	0.00%	1224.903	-0.59%
	q4	1222.667	3.44%	1280.463	4.54%
2021	q1	1450	18.59%	1460.67	14.07%
	q2	1450	0.00%	1482.923	1.52%
	q3	1450	0.00%	1472.917	-0.67%
	q4	1450	0.00%	1479.647	0.46%

المصدر: البنك المركزي العراقي، دائرة الإحصاء والأبحاث، والنشرات الفصلية للمدة (2007-2021).

الشكل (7) تطور سعر الصرف الرسمي والموازي في العراق للمدة (2007-2021)



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (1)

المبحث الثاني

واقع أسواق المال في العراق للمدة (2007-2021)

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية في العراق وتطورها:

اولاً: نشأة الأسواق المالية في العراق: (The emergence of financial markets in Iraq)

نشأ اول سوق للأوراق المالية في العراق، بموجب القانون رقم(24) لعام (1991)، واطلق عليه (اسم سوق بغداد للأوراق المالية)، لتنظيم القطاع المصرفي وغير المصرفي، وفي اطار مؤسسي يهدف الى تشجيع الادخار الخاص، وتحويله الى استثمارات مجدية في القطاعات الإنتاجية المنظمة في الشركات المساهمة، وقد توقف العمل به، بسبب الحرب لعام 1991، بعدها عاد للعمل مرة أخرى، واستمر حتى عام 2003، وبلغ عدد الشركات المدرجة فيه (113) شركة عراقية، من شركات (مساهمة ومختلطة)، بعد ذلك اغلق بقرار من مجلس ادارته في 2003/3/19، وفي بداية عام 2004، تأسس سوق مالي جديد اطلق عليه (سوق العراق للأوراق المالية، بموجب قانون وضعته الإدارة المدنية المؤقتة، رقم (74) لعام (2004)، وهذا القانون يقضي بتأسيس مؤسستين تعملان في السوق المالي العراقي، هما (هيأة الأوراق المالية العراقية) و (سوق الأوراق المالية العراقية)، اذ تتولى (هيأة الأوراق المالية) مهمة الاشراف والرقابة على تأسيس الشركات المهمة، تداول الأوراق المالية فيها، والرقابة على نشاط التداول سواء أكان (نظامياً ام موازياً)، (شندي، 2013: 294)، في حين تمثل سوق العراق للأوراق المالية، سوقاً اقتصادياً مستقلاً مالياً وادارياً، وغير مرتبط بجهة، ويديره مجلس مكون من (9) أعضاء يسمى مجلس المحافظين. **(شندي، مصدر سبق ذكره، 306).**

ثانياً: أنواع الأسواق المالية العراقية: (Types of Iraqi financial markets) (الحسناوي، 2017: 208-209)

أ- سوق الإصدارات (السوق الأولية):

وتتخصص بتسويق الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، ويتم تأسيس الشركات في العراق بموجب قانون خاص بالشركات، اذ يكتتب المؤسسون في الشركة المساهمة، بنسبة لا تزيد عن (51%)، ولا تقل عن (20%)، من رأسمالها الاسمي، ويجب ان لا تقل مدة الاكتتاب عن

(30) يوماً، وتكون قيمة السهم الاسمية دينار واحد فقط، يشرف على هذه الإجراءات مسجل الشركات في وزارة التجارة، وليس الإدارة المالية.

ب-السوق الموازي:

وتتداول فيها أسهم الشركات المساهمة غير المدرجة، في سوق بغداد للأوراق المالية، وتمارس اعمالها من مكاتب الوساطة في بعض المصارف، وهذه العملية غير دقيقة، وليس لها نظام محدد، وغير خاضعة، لأي جهة رقابية رسمية محددة.

ج- سوق التداول (السوق الثانوي):

وهذه تكون ما بين سوق بغداد للأوراق المالية والية ادارتها، والتعامل بها وفق قانون السوق ونظامه الداخلي وتعليماته، والتداول بها يتم عن طريق الوسطاء، وجميع العمليات التنفيذية مرهونة بهم.

د- السوق المباشر:

ويطلق على عمليات تداول الأوراق المالية، التي تتم بين الشركات الاستثمارية دون تدخل الوسطاء، ويكون انتقال الأوراق من جهة الى أخرى، بدون عمولة ووسيط، وتكون هذه العمليات على شكل احجام كبيرة، وعن طريق التحويل لحسابهم فقط.

ثالثاً: اهداف سوق الأوراق المالية في العراق: (The objectives of the stock market (in Iraq

يهدف هذا السوق الى تحقيق مجموعة من الأهداف، يمكن اجمالها بالنقاط التالية:

1- تنظيم واعداد وتهيئة وتدريب الأعضاء الشركات المدرجة في السوق، بطريقة تتناسب مع هدف حماية المستثمرين وتعزيز ثقتهم بالسوق.

2- تعزيز مصالح المستثمرين بالسوق الحرة، وتكون هذه السوق فعاله وتتسم بالشفافية.

3- تنظيم تعاملات الأوراق المالية وتبسيطها، اذ تكون عادلة وفاعلة ومنتظمة، وتكون من ضمنها عمليات المقاصة والتسوية لتلك المعاملات.

4- السعي لتطوير الأسواق المالية في العراق، وبما يخدم الاقتصاد المحلي، وتقديم المساعدة والدعم للشركات لبناء رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار.

5-تنظيم تعاملات الأعضاء، فيما يتعلق ببيع وشراء الأوراق المالية، بالإضافة الى تحديد حقوق وواجبات الأطراف المشتركة في العملية وحماية مصالحهم.

6-رفع الوعي لدى المستثمرين بشأن الفرص الاستثمارية في السوق.

7-جمع المعلومات الضرورية والإحصاءات وتحليلها ونشرها، لتحقيق الأهداف التي يسعى السوق اليها.

8-التواصل بصورة مستمرة مع الأسواق المالية (العربية والعالمية)، وذلك لتطوير السوق الوطنية.

9-القيام بالخدمات والنشاطات الضرورية الأخرى، لدعم اهداف السوق. **(القريشي، 2015: 88)**.

ويشمل هذا السوق القطاعات التالية (المصارف، الخدمات، الصناعة، الاستثمار، التامين، الزراعة، السياحة، الفنادق، الاتصالات) وتعد الأسهم الصادرة عن شركات هذه القطاعات، من اهم الأدوات المالية المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية، مر التداول في سوق العراق للأوراق المالية بمرحلتين هما:

1- مرحلة التداول اليدوي، والتي امتدت من (2004-2009)، اذ شهدت اول جلسة للتداول في سوق العراق للأوراق المالية، بتاريخ 24 حزيران 2004. **(القريشي، مصدر سبق ذكره)**.

2- مرحلة التداول الالكتروني، والتي بدأت من نيسان 2009- لحد الان، اذ انتقل التداول في سوق العراق للأوراق المالية، اعتباراً من 2009/4/19 الى التداول الالكتروني، ولأول مرة في العراق، واستبدلت اللوحات البلاستيكية بمحطات التداول الالكتروني في المقر الرسمي للسوق، وكذلك في (47) موقع لشركة وساطة، خارج المبنى الرئيسي للبورصة والتداول عبر شبكة شبكات صغيرة متصلة وتمتد الى مساحات كبيرة (WAN)، فضلا عن موقع (هيأة الأوراق المالية) الذي يتولى مراقبة التداول، كذلك توجد في محافظتي (أربيل والسليمانية) فروع لشركة (الربيع) للوساطة بالأوراق المالية، واصبح عدد جلسات التداول، وفقاً لنظام التداول الالكتروني خمس جلسات في الأسبوع، من 2009/11/1، وكذلك أصبحت عملية التسوية المالية والسهمية، تتم في اليوم نفسه، وهذا انعكس على تطور وتغير مؤشرات التداول بصورة إيجابية، منذ عام (2009م)، نتيجة سرعة دوران الأسهم وفقا للمبادئ الاقتصادية للسوق. **(سوق العراق للأوراق المالية، 2013: 1)**.

المطلب الثاني: مؤشرات سوق المال العراقي: (Iraqi stock market indices)

اولاً: المؤشر العام الفصلي لأسعار الأسهم في العراق:

وهو مؤشر (احصائي) يستخدم كمقياس للدلالة على حركة السوق العامة، ويشمل أسهم الشركات المدرجة والمتعاملة في سوق معين، وفي حالة ارتفاعه، تكون أسعار الأسهم والسندات في السوق مرتفعة ايضاً، اما عند انخفاض هذا المؤشر في السوق، فان أسعار الأسهم والسندات تنخفض، وتبرز أهمية هذا المؤشر من خلال استخدامه في قياس حركة الأسعار، وكذلك قياس الاتجاهات السوقية، وكذلك يساعد المستثمرين على اتخاذ وتحديد قراراتهم الاستثمارية الخاصة بالبيع والشراء، وكما موضح في الجدول (2)، اذ نلاحظ ان المؤشر العام بلغ في الفصل الأول من عام 2007 حوالي (27.00) نقطة، فيما بلغ الفصل الثاني للعام نفسه حوالي (26.00) أي انخفض عن الفصل السابق، وبنسبة تغير بلغت (3.70-%)، اما الفصل الثالث فقد ارتفع الى حوالي (40.67) نقطة، وبنسبة تغير بلغت عن الفصل السابق (40.67%)، اما في الفصل الرابع فقد بلغ المؤشر العام الى حوالي (40.67)، وبنسبة تغير بلغت (12.30-%)، وجاء هذا الارتفاع نتيجة تطبيق قانون الاستثمار رقم 13 الذي اعلن عام 2006 والذي يسمح للمستثمرين (غير العراقيين) بالتداول في سوق العراق للأوراق المالية.

في عام 2009 فقد ارتفع المؤشر العام لسوق العراق الى حوالي (129.00) نقطة، وبنسبة تغير بلغت (140.37%)، اما في الفصل الثالث فقط انخفض الى حوالي (43.67) نقطة، وبنسبة تغير بلغت (15.93%)، ثم عاد الى الارتفاع في الفصل الرابع (105.33) نقطة، وبنسبة تغير بلغت حوالي (177.19%)، بسبب تحسن النشاط الاستثماري في الأوراق المالية، كذلك السماح للمستثمرين الأجانب بالتداول في سوق الأوراق المالية، اما في عام (2010م)، انخفض المؤشر العام خلال الفصول الأربعة، وبعد ذلك عاد الى الارتفاع وبنسبة كبيرة في عام 2015، اذ بلغ حوالي (924.33) نقطة خلال الفصل الاول، وبنسبة تغير (824.33%)، واستمر على الارتفاع في الفصول الثلاثة الأخرى للعام نفسه، وذلك لقيامه بإنجاز الكثير من الخطط المنفذة في الرقابة ونشر ثقافة الاستثمار والتطور الفني والتكنولوجي وتحسن النشاط الاستثماري في الأوراق المالية.

اما في عام 2019 انخفض هذا المؤشر، ليبلغ حوالي (469.67) نقطة في الفصل الأول، وبنسبة تغير بلغت (7.55-%)، عن الفصل السابق، وكذلك بالنسبة للفصول الأخرى للعام نفسه، بسبب انخفاض أسعار النفط عالمياً، كذلك الدمار الذي خلّفه داعش الإرهابي ومدى تأثيره على البنى التحتية والتي كان لها الأثر الكبير على الاقتصاد العراقي.

اما في عام 2020، اذ بلغ المؤشر العام خلال الفصل الأول حوالي (463.00) نقطة، وبنسبة تغير بلغت (-5.19%)، واستمر هذا المؤشر بالانخفاض حتى الفصل الأول من عام 2021، اذ ارتفع مرة أخرى وبلغ حوالي (535.67) نقطة، وبنسبة تغير حوالي (9.10%)، واستمر في الارتفاع بنسبة ضئيلة خلال الفصول الأخرى للعام نفسه، اذ بلغ حوالي (569.33) نقطة، وبنسبة تغير بلغت حوالي (-2.79%) للعام نفسه، نتيجة لانخفاض أسعار النفط، وسوء الأوضاع الاجتماعية والسياسية واندلاع الاحتجاجات الشعبية، وتفشي فيروس كورونا وما خلفته من اثار على الاقتصاد العالمي بشكل عام، والاقتصاد العراقي بشكل خاص.

جدول (2)

تطور المؤشر العام للأسعار في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

السنة	الفصل	مؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية	معدل النمو %(*)	السنة	الفصل	مؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية	معدل النمو %(*)
2007	q1	27		2015	q1	924.33	824.33%
	q2	26	-3.70%		q2	946.00	2.34%
	q3	40.67	40.67%		q3	873.33	-7.68%
	q4	40.67	-12.30%		q4	774.00	-11.37%
2008	q1	36	0.93%	2016	q1	613.67	-20.71%
	q2	37.67	4.63%		q2	533.33	-13.09%
	q3	43.67	15.93%		q3	563.67	5.69%
	q4	53.67	22.90%		q4	630.00	11.77%
2009	q1	129	140.37%	2017	q1	703.67	11.69%
	q2	262.33	103.36%		q2	600.67	-14.64%
	q3	38	-85.51%		q3	580.00	-3.44%
	q4	105.33	177.19%		q4	573.00	-1.21%
2010	q1	92.67	-12.03%	2018	q1	619.33	8.09%
	q2	93.67	1.08%		q2	625.67	1.02%
	q3	91.67	-2.14%		q3	558.33	-10.76%
	q4	96.67	5.45%		q4	508.00	-9.01%
2011	q1	122.33	26.55%	2019	q1	469.67	-7.55%

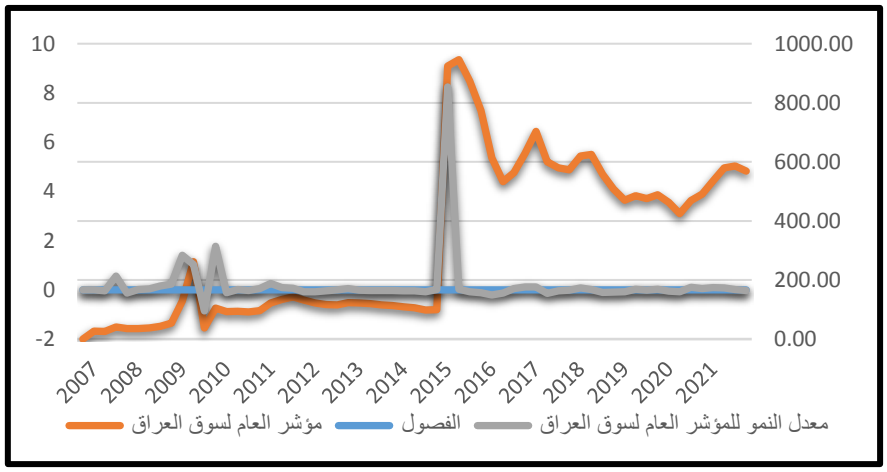
(*) معدل التغير = $\frac{q2-q1}{q1} \times 100$

	q2	134.33	9.81%		q2	485.00	3.26%
	q3	143	6.45%		q3	476.00	-1.86%
	q4	132	-7.69%		q4	488.33	2.59%
2012	q1	122	-7.58%	2020	q1	463.00	-5.19%
	q2	116.67	-4.37%		q2	424.67	-8.28%
	q3	116.33	-0.29%		q3	468.67	10.36%
	q4	123	5.73%		q4	491.00	4.77%
2013	q1	122	-0.81%	2021	q1	535.67	9.10%
	q2	119.67	-1.91%		q2	579.33	8.15%
	q3	116.33	-2.79%		q3	585.67	1.09%
	q4	114	-2.01%		q4	569.33	-2.79%
2014	q1	109.67	-3.80%				
	q2	105.67	-3.65%				
	q3	98.00	-7.26%				
	q4	100.00	2.04%				

المصدر: البنك المركزي العراقي، التقارير الاقتصادية الفصلية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

شكل (8)

تطور مؤشر العام لأسعار الأسهم الفصلي في العراق للمدة (2007-2021)



المصدر: من اعداد الباحثة اعتماداً على بيانات جدول (2)

ثانياً: مؤشر حجم التداول الفصلي لسوق العراق للأوراق المالية:

يقيس هذا المؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية، وكذلك يقيس مدى سيولة السوق وتطوره. ومن خلال الجدول (3)، نلاحظ ان حجم التداول لجميع القطاعات الاقتصادية،

بلغ (21415) مليون دينار، خلال الفصل الأول من عام 2007، واستمر في الارتفاع حتى الفصل الثالث من العام نفسه، اذ بلغ حوالي (284855) مليون دينار وبنسبة تغير عن الفصل الذي سبقه حوالي (1039.56%)، اذ احتل القطاع المصرفي المرتبة الأولى بين القطاعات الأخرى خلال هذا الفصل، اذ بلغ حجم التداول (15) مليار دينار، وبنسبة تغير حوالي (71.8%) من المجموع الكلي، بعدها انخفض حجم التداول في الفصل الرابع، اذ بلغ حوالي (102864.2) مليون دينار، وبنسبة تغير عن الفصل الثالث بلغت (-63.89%)، بعد ذلك استمر بالانخفاض حتى الفصل الأول لعام 2008، اذ بلغ حجم التداول (92271.8) مليون دينار واحتل القطاع المصرفي ايضاً المركز الأول خلال هذا الفصل من حيث حجم التداول، اذ بلغ ما يقارب (86) مليار دينار من حجم التداول الكلي، وبنسبة (93.5%) من المجموع الكلي.

في عام 2010 فقد بلغ حجم التداول خلال الفصل الأول (110779.2) مليون دينار، وبنسبة تغير عن الفصل السابق بلغت (3.25%) لجميع القطاعات خلال هذا الفصل، وبلغ معدل الجلسة ما يقارب من (1.9) مليار دينار وبلغت عدد جلسات التداول (56) جلسة تداول، بعد ذلك ارتفع حجم التداول في الفصل الثاني ليصل حوالي (166869.3) مليون دينار لجميع القطاعات، وبنسبة تغير بلغت (50.63%) عن الفصل السابق، ولكنه انخفض في الفصل الثالث حتى وصل حوالي (44664) مليون دينار، وبنسبة تغير بلغت (-73.23%) واستمر بالارتفاع تدريجياً، حتى بلغ في الفصل الأول من عام (2013م) ليصل حوالي (2033785.6) مليون دينار أي سجل اعلى قيمة له في هذا العام ، وذلك للارتفاع الكبير في أسعار النفط ، والذي أدى الى زيادة الإيرادات النفطية، وكذلك تحسن الأوضاع الاقتصادية وتحسن الأسواق المالية العراقية مما ساهم في زيادة السيولة والتداول في الأسواق العراقية، كذلك الاستقرار ووضوح عمل الية التداول في السوق، كل ذلك ساهم في جذب رؤوس الأموال والمدخرات المحلية والعالمية.

اما في عام (2014-2015) فقد انخفض هذا المؤشر، في الفصول جميعها، وهذا الانخفاض كان نتيجة للأوضاع الاقتصادية التي مرّت بها العراق، كانخفاض معدلات أسعار النفط، وتدهور الأوضاع الأمنية، والعجز الكبير في الموازنة، ودخول العراق في الحرب ضد الإرهاب، مما اضعف ثقة المستثمرين وتدهور العمل في الأسواق المالية في العراق، مما انعكس على مؤشر حجم التداول واستمر على هذا الحال حتى عام 2021، اذ اخذ بالارتفاع وبلغ في الفصل الأول حوالي (84802.40) مليون دينار، وبنسبة تغير بلغت (323.91%) واستمر بالارتفاع التدريجي وبنسبة قليلة حتى الفصل الرابع من العام نفسه، اذ بلغ حوالي (37320.67) مليون دينار، وبنسبة تغير

بلغت (-84.32%) نتيجة ارتفاع أسعار النفط العالمية وتحسن الوضع الاقتصادي الذي ساعد على جذب رؤوس الأموال وزيادة الاستثمار في الأسواق المالية العراقية.

الجدول (3)

تطور مؤشر حجم التداول الفصلي في العراق للمدة (2007-2021)

السنة	الفصل	حجم التداول مليون/دينار	نسبة التغير %(*)	السنة	الفصل	حجم التداول مليون/دينار	نسبة التغير %(*)
2007	q1	21415		2015	q1	115825.8	-14.46%
	q2	24997	16.73%		q2	157324.9	35.83%
	q3	284855	1039.56%		q3	73232.2	-53.45%
	q4	102864	-63.89%		q4	109796.8	49.93%
2008	q1	92271.8	-10.30%	2016	q1	111712.2	1.74%
	q2	117242	27.06%		q2	93409.9	-16.38%
	q3	59181	-49.52%		q3	65544.5	-29.83%
	q4	32656.9	-44.82%		q4	156138	138.22%
2009	q1	105961	224.47%	2017	q1	180946.7	15.89%
	q2	119512	12.79%		q2	55686.3	-69.23%
	q3	76340.4	-36.12%		q3	54281.4	-2.52%
	q4	107289	40.54%		q4	95964.6	76.79%
2010	q1	110779	3.25%	2018	q1	92237.9	-3.88%
	q2	166869	50.63%		q2	50598.3	-45.14%
	q3	44664	-73.23%		q3	63281.5	25.07%
	q4	78047.3	74.74%		q4	28245.7	-55.36%
2011	q1	267645	242.93%	2019	q1	23217.4	-17.80%
	q2	213488	-20.23%		q2	77801.5	235.10%

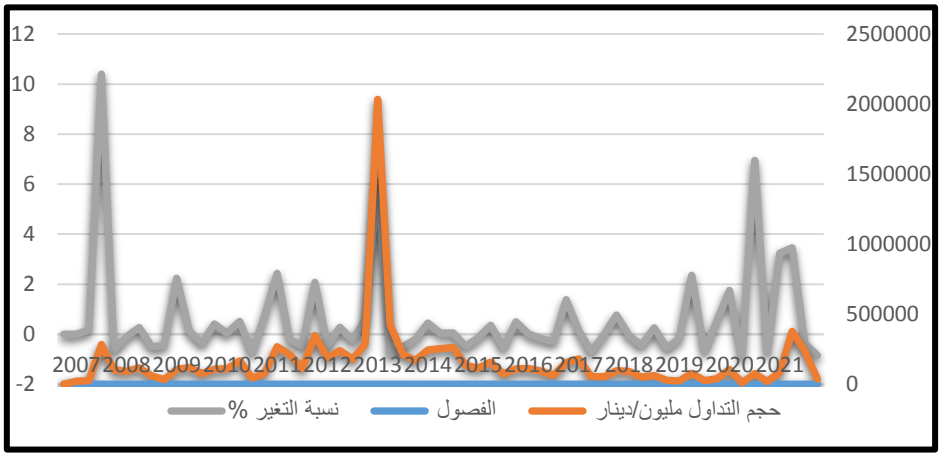
(*) معدل التغير = $\frac{q2-q1}{q1} \times 100$

	q3	112964	-47.09%		q3	25074.4	-67.77%
	q4	347102	207.27%		q4	38499	53.54%
2012	q1	187931	-45.86%	2020	q1	106212.7	175.88%
	q2	239763	27.58%		q2	9542.6	-91.02%
	q3	179595	-25.09%		q3	75841.5	694.77%
	q4	286537	59.55%		q4	20004.67	-73.62%
2013	q1	2033786	609.78%	2021	q1	84802.4	323.91%
	q2	422346	-79.23%		q2	377968	345.70%
	q3	214158	-49.29%		q3	237966.4	-37.04%
	q4	169964	-20.64%		q4	37320.67	-84.32%
2014	q1	245212	44.27%				
	q2	253141	3.23%				
	q3	264561	4.51%				
	q4	135402	-48.82%				

المصدر: البنك المركزي العراقي، والتقارير الاقتصادية الفصلية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

الشكل (9)

تطور مؤشر حجم التداول الفصلي في العراق للمدة (2007-2021)



المصدر: من اعداد الباحثة اعتماداً على بيانات جدول (3)

ثالثاً: مؤشر عدد الأسهم الفصلية المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2007-2021):

يمثل هذا المؤشر عدد الاسهم التي يتم تداولها في داخل الأسواق المالية، في مدة زمنية معينة، ولمختلف القطاعات الاقتصادية، كالقطاع المصرفي وقطاع الخدمات وقطاع التامين والقطاع الزراعي وغيرها، كما موضح في الجدول (4)، اذ نلاحظ ان عدد الأسهم المتداولة بلغ حوالي (11191) مليون سهم في الفصل الأول من عام 2007، تم ارتفع في الفصل الثاني الى حوالي (16644) مليون سهم، وبنسبة تغير عن الفصل الأول بلغت (48.73%) للعام نفسه، وبعدها استمر بالارتفاع في الفصل الثالث، ثم انخفض في الفصل الرابع، ليصل حوالي (43423.3) وبمعدل تغير بلغ (-49.92%) عن الفصل السابق، وفي الفصل الأول من عام 2008 ايضاً استمر بالانخفاض، ليبلغ عدد الأسهم المتداولة حوالي(43271.3) مليون سهم، وبنسبة تغير بلغت (-0.35%) عن الفصل السابق، ثم ارتفع خلال الفصل الثاني من العام نفسه، بعدها انخفض في الفصلين الثالث والرابع.

اذ نلاحظ حصول تذبذب في مؤشر عدد الأسهم في عامي (2008- 2009) بصورة واضحة فقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة في الفصل الأول، اذ بلغ حوالي (57060.6) مليون سهم، وبنسبة تغير بلغت (198.12%) عن الفصل السابق، ثم عاد وانخفض في الفصل الثاني الى حوالي (48031.6) مليون سهم، وبنسبة تغير بلغت (-15.82%) عن الفصل السابق، ومن ثم انخفض عدد الأسهم ايضاً خلال الفصل الثالث، بعدها ارتفع في الفصل الرابع ليصل الى (61066.6) مليون سهم، وبنسبة تغير بلغت (40.14%) عن الفصل السابق، نتيجة حدوث ازمة الرهن العقاري وهي ازمة مالية عالمية أدت الى حدوث عجز في الكثير من دول العالم وتدهور الاقتصادات العالمية، بالرغم من ان الاقتصاد العراقي لن يتأثر كثيرا لأنه يعتمد بصورة كبيرة على القطاع النفطي، لذا فقد ارتفع هذا المؤشر في الأعوام (2010-2013) اذ ارتفع كثيرا في عام 2013، بسبب تحسن الوضع الاقتصادي واستقرار سعر الصرف وانخفاض معدل التضخم مما كان له الأثر الإيجابي في سوق العراق للأوراق المالية، وارتفاع مؤشرات السوق بشكل عام ومؤشر عدد الأسهم المتداولة بشكل خاص.

اما في عام (2014-2015) فقد انخفض مؤشر عدد الأسهم المتداولة في جميع الفصول لكلاهما، وجاء هذا الانخفاض نتيجة تدهور الوضع الاقتصادي في العراق نتيجة انخفاض أسعار

النفط العالمية كثيرا، وحدوث العجز في الموازنة ودخول العراق في حرب ضد داعش، مما أدى الى تدهور الوضع الأمني والسياسي، وحدوث الركود الاقتصادي، مما أدى الى تدهور العمل في الأسواق المالية وانخفاض مؤشرات السوق. لكن الوضع الاقتصادي بدا يتحسن في عام 2016، اذ اخذ مؤشر عدد الأسهم بالارتفاع خلال فصول العام.

اما في عام 2021، فقد ارتفع مؤشر عدد الأسهم المتداولة في جميع الفصول لهذا العام، نتيجة ارتفاع أسعار النفط العالمية واستقرار الوضع الاقتصادي، كذلك تأثير تغير سعر صرف العملات الأجنبية مقابل الدينار العراقي، حفز الطلب على شراء الأسهم لكونها أحد مصادر الاستثمار وايضاً مخزن القيمة، كل هذه الأسباب اثرت بصورة إيجابية على عدد الأسهم المتداولة.

الجدول (4)

تطور مؤشر الأسهم المتداولة الفصلي في العراق للمدة (2007-2021)

السنة	الفصل	الأسهم المتداولة	نسبة التغير %(*)	السنة	الفصل	الأسهم المتداولة	نسبة التغير %(*)
2007	q1	11191		2015	q1	135974	3.76%
	q2	16644	48.73%		q2	173595.4	27.67%
	q3	86704	420.93%		q3	75719.7	-56.38%
	q4	43423.3	-49.92%		q4	194351.2	156.67%
2008	q1	43271.3	-0.35%	2016	q1	172024.2	-11.49%
	q2	51310.9	18.58%		q2	308588.6	79.39%
	q3	37132.1	-27.63%		q3	195547.2	-36.63%
	q4	19140	-48.45%		q4	241386.3	23.44%
2009	q1	57060.6	198.12%	2017	q1	309791.8	28.34%
	q2	48031.6	-15.82%		q2	89972.5	-70.96%
	q3	43574.4	-9.28%		q3	98462	9.44%
	q4	61066.6	40.14%		q4	133193.8	35.27%
2010	q1	65430.7	7.15%	2018	q1	139145.1	4.47%
	q2	116251.8	77.67%		q2	69356.2	-50.16%
	q3	25426.4	-78.13%		q3	118972.2	71.54%
	q4	48550.5	90.95%		q4	51726.6	-56.52%

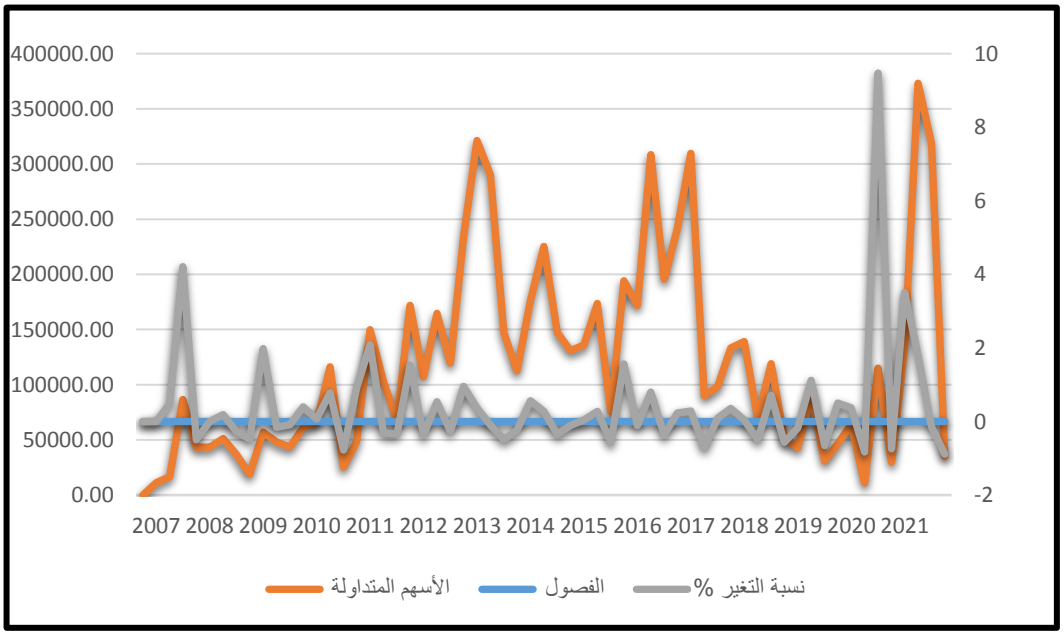
(*) معدل التغير = $\frac{q2-q1}{q1} \times 100$

2011	q1	149878.7	208.71%	2019	q1	42756.3	-17.34%
	q2	102977.8	-31.29%		q2	90510.7	111.69%
	q3	67729.1	-34.23%		q3	30997.5	-65.75%
	q4	171785.6	153.64%		q4	46576.4	50.26%
2012	q1	107243.9	-37.57%	2020	q1	63718.6	36.80%
	q2	164633.3	53.51%		q2	10988.1	-82.76%
	q3	119742.8	-27.27%		q3	115059.8	947.13%
	q4	234020	95.44%		q4	29611.33	-74.26%
2013	q1	321137.7	37.23%	2021	q1	133475.6	350.76%
	q2	290144.5	-9.65%		q2	373181	179.59%
	q3	147115.9	-49.30%		q3	318363	-14.69%
	q4	112813.9	-23.32%		q4	35192.33	-88.95%
2014	q1	176254	56.23%				
	q2	225167.2	27.75%				
	q3	147115.9	-34.66%				
	q4	131043.5	-10.92%				

المصدر: البنك المركزي العراقي، والتقارير الاقتصادية الفصلية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

شكل (10)

تطور مؤشر الأسهم المتداولة الفصلي في العراق للمدة (2007-2021)



المصدر: من اعداد الباحثة اعتماداً على بيانات جدول (4)

رابعاً: مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021):

نلاحظ من الجدول (5) ان عدد الشركات بلغ في الفصل الأول من عام 2007 حوالي (94) شركة مدرجة في السوق، ثم انخفض في الفصل الثاني الى (93) شركة، وبلغ معدل النمو لهذه الشركات (-0.71%)، وبقي عدد الشركات نفسه في الفصل الثالث، ثم ارتفع عدد الشركات ليصل الى (94) شركة في الفصل الرابع للعام نفسه، وازداد ايضاً معدل النمو، اذ بلغ (0.72%)، اما في عام 2008 بلغ عدد الشركات في الفصلين الأول والثاني (94) شركة، وازداد عدد الشركات في الفصل الثالث ليصل الى (95) شركة، وبمعدل نمو (1.06%)، وبقي العدد نفسه في الفصل الرابع للعام نفسه.

في عام 2010 فقد انخفض عدد الشركات الى (81) شركة، وبلغ معدل النمو (7.96%) خلال الفصل الأول، وفي الفصل الثاني بلغ (84) شركة، وبلغ معدل النمو أيضاً (3.69%)، وبقي عدد الشركات نفسه في الفصلين الثالث والرابع من العام نفسه، واستمر عدد الشركات على هذا الحال حتى عام 2014، اذ انخفض عدد الشركات في الفصل الأول الى (74) شركة، وبلغ معدل النمو (-10.84%)، واستمر على هذا الحال في الفصول اللاحقة من العام نفسه نتيجة اخفاق الحكومة في اعداد دراسات جدوى اقتصادية وفنية فعالة لأغلب عقود الشراكة التي ابرمتها مع الشركات الأجنبية والمحلية للنهوض بواقع الشركات العامة، كذلك اعتماد الأساليب التقليدية في الإنتاج وعدم توفير الطاقة وعدم استخدام التقنيات الحديثة في الإنتاج مما أدى الى زيادة التكاليف وعدم القدرة على منافسة المنتجات المستوردة.

اما في عام 2016، فقد ارتفع عدد الشركات الى حوالي (98) شركة، بلغ معدل النمو حوالي (28.95%) في الفصل الأول، وفي الفصل الثاني بلغ (97) شركة، وبمعدل نمو (-0.68%)، وبلغ في الفصل الثالث والرابع (96) و (97) على التوالي، واستمر عدد الشركات بالارتفاع حتى بلغ عام 2020، حوالي (103) شركة، وبمعدل نمو (1.31%) في الفصل الأول من هذا العام، واستمر عدد الشركات بالارتفاع في الفصول الثاني والثالث والرابع، ليبلغ حوالي (104) و (105) و (105) على التوالي، كذلك في عام 2021، فقد بلغ عدد الشركات (103) شركة خلال الفصل الأول، وبمعدل نمو (-1.27%)، حتى الفصل الرابع من العام نفسه، ليصل عدد الشركات الى (105) شركة، وبمعدل نمو (1.94%)، وجاء هذا الارتفاع بسبب التطور الاقتصادي في العراق والاطلاع على المركز المالي للشركات من خلال التقارير الفصلية والسنوية، كذلك تبسيط

الإجراءات ونشر ثقافة التعامل باسهم الشركات المساهمة وتحقيق اهداف الرصانة بوجود الرقابة من خلال التعليمات والقواعد.

الجدول (5)

تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة الفصلي في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

السنة	الفصل	عدد الشركات المدرجة	معدل النمو %(*)	السنة	الفصل	عدد الشركات المدرجة	معدل النمو %(*)
2007	q1	94		2015	q1	75	0.90%
	q2	93	-0.71%		q2	75	0.89%
	q3	93	0.00%		q3	76	0.88%
	q4	94	0.72%		q4	76	0.00%
2008	q1	94	0.36%	2016	q1	98	28.95%
	q2	94	0.00%		q2	97	-0.68%
	q3	95	1.06%		q3	96	-1.03%
	q4	95	0.00%		q4	97	0.69%
2009	q1	92	-3.16%	2017	q1	97	0.00%
	q2	91	-1.09%		q2	100	3.44%
	q3	55	-39.19%		q3	101	0.33%
	q4	75	36.14%		q4	101	0.33%
2010	q1	81	7.96%	2018	q1	101	0.33%
	q2	84	3.69%		q2	102	0.99%
	q3	84	0.00%		q3	103	0.98%
	q4	84	0.00%		q4	104	0.65%
2011	q1	85	0.79%	2019	q1	104	-0.32%
	q2	85	0.00%		q2	103	-0.64%
	q3	85	0.00%		q3	103	-0.32%
	q4	86	0.78%		q4	102	-0.65%
2012	q1	87	1.17%	2020	q1	103	1.31%
	q2	85	-2.31%		q2	104	0.32%
	q3	84	-0.79%		q3	105	1.29%
	q4	84	0.40%		q4	105	-0.32%

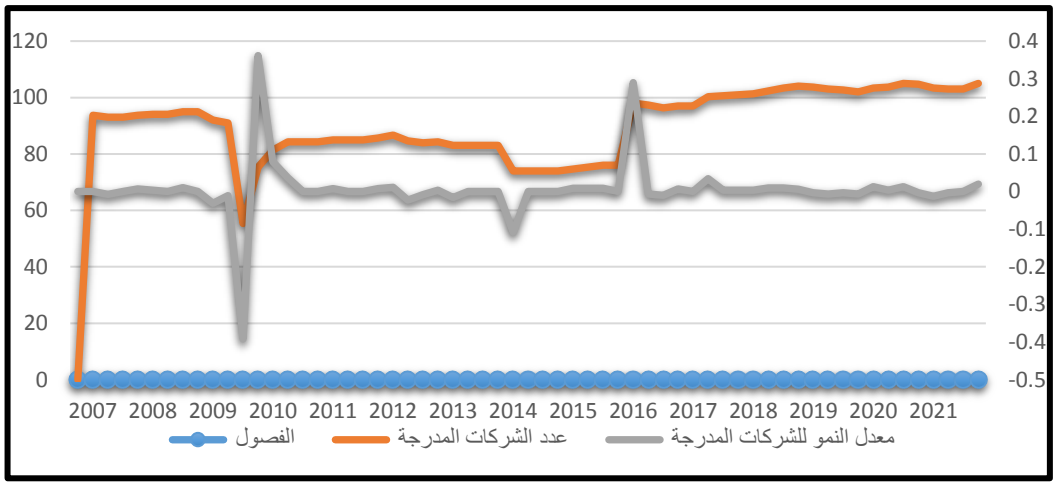
(*) معدل التغير = $\frac{q2-q1}{q1} \times 100$

2013	q1	83	-1.58%	2021	q1	103	-1.27%
	q2	83	0.00%		q2	103	-0.32%
	q3	83	0.00%		q3	103	0.00%
	q4	83	0.00%		q4	105	1.94%
2014	q1	74	-10.84%				
	q2	74	0.00%				
	q3	74	0.00%				
	q4	74	0.00%				

المصدر: البنك المركزي العراقي، والتقارير الاقتصادية الفصلية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

شكل (11)

تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة الفصلي في العراق للمدة (2007-2021)



المصدر: من اعداد الباحثة اعتماداً على بيانات جدول (5)

خامساً: مؤشر القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021):

وتشير الى سعر السهم في السوق المالية، وتتغير بصورة مستمرة خلال جلسات التداول، وتتغير القيمة السوقية للسهم، نتيجة العرض والطلب والظروف الاقتصادية السائدة مثل الكساد والرواج، ومن خلال الجدول (6) نلاحظ ان القيمة السوقية في عام 2007، بلغت حوالي (1,937,389.67) مليون/ دينار، في الفصل الأول، وفي الفصل الثاني بلغت حوالي (1,835,934.33) مليون/ دينار، وبلغت نسبة التغير (-5.24%)، اما في الفصل الثالث فقد ارتفعت القيمة السوقية وبلغت حوالي (2,407,766.67) مليون/ دينار، وبنسبة تغير (31.15%)، وفي الفصل الرابع بلغت (2,125,452.33) مليون/ دينار، واستمرت القيمة السوقية

على هذا المعدل حتى عام 2010، اذ ارتفعت هذه القيمة الى حوالي (3,017,053.67) مليون دينار، خلال الفصل الأول وبنسبة تغير بلغت (-1.12%)، وفي الفصل الثاني بلغت حوالي (3,031,271.67) مليون دينار، وفي الفصلين الثالث والرابع بلغت حوالي (2,976,446.67) و(3,248,967.00) مليون دينار على التوالي. وجاء هذا الارتفاع نتيجة تحسن الوضع الأمني وتطبيق قانون الاستثمار الذي يشجع دخول الاستثمارات الأجنبية، وتفعيل قاعدة بيانات السوق، وتنفيذ نشاط التداول الالكتروني.

في عام (2013-2014)، اخذت القيمة السوقية بالارتفاع وبصورة كبيرة جداً، اذ بلغت في الفصل الأول لعام 2013 حوالي (9,612,774.67) مليون دينار، واستمرت بالارتفاع حتى الفصل الرابع للعام نفسه اذ بلغت (11,467,335.00) مليون دينار، كذلك في العام 2014، اذ بلغت القيمة السوقية حوالي (11,588,864.67) مليون دينار خلال الفصل الأول، نتيجة تحسن الوضع الاقتصادي والاستقرار النسبي في الأسواق المالية في العراق، واتساع حجم السوق، وارتفاع أسعار النفط عالمياً.

اما في الأعوام (2015-2016- 2017) فقد انخفضت القيمة السوقية في الفصول جميعها لهذه الأعوام، نتيجة انخفاض حجم السيولة وضعف أداء القطاع المصرفي، كذلك الأثر الاقتصادي الذي خلفه هجوم العدوان الإرهابي لتنظيم داعش على العراق منذ حزيران 2014، وايضاً انخفاض أسعار النفط عالمياً، في الفصل الرابع من عام 2014، واستمر حتى عام 2015 كل هذه العوامل ساعدت على انخفاض القيمة السوقية.

اما في عام 2021، فقد ارتفعت القيمة السوقية، وبلغت حوالي (14,781,370.00) مليون دينار، خلال الفصل الأول، وبنسبة تغير بلغت (7.29%)، وفي الفصل الثاني (15,612,942.00) مليون دينار، وبنسبة تغير بلغت (5.63%)، وفي الفصل الرابع بلغت حوالي (15,893,483.00) مليون دينار، وبنسبة تغير بلغت (-0.30%)، نتيجة ارتفاع أسعار النفط عالمياً، واستقرار الوضع الاقتصادي في العراق وتطور سوق العراق للأوراق المالية واستخدام التكنولوجيا الحديثة في البنوك العراقية.

الجدول (6)

تطور مؤشر القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

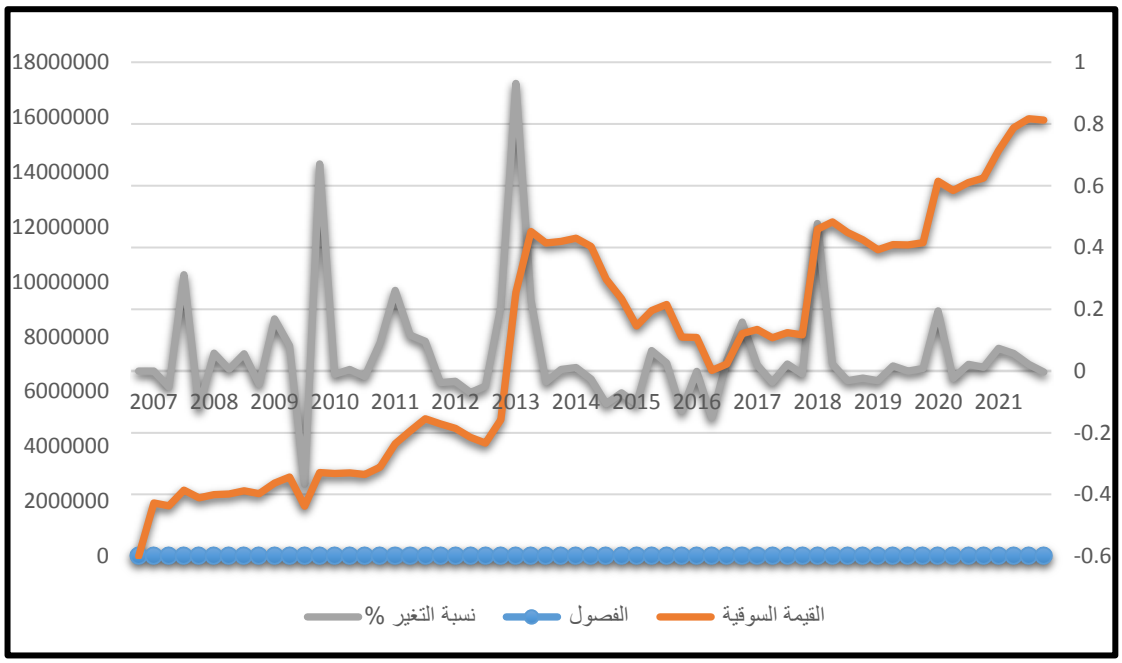
السنوات	الفصول	القيمة السوقية	نسبة التغير %(*)	السنوات	الفصول	القيمة السوقية	نسبة التغير %
2007	q1	1,937,389.67		2015	q1	8,389,662.33	-10.58%
	q2	1,835,934.33	-5.24%		q2	8,945,102.67	6.62%
	q3	2,407,766.67	31.15%		q3	9,175,182.00	2.57%
	q4	2,125,452.33	-11.73%		q4	7,978,243.67	-13.05%
2008	q1	2,248,427.67	5.79%	2016	q1	7,966,978.67	-0.14%
	q2	2,261,225.00	0.57%		q2	6,770,413.67	-15.02%
	q3	2,387,947.00	5.60%		q3	7,000,364.33	3.40%
	q4	2,282,543.00	-4.41%		q4	8,106,921.67	15.81%
2009	q1	2,666,583.33	16.83%	2017	q1	8,267,514.00	1.98%
	q2	2,883,955.33	8.15%		q2	7,961,447.67	-3.70%
	q3	1,827,039.00	-36.65%		q3	8,141,864.33	2.27%
	q4	3,051,204.33	67.00%		q4	8,060,139.33	-1.00%
2010	q1	3,017,053.67	-1.12%	2018	q1	11,913,071.67	47.80%
	q2	3,031,271.67	0.47%		q2	12,182,031.67	2.26%
	q3	2,976,446.67	-1.81%		q3	11,800,384.67	-3.13%
	q4	3,248,967.00	9.16%		q4	11,531,062.00	-2.28%
2011	q1	4,095,617.00	26.06%	2019	q1	11,169,159.67	-3.14%
	q2	4,569,975.67	11.58%		q2	11,349,884.00	1.62%
	q3	5,011,373.33	9.66%		q3	11,343,091.67	-0.06%
	q4	4,821,255.00	-3.79%		q4	11,428,757.67	0.76%
2012	q1	4,658,493.00	-3.38%	2020	q1	13,658,083.33	19.51%
	q2	4,332,082.00	-7.01%		q2	13,326,769.33	-2.43%
	q3	4,121,016.33	-4.87%		q3	13,611,230.33	2.13%
	q4	4,977,226.00	20.78%		q4	13,776,470.67	1.21%
2013	q1	9,612,774.67	93.14%	2021	q1	14,781,370.00	7.29%
	q2	11,828,855.00	23.05%		q2	15,612,942.00	5.63%
	q3	11,410,843.00	-3.53%		q3	15,941,158.67	2.10%
	q4	11,467,335.00	0.50%		q4	15,893,483.00	-0.30%
2014	q1	11,588,864.67	1.06%				
	q2	11,289,198.67	-2.59%				
	q3	10,096,233.00	-10.57%				
	q4	9,382,587.33	-7.07%				

المصدر: البنك المركزي العراقي، والتقارير الاقتصادية الفصلية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

(*) معدل التغير = $\frac{q2-q1}{q1} \times 100$

الشكل (12)

تطور مؤشر القيمة السوقية الفصلي لسوق العراق الأوراق المالية للمدة (2007-2021)



المصدر: من اعداد الباحثة اعتماداً على بيانات جدول (6)

المبحث الثالث

العلاقة بين سعر الصرف وأسواق المال في العراق للمدة (2007-2021):

اولاً: العلاقة بين سعر الصرف وميزان الحساب الجاري وأسعار الأسهم وفق منهج السوق السلعية:

وفق هذا المنهج هنالك علاقة او ارتباط بين أسعار الصرف من جهة، وميزان الحساب الجاري من جهة أخرى، ومدى أثر ذلك في سلوك أسعار الأسهم، اذ نلاحظ بأنّ تقلبات أسعار الصرف تنعكس في القدرة التنافسية للشركات، وتأثيرها في الحساب الجاري، وان الارتباط بين تغيرات أسعار الصرف وأسعار الأسهم وفقاً لهذا المنهج من شانها ان تظهر لنا العلاقة في الأجل الطويل، أي إن انخفاض قيمة العملة لبلد ما يؤدي الى زيادة صادراته، مما يزيد من القدرة التنافسية للشركات في هذا البلد في السوق الدولية، وهذا بدوره يؤدي الى زيادة الطلب على منتجات الشركات المحلية، وبالتالي زيادة حجم الانتاج وارتفاع ارباح هذه الشركات، وتؤثر ايجابا في أسعار الاوراق المالية وخاصة الأسهم، أن أسعار الأسهم المحلية تستجيب بصورة كبيرة إلى الانخفاض الحاصل في قيمة العملة وان هذا التأثير يؤثر بصورة إيجابية على الشركات ذات التوجهات التصديرية، اما بالنسبة للشركات المحلية التي تستخدم السلع المستوردة في عملياتها الإنتاجية فان تأثير الانخفاض في قيمة عملة بلدها سيكون سلبي عليها، لأنه يؤدي الى زيادة تكاليف إنتاجها، مما يؤثر على مبيعاتها وأرباحها ومن ثمّ يؤثر على أسعار الأسهم العائدة لها، ومن هذا نلاحظ أن تغيرات سعر الصرف من شانها أن تكون مفيدة لبعض الشركات ، في حين تكون لها آثار سلبية لشركات أخرى، ولكن هذين التأثيرين المتعاكسين من الممكن أن يلغي أحدهما الآخر، فعند دراسة العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف يجب ان نتوخى الحذر، اذ ليس بالضرورة أن يؤدي الانخفاض في قيمة العملة الوطنية إلى أثار ايجابية على الاقتصاد المحلي، اذ يعتمد الأمر هنا على درجة استجابة القطاعات الاقتصادية المختلفة للتغير الحاصل في قيمة العملة الوطنية، اذ أنّ ارتفاع سعر صرف العملة المحلية له اثران أما (سلبي) للبلد، لأنّ صادرات البلد تصبح غالية مما يدفع الأجانب الى عدم التخلي عن كمية اكبر من عملتهم لشراء بضاعة ذلك البلد، أو من الممكن ان ينخفض الطلب عليها لحساب سلع دول أخرى، أو يكون أثراً (إيجابياً)، اذ تكون استيرادات ذلك البلد ارخص نسبياً، لأنّ سعر صرف عملتها منخفض.

ومن الجدول (7) نلاحظ في الاعوام (2007-2009) عندما اخذ سعر الصرف بالانخفاض بنسبة قليلة، فان أسعار الأسهم ارتفعت كذلك اخذ الحساب الجاري بالارتفاع، بالرغم من انخفاضه في الفصل الأول لعام 2009، لان أسعار الأسهم المحلية تستجيب بصورة كبيرة إلى الانخفاض الحاصل في قيمة العملة وان هذا يؤثر بصورة إيجابية على الشركات ذات التوجهات التصديرية.

اما في الأعوام (2015-2016) فنلاحظ ان الحساب الجاري انخفض مع ثبات سعر الصرف المحلي وارتفاع أسعار الأسهم، نتيجة انخفاض الاستثمارات الحكومية بجميع مكوناتها خلال هذه المدة، وفي الأعوام (2017-2018) فقد اخذ ميزان الحساب الجاري بالارتفاع، مع ثبات سعر الصرف وارتفاع أسعار الأسهم، نتيجة ارتفاع فائض الميزان التجاري، نتيجة ارتفاع الصادرات المحلية (النفط الخام)، والذي يؤثر بدوره بصوره إيجابية على أرباح الشركات وارتفاع أسعار اسهمها وزيادة قدرتها التنافسية، اما في عام 2019، فقد اخذ ميزان الحساب الجاري بالانخفاض، مع ثبات سعر الصرف، وفي الأعوام (2020-2021)، نلاحظ ارتفاع سعر الصرف وأسعار الأسهم مع ثبات ميزان الحساب الجاري، والجدول (7) يوضح ذلك:

الجدول (7)

العلاقة بين سعر الصرف وميزان الحساب الجاري وأسعار الاسهم

السنوات	الفصول	سعر الصرف الرسمي (دينار)	الحساب الجاري	أسعار الاسهم
2007	q1	1289	21016732	27.00
	q2	1263	24197059	26.00
	q3	1241.333	27377386	40.67
	q4	1225.333	30557713	40.67
2008	q1	1210.667	33738040	36.00
	q2	1200	24966570	37.67
	q3	1186.667	16195100	43.67
	q4	1175	7423630	53.67
2009	q1	1170	-1347840	129.00
	q2	1170	886860	262.33
	q3	1170	3121560	38.00
	q4	1170	5356260	105.33

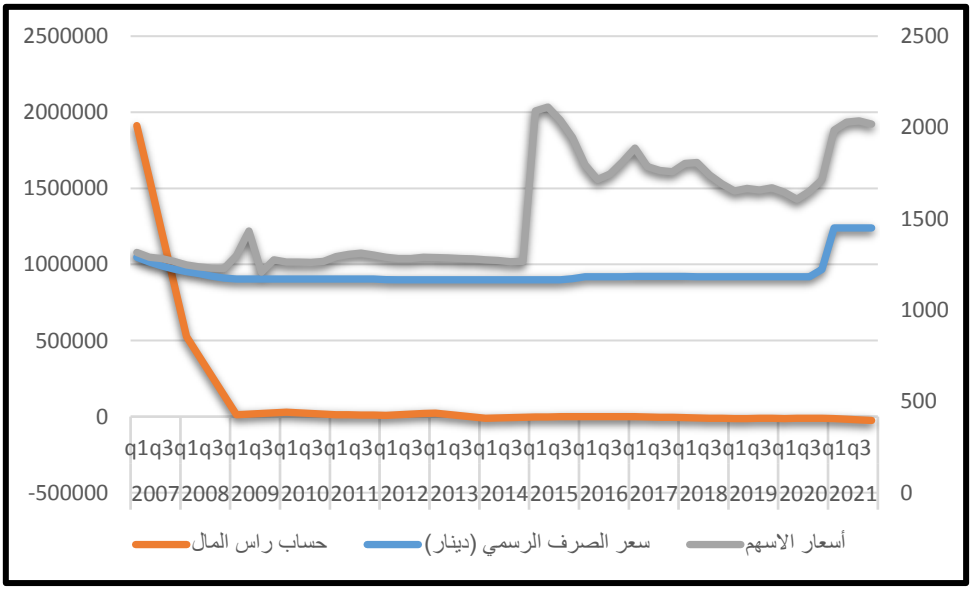
2010	q1	1170	7590960	92.67
	q2	1170	13335075	93.67
	q3	1170	19079190	91.67
	q4	1170	24823305	96.67
2011	q1	1170	30567420	122.33
	q2	1170	31536766.5	134.33
	q3	1170	32506113	143.00
	q4	1170	33475459.5	132.00
2012	q1	1166.667	34444806	122.00
	q2	1166	32262607.85	116.67
	q3	1166	30080409.7	116.33
	q4	1166	27898211.55	123.00
2013	q1	1166	25716013.4	122.00
	q2	1166	26407742.9	119.67
	q3	1166	27099472.4	116.33
	q4	1166	27791201.9	114.00
2014	q1	1166	28482931.4	109.67
	q2	1166	22588285.3	105.67
	q3	1166	16693639.2	98.00
	q4	1166	10798993.1	100.00
2015	q1	1166	4904347	924.33
	q2	1166	4735783.5	946.00
	q3	1166	4567220	873.33
	q4	1171.333	4398656.5	774.00
2016	q1	1182	4230093	613.67
	q2	1182	7324033.5	533.33
	q3	1182	10417974	563.67
	q4	1182	13511914.5	630.00
2017	q1	1184	16605855	703.67
	q2	1184	22679317.5	600.67
	q3	1184	28752780	580.00
	q4	1184	34826242.5	573.00
2018	q1	1184	40899705	619.33
	q2	1183	35364152.25	625.67

	q3	1182	29828599.5	558.33
	q4	1182	24293046.75	508.00
2019	q1	1182	18757494	469.67
	q2	1182	12141588.82	485.00
	q3	1182	5525683.65	476.00
	q4	1182	-1090221.52	488.33
2020	q1	1182	12141588.82	463.00
	q2	1182	5525683.65	424.67
	q3	1182	-1090221.52	468.67
	q4	1222.667	-7706126.7	491.00
2021	q1	1450	3163896.22	535.67
	q2	1450	14033919.15	579.33
	q3	1450	24903942.07	585.67
	q4	1450	35773965	569.33

المصدر: البنك المركزي العراقي، دائرة الإحصاء والأبحاث، والنشرات الفصلية للمدة (2007-2021).

الشكل (13)

العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الاسهم وميزان الحساب الجاري في العراق للمدة (2007-2021)



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (7)

من الشكل البياني (13) نلاحظ وجود علاقة وثيقة وتبادلية ما بين سعر الصرف وميزان الحساب الجاري ومدى تأثير ذلك على أسعار الأسهم، فانخفاض سعر الصرف، يؤثر على أسعار الصادرات والاستيرادات، في الاجل القصير مما يؤدي الى انخفاض أسعار الصادرات وارتفاع الاستيرادات، وهذا بدوره أثر بصورة سلبية على أسعار الأسهم، وبالتالي على وضع الحساب الجاري، وبالعكس وهذا ما نلاحظه من خلال الشكل (13).

ثانياً: العلاقة بين سعر الصرف وحساب راس المال وأسعار الأسهم وفق منهج توازن لمحفظة:

إنّ العلاقة وفق هذا المنهج تكون مباشرة بين تغيرات أسعار الصرف وتغييرات أسعار الأسهم من خلال السوق المالية (حساب رأس المال)، اذ نلاحظ بأنّ تغير سعر الصرف لأحدى العملات الرئيسة في بلد معين، من شانه إن يؤثر في أسواق الأسهم العالمية بصوره عامة. اذ ان انخفاض قيمة العملة يجعل من أسعار الموجودات المالية في بلد معين، وبالأخص الأسهم، أرخص نسبيا بالنسبة للمستثمرين الأجانب، لذلك فان انخفاض قيمة العملة من شانه أن يزيد من طلب المستثمرين الأجانب على الموجودات المالية كالأسهم، وبذلك تزداد سرعة تداولها وبالتالي تؤدي الى ارتفاع أسعارها، كذلك يزداد طلب المستثمرين المحليين أيضا الذين يحاولون التخلص من أرصدتهم الدولارية والتحول باتجاه الموجودات الأخرى في الاقتصاد كالأسهم ومن ثم زيادة الطلب عليها، وارتفاع أسعارها، وبنفس الطريقة ايضاً يؤثر الارتفاع في قيمة العملة، باتجاه الانخفاض في الطلب على الموجودات المالية، ومن ثمّ انخفاض أسعارها، بافتراض ثبات العوامل الأخرى، وهذا يشير إلى العلاقة العكسية بين (أسعار الصرف وأسعار الأسهم)، ومن المشاكل التي تعترينا في هذا المجال هي العلاقة الزمنية بين تغيرات أسعار الصرف وأسعار الأسهم، هي هل انخفاض قيمة عملة بلد ما يؤدي الى زيادة طلب المستثمرين على الموجودات المالية، مما يؤدي الى المساهمة في رفع أسعارها، أم بالعكس؟ أي بمعنى ان زيادة طلب المستثمرين الاجانب على الموجودات المالية، يؤدي الى تدفق رؤوس الاموال الاجنبية الى داخل البلد، وبالتالي تحسن وضع حساب راس المال، ومن ثم ميزان المدفوعات وهذا بدوره يؤدي الى ارتفاع قيمة هذه العملة مقابل العملات الأخرى، فلو افترضنا ان قيمة العملة انخفضت، فان هذا سيؤدي الى زيادة الطلب على الموجودات المالية داخل البلد، وبالتالي ارتفاع أسعارها، مما يجعل صادرات البلد أرخص مقارنة بالبلدان الأخرى، ويؤدي الى ارتفاع اسعار السلع الاجنبية داخل البلد، مما يؤدي الى تحسن وضع الميزان التجاري ومن ثمّ ميزان المدفوعات في البلد المعني، ومن ثمّ تحسن وضع العملة في البلد، وان هذا

التحسن في قيمة العملة من شأنه أنْ يقضي على نسبة من الانخفاض الاصلي الذي حدث في البداية.

ومن الجدول (8) نلاحظ انه في الاعوام (2007-2010) ان سعر الصرف بدأ بالانخفاض بنسبة قليلة مع ارتفاع أسعار الأسهم، اما حساب راس المال فقد سجل فائضاً خلال هذه المدة، نتيجة الحصول على المنح المتعلقة بالاستثمار، وتكوين راس المال الثابت وتمثل منحه استثمارية من (الولايات المتحدة والدول المانحة)، وكذلك فان انخفاض قيمة العملة يؤدي الى زيادة الطلب على الموجودات، وهذا بدوره يؤدي الى ارتفاع أسعار السلع الأجنبية في الداخل، مما يؤدي الى تحسن الميزان التجاري وميزان المدفوعات.

اما الأعوام (2014-2019)، فقد شهد سعر الصرف استقراراً واضحاً مع ارتفاع أسعار الأسهم، اما حساب راس المال فقد سجل عجزاً خلال هذه المدة، نتيجة عدم ملاءمة البيئة الاستثمارية لجذب رؤوس الأموال الى داخل البلد، كذلك نتيجة انخفاض الإيرادات العامة (الإيرادات النفطية)، بفعل انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية. وفي الأعوام (2020-2021)، نلاحظ ارتفاع سعر الصرف وأسعار الأسهم مع انخفاض حساب راس المال، كما موضح في الجدول (8)

الجدول (8)

العلاقة بين سعر الصرف وحساب راس المال وأسعار الأسهم

السنوات	الفصول	سعر الصرف الرسمي (دينار)	حساب راس المال	أسعار الاسهم
2007	q1	1289	1912369	27.00
	q2	1263	1565805	26.00
	q3	1241.333	1219241	40.67
	q4	1225.333	872677	40.67
2008	q1	1210.667	526113	36.00
	q2	1200	397509.75	37.67
	q3	1186.667	268906.5	43.67
	q4	1175	140303.25	53.67
2009	q1	1170	11700	129.00
	q2	1170	16087.5	262.33
	q3	1170	20475	38.00

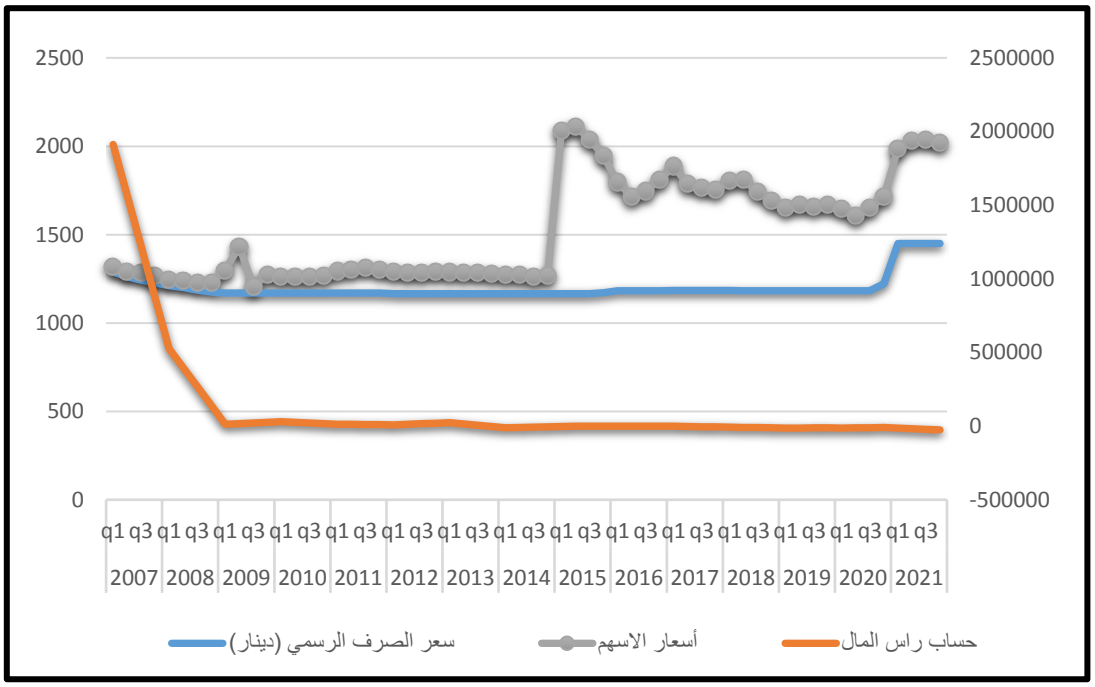
	q4	1170	24862.5	105.33
2010	q1	1170	29250	92.67
	q2	1170	25155	93.67
	q3	1170	21060	91.67
	q4	1170	16965	96.67
2011	q1	1170	12870	122.33
	q2	1170	11693	134.33
	q3	1170	10516	143.00
	q4	1170	9339	132.00
2012	q1	1166.667	8162	122.00
	q2	1166	12038.95	116.67
	q3	1166	15915.9	116.33
	q4	1166	19792.85	123.00
2013	q1	1166	23669.8	122.00
	q2	1166	14983.1	119.67
	q3	1166	6296.4	116.33
	q4	1166	-2390.3	114.00
2014	q1	1166	-11077	109.67
	q2	1166	-8754	105.67
	q3	1166	-6431	98.00
	q4	1166	-4108	100.00
2015	q1	1166	-1785	924.33
	q2	1166	-1487.5	946.00
	q3	1166	-1190	873.33
	q4	1171.333	-892.5	774.00
2016	q1	1182	-595	613.67
	q2	1182	-714	533.33
	q3	1182	-833	563.67
	q4	1182	-952	630.00
2017	q1	1184	-1071	703.67
	q2	1184	-2528.75	600.67
	q3	1184	-3986.5	580.00
	q4	1184	-5444.25	573.00
2018	q1	1184	-6902	619.33

	q2	1183	-8478.75	625.67
	q3	1182	-10055.5	558.33
	q4	1182	-11632.25	508.00
2019	q1	1182	-13209	469.67
	q2	1182	-12403.575	485.00
	q3	1182	-11598.15	476.00
	q4	1182	-10792.725	488.33
2020	q1	1182	-12403.6	463.00
	q2	1182	-11598.15	424.67
	q3	1182	-10792.72	468.67
	q4	1222.667	-9987.3	491.00
2021	q1	1450	-13834.22	535.67
	q2	1450	-17681.15	579.33
	q3	1450	-21528.07	585.67
	q4	1450	-25357	569.33

البنك المركزي العراقي، دائرة الإحصاء والأبحاث، والنشرات السنوية خلال المدة (2007-2021).

الشكل (14)

العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم وحساب راس المال في العراق للمدة (2007-2021)



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات جدول (8).

من الشكل البياني (8) نلاحظ وجود علاقة بين سعر الصرف وحساب راس المال وأسعار الأسهم، فعند ارتفاع سعر صرف العملة المحلية، يؤدي ذلك الى ارتفاع أسعار الأسهم، مما ينتج عنه زيادة الطلب على الأموال الأجنبية، مما يؤدي الى ارتفاع أسعار الفائدة، والذي يؤدي الى جذب المزيد من رؤوس الأموال الأجنبية الى داخل البلد، والعكس يحدث عند انخفاض سعر الصرف، وهذا ما نلاحظه عند ارتفاع أسعار الأسهم خلال الأعوام (2015-2021)

الفصل الثالث

قياس وتحليل إثر تغيرات سعر صرف الدينار العراقي في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

المبحث الأول / توصيف النموذج القياسي

المبحث الثاني / الإطار النظري للنموذج القياسي

المبحث الثالث / التقدير والتحليل الاقتصادي

المبحث الأول

توصيف النموذج القياسي

المطلب الأول : متغيرات النموذج القياسي:(Standard model variables)

يتكون النموذج القياسي من نوعين من المتغيرات، النوع الأول هو المتغير المستقل، والنوع الثاني هي المتغيرات التابعة، اذ ان المتغير المستقل هو الذي يؤثر في المتغيرات التابعة، وفي نموذجنا القياسي، فان المتغير المستقل هو (سعر الصرف)، اما المتغيرات التابعة فهي (المؤشر العام للأسعار، حجم التداول، عدد الأسهم المتداولة، عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية)، وكما موضح في الجدول (9):

الجدول (9)

المتغيرات التابعة والمستقرة

اسم المتغير	الرمز	نوع المتغير
سعر الصرف	X	متغير مستقل
المؤشر العام للأسعار	Y1	متغير تابع
حجم التداول	Y2	متغير تابع
عدد الأسهم المتداولة	Y3	متغير تابع
عدد الشركات المدرجة	Y4	متغير تابع
القيمة السوقية	Y5	متغير تابع

المصدر: من اعداد الباحثة.

المطلب الثاني: العلاقة بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة وفقاً للنظرية الاقتصادية:

1- **المؤشر العام للأسعار(General price index)**: تكون العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام للأسعار، علاقة طردية، فكلما ازداد سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار العراقي، ازداد المؤشر العام لأسعار السوق.

2- **حجم التداول (Trading volume)**: ان العلاقة بين سعر الصرف وحجم التداول، هي علاقة طردية، اذ كلما انخفض سعر الصرف، انخفض حجم التداول.

3- **عدد الأسهم المتداولة (The numbed of shares traded)**: تكون العلاقة بين اسعار الصرف وعدد الأسهم المتداولة في السوق، طردية، فكلما ازداد سعر الصرف، ازداد عدد الأسهم المتداولة في السوق.

4- **عدد الشركات المدرجة (number of listed combanies)**: ان العلاقة بين سعر الصرف وعدد الشركات المدرجة في السوق، هي علاقة طردية، اذ كلما ازداد سعر الصرف، أدى ذلك الى زيادة عدد الشركات المدرجة.

5- **القيمة السوقية (market value)** : ان العلاقة بين القيمة السوقية وسعر الصرف، هي علاقة طردية، اذ كلما زاد سعر الصرف، ازداد مؤشر القيمة السوقية.

ويمكن تمثيل معادلة النموذج القياسي بالآتي:

$$X = a + x_1Y1 + x_2Y2 + x_3Y3 + x_4Y4 + x_5Y5$$

اذ ان:

X: سعر الصرف (المتغير المستقل).

a: الحد الثابت للمعلمة.

x_1, x_2, x_3, x_4, x_5: الميل الحدي لمعلمات المتغيرات التابعة.

Y1: المؤشر العام للأسعار.

Y2: حجم التداول.

Y3: عدد الأسهم المتداولة.

Y4: عدد الشركات المدرجة.

Y5: القيمة السوقية.

المطلب الثالث: مصادر بيانات النموذج القياسي (Standard form data sources):

اعتمدت الباحثة على بيانات السلسلة الزمنية، والتي تتكون من {60} عينة، وتم الحصول على البيانات، وللمدة (2007-2021)، بشكل فصلي، وتم الحصول على المؤشر العام للأسعار، حجم

التداول، عدد الأسهم المتداولة، عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية، من خلال التقارير الفصلية لسوق العراق للأوراق المالية، اما المتغيرات الاقتصادية الكلية (سعر الصرف، الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة، التضخم، عرض النقد، ميزان المدفوعات) فتم الحصول عليها من خلال النشرات السنوية للبنك المركزي العراقي، والمديرية الإحصاء والأبحاث.

المبحث الثاني

الإطار النظري للنموذج القياسي

اولاً: استقراريه السلاسل الزمنية (Stationary of time series)

هي عدد من المشاهدات لمتغير واحد او أكثر من مدّة زمنية معينة، وتكون منظمة بشكل تسلسل زمني، كالسلاسل الزمنية السنوية، والنصف سنوية، والربع سنوية، والشهرية، الأسبوعية، اليومية، كأسعار الأسهم والناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد وغيرها من المتغيرات (**السواعي، 2018: 28**).

لذا فالسلسلة الزمنية تمثل أداة إحصائية تستخدم لدراسة ظاهرة معينة مع الزمن ومعرفة طبيعتها واتجاهها وسلوكها والتنبؤ بمعلماتها خلال فترة زمنية مقبلة، من اجل الوصول الى طريقة مناسبة لقياس المتغيرات، واستخدامها في الدراسات المستقبلية، وتكون السلسلة الزمنية مستقرة في الحالات التالية:

1- ان يكون الوسط الحسابي (mean) للسلسلة الزمنية ثابت:

$$E(Y_t) = \mu$$

اذ تمثل:

μ: الوسط الحسابي للسلسلة.

2- ان يكون التباين (Var)ثابت عبر الزمن:

$$E\ (Y_t - \mu)^2 = \sigma^2$$

اذ تمثل:

σ^2 : التباين

3- ان يكون الارتباط بين القيمتين في السلسلة يعتمد على الفجوة بين (T-S) وليس على القيمة الفعلية للزمن، أي من خلال الفرق بين فترتين زمنيتين:

$$E\{(Y_t - \mu)(y_s - \mu)\}/\sigma^2 = p_{t-s}$$

ومما تقدم يمكن القول ان السلسلة الزمنية (مستقرة) إذا كان الوسط الحسابي والتباين ثابتين عبر الزمن.

اما في حالة عدم الاستقرار فهذا يدل على ان السلسلة تحتوي على جذر الوحدة (Unite Root) والذي من خلاله تكون المشاهدات غير مستقرة، ويمكن توضيحه من خلال المعادلة التالية:

$$Y_t = Py_{t-1} + U_t$$

اذ تمثل:

(Y_t) : التغير في الزمن (t).

(U_t) : الخطأ العشوائي، اذ يكون الوسط الحسابي يساوي (صفر) والتباين ثابت ويساوي (واحد).

ففي حالة اذا كان (P=1) فان السلسلة الزمنية تكون متجهة عشوائياً ويكون التباين مرتفعاً ولكن بصوره مستقرة مما يجعل تغاير السلسلة (لانهائي المرونة).

وعندما يكون (P>1) فهذا يدل على ان السلسلة غير مستقرة.

اما إذا كانت (P=0) فهذا يعني ان السلسلة تكون مستقرة ولا تحدث فيها تغيرات، وهذا يدل على استخدامها في التقدير. **(سلمان، 2021: 108-110)**.

اما فرضية العدم والفرضية البديلة فتكون كالتالي:

في فرضية العدم تكون السلسلة غير ساكنة ويوجد فيها جذر الوحدة H0: 1 P1=1

اما في الفرضية البديلة فلا توجد مشكلة عدم السكون ولا يوجد جذر وحدة H1: 1P1<1

وهذا ما جاء في العديد من الدراسات، والتي أوضحت ان السلاسل الزمنية التي تم استخدامها تتصف بعدم الاستقرار، لأنها تحتوي على جذر الوحدة وهذا ما نصت عليه فرضية العدم وينطبق على العديد من السلاسل الزمنية.

اختبار جذر الوحدة (Unit Root): يعد من الاختبارات المهمة لأنه يبين عدد الجذور المساوية الى الواحد الصحيح، والتي تقابل عدد الفروقات اللازمة للسلاسل الزمنية، ليتم تحويلها الى الاستقرارية،

ولكن أسلوب اخذ الفروقات الذي نقوم به لتحويل السلسلة الزمنية الى الاستقرارية، احياناً يكون أسلوب غير دقيق، لان احتمالية اخذ عدد من الفروقات فوق الحد المطلوب يؤدي الى عدم الدقة

في العمل، لذا فان (Unit Root) هو أسلوب يستخدم لمعرفة عدد الفروقات للسلسلة قيد الدراسة وبتطبيق الطرق الإحصائية الخاصة بهذا الاختبار، والذي يعطي نتائج أفضل بكثير من الطرق التقليدية (طريقة الفروقات). **(المشهداني، الزيدي، 2015: 306)**

يوجد هنالك نوعان من السلاسل الزمنية غير الساكنة وهما:

1- السلاسل الزمنية غير الساكنة TS (Trend Stationary):

في هذا النوع يكون تأثير أي تغير في الزمن (t) تأثيراً عابراً، ويمكن علاج حالة عدم الاستقرار في السلسلة الزمنية، باستخدام طريقة المربعات الصغرى(Ols) لإعادة استقرار السلسلة الزمنية.

2- السلاسل الزمنية غير الساكنة DS (Difference Stationary):

تكون هذه السلاسل أكثر انتشارا من النوع الأول، اما إذا كانت النتائج غير مستقرة، ففي هذه الحالة يتم استخدام الفروق (Difference) لتحقيق الاستقرار في السلسلة الزمنية، ويتميز هذا النوع انه في حالة حدوث أي تغير في فترة زمنية معينة، فإنها ستؤثر بصورة انعكاسات مستمرة ومتناقضة على السلسلة الزمنية، في هذه الحالة يتم استخدام معادلة الفروق الأولى لأجل إعادة استقرارها. **(احمد، 2021: 69)**.

ومن اهم الاختبارات التي تستخدم لمعالجة البيانات التي تعاني من جذر الوحدة هي:

- اختبار ديكي فولر البسيط (Simple Dickey-Fuller)
- اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller): وهذا النوع يعد من اهم الطرق المستخدمة في معالجة البيانات التي تعاني من جذر الوحدة، ويعتمد هذا الاختبار على صيغة (النموذج وحجم العينة ومستوى المعنوية)، وتوجد ثلاث صيغ للنموذج هي:

1- الصيغة الأولى:

$$\Delta Y_t = a + \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=1}^{k} pj\, \Delta Y_{t-j} + e_t \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (1)$$

بوجد الحد الثابت

$$H_0: \lambda = 0 \; or \; p = 1, a = 0$$

$$H_1: \lambda < 0 \; or \; p < 1, a \neq 0$$

2- الصيغة الثانية

$$\Delta Y_t = a + Bt + \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=1}^{k} pj\, \Delta Y_{t-j} + e_t \dots\dots\dots\dots\dots (2)$$

بوجود الحد الثابت والاتجاه العام والفروض المراد اختبارها وهي:

$$H_0: \lambda = 0 \; or \; p = 1, a = 0, B = 0$$

$$H_1: \lambda < 0 \; or \; p < 1, a \neq 0, B \neq 0$$

اذ ان (Y) يمثل السلسلة المراد اختبارها و(Δ) يمثل الفروق الأولى للسلسة و(e_t) يمثل حد الخطأ العشوائي .

3- الصيغة الثالثة

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=1}^{k} pj\, \Delta Y_{t-j} + e_t \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (3)$$

وبوجود الحد الثابت والاتجاه العام وهذه الفروض هي:

$$H_0: \lambda = 0 \; or \; p = 1$$

$$H_1: \lambda < 0 \; or \; p < 1$$

ويتم ادراج عدد من الفروق ذات الفجوة الزمنية (K) الى ان تختفي مشكلة الارتباط التسلسلي اعتمادا على اختبار (DW) بعد ذلك نختبر النتائج باستخدام اختبار ديكي فولر الموسع، وبعد اجراء اختبار جذر الوحدة (ADF) سنعمل على اختبار فرضية العدم والفرضية البديلة، فاذا كانت قيمة (t) المحسوبة (الإحصائية) اكبر من قيمتها الحرجة (الجدولية) فأنها تكون معنوية احصائيا ولهذا سنرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة وهذا يدل على خلو السلسلة الزمنية من جذر الوحدة وتكون السلسلة ساكنة، بينما اذا كانت (t) المحسوبة اقل من القيمة الحرجة نرفض الفرضية البديلة ونقبل بفرضية العدم وتكون السلسلة غير ساكنة وسيتم اخذ الفروق الأولى، فاذا تحقق الاستقرار في السلسلة فان المتغير يعد متكاملا من الدرجة الأولى، اما اذا كانت غير مستقرة فيتم تكرار الاختبار بأخذ الفروق من الدرجة الأعلى، وهكذا حتى تصبح السلسلة مستقرة. (**الزبيدي، 2017: 407-408**).

ثانياً: التكامل المشترك(Cointegration):

ظهرت هذه التقنية في أواسط الثمانينات علي يد (Granger) عام 1983، و(Engle) عام 1987، وارتكزت وتطورت قبل كل شيء على صحة فرضية الاستقرارية للسلاسل الزمنية، وهي نتاج عن عملية الدمج بين تقنية (بوكس- جينكيتر) والتقارب الحركي الديناميكي لنماذج تصحيح الخطأ، وان تقنية التكامل المشترك تحاكي وجود توازن في الاجل الطويل، وترتكز تقنية التكامل المشترك على السلاسل الزمنية غير المستقرة، بينما تكون التركيبات الخطية فيما بينها مستقرة، وجود هذه التقنية مرتبط باختبارات جذر الوحدة للتحقق من الاستقرار في السلاسل الزمنية. **(شيخي، 2011: 289).**

ومن اهم شروط التكامل المشترك:

- ان تكون السلسلة الزمنية متكاملة من الدرجة (d)
- درجة تكامل التوليفة الخطية (Stationary linear combination) بين السلاسل الزمنية تكون اقل من درجة تكامل كل سلسلة، أي انه إذا كانت:

$$X_t \rightarrow I(d)$$
$$Y_t \rightarrow I(d)$$

فان: $\propto_1 X_t + \propto_2 Y_t - I(d-b)$

حيث: $d>b>0$

وتكتب كالاتي: $X_t - Y_t - CI(d,b)$

ويسمى الشعاع $(\propto_2, \propto_1)$ شعاع التكامل المشترك.

<u>اختبارات التكامل المشترك:</u>

تختلف اختبارات التكامل المشترك باختلاف المنهجيات المتبعة، والتي تختلف باختلاف عدد المتغيرات ودرجة تكاملها، واهم هذه المنهجيات هي:

المنهجية الأولى: منهجية انجل- جرانجر (Engle- Granger test):

تعد هذه المنهجية من اهم الطرق التي يتم استخدامها في اختبار التكامل المشترك، اذ اعتمدا على اختبار الفرض الصفري، والقائل بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، وذلك من خلال تقدير الانحدار لمتغير على الاخر باستخدام طريقة (المربعات الصغرى) العادية، ومن ثم اختبار وجود جذر الوحدة في سلسلة البواقي، فاذا كانت سلسلة البواقي تحتوي على جذر الوحدة، أي غير مستقرة، نقبل الفرض الصفري، أي عدم وجود تكامل مشترك في المعادلة، اما اذا كانت سلسلة البواقي مستقرة ولا تحتوي على جذر الوحدة، فيتم رفض الفرض الصفري، والقبول بالفرض البديل، أي وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين. **(علاوي، راهي، 2013: 25)**.

وتكون هذه المنهجية على ثلاث مراحل وكالاتي:

- **المرحلة الأولى:** اختبار درجة التكامل "الاستقرارية" أي يجب ان تكون السلسلتين متكاملتين من الدرجة نفسها (d).
- **المرحلة الثانية:** تقدير العلاقة في المدى الطويل أي إذا كانت السلسلتين متكاملتين نقوم بتقدير معادلة الانحدار من السلاسل الاصلية وليست معادلات الفروق والتي تتخذ الشكل الاتي:

$$Y_t = a + \beta X_t + u_t$$

اذ يتم تقدير الانحدار عن طريق طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية ونحصل على البواقي من هذا التقدير.

- **المرحلة الثالثة:** اختبار استقراريه البواقي الناتجة عن الانحدار، عن طريق اختبارات جذر الوحدة، فاذا كانت البواقي غير ساكنة دل ذلك على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين، أي لا توجد علاقة توازنيه طويلة الاجل بين المتغيرين، وإذا كانت البواقي ساكنة دل ذلك على وجود علاقة توازنيه طويلة الاجل بين المتغيرين، وان العلاقة المقدرة في المرحلة الثانية هي علاقة صحيحة وغير مضللة، وفي هذه الحالة فان النموذج الأكثر ملائمة لتقدير العلاقة بين المتغيرين هو نموذج تصحيح الخطأ (ECM) والذي يعبر عنه كالاتي:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_t - \pi u_{t-1} + u_t$$

وهذا النموذج يكون له ميزة في انه يتضمن كل من معلومات العلاقة طويلة الاجل وقصيرة الاجل، وفي هذا النموذج (β_1) تأثير مضاعف (تأثير قصير الاجل) والتي تقيس التأثير الفوري للتغير في (X_t) على التغير في (Y_t)، ومن ناحية أخرى الباي (π) هي أثر ردود الفعل، او تأثير التكيف،

ويوضح كم من اختلال التوازن يجري تصحيحه، أي اختلال التوازن من الفترة السابقة على التكيف في (Y_t)

المنهجية الثانية: منهجية جوهانسون- جيسليس (Johansen- Juselius): وهو أحد اختبارات التكامل المشترك، والذي يتميز بتفوقه على جميع الاختبارات، وذلك لملائمته للعينات الصغيرة الحجم، وفي حالة وجود أكثر من متغيرين، كما انه يكشف عن وجود تكامل مشترك فريد بين المتغيرات، من اجل تحديد عدد متجهات التكامل المشترك. **(علي، 2021: 559)**.

وان الاعتماد الأساسي يندرج على اختبارين مبنين على دالة الإمكانات العظمى وهما:

1- اختبار الأثر (Trace test)

2- اختبار القيمة المميزة العظمى (Maximum Eigenvalue)

وفي هذين الاختبارين يجب التركيز على واحد من ثلاث إشارات هي:

- يضع البرنامج (نجمة) إذا كان هناك متجه للتكامل المشترك.
- نقارن بين قيمة الاختبار والقيمة الحرجة (Critical Value)، فاذا كانت قيمة الاختبار أكبر فان هناك تكامل مشترك.
- إذا كانت قيمة (P-value) اقل من (0.05) فان هناك تكامل مشترك.

ثالثاً: نموذج متجهات الانحدار الذاتي (VAR): يعني هذا الاختبار ان كل متغير يعتمد على القيم السابقة للمتغير نفسه، وللمتغيرات الأخرى الداخلة في هذا النموذج، أي يعني ان القيم المستقبلية للمتغير تعتمد على القيم المرجحة الماضية والحاضرة للمتغيرات مع بعض الخطأ والتي هي تأثيرات المتغيرات الخارجية، ويعد هذا النموذج انموذجاً مطور ويعتمد على اختبار (كرانجر) وان الشكل العام لهذه النموذج هو كالاتي:

$$\boldsymbol{Z_{t=a0} + \sum_{i=1}^{p} \beta i Zi - 1 + Vt} \quad \text{.....(4)}$$

اذ ان:

Zt: متجه المتغيرات الداخلية

a 0 : متجه الثوابت (n*1) ، (n*n)

β: مصفوفة المعاملات

P: عدد مدد التباطؤ (درجة النموذج)

Vt: متجه حد الخطأ

ويتم تقدير نموذج متجه الانحدار الذاتي وفقاً للصيغة التالية

$$\Delta Y_{t=a0} + \sum_{i=1}^{L} a1i\ \Delta Y_t - i + \sum_{j=1}^{k} \Delta Yt - 1 + \lambda 1ut - 1 + Vt \dots\dots (5)$$

$$\Delta X_{t=\beta 0} + \sum_{j=1}^{k} \beta 1i\ \Delta Y_t - i + \sum_{i=1}^{L} \Delta Xt - 1 + \lambda 2ut - 1 + Vt \dots\dots (6)$$

اذ ان:

Δ : صيغة الفروق من الدرجة الأولى

Ut-1 : حدود الخطأ المقدرة

وبعدها يجب ملاحظة معنوية المعلمة (λ1) السالبة، وهي تمثل نسبة عدم التوازن في (المتغير التابع) والذي لابد من تعديله في الاجل القصير.

يستخدم هذا النموذج (VAR) بصورة عامة في التنبؤ للسلاسل الزمنية المتبادلة، وفي تحليل المعطيات الحركية للتوزيع العشوائي، كما في (المتغيرات)، وعند استخدام هذا النموذج فان ذلك لا يتطلب نماذج هيكلية، وان جميع المتغيرات المستخدمة في هذا النموذج هي متغيرات داخلية، وايضاً هي دالة للقيم المختلفة للمتغيرات الداخلية في النموذج، ولان هذا النموذج اعتمد على حالات التباطؤ فانه يتطلب اعتماد معيار لتحديد التباطؤ المثلى في الاختبار وتحديد النموذج الأمثل، وتوجد اختبارات يمكن الاعتماد عليها في تحديد النموذج الأمثل وهي كالاتي:

- ❖ اختبار (Likelihood): يتم الاعتماد في هذا الاختبار على أكبر قيمة، عند اختبار النموذج الأمثل.
- ❖ معيار اكايك: يتم الاعتماد على القيمة الصغرى في اختبار النموذج الأفضل.
- ❖ معيار شوارز: يكون اختبار التباطؤ الأمثل اعتماداً على قيمة المعلمة. **(الزبيدي، مصدر سابق: 147)**.

أي انه في هذا النموذج يمكن تقدير كل معادلة من معادلات النموذج بطريقة المربعات الصغرى، اذ يتم تقدير كل معادلة على حده، وايضاً لا يمكن تقدير معلمات النموذج من سلاسل غير مستقرة،

اذ يجب جعل كل السلاسل مستقرة بحساب الفرق من الدرجة (d) في حالة (اتجاه عام عشوائي) او إضافة الاتجاه العام الى صيغة النموذج (VAR) في حالة (اتجاه عام ثابت). **(شيخي، مصدر سابق: 272)**.

رابعاَ. الاختبارات التشخيصية (Diagnostic tests): وهي مجموعة من الاختبارات، يمكن من خلالها تشخيص مستوى الكفاءة الاقتصادية، كذلك تعد وسيلة مهمة لترسيخ قرارات الحكومة، وتوجيه صناع القرار، اذ يكون هذا التوجيه وسيلة لتوثيق الاستراتيجية طويلة الأمد، لتحديد أولويات التنمية الاقتصادية الشاملة. (جري، 2016: 296).

ومن هذه الاختبارات هي:

1. **اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation test)**: يحدث الارتباط الذاتي في إطار السلسلة الزمنية عندما تكون البيانات مرتبة ترتيباً زمنياً، اذ تؤثر الأخطاء التي تحدث في احدى الفترات على الخطأ في فترة زمنية أخرى، وقد يوجد الارتباط الذاتي في المشاهدات المتتابعة وبالأخص عندما تكون الفترات قصيرة، مثل التكرار اليومي او الأسبوعي او الشهري، مقارنة مع بيانات مقطعية، ومن اهم الأسباب هي: **(السواعي، مصدر سابق: 278-279)**

- حذف او اسقاط متغيرات من النموذج.
- سوء توصيف النموذج.
- الأخطاء المنهجية في القياس.

يمكن الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي كالاتي:

- في النماذج الساكنة (أي نماذج AR 1) نستخدم اختبار D.W.
- في النماذج الديناميكية (أي نماذج ARMA)، اذ نستخدم عدة اختبارات وحسب نوع النموذج من أهمها:

- اختبار VARLMAR
- اختبار LM
- اختبار Durbin's alternative
- اختبار corrgram للارتباط الجزئي.

مع ملاحظة قيمة (p-value) إذا كانت أكبر من 0.05 فيعني عدم وجود الارتباط الذاتي، ويمكن معالجة الارتباط الذاتي، من خلال ادخال المتغير التابع كمتغير مستقل، بفترة ابطاء واحدة.

2. **اختبار ثبات تجانس التباين (Contrast homogeneity stability test)**: من الافتراضات المهمة هو ان يكون تباين حد الخطأ ثابتاً ومساوياً لجميع مشاهدات العينة، وهو أحد فروض طريقة المربعات الصغرى، أي بمعنى اخر:

$$\sigma_u^2 = E(u_i)^2 = Var(U_i) = E[u_i - E(u_i)]^2$$

وهذا الفرض يسمى بفرض تجانس تباين الخطأ (Homoscedasticity) ويعني هذا الفرض ان احتمالية توزيع حدود الخطأ العشوائي (U_i) تبقى نفسها على جميع مشاهدات قيم (X_i) أي ان تباين حد الخطأ (U_i) يبقى نفسه لكل قيم المتغير المستقل، وعندما لا تتحقق هذه الفرضية في حالة معينة، فان هذا يؤدي الى عدم فرض التجانس، أي ان تباين العينة اصبح يختلف باختلاف مشاهدات العينة، هذا ما يسمى بعدم ثبات تجانس تباين الخطأ (Heteroscedasticity)، (**عبد الله، 2018: 26-27**).

ترتبط مشكلة عدم ثبات تجانس التباين ببيانات المقطع العرضي (Cross section date) أكثر من بيانات السلسلة الزمنية، ومن اهم أسباب ظهور هذه المشكلة هي:

- وجود القيم المتطرفة (Outliers) او الشاذة.
- أخطاء التوصيف في النموذج.
- عدم تجانس البيانات مثلاً يقوم بعض الباحثين بأخذ متغيرات هي نسب مئوية مع بيانات هي كميات.

وتعدّ طريقة المربعات الصغرى المرجحة (Ols) من اهم الطرق المستخدمة لتصحيح المشكلة، عن طريق إعطاء القيم ذات الانحراف الأقل على خط الانحدار وزناً أكبر من القيم ذات الانحراف الأكبر في تقدير العلاقة.

3. **اختبار استقرارية النموذج ككل (The stability test of the model as a whole)**: ويقصد بها ان تكون السلسلة الزمنية مستقرة، ولا تتغير خصائصها عبر الزمن، أي ان يكون المتوسط ل(X) ثابت، والتباين أيضا ثابت (حسن، حسام، 2012: 9) وكذلك تكون خالية من الاتجاه العام سواء أكان موسمياً، او دورياً.

خامساَ. دوال الاستجابة الفورية: (Immediate response functions)

وهي احدى الطرق للتعرف على السلوك الحركي لنموذج متجه الانحدار الذاتي، وتوضح تأثير الصدمة بمقدار إنحراف معياري واحد لإحدى المتغيرات، أي صدمة المتغيرات العشوائية الهيكلية على القيم الحالية والمستقبلية لمتغيرات النموذج، اذ عندما تكون المتغيرات مستقرة، فأنّ المتغيرات تكون في حالة توازن خلال فترة زمنية معينة، وان حدوث أي صدمة لاحد المتغيرات المستخدمة، ستؤثر على وضعية التوازن من فترة زمنية معينة، ومن ثم تعود المتغيرات الى التوازن بشرط عدم حدوث صدمة أخرى في الوقت نفسه. **(ظاهر واحمد، 2017: 469)**.

المبحث الثالث

قياس وتحليل أثر تغيرات سعر صرف الدينار العراقي في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021):

أولاً. استقرارية السلاسل الزمنية (Stationary):

من خلال اجراء اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller) لمعرفة مدى استقرارية متغيرات النموذج، اذ تبين لنا ان المتغير (y2) استقر عند مستواه (0)1، اما المتغيرات الأخرى والتي تتمثل ب (x,y1,y3,y4,y5) فلم تستقر الا عند الفرق الأول (1)1، والجدول (10) يوضح نتائج استقرارية السلاسل الزمنية:

الجدول (10)

نتائج استقرارية السلاسل الزمنية لكل من (x,y1,y2,y3,y4,y5)

		UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)					
Null Hypothesis: the variable has a unit root							
						At Level	
Y5	Y4	Y3	Y2	Y1	X		
-0.4235	-1.5478	-3.2150	-5.7928	-1.8084	0.0153	t-Statistic	With Constant
0.8978	*0.5025*	*0.0243*	*0.0000*	*0.3730*	*0.9559*	*Prob.*	
n0	n0	**	***	n0	n0		
-2.7512	-2.8643	-3.4989	-5.7680	-2.6501	-0.7231	t-Statistic	With Constant & Trend
0.2210	*0.1814*	*0.0492*	*0.0001*	*0.2607*	*0.9664*	*Prob.*	
n0	n0	**	***	n0	n0		
1.3632	0.1140	-1.0495	-4.5107	-0.6743	0.6798	t-Statistic	Without Constant & Trend
0.9552	*0.7148*	*0.2617*	*0.0000*	*0.4208*	*0.8599*	*Prob.*	
n0	n0	n0	***	n0	n0		
					At First Difference		
d(Y5)	d(Y4)	d(Y3)	d(Y2)	d(Y1)	d(X)		
-6.1368	-9.5331	-11.2135	-8.2336	-7.3004	-6.2262	t-Statistic	With Constant
0.0000	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*Prob.*	
***	***	***	***	***	***		
-6.0941	-9.5238	-7.7091	-8.1502	-7.2372	-6.7325	t-Statistic	With Constant & Trend
0.0000	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*Prob.*	
***	***	***	***	***	***		
-5.9101	-9.6060	-11.3179	-8.3169	-7.3224	-6.2213	t-Statistic	Without Constant & Trend
0.0000	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*Prob.*	

***	***	***	***	***	***		
						Notes:	
a: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant							
			b: Lag Length based on SIC				
c: Probability based on MacKinnon (1996) one-sided p-values.							

المصدر: مخرجات حزمة برمجة Eviews 12.

ثانياً. التكامل المشترك: (Cointegration)

من خلال اجراء اختبار التكامل المشترك على متغيرات النموذج، تبين لنا انه لا يوجد تكامل مشترك بين متغيرات النموذج.

جدول (11)

نتائج اختبار التكامل المشترك

	Date: 06/26/22 Time: 10:23			
Sample (adjusted): 2007Q3 2021Q3				
Included observations: 54 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
	Series: X Y1 Y2 Y3 Y4 Y5			
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
	0.05	Trace		Hypothesized
Prob.**	Critical Value	Statistic	Eigenvalue	No. of CE(s)
0.3217	95.75366	81.32970	0.508537	None
0.8886	69.81889	42.96976	0.338087	At most 1
0.9869	47.85613	20.68823	0.191479	At most 2
0.9896	29.79707	9.210602	0.131474	At most 3
0.9986	15.49471	1.598868	0.020511	At most 4
0.4885	3.841465	0.479775	0.008845	At most 5
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
	0.05	Max-Eigen		Hypothesized
Prob.**	Critical Value	Statistic	Eigenvalue	No. of CE(s)

0.0771	40.07757	38.35994	0.508537	None
0.5858	33.87687	22.28153	0.338087	At most 1
0.9517	27.58434	11.47763	0.191479	At most 2
0.9259	21.13162	7.611735	0.131474	At most 3
0.9997	14.26460	1.119093	0.020511	At most 4
0.4885	3.841465	0.479775	0.008845	At most 5
Max-eigenvalue test indicates no Cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

المصدر: مخرجات حزمة برمجة Eviews 12.

ثالثاً. متجهات الانحدار الذاتي (VAR):

عند التقدير وفق نموذج متجهات الانحدار الذاتي، يجب معرفة فترات الابطاء المناسبة للنموذج، ويتم ذلك من خلال اختبار كل من (Akaike, Schwarz, Hannan-Quinn) بإجراء اختبار (VAR Lag Order Selection Criteria)، اذ تبين لنا ان فترة الابطاء المثلى هي (t-1)، وبذلك يمكننا استخدام نموذج متجهات الانحدار الذاتي لتقدير النموذج، باعتبار ان جميع متغيرات النموذج هي متغيرات داخلية، لذا يكون استخدام هذا النموذج مناسباً في هذه الحالة، وكما موضح بالجدول (12):

الجدول (12)

معادلات متجهات الانحدار الذاتي (VAR)

		Vector Auto regression Estimates				
		Date: 06/26/22 Time: 10:25				
		Sample (adjusted): 2007Q3 2021Q3				
	Included observations: 54 after adjustments					
	Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]					
Y5	Y4	Y3	Y2	Y1	X	
25418.84	-0.173899	3380.601	-456.5893	-2.223404	1.690193	X(-1)
(38736.8)	(0.23947)	(2377.45)	(10285.3)	(4.92403)	(0.08000)	
[0.65619]	[-0.72618]	[1.42194]	[-0.04439]	[-0.45154]	[21.1272]	
-27223.01	0.177980	-2951.921	-392.7662	2.048260	-0.697475	X(-2)
(36266.0)	(0.22420)	(2225.81)	(9629.28)	(4.60995)	(0.07490)	
[-0.75065]	[0.79386]	[-1.32623]	[-0.04079]	[0.44431]	[-9.31230]	
870.8893	-0.010221	-6.434225	-201.4612	0.890566	0.001939	Y1(-1)

(1243.49)	(0.00769)	(76.3186)	(330.170)	(0.15807)	(0.00257)	
[0.70036]	[-1.32955]	[-0.08431]	[-0.61017]	[5.63413]	[0.75508]	
-980.9452	0.019857	-1.872099	-152.8488	-0.110930	0.000929	
(1249.44)	(0.00772)	(76.6835)	(331.748)	(0.15882)	(0.00258)	Y1(-2)
[-0.78511]	[2.57085]	[-0.02441]	[-0.46074]	[-0.69845]	[0.35999]	
0.686377	-4.95E-07	0.036946	-0.152777	-8.66E-05	1.48E-07	
(0.86297)	(5.3E-06)	(0.05296)	(0.22913)	(0.00011)	(1.8E-06)	Y2(-1)
[0.79536]	[-0.09274]	[0.69756]	[-0.66676]	[-0.78966]	[0.08310]	
-0.435871	5.28E-07	-0.055879	-0.151536	-8.17E-05	4.35E-07	
(0.72736)	(4.5E-06)	(0.04464)	(0.19313)	(9.2E-05)	(1.5E-06)	Y2(-2)
[-0.59925]	[0.11749]	[-1.25174]	[-0.78465]	[-0.88364]	[0.28935]	
2.223325	9.57E-06	0.365499	1.589291	0.000152	1.72E-07	
(2.83426)	(1.8E-05)	(0.17395)	(0.75255)	(0.00036)	(5.9E-06)	Y3(-1)
[0.78445]	[0.54624]	[2.10116]	[2.11188]	[0.42233]	[0.02941]	
-1.080811	-1.54E-05	0.283290	-0.192950	0.000198	-4.51E-06	
(2.76381)	(1.7E-05)	(0.16963)	(0.73384)	(0.00035)	(5.7E-06)	Y3(-2)
[-0.39106]	[-0.90102]	[1.67007]	[-0.26293]	[0.56408]	[-0.79082]	
-23665.29	0.654905	319.3226	-1941.951	-2.116424	-0.108731	
(24662.1)	(0.15246)	(1513.63)	(6548.25)	(3.13493)	(0.05093)	Y4(-1)
[-0.95958]	[4.29554]	[0.21097]	[-0.29656]	[-0.67511]	[-2.13477]	
53824.07	0.070404	-1411.291	342.2991	0.713459	0.057086	
(24286.5)	(0.15014)	(1490.57)	(6448.50)	(3.08717)	(0.05016)	Y4(-2)
[2.21622]	[0.46892]	[-0.94681]	[0.05308]	[0.23110]	[1.13813]	
1.048158	-1.31E-07	-0.004097	0.043622	7.00E-06	7.12E-08	
(0.20081)	(1.2E-06)	(0.01232)	(0.05332)	(2.6E-05)	(4.1E-07)	Y5(-1)
[5.21973]	[-0.10591]	[-0.33243]	[0.81814]	[0.27431]	[0.17172]	
-0.124248	2.18E-07	0.002911	-0.045405	3.25E-06	-1.61E-08	
(0.19433)	(1.2E-06)	(0.01193)	(0.05160)	(2.5E-05)	(4.0E-07)	Y5(-2)
[-0.63938]	[0.18145]	[0.24411]	[-0.87999]	[0.13173]	[-0.04016]	
88265.24	16.81067	-344408.6	1313138.	318.7165	12.24494	
(5349414)	(33.0701)	(328317.)	(1420367)	(679.991)	(11.0479)	C
[0.01650]	[0.50833]	[-1.04901]	[0.92451]	[0.46871]	[1.10836]	
0.946550	0.746325	0.544504	0.213410	0.816810	0.997757	R-squared
0.930907	0.672079	0.411188	-0.016811	0.763193	0.997101	Adj. R-squared
4.42E+13	1690.077	1.67E+11	3.12E+12	714563.4	188.6213	Sum sq. resids
1038560.	6.420388	63741.09	275756.7	132.0166	2.144882	S.E. equation
60.50658	10.05201	4.084318	0.926978	15.23427	1519.992	F-statistic

-817.2673	-169.5984	-666.5661	-745.6594	-332.8646	-110.3931	Log likelihood
30.75064	6.762904	25.16912	28.09849	12.80980	4.570116	Akaike AIC
31.22947	7.241733	25.64795	28.57732	13.28863	5.048945	Schwarz SC
7512928.	89.74074	122999.2	169824.2	324.9019	1182.593	Mean dependent
3951062.	11.21183	83067.53	273467.6	271.2886	39.83496	S.D. dependent
				3.53E+38	Determinant resid covariance (dof adj.)	
				6.77E+37	Determinant resid covariance	
				-2811.641	Log likelihood	
				107.0237	Akaike information criterion	
				109.8967	Schwarz criterion	
				78	Number of coefficients	

المصدر: مخرجات حزمة برمجة Eviews 12.

الجدول (13)

اختيار فترة الابطاء المثلى وفق معايير (VAR Lag Order Selection Criteria)

من خلال الجدول (13) تبين أن فترة الابطاء المثلى وفقاً لمعايير (Akaike, Schwarz, Hannan-Quinn) هي فترة ابطاء واحدة.

	VAR Lag Order Selection Criteria					
Endogenous variables: X Y1 Y2 Y3 Y4 Y5						
			Exogenous variables: C			
		Date: 06/26/22 Time: 10:26				
			Sample: 2007Q1 2021Q4			
		Included observations: 51				
HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
113.8971	114.0375	113.8103	1.08e+42	NA	-2896.162	0
107.2590*	108.2420*	106.6511*	8.47e+38*	377.1218*	-2677.603	1
108.0512	109.8767	106.9222	1.18e+39	43.34607	-2648.515	2
108.8462	111.5143	107.1961	1.81e+39	36.40933	-2619.501	3
109.3071	112.8177	107.1359	2.37e+39	38.27289	-2581.964	4
* indicates lag order selected by the criterion						

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)		
		FPE: Final prediction error
	AIC: Akaike information criterion	
	SC: Schwarz information criterion	
HQ: Hannan-Quinn information criterion		

المصدر: مخرجات حزمة برمجة Eviews 12.

اعادة تطبيق نموذج متجهات الانحدار الذاتي وفقاً لفترة الابطاء المناسبة (فترة ابطاء واحدة):

الجدول (14)

التقدير وفقاً لنموذج متجهات الانحدار الذاتي (VAR) بفترة ابطاء واحدة

		Vector Auto regression Estimates				
		Date: 06/26/22 Time: 10:28				
		Sample (adjusted): 2007Q2 2021Q3				
	Included observations: 56 after adjustments					
	Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]					
Y5	Y4	Y3	Y2	Y1	X	
677.9630	0.013437	457.9436	136.8423	0.038529	0.960085	X(-1)
(2788.13)	(0.01744)	(183.712)	(708.131)	(0.33236)	(0.01154)	
[0.24316]	[0.77032]	[2.49272]	[0.19324]	[0.11593]	[83.2237]	
340.4994	0.004713	40.96147	-240.1987	0.826323	0.006253	Y1(-1)
(690.574)	(0.00432)	(45.5026)	(175.393)	(0.08232)	(0.00286)	
[0.49307]	[1.09089]	[0.90020]	[-1.36949]	[10.0380]	[2.18844]	
1.058014	-1.57E-06	0.029117	0.001447	-7.65E-05	-1.73E-06	Y2(-1)
(0.65999)	(4.1E-06)	(0.04349)	(0.16763)	(7.9E-05)	(2.7E-06)	
[1.60307]	[-0.38087]	[0.66954]	[0.00863]	[-0.97177]	[-0.63471]	
0.609565	5.29E-07	0.478929	1.104763	8.04E-05	1.42E-05	Y3(-1)
(2.19201)	(1.4E-05)	(0.14443)	(0.55673)	(0.00026)	(9.1E-06)	
[0.27808]	[0.03854]	[3.31590]	[1.98438]	[0.30776]	[1.56977]	
14291.12	0.766599	-1453.911	-1506.917	-1.627383	-0.147170	Y4(-1)
(15162.5)	(0.09486)	(999.071)	(3850.98)	(1.80743)	(0.06274)	
[0.94253]	[8.08107]	[-1.45526]	[-0.39131]	[-0.90038]	[-2.34585]	
0.943366	2.06E-08	0.001752	-0.002549	7.95E-06	6.12E-07	Y5(-1)
(0.04530)	(2.8E-07)	(0.00298)	(0.01151)	(5.4E-06)	(1.9E-07)	
[20.8246]	[0.07258]	[0.58692]	[-0.22151]	[1.47161]	[3.26761]	
-1804753.	3.727426	-377384.8	104541.8	108.7487	50.95404	C
(3055230)	(19.1149)	(201312.)	(775971.)	(364.196)	(12.6414)	

[-0.59071]	[0.19500]	[-1.87462]	[0.13472]	[0.29860]	[4.03073]	
0.943412	0.700588	0.482557	0.161601	0.816541	0.994396	R-squared
0.936483	0.663925	0.419196	0.058940	0.794076	0.993709	Adj. R-squared
5.23E+13	2049.153	2.27E+11	3.38E+12	743874.6	896.2267	Sum sq. resids
1033618.	6.466796	68106.16	262519.6	123.2117	4.276721	S.E. equation
136.1519	19.10903	7.616064	1.574120	36.34816	1449.009	F-statistic
-851.2419	-180.2558	-698.9358	-774.4942	-345.3003	-157.1001	Log likelihood
30.65150	6.687707	25.21199	27.91051	12.58215	5.860719	Akaike AIC
30.90467	6.940876	25.46516	28.16368	12.83532	6.113888	Schwarz SC
7556197.	90.03571	125567.5	170954.9	324.1077	1188.804	Mean dependent
4101244.	11.15505	89365.88	270615.7	271.5179	53.92140	S.D. dependent
				1.26E+39	Determinant resid covariance (dof adj.)	
				5.64E+38	Determinant resid covariance	
				-2975.155	Log likelihood	
				107.7555	Akaike information criterion	
				109.2745	Schwarz criterion	
				42	Number of coefficients	

المصدر: مخرجات حزمة برمجة Eviews 12.

رابعاً. الاختبارات التشخيصية: (Diagnostic tests)

1. **اختبار الارتباط الذاتي:** من خلال اجراء هذا الاختبار تبين لنا ان قيمة (P-value) كانت (0.0014)، وهي اقل من (5%)، لذا فان النموذج يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، كما في الجدول (15) وقد تم حل هذه المشكلة بإضافة متغير وهمي (Dummy Variable) للنموذج.

الجدول (15)

اختبار (LM) للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
	Date: 06/26/22 Time: 10:29					
		Sample: 2007Q1 2021Q4				
		Included observations: 56				
						Null hypothesis: No serial correlation at lag h
Prob.	df	Rao F-stat	Prob.	df	LRE* stat	Lag
0.0014	(36, 169.6)	2.036791	0.0013	36	67.04767	1
						Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h
Prob.	df	Rao F-stat	Prob.	df	LRE* stat	Lag
0.0014	(36, 169.6)	2.036791	0.0013	36	67.04767	1
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

المصدر: مخرجات حزمة برمجة Eviews 12.

الجدول (16)

اختبار (LM) للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بعد حل مشكلة الارتباط الذاتي

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
	Date: 07/03/22 Time: 10:26					
					Sample: 1 60	
		Included observations: 54				
						Null hypothesis: No serial correlation at lag h
Prob.	df	Rao F-stat	Prob.	df	LRE* stat	Lag
0.1542	(49, 136.4)	1.256050	0.1437	49	59.54767	1
						Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h
Prob.	df	Rao F-stat	Prob.	df	LRE* stat	Lag
0.1542	(49, 136.4)	1.256050	0.1437	49	59.54767	1
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

المصدر: مخرجات حزمة برمجة Eviews 12.

2. اختبار ثبات تجانس التباين: من الجدول (17) يتبين لنا ان قيمة (P-Value) بلغت (0.008) وهي اقل من (5%) ، اذن نستنتج ان النموذج خالي من مشكلة عدم ثبات تجانس التباين.

الجدول (17)

اختبار ثبات تجانس التباين

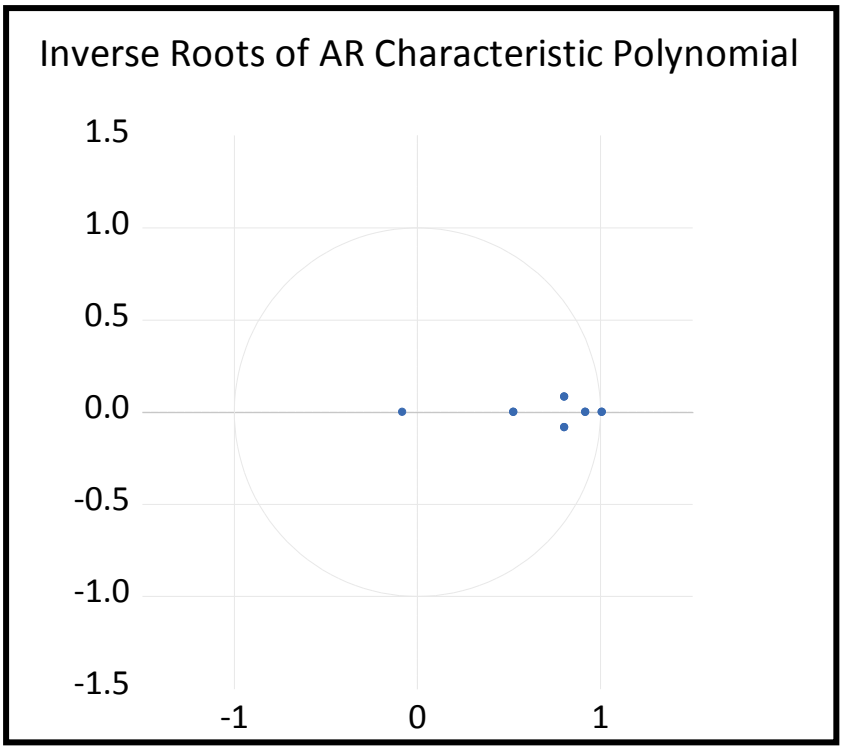
VAR Residual Heteroscedasticity Tests (Levels and Squares)					
	Date: 06/26/22 Time: 10:31				
		Sample: 2007Q1 2021Q4			
	Included observations: 56				
			Joint test:		
			Prob.	df	Chi-sq
			0.0088	252	308.3724

المصدر: مخرجات حزمة برمجة Eviews 12.

3. **اختبار استقرارية النموذج ككل:** من خلال الشكل (15) نلاحظ ان جميع النقاط تقع داخل دائرة الوحدة، وايضاً جميع الجذور تحتوي على معامل اقل من (1)، وهذا يعني ان النموذج مستقر ككل.

الشكل (15)

اختبار استقرارية النموذج ككل



المصدر: مخرجات حزمة برمجة Eviews 12.

خامساً. دوال استجابة النبضة (IRF):

في معالجة الإشارة، تكون الاستجابة النبضية، أو دالة الاستجابة النبضية (IRF) للنظام الديناميكي هي ناتجه عند تقديمها بإشارة إدخال موجزة، تسمى النبضة. بشكل عام، تشير الاستجابة الاندفاعية أو النبضية إلى رد فعل أي نظام ديناميكي استجابة لبعض التغييرات الخارجية. في كلتا الحالتين، تصف الاستجابة النبضية ردة فعل النظام كدالة للوقت (أو ربما كدالة لبعض المتغيرات المستقلة الأخرى التي تحدد السلوك الديناميكي للنظام). في جميع هذه الحالات، قد يكون النظام الديناميكي واستجابته النبضية كائنات مادية فعلية، أو قد تكون أنظمة رياضية للمعادلات تصف

هذه الكائنات. نظرًا لأن وظيفة النبض تحتوي على جميع الترددات، فإن الاستجابة النبضية تحدد استجابة ثابت زمني خطي.

وفي حالة قياس أثر تغيرات سعر صرف الدينار العراقي في سوق العراق للأوراق المالية، فقد حاولنا استكشاف أثر التغير في سلوك سعر صرف الدينار العراقي (المتغير المستقل) في كل من (لمؤشر العام للأسعار، حجم التداول، عدد الأسهم المتداولة، عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية) المتغيرات التابعة، وقد بينت النتائج الاتي:

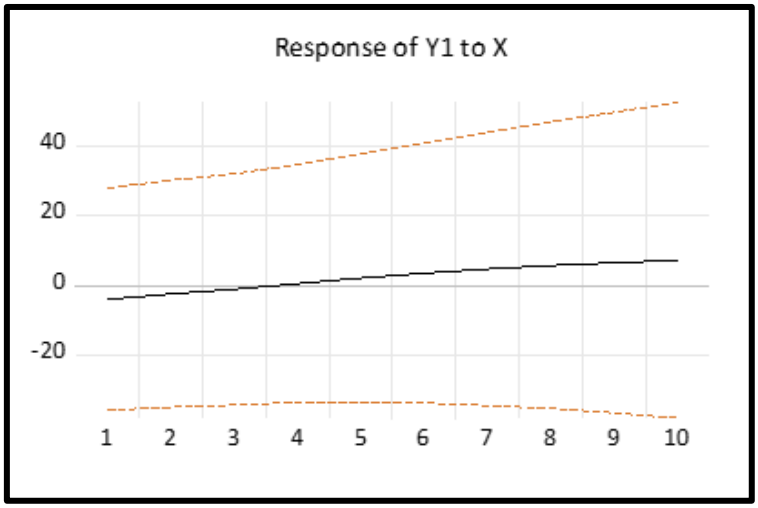
1. استجابة المؤشر العام للأسعار للتغير في سعر الصرف:

يتبين من الشكل (16) أن المؤشر العام لأسعار الأسهم قد كانت استجابته سلبية خلال الفصول الثلاثة الأولى من العام الأول نتيجة تغير سعر الصرف بمقدار وحدة واحدة، إلا أنه بدايةً من الفصل الرابع من نفس العام بدأت الاستجابة تكون إيجابية، وظلت تتصاعد، ولو بصورة طفيفة، الا أنها أصبحت إيجابية وحتى نهاية مدة العشرة فصول، والجدول (18) يوضح أنه في الفصل الأول من المدة بلغت (**3.838024-%**) وفي الفصل الثاني بلغت (2.255561-)، وفي الفصل الثالث بلغت (0.970049-)، أما في الفصل الرابع فقد كانت إيجابية وبلغت (0.667642) واستمرت الى نهاية المدة بنسبة زيادة مقدارها (7.287708).

نعتقد أن الاستجابة السلبية في بادئ الامر كانت بسبب أن التغير في سعر الصرف أدى الى تحول المستثمرون في الأوراق المالية الى خيارات أخرى غير الاستثمار في الأسهم، على سبيل المثال المضاربة بالعملات الأجنبية، ولكن بعد استقرار أسعار العملات الأجنبية وتدني الأرباح الناتجة عن المضاربة بها، فمن الممكن ان تتحول خياراتهم مرة أخرى الى الأوراق المالية.

شكل (16)

استجابة المؤشر العام للأسعار للتغير في سعر الصرف



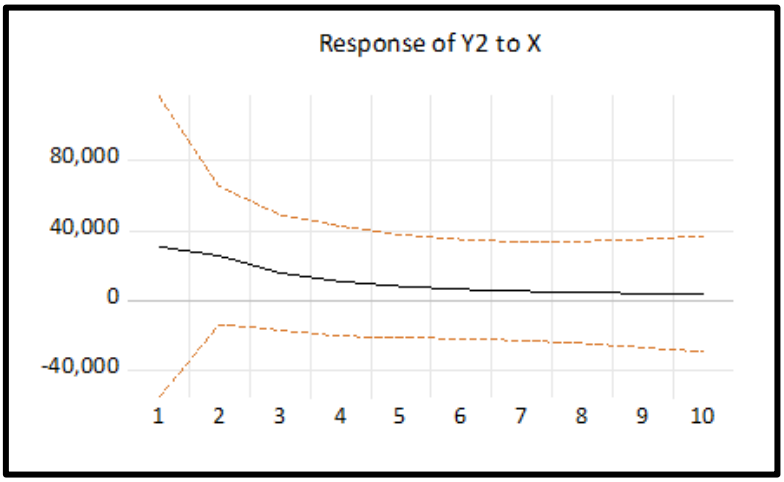
2. استجابة حجم التداول للتغير في سعر الصرف:

يتبين من الشكل (17) أن استجابة حجم التداول للتغير في سعر الصرف يتخذ مساراً موجباً متذبذباً بين الصعود والنزول طيلة مدة العشرة فصول، فقد بدأ بالانخفاض التدريجي من (30865.15) في الفصل الأول، الى (11091.39) في الفصل الرابع، ولكنه بدأ بالارتفاع ابتداءاً من الفصل الخامس ليصل الى (3817.528) في الفصل الأخير.

ونعتقد أن استجابة حجم التداول للتغير في سعر الصرف تحتاج الى فترة زمنية لتأخذ مداها في السوق المالي، فأغلب التغيرات في المؤشرات الاقتصادية تحتاج الى فترة من التأخر الزمني (Time Lag) لتجد طريقها الى الاقتصاد.

شكل (17)

استجابة حجم التداول للتغير في سعر الصرف



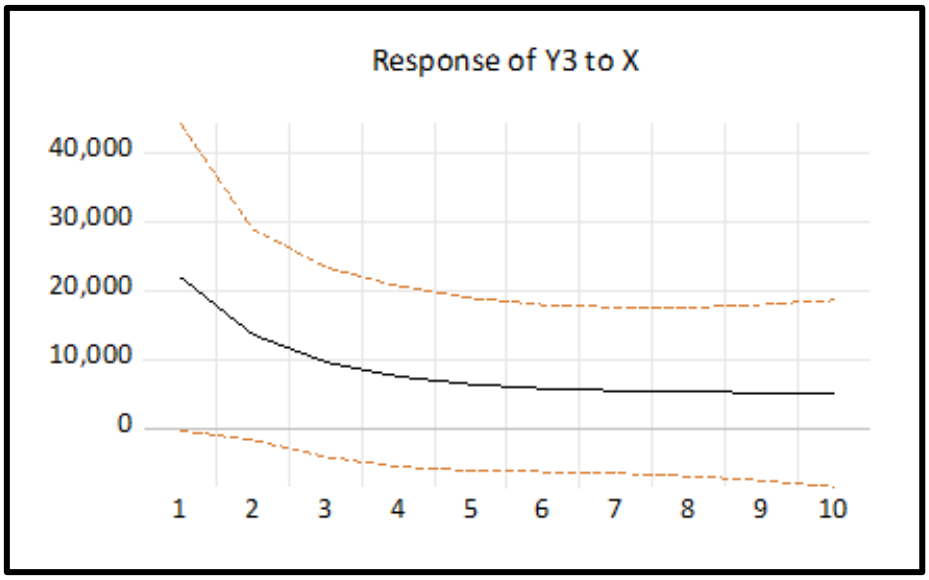
3. استجابة عدد الأسهم المتداولة للتغير في سعر الصرف:

من المعروف انه عند انخفاض أسعار الصرف تزداد رغبة المصارف في تقديم الأوراق التجارية إلى البنك المركزي بغرض اعادة خصمها، مما يزيد ذلك من إمكانية تلك المصارف في زيادة حجم الائتمان، الامر الذي يؤدي الى تحفيز الاستثمار، وبخاصةً في الأوراق المالية، والعكس صحيح، ونلاحظ أن استجابة عدد الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية لم تخرج على منطق النظرية الاقتصادية، فالشكل (18) يوضح أن استجابة عدد الأسهم المتداولة لزيادة وحدة واحدة في سعر صرف الدينار العراقي أدى الى انخفاض عدد الأسهم المتداولة بصورة تدريجية مع كل زيادة في سعر الصرف، ففي حين كان عدد الأسهم المتداولة (22056.80) في الفصل الأول،

بدأ بالانخفاض التدريجي على طول مدة العشرة فصول ليصل الى (5131.899) في الفصل العاشر.

شكل (18)

استجابة عدد الأسهم المتداولة للتغير في سعر الصرف

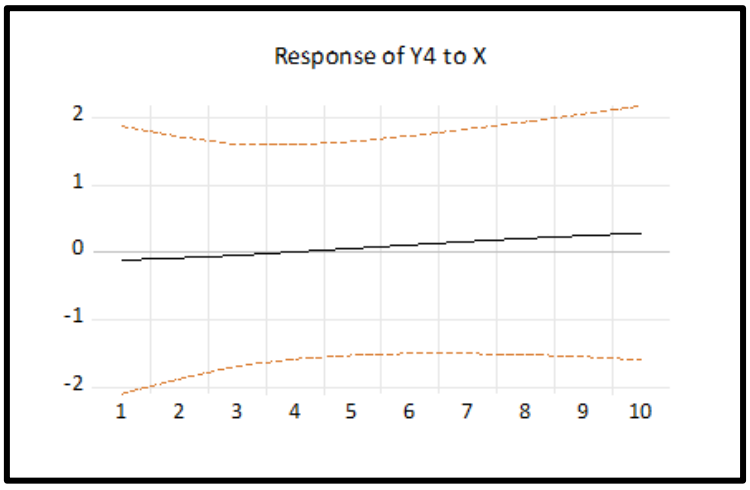


4. استجابة عدد الشركات المدرجة للتغير في سعر الصرف:

تشابهت استجابة عدد الشركات المدرجة للتغير في سعر الصرف مع استجابة المؤشر العام لأسعار الأسهم، اذ يتبين من الشكل (19) أن عدد الشركات المدرجة قد كانت استجابتها سلبية خلال الفصول الثلاثة الأولى من العام الأول نتيجة تغير سعر الصرف بمقدار وحدة واحدة، إلا أنه بدايةً من الفصل الرابع من العام نفسه بدأت الاستجابة تكون إيجابية، وظلت تتصاعد، الا أنها أصبحت إيجابية وحتى نهاية مدة العشرة فصول، والجدول (18) يوضح أنه في الفصل الأول من المدة بلغت (**0.107918-%**) وفي الفصل الثاني بلغت (0.077226-)، وفي الفصل الثالث بلغت (0.039481-)، أما في الفصل الرابع فقد كانت إيجابية وبلغت (0.010407) واستمرت الى نهاية المدة بنسبة زيادة مقدارها (0.292184).

شكل (19)

استجابة عدد الشركات المدرجة للتغير في سعر الصرف



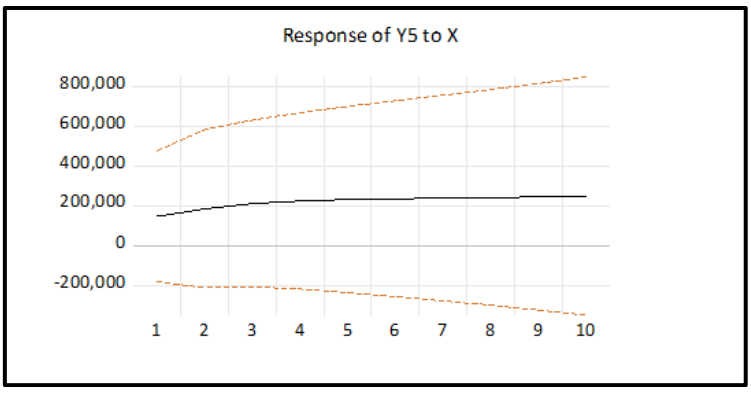
5. استجابة القيمة السوقية للتغير في سعر الصرف:

يوضح الشكل (20) طبيعة العلاقة بين التغير في سعر صرف الدينار العراقي والقيمة السوقية لاسهم سوق العراق للأوراق المالية، فنجد أن هذه العلاقة تخالف منطق النظرية الاقتصادية التي تؤكد العلاقة العكسية بين سعر الصرف والقيمة السوقية للأسهم، فكلما ارتفع سعر الصرف فأن القيمة السوقية للسهم تنخفض، فنجد أن استجابة القيمة السوقية للتغير في أسعار الصرف في الفصل الأول كانت (146160.7) وبدأت بالتصاعد تدريجياً وحتى نهاية المدة، إذ بلغت في الفصل العاشر (246906.1) وكما هو موضح في الجدول (18).

نعتقد أن هذه النتائج تؤشر ضعف استجابة القيمة السوقية للتغير في أسعار الصرف، إذ أن عوامل داخلية تخص الشركات المساهمة تؤدي دوراً أيضاً في استجابة القيمة السوقية للسهم للتغير في أسعار الصرف.

شكل (20)

استجابة القيمة السوقية للتغير في سعر الصرف



الجدول (18)

نتائج اختبار استجابة النبضة (IRF)

Y5	Y4	Y3	Y2	Y1	Period
146160.7	-0.107918	22056.80	30865.15	-3.838024	1
(164925.)	(0.99418)	(11150.2)	(43044.3)	(15.8435)	
184034.3	-0.077226	13676.58	25709.46	-2.255561	2
(199178.)	(0.89954)	(7681.68)	(19722.0)	(16.1764)	
210293.3	-0.039481	9677.897	15944.40	-0.970049	3
(209469.)	(0.82362)	(6899.71)	(16466.4)	(16.4674)	
223329.3	0.010407	7560.090	11091.39	0.667642	4
(221699.)	(0.79666)	(6564.42)	(15701.6)	(16.9692)	
230511.4	0.063928	6448.391	8250.837	2.246261	5
(233970.)	(0.79365)	(6281.91)	(14620.8)	(17.6951)	
234936.4	0.117025	5853.155	6546.539	3.650178	6
(246320.)	(0.80859)	(6083.82)	(14158.8)	(18.5411)	
238207.7	0.167320	5524.098	5463.221	4.842934	7
(258687.)	(0.83405)	(6032.15)	(14121.6)	(19.4655)	
241095.6	0.213564	5332.462	4732.292	5.830394	8
(271435.)	(0.86610)	(6144.38)	(14607.5)	(20.4260)	
243949.2	0.255219	5212.726	4209.787	6.635784	9
(285014.)	(0.90259)	(6407.25)	(15447.4)	(21.4281)	
246906.1	0.292184	5131.899	3817.528	7.287708	10
(299832.)	(0.94252)	(6793.25)	(16529.2)	(22.4907)	
Cholesky Ordering: X Y1 Y2 Y3 Y4 Y5					
Standard Errors: Monte Carlo (100 repetitions)					

المصدر: مخرجات حزمة برمجة Eviews 12.

الاستنتاجات والتوصيات

الاستنتاجات:

الجانب النظري:

1- يعد سعر الصرف أداة ربط بين الاقتصاد المحلي والاقتصاد العالمي، اذ يمكن من خلاله معرفة الأسعار الدولية والتكاليف، ويقوم بتسهيل مختلف المعاملات الدولية، فهو المرآة التي تعكس المركز التجاري للدولة مع العالم الخارجي.

2- إنّ سعر صرف الدينار العراقي قد شهد ارتفاعاً منذ عام (2007) وحتى عام (2010)، بسبب سياسة البنك المركزي العراقي، من اجل تقوية وتعزيز الدينار العراقي، واستقرار الوضع الاقتصادي. وبعدها اخذ بالانخفاض خلال الأعوام (2013-2015)، نتيجة لزيادة الطلب على الدولار الأمريكي لأغراض المضاربة، وان هذا التذبذب لم يترك اثاراً سلبية على الاقتصاد العراقي، وفي عام (2016-2019)، فقد شهد تحسن واستقرار نتيجة السياسة النقدية المتبعة وتحفيز الاقتصاد نتيجة الاستقرار المالي.

3- شهد سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي انخفاضاً كبيراً في عام (2020-2021)، نتيجة قيام البنك المركزي برفع سعر الدولار الأمريكي وتخفيض قيمة العملة المحلية، لتامين رواتب الموظفين في الدوائر الحكومية، ولتفادي استنزاف الاحتياطات الأجنبية، ونتيجة الانخفاض في أسعار النفط الخام.

4- تعد الأسواق المالية المرآة العاكسة للنشاط الاقتصادي، وكذلك تعمل على توجيه الأموال من مناطق الفائض الى مناطق العجز، لتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

5- يؤدي ارتفاع سعر الصرف او استقراره الى زيادة النشاط الاقتصادي، والتعاملات في السوق المالية بالنسبة للمستثمرين المحليين والأجانب، وهذا يؤدي بدوره الى زيادة مؤشر سوق الأوراق المالية.

6- ان سعر الصرف يؤثر بشكل واضح وكبير على أداء الأسواق المالية، اذ ان عدم الاستقرار في أسعار الصرف، يؤدي الى حدوث تقلبات كبيرة في التكاليف والارباح للشركات المدرجة، وهذا التأثير ينعكس سلباً على أسعار الأسهم لتلك الشركات، اما في حالة الاستقرار في سعر الصرف، تزداد فرص الاستثمار، وتنخفض التكاليف، مما يؤدي الى زيادة الأرباح وزيادة أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

الجانب القياسي:

1. كانت استجابة المؤشر العام لأسعار الأسهم سلبية خلال الفصول الثلاثة الأولى من العام الأول نتيجة تغير سعر الصرف بمقدار وحدة واحدة، إلا أنه بدايةً من الفصل الرابع من نفس العام بدأت الاستجابة تكون إيجابية، وظلت تتصاعد، ولو بصورة طفيفة، الا أنها أصبحت إيجابية وحتى نهاية مدة العشرة فصول، وأن الاستجابة السلبية في بادئ الامر كانت بسبب أن التغير في سعر الصرف أدى الى تحول المستثمرون في الأوراق المالية الى خيارات أخرى غير الاستثمار في الأسهم، على سبيل المثال المضاربة بالعملات الأجنبية، ولكن بعد استقرار أسعار العملات الأجنبية وتدني الأرباح الناتجة عن المضاربة بها، فمن الممكن ان تتحول خياراتهم مرة أخرى الى الأوراق المالية.
2. أن استجابة حجم التداول للتغير في سعر الصرف اتخذ مساراً موجباً متذبذباً بين الصعود والنزول طيلة مدة العشرة فصول، ونجد أن استجابة حجم التداول للتغير في سعر الصرف تحتاج الى فترة زمنية لتأخذ مداها في السوق المالي، فأغلب التغيرات في المؤشرات الاقتصادية تحتاج الى فترة من التأخر الزمني (Time Lag) لتجد طريقها الى الاقتصاد.
3. أن استجابة عدد الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية لم تخرج على منطق النظرية الاقتصادية، إذ أن استجابة عدد الأسهم المتداولة لزيادة وحدة واحدة في سعر صرف الدينار العراقي أدى الى انخفاض عدد الأسهم المتداولة بصورة تدريجية مع كل زيادة في سعر الصرف، فمن المعروف انه عند انخفاض أسعار الصرف تزداد رغبة المصارف في تقديم الأوراق التجارية إلى البنك المركزي بغرض اعادة خصمها، مما يزيد ذلك من إمكانية تلك المصارف في زيادة حجم الائتمان، الامر الذي يؤدي الى تحفيز الاستثمار، وبخاصةً في الأوراق المالية.
4. أن عدد الشركات المدرجة قد كانت استجابتها سلبية في الفصول الثلاثة الأولى من العام الأول نتيجة تغير سعر الصرف بمقدار وحدة واحدة، إلا أنه بدايةً من الفصل الرابع من العام نفسه بدأت الاستجابة تكون إيجابية، وظلت تتصاعد، الا أنها أصبحت إيجابية وحتى نهاية مدة العشرة فصول.
5. أن طبيعة العلاقة بين التغير في سعر صرف الدينار العراقي والقيمة السوقية لاسهم سوق العراق للأوراق المالية خالفت منطق النظرية الاقتصادية التي تؤكد على وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف والقيمة السوقية للأسهم، فكلما ارتفع سعر الصرف فأن القيمة

السوقية للسهم تنخفض، ونعتقد أن هذه النتائج تؤشر ضعف استجابة القيمة السوقية للتغير في أسعار الصرف، إذ أن عوامل داخلية تخص الشركات المساهمة تؤدي دوراً أيضاً في استجابة القيمة السوقية للسهم للتغير في أسعار الصرف.

التوصيات:

1. ضرورة التنسيق بين سياسة سعر الصرف والسياسات الاقتصادية الكلية في العراق، ووضع سياسات ملائمة مع الظروف السائدة في البلد.
2. يجب الحفاظ على معدل تضخم منخفض واستثمار احتياطيات الصرف والعمل على زيادتها لمواجهة الأزمات الاقتصادية التي من الممكن ان ينصرف منها العراق بسبب اعتماده على النفط كمورد اساس في تمويل الموازنات.
3. وضع إستراتيجية واضحة وطويلة الأمد الغرض منها تحسين سعر صرف الدينار العراقي أمام العملات الأخرى، وبخاصةً الدولار في السوق الموازية تدريجياً لضمان استقرار السوق العراقية لكي تكون بيئة جاذبة للاستثمار، وبخاصةً في مجال الأوراق المالية.
4. العمل على هدف استقرار قيمة الدينار العراقي ودعمه بما يعزز الثقة بالاقتصاد العراقي بشكل عام من خلال تبني سياسة مالية تعتمد على ارتباط اسعار صرف الدينار العراقي بسلة من العملات لما لها من تأثير كبير على قيم الاسهم وحجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية.
5. استحداث مركز خاص داخل سوق العراق للأوراق المالية، هدفه احاطة المستثمرين بالمعلومات المتعلقة بالإجراءات التي يقوم بها البنك المركزي العراقي بشان سياسة سعر الصرف بما يدعم قرارات البيع والشراء داخل السوق.
6. تشجيع الاستثمارات المحلية، من خلال تفعيل القوانين والأنظمة المحفزة لتطوير الاستثمارات، وتوفير المناخ الاستثماري الملائم لقيامها، مما يؤدي الى زيادة نشاط السوق، وزيادة مساهمة سوق العراق للأوراق المالية في الاقتصاد.
7. القيام بالإصلاحات الاقتصادية، كتوسع نشاط الأسواق المالية المحلية، والسماح بدخول المؤسسات المالية (كالمصارف وشركات الوساطة الأجنبية)، وهذا بدوره يؤدي الى زيادة

الاستثمار وزيادة النشاط الاقتصادي، وينعكس بصورة إيجابية على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية.

8. تعميق الوعي والثقافة الاستثمارية لدى للمستثمرين والمضاربين العراقيين في السوق المالية من خلال استخدام مدخراتهم المالية واستثمارها بشكل أفضل في أدوات السوق وذلك من خلال الدورات وورش العمل والمطبوعات التعريفية وبمساعدة الجامعات العراقية.
9. العمل على استخدام المناهج والطرق الحديثة في التحليل الاقتصادي الكمي في مؤشرات السوق لتتلاءم مع المتغيرات الكلية ذات الطابع المالي.

المصادر

أولاً: القرآن الكريم

ثانياً: المصادر العربية:

1. ال طعمة، حيدر حسين، **الأسواق المالية**، سلسلة كراسات استراتيجية، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء،2014.
2. أبن الزاوي، عبد الرزاق، **سعر الصرف الحقيقي التوازني**، دار اليازوري العملية للنشر والتوزيع، عمان 2016.
3. أبو السعود، محمد فوزي، **مقدمة في الاقتصاد الكلي**، بلا طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2004.
4. احمد، أزهري الطيب الفكي، **أسواق المال**، الطبعة الأولى، دار جنان للنشر والتوزيع، عمان، 2017.
5. حسن، محروس، **الأسواق المالية والاستثمارات المالية**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 1993.
6. الحسناوي، سالم صلال راهي، **الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية**، الطبعة الأولى، القاهرة، 2017.
7. خلف، فليح حسن، **التمويل الدولي**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان ،2004.
8. الداغر، محمود محمد، **الأسواق المالية** "مؤسسات أوراق بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
9. السواعي، خالد محمد، **مبادئ الاقتصاد القياسي**، دار الكتاب الثقافي، 2018.
10. الشمري، ناظم محمد نوري، **النقود والمصارف**، دار الكتب للطباعة والنشر، العراق، 1988.
11. شيخي، محمد، **طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات**، الجزائر، الطبعة الأولى، 2011
12. صيد، امين، **سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات**، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان 2013
13. الطائي، غازي صالح محمد، **الاقتصاد الدولي**، دار الكتب للطباعة والنشر، جامعة الموصل، عام 1999.

14. العامري، محمد علي إبراهيم، **الإدارة المالية**، بلا طبعة، بغداد، 2001.
15. عبد الحليم، محمد فرج، **الأسواق المالية والبورصات**، ط2، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، 2013.
16. العيساوي، عبد الكريم جابر، **التمويل الدولي**، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2012.
17. الغالي، بن إبراهيم، عدنان، بن ضيف محمد، **الأسواق المالية الدولية- تقييم الأسهم والسندات**، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019.
18. القزويني، شاكر، **محاضرات في اقتصاد البنوك**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
19. قندوز، عبد الكريم احمد، **الأسواق المالية**، سلسلة كتيبات تعريفية العدد (21)، أبو ظبي، 2021.
20. موصلي، سليمان، سليمان، عدنان، **الأسواق المالية**، جامعة دمشق، 2013.
21. نعمة، سمير فخري، **العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان 2011.
22. هندي، منير إبراهيم، **أدوات الاستثمار في أسواق راس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**، المكتب العربي الحديث- الإسكندرية، 2003.
23. هندي، منير إبراهيم، **اساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية**، الطبعة الثانية، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2010.

ثانياً: الرسائل والاطاريح

24. احمد، اماني عامر ناجي، **أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية العراقية للمدة (2004-2019)**، رسالة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد /جامعة بابل، 2021.
25. بن دهان، جلال، **دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير**، جامعة العربي بن مهيدي- ام البواقي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 2013.

26. بوترعة، رجاء، **أثر تقلبات سعر الصرف على أداء البنوك دراسة حالة بنك الجزائر الخارجي BEA وكالة ام البواقي**، رسالة ماجستير غير منشورة، مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي – ام البواقي–، 2016.

27. حسين، علي فراس، **دراسة تحليلية لأسباب تدهور أسعار الصرف في البلدان النامية (بلدان عربية مختارة)**، رسالة ماجستير غير منشورة، مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، 2005.

28. سلطان، مونيه، **كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، الجزائر،2015.

29. سلمان، اوراس صباح صاحب، **أثر تغيرات سعر الصرف في معدلات التضخم في الاقتصاد العراقي (دراسة تنبؤيه لغاية 2030)**، رسالة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة بابل، 2021.

30. سميرة، بوطرفاية، **أثر تقلبات سعر صرف الدولار على الصادرات الجزائرية من المحروقات دراسة حالة الجزائر**، رسالة ماجستير غير منشورة، مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، 2013.

31. عبابسة، فتيحة، **دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية دراسة حالة لسوق الأوراق المالية بالجزائر**، رسالة مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة العربي بن مهيدي ام البواقي، الجزائر، 2013.

32. عبد الله، رائد اسمر، **اختيار أفضل طريقة اختبار لمشكلة عدم تجانس التباين في نموذج الانحدار المتعدد**، رسالة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء، 2018.

33. عبد المؤمن، بلهوشي، انيس، طواهري، **أثر تغيرات أسعار البترول على سعر صرف دراسة حالة الدينار الجزائري في الفترة 2006–2018**، رسالة ماجستير غير منشورة، مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، 2020.

34. القريشي، محمد جاسم شهيد، **أثر السياسة المالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في العراق الامارات للمدة (2004-2014)**، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد/جامعة بابل، 2015.

35. محمود، هناء حامد، **دور الأسواق المالية في جذب الاستثمار الاجنبي المباشر دراسة مقارنة في دول عربية مختارة (الامارات العربية المتحدة، مصر، العراق)**، رسالة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة بابل، 2015.

36. مسعودي، حسام، **واقع التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، 2012.

37. ميدو، معتز بالله محمد، **أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية " دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية "**، رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى كلية الاقتصاد – جامعة دمشق، 2016.

38. يوسف، دانه بسام محمد، **تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي**، رسالة ماجستير غير منشوره مقدمة الى جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، كلية العلوم الإدارية والمالية، الأردن 2008.

ثالثاً: المجلات والدوريات

39. اسعد، بلال محمد، عبد، مهند خميس، عواد، خالد روكان، **العلاقة بين سعر الفائدة قصير الاجل وسعر الصرف في العراق للمدة (2004-2017)**، مجلة كلية المعارف الجامعة، المجلد 29، العدد 1، 2019.

40. الجواري، مناضل عباس حسين، صالح، خضير مهدي، **واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي**، مجلة جامعة بابل للعلوم الإنسانية، مجلد17، عدد 1، 2009.

41. الجويجاتي، اوس فخر الدين أيوب، الحديدي، رغيد حسين احمد، **العلاقة بين عجز الموازنة وسعر الصرف الاسمي في العراق للمدة من 1990 -2019**، مجلة الريادة للمال والاعمال، المجلد الثاني، العدد 4، 2021.

42. حسن، يحيى حمود، زكي، حسم الدين، **تحليل العلاقة بين أسواق النفط والسياسة النفطية العراقية بالاعتماد على السلاسل الزمنية**، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، 2012، المجلد 8، العدد 25.

43. الحسيني، دعاء نعمان، **تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية**، مجلة البحوث المستقبلية، الموصل، كلية الحدباء الجامعة، المجلد (3)، العدد (4)، 2005.

44. حيدر حسن آل طعمة، **أثر تقلبات اسعار الصرف على سلوك اسواق الأسهم في الاقتصاد التركي**، مجلة العلوم الاقتصاد ةٌ والإدارةٌ المجلد 01 العدد 3 ،2020.

45. الخفاجي، سمير سهام داود، جري، وديان وهيب، **كفاءة الانفاق الاستثماري العام وأثره على النمو الاقتصادي في العراق للمدة 2003-2013**، بحث مستل من رسالة ماجستير، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 97، المجلد 23، 2016.

46. داغر، محمود محمد محمود، محمد، بلال قاسم، **تأثير نافذة بيع العملة في تغيرات سعر الصرف في العراق للمدة 2004-2015**، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، المجلد (23)، العدد (99)، 2017.

47. درويش، حسين ديكان، عبد الرزاق، سيف علي، **قياس وتحليل أثر الصدمة الإيرادات النفطية في سعر الصرف في الاقتصاد العراقي للمدة (1999-2015)**، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، جامعة بابل، مجلد 10، العدد 2، 2018.

48. الزبيدي، حميد عبيد عبد، **الاقتصاد القياسي**، كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء، 2017

49. الساعدي، صبحي حسون، عبدن اياد حماد، **أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة**، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد (4)، العدد (7)، 2011.

50. شندي، اديب قاسم، **الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.

51. صدام، عباس كريم، **قياس وتحليل العلاقة بين تقلبات مؤشرات أسواق المال الامريكية وتقلبات أسعار النفط**، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، مجلد 24، العدد 104، 2018.

52. ظريفة، سلايمية، **محاضرات في اقتصاد أسعار الصرف**، لقسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، 2017/2016.

53. العاني، عماد محمد علي عبد اللطيف، عبد الرحمان، زهراء فارس خليل، **تحليل العلاقة بين ضغط الانفاق ونافذة العملة وأثره على سعر صرف الدينار العراقي**، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد، مجلد 25، عدد112، عام 2019.

54. عباس، صباح نوري، **أثر التضخم على سعر الصرف التوازني للدينار العراقي للمدة 1990 -2005 بحث تطبيقي**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد (17)، أيار 2008.

55. عسكر، وفاء إبراهيم، **الجهاز المصرفي ودوره في تفعيل أسواق المال**، مجلة واسط للعلوم الإنسانية، جامعة واسط، المجلد 16، العدد 45، 2020.

56. علاوي، كامل كاظم، راهي، محمد غالي، **تحليل وقياس العلاقة بين التوسع المالي والمتغيرات الاقتصادية في العراق للمدة (1974-2010)**، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد (9)، العدد (32)، 2015.

57. علي، ايمان محمد إبراهيم، **أثر تقلبات الناتج على النمو الاقتصادي في الدول النامية، مجلة البحوث المالية والتجارية**، المجلد (22)، العدد (2)، 2021.

58. عيسى، سعد صالح، **أثر سعر الصرف على الناتج المحلي الإجمالي دراسة حالة العراق كنموذج للمدة (2003-2012)**، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، مجلد 12، الإصدار 36، عام 2016.

59. غالم، عبد الله، خزان، عبد الحفيظ، **أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، اقسامها)**، مجلة الاجتهاد القضائي، مجلد 8، العدد 11، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر،2016.

60. غزال، ميسر قاسم محمد، **معالجة التضخم في الاقتصاد العراقي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية**، المجلد 14، العدد 49، 2008.

61. كمال، بن يمينه، حليمة، عطية، **الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الازمات –دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية–** مجلة المالية والأسواق، الجزائر.2017.

62. المتولي، احمد عزت محمود، **أثر التحليل الاقتصادي في التأثير على سوق الأوراق المالية المصرية ضمن متطلبات اجتياز مقرر اقتصاديات التمويل**، بحث منشور في المركز الديمقراطي العربي للدراسات الاستراتيجية، الاقتصادية والسياسية، 2021.

63. محمد، حاكم محسن، **أثر التضخم ومعدلات الفائدة في أسعار الصرف**، مجلة اهل البيت (ع)، العدد 1، المجلد 1، 2004.

64. محمد، عمرو هشام، حميد، احمد حافظ، **دور الانضباط المالي في المحافظة على استقرار سعر صرف الدينار العراقي**، مجلة المستنصرية للدراسات العربية والدولية، العدد (64)، 2017.

65. محمد، منال جابر مرسي، **تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة (1990–2017)** المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة – جامعة سوهاج، 2017.

66. مرزوك، عاطف لافي، علي، أكرم نعمة، **تحليل وقياس أثر العوامل التي تحدد سعر الصرف في العراق، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية**، جامعة المثنى، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد (9)، العدد (4)، 2019.

67. المشهداني، نزيه عباس، الزيدي، كوثر خضر، **مقارنة طرائق اختبارات جذر الوحدة مع طريقة مقترحة لاستقرارية السلسلة الزمنية باستخدام المحاكاة**، مجلة كلية التراث الجامعة، العدد (18)، 2015.

68. المعموري، عامر عمران كاظم، الزبيدي، سليم رشيد عبود، **أثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005–2011**، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، المجلد الثالث، العدد الثاني عشر، 2014.

69. مناحي، افتخار محمد، قمر، سيف الدين هاشم، **المؤشرات المالية المؤثرة على أداء الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للعام 2016، باستخدام انموذج الانحدار**

اللوجستي الثنائي، مجلة الدنانير، الجامعة العراقية، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد 13، 2018.

70. مهدي، صباح رحيم، امل عبد الحسن، **أثر نافذة بيع العملة الأجنبية على سعر الصرف في العراق للمدة 2004 – 2016**، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة المثنى، المجلد (9) العدد (1)، عام 2019.
71. النجار، اخلاص باقر، حسن، خولة رشيج، **دور الصيرفة الإسلامية في تطوير أسواق المال، مجلة العلوم الاقتصادية**، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العدد 15، 2005.
72. نصر الله، مهدي وهاب نعمة، العامري، بهاء عبد الرزاق قاسم العامري، **دراسة قياسية لتقدير أثر بعض المتغيرات على نمو الاقتصاد العراقي باستعمال نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM**، مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم/ كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء، العدد 46، 2020.
73. يعقوب، ماهر جلال، **محددات سعر صرف الدينار العراقي –دراسة تطبيقية للمدة 1996–2011**، المجلة الاكاديمية لجامعة نوروز، المجلد 6، العدد 1، 2017.

رابعاً: المصادر الأجنبية:

74. Abdul Rasheed Zubair, **Causal Relationship between Stock Market Index and Exchange Rate: Evidence from Nigeria**, CBN Journal of Applied Statistics Vol. 4 No.2, December 2013.
75. ALAN C. SHAPIRO, **EXCHANGE RATE CHANGES, INFLATION, AND THE VALUE OF THE MULTINATIONAL CORPORATION**, THE JOURNAL OF FINANCE, VOL. XXX, NO. 2, MAY 1975.
76. Al-Bakri, Jawad Kadhim, and others, **The Impact of Oil Price Shocks on theIraq Economy – a Case Study for thePeriod 1990-2018,** nternational Journal of Innovation, Creativity and Change. Volume 12, Issue 10, 2020, page
77. Alberto Botta, **The long-run effects of portfolio capital inflow booms in developing countries: permanent structural**

hangovers after short-term financial euphoria, ECLAC - Production Development Series No. 221, 2018.

78. F. Brigham, Michael C. Ehrhardt and Eugene, **Financial Management Theory and Practice**, 13th edition, 2010.

79. Jiahong Yuan, Xiaoyu Li, Yan Shi, Felix T. S. Chan, Junhu Ruan1, and Yuchun Zhu, **Linkages between Chinese Stock Price Index and Exchange Rates-An Evidence from the Belt and Road Initiative**, IEEE, VOLUME XX, 2017,

80. Kathy Kelly, Richard G. Stahl, **The economics of money banking and financial markets**, 9th edition, Addison-Wesley, USA.

81. Lakshmanasamy T, **The Relationship Between Exchange Rate and Stock Market Volatilities in India**: ARCH-GARCH Estimation of the Causal Effects, International Journal of Finance Research, Vol. 2 No. 4 December 2021.

82. Mohammad Tahir Farooq and Wong Wing Keung, **Linkage between Stock Market Prices and Exchange Rate: A Causality Analysis for Pakistan**, The Pakistan Development Review 43: 4 Part II (Winter 2004).

رابعاً: التقارير والنشرات:

83. البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، التقرير الاقتصادي السنوي، للمدة (2007-2021)

84. البنك المركزي العراقي، دائرة الإحصاء والأبحاث، النشرات الاحصائية السنوية، للأعوام من 2007 – 2021.

85. هيئة الأوراق المالية، التقارير والنشرات الفصلية، سوق العراق للأوراق المالية، للمدة (2007-2021).

Abstract

However, the study tries to discover the relationship between the exchange rate of the Iraqi dinar that occurred in December 2020 and the stock prices in the Iraqi Stock Exchange. So the present study tries to answer a set of questions, the most important of which is, did the change in the exchange rate have an impact on the financial markets? Does this change in the exchange rate contribute to changing stock prices in the Iraqi Stock Exchange? And if it is succeeded in affecting, what is the size of that effect?

The researcher has developed a hypothesis that is changing the exchange rate of the Iraqi dinar could affect the financial markets, but it does not reduce the rates of the financial deficit that Iraq has been suffering from since 2016 and it could cause other negative repercussions on the Iraqi economy, the most important of which is the high inflation rates.

The researcher adopted the inductive approach and used the descriptive and quantitative method, as the data of the Iraqi dinar exchange rate is (independent variable) and financial market indicators are (dependent variables). One of the most important results that the researcher reached is that the policy of change in the exchange rate by the Central Bank until 2021 Which led to the devaluation of the Iraqi dinar against the US dollar to fill the public budget deficit as a result of the drop in oil prices.

The researcher recommends the need to develop a clear and long-term strategy aimed at improving the exchange rate of the Iraqi dinar against other currencies, especially the dollar in the parallel market, to ensure the stability of the Iraqi market and to be an attractive environment for investment, especially in the field of securities.

The Republic of Iraq
Ministry of Higher Education
University of Babylon
College of Administration and Economics
Department of Financial and Banking Sciences

The Effect Of Exchange Rate Changes in the general index of the Iraq stock Exchange for the period (2007-2021)

A thesis

Submitted to the council of the college of Administration And Economics
University of Babylon
As a Partial Fulfillment of the Requirements for the Master's Degree in
Financial & Monetary Sciences

By

Shaimaa Abdul-sahib Masoud

supervised by

Prof. Dr. Nasr Hammoud Al-Anzi

2022A.D **Babylon** **1443 A.H**