



---

**The impact of inflation on stock returns for a selected sample of companies in  
the Iraqi Stock Exchange for the period (2007-2022).**

**\*أثر التضخم على عوائد الأسهم لعينة مختارة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية  
للمدة (٢٠٢٢-٢٠٠٧).**

**\*\*أ.د. جواد كاظم البكري**

**\*\*حسن سلمان كاظم**

---

**Abstract:**

The research aimed to analyze the impact of inflation on the stock returns of the sectors that make up the Iraq Stock Exchange. The research added the Autoregressive distributed lag model in analyzing the impact of inflation on the sectors of the Iraq Stock Exchange using monthly data for the period 2007-2022.

Among the most important conclusions reached by the study: There is an inverse relationship between inflation and the returns of each of the (banking sector, insurance sector, investment sector, tourism sector and the general market index) and there is also a long-term balance between inflation and sector returns for the period (2007-2022). It also showed The results of the short response: There is an inverse relationship between inflation and the returns of the banking, insurance, and investment sectors and the general market index.

---

**\*بحث مستقل .**

**\*\*جامعة بابل – كلية الإدارة والاقتصاد .**

These results confirm that stocks are not a hedge against inflation in the long term in the Iraqi stock market.

**المستخلص:** هدفت الدراسة الى تحليل إثر التضخم على عوائد الأسهم لعينة مختارة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية ووظفت الدراسة منهجية الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزعة Autoregressive distributed lag model في تحليل أثر التضخم على قطاعات سوق العراق للأوراق المالية باستخدام البيانات السنوية للمدة ٢٠٠٧-٢٠٢٢.

ومن اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة: وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد كل من (قطاع المصارف، قطاع التأمين، قطاع الاستثمار، القطاع السياحي والمؤشر العام للسوق) وكذلك هنالك توازن طويل الاجل بين التضخم وعوائد القطاعات للمدة (٢٠٠٧-٢٠٢٠)، ايضا اظهرت نتائج على المدى القصير وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد قطاعات المصارف، التأمين، الاستثمار) والمؤشر العام للسوق. هذه النتائج تؤكد بان الاسهم لا تعد وسيلة تحوط ضد التضخم في الاجل الطويل في سوق العراق للأوراق المالية.

**المقدمة (Introduction) -** يعاني الاقتصاد العراقي ومنذ فترة طويلة من مشكلة التضخم والتي كانت نتيجة للعديد من العوامل منها الحروب التي خاضها العراق في فترة الثمانينيات والتسعينيات التي أدت الى زيادة النفقات بشكل غير طبيعي حتى وصل الحال الى اللجوء الى عملية التمويل بالعجز (الاصدار النقدي الجديد) بعد تغير العملة، وكذلك الحضر الاقتصادي الذي فرض على العراق في ذلك الوقت بإضافة الى السياسات الخاطئة المتبعة آنذاك، التي أدت الى تفاقم هذه المشكلة بل أصبحت ظاهرة ملاصقة للاقتصاد، فأن تضخم يعد ظاهرة خطيرة لهل اثار على مجمل المؤشرات والقطاعات الاقتصادية لاسيما سوق العراق للأوراق المالية إذ أن الارتفاع المتسارع لمعدل التضخم دفع أصحاب الثروات الى التحوط ضد المخاطرة عن طريق شراء الأسهم للتحوط ضد المخاطرة ولكن أدت هذه الاستراتيجية الى خسارة المستثمرين من قيم المحافظ الخاصة بهم، هذا الامر ساهم في تسليط الضوء على العلاقة بين معدل التضخم والأسهم للبحث في تأثير معدل التضخم على محفظة عوائد الاسهم.

أهمية البحث:

١- معرفة مدى تأثير التضخم على عوائد الاسهم.

٢- معرفة مدى مساهمة عوائد الأسهم في تنشيط نشاط سوق العراق للأوراق المالية.

مشكلة البحث: يحاول البحث الاجابة على التساؤلات الآتية:

١- هل أن معدلات التضخم تؤثر على عوائد الأسهم؟

٢- ماهو نوع التأثير بين معدلات التضخم وعوائد الاسهم؟

فرضية البحث: وتستند الدراسة الى فرضية وجود علاقة عكسية بين مستوى التضخم وعوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية في العراق مع اختلاف هذه الفرضية من شركة الى أخرى.

اهداف البحث من خلال:

١- تحليل العلاقة بين التضخم وعوائد الاسهم وفقاً للنظريات الاقتصادية.

٢- تحليل واقع التضخم في الاقتصاد العراقي وعوائد أسهم الشركات عينة البحث للمدة من (٢٠٠٧-٢٠٢٠).

منهجية البحث: اعتمد الباحث على المنهج الاستنباطي إذ كان النهج الاستنباطي قائماً على الجمع بين المناهج الوضعية والاستنتاجية، إذ تضمن مناهج تحليلية واستنباطية يعتمد على الاستدلال القائم على الاسس النظرية وعلى تحليل الحقائق الملموسة واستخدام الادوات القياسية للأغراض التنبؤ به، فضلاً عن استخدام الاسلوب الكمي لتحديد العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم.

**أولاً: مفهوم التضخم وأنواعه**

أ- مفهوم التضخم: يعرف التضخم بأنه الارتفاع المتواصل في المستوى العام للأسعار يرافقه هبوط القيمة الحقيقية للنقود يصبح التضخم أكثر سرعه عندما يصاحبه زيادة في الاصدار النقدي وزيادة في النفقات الحكومية التي يتم دعمها بالقروض المحلية بدلاً من الضرائب<sup>(١)</sup>.

ب- أنواع التضخم:

١- التضخم الأصيل: يقصد بهذا النوع من التضخم انه لا يقابل ارتفاع في الطلب الكلي ارتفاع في معدلات التضخم بمعدلات عالية جداً، يتوافق معها سرعه في لإنتاج مما ينعكس أثره في ارتفاع الأسعار.

---

(<sup>١</sup>)David Beg and Stanley fisher and others, Economics, London, McGraw, Hill company Europe, 1997.p.462 .

٢- التضخم المفرط: وهي حالة ارتفاع معدلات التضخم بمعدلات عالية جداً يتوافق معها سرعه في تداول النقود في الأسواق، وقد ينتج آثار عن هذا التضخم تؤدي إلى انهيار العملة الوطنية<sup>(٢)</sup>.

ثانياً: مفهوم عوائد الأسهم وخصائصها

أ- العوائد: بأنه الفائدة أو الربح على السهم الذي يدفع لك عن استثمارك، ويمكن أن يختلف في أهميته اعتماداً على احتياجاتك، أو الزيادة المتوقعة في المبلغ المستثمر<sup>(٣)</sup>.

ب- مفهوم الأسهم: وتسمى (أدوات الملكية) إذ تعد من أدوات الاستثمار المتداولة في سوق الأوراق المالية الأكثر شيوعاً بين فئات المستثمرين، إذ تقوم مختلف الشركات بإصدار هذا النوع من الأوراق المالية وذلك بغرض الحصول على التمويل طويل الأجل، هذه الأوراق بمثابة شهادة ملكية وتشمل أرباحاً يتم دفعها سنوياً فضلاً على الأرباح الرأسمالية المتحققة من المتغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم، وتمتاز هذه الأوراق بأنها ليس لها تاريخ استحقاق محدد لها، وارتباط مقدار أرباحها بالإيرادات المتحققة للشركة، وعدم حصول حامل اسهم على قيمة ذلك السهم إلا عند تصفية الشركة<sup>(٤)</sup>.

ت- خصائص الأسهم<sup>(٥)</sup>:

١- السهم ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية وعلى هذا الاساس فحامل أسهم هو شريك في المؤسسة.

٢- يسمح السهم لصاحبه بالاستفادة من العائد، وهو ربح السهم، وكذلك يتحمل جزء من الخسارة في حالة تعرض المؤسسة الى خسائر.

---

(٢) نشرة نوعيه يصدرها معهد الدراسات المصرفية، التضخم الاقتصادي، دوله الكويت أكتوبر ٢٠١٢، السلسله الخامسة العدد ٣ ص ٤ .

(٣) حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة) دار أسامة للنشر والتوزيع الاردن - عمان، الطبعة الاولى ٢٠٠٨، ص ٢٠٧.

(٤) سعاد زكي الالفي، أثر الاصلاحات الاقتصادية على سوق الأوراق المالية، مجلة القاهرة للخدمة الاجتماعية، العدد ٣٥، ٢٠٢٢، ص ١١.

(٥) الطاهر لطرش بن عكنوت ، تقنيات البنوك، طبعة ٤، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، ٢٠٠٥،

ثالثاً: تحليل العلاقة بين المستوى العام للأسعار وعوائد الأسهم لشركة بغداد للنقل العام والاستثمارات العقارية

اولاً-العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في شركة بغداد العراق للنقل العام والاستثمارات العقارية:نلاحظ من الجدول (١) أن ارتفاع الرقم القياسي لأسعار المستهلك من (١٠٠) نقطة في عام (٢٠٠٧) إلى (١١٢,٧) نقطة في عام (٢٠٠٨) وبمعدل تغير (تضخم) سنوي بلغ (١٢,٧)، وبالمقابل انخفض العائد على السهم الواحد من (٠,١١) دينار إلى (٠,٠٩) دينار، وانخفضت نسبة الأرباح إلى الأسهم من (٠,٠٥٤) إلى (٠,٠٤٨) دينار، وانخفض العائد على الاستثمار من (١,٩١٢) إلى (١,٦١٨) دينار، بالمقابل شهدت نسبة العائد على السهم لتبلغ (٠,٠٢٠,٠١٥) دينار للعامين المذكورين بسبب تدخل الشركة من خلال سياستها النقدية للسيطرة على معدلات التضخم بهدف تحقيق زيادة نقدية في الاقتصاد العراقي. أما في عام (٢٠٠٩) قد ارتفع الرقم القياسي لأسعار المستهلك ليبلغ (١٢٢,١) نقطة، وبمعدل تضخم سنوي قدره (٨,٣)٪، بالمقابل ارتفعت عوائد الأسهم لتبلغ (٢,١٦) دينار للعائد على السهم الواحد، و(٠,٥٥٥) دينار لنسبة الأرباح إلى الأسهم، و(٨,١٦٦) دينار للعائد على الاستثمار. بسبب تحسن نشاط الشركة لتعود وتحقق أرباح من استثمار أصولها، وانخفاض معدلات التضخم.

أما في عام (٢٠١٠) فقد ارتفع الرقم القياسي لأسعار المستهلك إلى (١٢٥,١) نقطة وبمعدل تضخم (٢,٥)٪ بالمقابل انخفض العائد على السهم الواحد إلى (١,١٩) دينار، وانخفضت نسبة العائد على السهم إلى (٠,٠٤٧) دينار، كذلك انخفضت نسبة الأرباح إلى الأسهم إلى (٠,٣١٦) دينار، بالمقابل ارتفع العائد على الاستثمار إلى (١٠,٣٨٢) دينار للعام المذكور. بسبب انخفاض أرباح الشركة، وارتفاع سعر السهم نتيجة نجاح ما مخطط له بغرض التوسع في مجال المنتجات النفطية من خلال استغلال الموارد المالية الفائضة لرغد أسطول الشركة بالشاحنات.

وفي عامي (٢٠١١-٢٠١٣) فقد شهد الرقم القياسي لأسعار المستهلك ارتفاعاً مستمراً ليبلغ (١٣٢,١)، (١٤٠,١)، (١٤٢,٧) نقطة على التوالي وبمعدلات تضخم سنوي قدره (٥,٦)٪، (٦,١)٪، (١,٩)٪ على التوالي ونتيجة الزيادة الحاصلة في الإنفاق الاستهلاكي في الشركة، والتي تتمثل بزيادة رواتب الموظفين في الشركة) بالمقابل شهدت عوائد الأسهم ارتفاعاً جديداً لتبلغ (٠,٣٦)، (٠,٨٦)، (٣,٤٢) دينار على التوالي للعائد على السهم، و(٠,٠١١)، (٠,٠٣١)، (٠,٠٧٦) دينار على التوالي لنسبة العائد على السهم، و(٠,٠١١)، (٠,٠٢١)، (٠,٠٤١) دينار على التوالي لنسبة الأرباح إلى الأسهم، و(٢,٩٢٤)، (١٠,٠٩٧)، (٢٩,٧٤١) دينار على التوالي في

الأعوام المذكورة، وأن هذا الارتفاع يرجع سببه إلى نجاح سياسة الشركة في تحقيق العائد لهذا العام.

وفي عام (٢٠١٤) شهد الرقم القياسي لأسعار المستهلك ارتفاعاً جديداً ليبلغ (١٤٥,٩) نقطة، وبمعدل تضخم سنوي قدره (٢,٢%)، وذلك بسبب سعي الشركة إلى معالجة التضخم وارتفاع الأسعار وتحقيق هدف الاستقرار النقدي للاقتصاد العراقي، بالمقابل انخفضت عوائد الأسهم لتبلغ (٠,٤٨) دينار للعائد على السهم الواحد، و(٠,٠١٧) دينار لنسبة العائد على السهم، و(٠,١٤٨) دينار لنسبة الأرباح على الأسهم، و(٩,٩٧٦) دينار للعائد على الاستثمار.

أما في عامي (٢٠١٥-٢٠١٨) شهد الرقم القياسي لأسعار المستهلك ارتفاعاً جديداً ليبلغ (١٤٨),٥، (١٤٨,٧، ١٤٩,٣) نقطة، وبمعدل تضخم سنوي قدره (١,٤%)، (٠,٣%)، (٠,١%)، (٠,٤%) كذلك ارتفع العائد على السهم الواحد ليبلغ (٠,٨٦)، (١,٤٢، ١,٥٨، ١,٦٣) دينار على التوالي، وارتفعت نسبة العائد على السهم لتبلغ (٠,٠٥٧)، (٠,١١٠، ٠,١٢٥) دينار على التوالي، وارتفع العائد على الاستثمار ليبلغ (٢٦,٧٧١)، (٣١,٦٢١، ٣٢,٦٩٢) دينار على التوالي. في حين تذبذبت النسبة الأرباح إلى الأسهم بين ارتفاع وانخفاض لتبلغ (٠,٤١٨)، (٤٠٥، ٥٣٠) دينار على التوالي للأعوام المذكورة. بسبب زيادة صافي الربح مما يدل على كفاءة الشركة في استغلال موجوداتها فضلاً عن ارتفاع الأرباح التي تحققها الشركة من الاستثمار.

وفي عام (٢٠١٩) انخفض الرقم القياسي لأسعار المستهلك انخفاضاً طفيفاً ليبلغ (١٤٩,٢) نقطة، وبمعدل تضخم سنوي قدره (٠,١%) بالمقابل واصل العائد على السهم الواحد ارتفاعه ليبلغ (١,٧٨) دينار، بالمقابل انخفضت نسبة العائد على السهم لتبلغ (٠,٠٩٨) دينار، وانخفضت نسبة الأرباح على السهم لتبلغ (٠,٤٥٨) دينار، كذلك انخفض العائد على الاستثمار ليبلغ (٢٨,٣٦٢) دينار في العام المذكور. بسبب احتواء البنك المركزي السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار والحفاظ على استقرار سعر الصرف للدينار العراقي.

وفي عام (٢٠٢٠) شهد الرقم القياسي لأسعار المستهلك ارتفاعاً ليبلغ (١٥٣,٦) وبمعدل تضخم سنوي قدره (٣,٢%) بالمقابل شهدت عوائد الأسهم انخفاضاً لتبلغ (١,٥٦) دينار للعائد على السهم الواحد، و(٠,٠٢٠) دينار لنسبة العائد على السهم، و(٠,٠٨٤) دينار لنسبة الأرباح على الأسهم، و(٢١,٢٧٨) دينار للعائد على الاستثمار. بسبب عوامل عديدة منها ارتفاع اسعار النفط والتي تعكس بظلالها على مجمل البضائع والخدمات. وفي عام (٢٠٢١) شهد الرقم القياسي

للمستهلك انخفاضاً ليبلغ (١١٣,٦) نقطة، بمعدل تضخم (٢,٢٦)، كذلك ارتفعت عوائد الأسهم لتبلغ (١,٨٢) دينار، و(٠,٠٦٦) دينار لنسبة العائد على السهم، و(٠,٤٠١) لنسبة الأرباح على الأسهم، و(٢٥,٢٨٦) دينار للعائد على الاستثمار، وذلك بسبب تأثر الظروف الاقتصادية والأمنية والصحية التي عصفت على البلد، مما انعكست على أداء الشركة في تحقيق العوائد والأرباح، فضلاً عن استقرار رأس المال بقيمة (٢٥٠٠٠٠٠٠٠) مليار دينار للمدة (٢٠١٤-٢٠٢١).

وفي عام (٢٠٢٢) شهد الرقم القياسي للمستهلك (١١٨,٥) نقطة، بمعدل تضخم (٤,٣)٪، بالمقابل ارتفع العائد على السهم ليبلغ (٢,١٤) دينار، كذلك ارتفعت نسبة العائد على السهم لتبلغ (٠,٣٧٣) دينار، كذلك ارتفع العائد على الاستثمار ليبلغ (٢٥,٧٩٨) دينار، بالمقابل انخفضت نسبة الأرباح على الأسهم لتبلغ (٠,٣٧٣)، بسبب ارتفاع صافي الأرباح ودخول الشركة في مشاريع استثمارية. كما هو موضح في الجدول الآتي:

**جدول (١) العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم لشركة بغداد العراق للنقل العام والاستثمارات العقارية للمدة من (٢٠٠٧ – ٢٠٢٢)**

| السنوات | الرقم القياسي للأسعار المستهلك (٢٠٠٧-١٠٠) | معدل التضخم السنوي ٢-٪ | العائد على السهم (دينار) | نسبة العائد على السهم (دينار) | نسبة الأرباح إلى الأسهم (دينار) | العائد على الاستثمار ٪ |
|---------|-------------------------------------------|------------------------|--------------------------|-------------------------------|---------------------------------|------------------------|
| ٢٠٠٧    | ١٠٠                                       | ---                    | ٠,١١                     | ٠,٠٢                          | ٠,٠٥٤                           | ١,٩٠٢                  |
| ٢٠٠٨    | ١١٢,٧                                     | ١٢,٧                   | ٠,٠٩                     | ٠,٠١٥                         | ٠,٠٤٨                           | ١,٦١٨                  |
| ٢٠٠٩    | ١٢٢,١                                     | ٨,٣                    | ٢,١٦                     | ٠,١٣٥                         | ٠,٥٥٥                           | ٨,١٦٦                  |
| ٢٠١٠    | ١٢٥,١                                     | ٢,٥                    | ١,١٩                     | ٠,٠٤٧                         | ٠,٣١٦                           | ١٠,٣٨٢                 |
| ٢٠١١    | ١٣٢,١                                     | ٥,٦                    | ٠,٣٦                     | ٠,٠١١                         | ٠,٠٨٧                           | ٢,٩٢٤                  |
| ٢٠١٢    | ١٤٠,١                                     | ٦,١                    | ٠,٨٦                     | ٠,٠٢١                         | ٠,٢٦١                           | ١٠,٠٩٧                 |
| ٢٠١٣    | ١٤٢,٧                                     | ١,٩                    | ٣,٤٢                     | ٠,٠٤١                         | ٠,٥٠٣                           | ٢٩,٧٤١                 |
| ٢٠١٤    | ١٤٥,٩                                     | ٢,٢                    | ٠,٤٨                     | ٠,٠١٧                         | ٠,١٤٨                           | ٩,٩٧٦                  |
| ٢٠١٥    | ١٤٨                                       | ١,٤                    | ٠,٨٦                     | ٠,٠٥٧                         | ٠,٤١٨                           | ٢٣,١٨٢                 |
| ٢٠١٦    | ١٤٨,٥                                     | ٠,٣                    | ١,٤٢                     | ٠,١١٠                         | ٠,٤٠٥                           | ٢٦,٧٧١                 |

|        |       |       |      |       |       |      |
|--------|-------|-------|------|-------|-------|------|
| ٣١,٦٢١ | ٠,٥٣  | ٠,١٢٥ | ١,٥٨ | ٠,١   | ١٤٨,٧ | ٢٠١٧ |
| ٣٢,٦٩٢ | ٠,٥٢٤ | ٠,١٠٣ | ١,٦٣ | ٠,٤   | ١٤٩,٣ | ٢٠١٨ |
| ٢٨,٣٦٢ | ٠,٤٥٨ | ٠,٠٩٨ | ١,٧٨ | -٠,١  | ١٤٩,٢ | ٢٠١٩ |
| ٢١,٢٧٨ | ٠,٣٧٩ | ٠,٠٨٤ | ١,٥٦ | ٣,٢   | ١٥٣,٩ | ٢٠٢٠ |
| ٢٥,٢٨٦ | ٠,٤٠١ | ٠,٠٦٦ | ١,٨٢ | -٢٦,٢ | ١١٣,٦ | ٢٠٢١ |
| ٢٥,٧٩٦ | ٠,٣٧٣ | ٠,٠٧٢ | ٢,١٤ | ٤,٣   | ١١٨,٥ | ٢٠٢٢ |

المصدر/ من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- النشرات السنوية للبنك المركزي العراقي للمدة (٢٠٠٧\_٢٠٢٢).
- النشرات السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٧\_٢٠٢٢).
- رابعاً: أثر التضخم على عوائد الأسهم لعينة مختارة من شركات في سوق العراق للأوراق المالية:

بما أننا نهدف الى قياس أثر التضخم على عوائد الأسهم لعينه مختارة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية فإن متغيرات عوائد الأسهم وهي (صافي الربح، عدد الأسهم، العائد على السهم) ستكون متغيرات مستقلة، أما الرقم القياسي للأسعار فسيكون متغيراً تابعاً.

- التقدير والتحليل: سنقوم في تحليل نتائج تقدير النموذج وفقاً لدوال استجابة النبضة فضلاً عن استعراض نتائج استقراره السلاسل الزمنية والاختبارات التشخيصية.

#### ١. شركة بغداد العراق للنقل العام

أولاً. استقراره السلاسل الزمنية: في ضوء نتائج هذا الاختبار في الجدول (٢) اتضح لنا الآتي :  
إن السلسلة الزمنية للمتغير (CPI) ، الذي ويمثل الرقم القياسي للأسعار، لم تستقر عند المستوى I(0)، وقد تم معالجة عدم الاستقرارية بأخذ الفرق الأول- First) I(1 (difference)، إذ استقرت تلك السلسلة عند الفرق الأول وبمستوى المعنوية (٥%، ١%) مع وجود الحد الثابت والاتجاه العام وبدون وجود الحد الثابت والاتجاه العام.

إن السلسلة الزمنية للمتغير (NOS) ، والذي تمثل عدد الأسهم، لم تستقر عند المستوى I(0)، وقد تم معالجة عدم الاستقرارية بأخذ الفرق الأول (First-difference) I(1)، إذ استقرت تلك السلسلة عند الفرق الأول وبمستوى المعنوية (١%) مع وجود الحد الثابت والاتجاه العام وبدون وجود الحد الثابت والاتجاه العام.

إن السلسلة الزمنية للمتغير (NTP) ، والذي تمثل صافي الربح، فلم تستقر عند المستوى  $I(0)$  أيضاً، وقد تم معالجة عدم الاستقرارية بأخذ الفرق الأول (First -difference)  $I(1)$ ، إذ استقرت تلك السلسلة عند الفرق الأول وبمستوى المعنوية (١%، ٥%) مع وجود الحد الثابت والاتجاه العام.

أما السلسلة الزمنية للمتغير (RES) ، والذي تمثل العائد على السهم، فلم تستقر عند المستوى  $I(0)$ ، وقد تم معالجة عدم الاستقرارية بأخذ الفرق الأول (First - difference)  $I(1)$ ، إذ استقرت تلك السلسلة عند الفرق الأول وبمستوى المعنوية (١%، ٥%) مع وجود الحد الثابت والاتجاه العام.

**جدول (٢) نتائج استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج لشركة بغداد العراق للنقل العام**

| UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)            |                     |         |         |         |         |
|-----------------------------------------------|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| Null Hypothesis: the variable has a unit root |                     |         |         |         |         |
|                                               | At Level            |         |         |         |         |
|                                               |                     | CPI     | NOS     | NTP     | RES     |
| With Constant                                 | t-Statistic         | -2.2759 | -1.7365 | -0.8544 | -1.7675 |
|                                               | Prob.               | 0.1910  | 0.3945  | 0.7733  | 0.3766  |
|                                               |                     | n0      | n0      | n0      | n0      |
| With Constant & Trend                         | t-Statistic         | 1.0602  | -4.0130 | -3.0989 | -3.1295 |
|                                               | Prob.               | 0.9995  | 0.0330  | 0.1438  | 0.1375  |
|                                               |                     | n0      | **      | n0      | n0      |
| Without Constant & Trend                      | t-Statistic         | 0.1543  | 1.6786  | 1.3435  | 0.1558  |
|                                               | Prob.               | 0.7164  | 0.9708  | 0.9470  | 0.7169  |
|                                               |                     | n0      | n0      | n0      | n0      |
|                                               | At First Difference |         |         |         |         |
|                                               |                     | d(CPI)  | d(NOS)  | d(NTP)  | d(RES)  |
| With Constant                                 | t-Statistic         | -3.8180 | -5.7735 | -4.4143 | -5.4229 |
|                                               | Prob.               | 0.0140  | 0.0005  | 0.0055  | 0.0010  |
|                                               |                     | **      | ***     | ***     | ***     |
| With Constant & Trend                         | t-Statistic         | -5.7857 | -5.4675 | -4.2938 | -4.4409 |
|                                               | Prob.               | 0.0022  | 0.0036  | 0.0246  | 0.0220  |
|                                               |                     | ***     | ***     | **      | **      |
| Without Constant& Trend                       | t-Statistic         | -3.9715 | -4.6189 | -0.9108 | -0.8073 |
|                                               | Prob.               | 0.0007  | 0.0002  | 0.3016  | 0.3435  |
|                                               |                     | ***     | ***     | n0      | n0      |

|                                                                                                               |  |  |  |  |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|--|--|--|
| 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 برمجية 12 Eviews

ثانياً. فترة الإبطاء المثلى: قبل القيام بتحليل نموذج (VAR) لمتغيرات النموذج يجب معرفة عدد مدد الإبطاء المثلى لهذه المتغيرات، وبعد إجراء الاختبار ظهرت النتائج كما في الجدول (٣) ويتم تحديد مدد الإبطاء المثلى اعتماداً على معيار أكايك (AIC) ومعيار شوارتز (SC) ومعيار هانان-كوين (HQ) بصورة أساسية إذ يتم اختيار مدة الإبطاء التي تحمل أقل قيمة لهذه المعايير:

### جدول (٣) نتائج اختبار فترة الإبطاء المثلى لشركة بغداد العراق للنقل العام

| VAR Lag Order Selection Criteria                                  |           |           |           |           |           |           |
|-------------------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Endogenous variables: CPI NOS NTP RES                             |           |           |           |           |           |           |
| Exogenous variables: C                                            |           |           |           |           |           |           |
| Date: 02/26/24 Time: 22:37                                        |           |           |           |           |           |           |
| Sample: 2007 2022                                                 |           |           |           |           |           |           |
| Included observations: 14                                         |           |           |           |           |           |           |
| Lag                                                               | LogL      | LR        | FPE       | AIC       | SC        | HQ        |
| 0                                                                 | -318.7910 | NA        | 1.25e+15  | 46.11300  | 46.29559  | 46.09610  |
| 1                                                                 | -266.8477 | 66.78424* | 8.39e+12* | 40.97824* | 41.89118* | 40.89373* |
| 2                                                                 | -247.9563 | 13.49383  | 1.27e+13  | 40.56519  | 42.20848  | 40.41307  |
| * 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 برمجية 12 Eviews

ومن خلال الجدول (3) نستنتج أن عدد مدد الإبطاء هو مدة واحدة بالاعتماد على معياري AIC و HQ وهي تحمل أقل قيمة عند مدة الإبطاء الأولى.

ثانياً. متجهات الانحدار الذاتي (VAR): من خلال الجدول (٤) فإن المعادلة التقديرية لنتائج متجهات الانحدار الذاتي كانت كالآتي:

$$NTP = -28950.89 + 220.7412 \text{ CPI } (-1) + 0.076741 \text{ NOS } (-1) + 1.106043 \text{ NTP } (-1) - 69128.14 \text{ RES } (-1)$$

من خلال المعادلة أعلاه يمكن ملاحظة الآتي:

١- إن الرقم القياسي للأسعار يرتبط بعلاقة طردية مع العائد على السهم، إذ إن فإن ارتفاع وحدة واحدة من الرقم القياسي للأسعار سيرفع العائد على السهم بمقدار (69128.14). وهذا لا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، ويرجع السبب في ذلك إلى زيادة اقبال الشركة على توسيع استثماراتها الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أرباحها ومن ثم ارتفاع عوائد السهم الواحد من الأرباح المتحققة مما يؤدي إلى زيادة الرقم القياسي للأسعار مما يتسبب في زيادة التضخم.

٢- إن الرقم القياسي للأسعار ذات علاقة عكسية مع صافي الأرباح، إذ أن انخفاض وحدة واحدة من الرقم القياسي للأسعار سيرفع صافي الأرباح بمقدار (1.106043). وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية، ويرجع السبب في ذلك إلى أن فرض ضرائب إضافية على الشركات، يؤدي إلى انخفاض عوائد وأرباح الشركات مما يؤدي إلى زيادة الرقم القياسي للأسعار مما يتسبب في زيادة التضخم.

٣- إن الرقم القياسي للأسعار ذات علاقة طردية مع عدد الأسهم إذ أن ارتفاع وحدة واحدة من الرقم القياسي سيرفع عدد الأسهم بمقدار (0.076741). وهذا لا يتفق مع النظرية الاقتصادية. فإن زيادة اقبال الشركة على توسيع استثماراتها يؤدي إلى زيادة أرباحها ومن ثم دخول مساهمين جدد وزيادة عدد الأسهم مما يؤدي إلى زيادة الرقم القياسي للأسعار مما يتسبب في زيادة التضخم.

#### جدول (4) نتائج نموذج متجهات الانحدار الذاتي (VAR) لشركة بغداد العراق للنقل العام

| Vector Auto regression Estimates             |            |            |            |            |
|----------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Date: 02/26/24 Time: 22:40                   |            |            |            |            |
| Sample (adjusted): 2008 2022                 |            |            |            |            |
| Included observations: 15 after adjustments  |            |            |            |            |
| Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ] |            |            |            |            |
|                                              | CPI        | NOS        | NTP        | RES        |
| CPI(-1)                                      | 0.694923   | -154.6121  | 220.7412   | 0.002027   |
|                                              | (0.32398)  | (374.221)  | (198.391)  | (0.00149)  |
|                                              | [ 2.14498] | [-0.41316] | [ 1.11266] | [ 1.35922] |
| NOS(-1)                                      | 0.000234   | 0.170624   | 0.076741   | 6.69E-07   |
|                                              | (0.00017)  | (0.19397)  | (0.10283)  | (7.7E-07)  |
|                                              | [ 1.39582] | [ 0.87964] | [ 0.74628] | [ 0.86593] |
| NTP(-1)                                      | -0.000929  | 1.466400   | 1.106043   | 3.42E-06   |
|                                              | (0.00066)  | (0.76600)  | (0.40609)  | (3.1E-06)  |
|                                              | [-1.40052] | [ 1.91435] | [ 2.72363] | [ 1.12003] |
| RES(-1)                                      | 62.21853   | -30867.13  | -69128.14  | -0.158117  |
|                                              | (127.953)  | (147797.)  | (78353.7)  | (0.58897)  |
|                                              | [ 0.48626] | [-0.20885] | [-0.88226] | [-0.26846] |

|                                         |            |            |            |            |
|-----------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| C                                       | 23.30208   | 115262.4   | -28950.89  | -0.255243  |
|                                         | (43.5855)  | (50345.1)  | (26690.1)  | (0.20063)  |
|                                         | [ 0.53463] | [ 2.28945] | [-1.08471] | [-1.27224] |
| R-squared                               | 0.677982   | 0.918556   | 0.940994   | 0.874303   |
| Adj. R-squared                          | 0.549174   | 0.885979   | 0.917392   | 0.824024   |
| Sum sq. residues                        | 954.3686   | 1.27E+09   | 3.58E+08   | 0.020221   |
| S.E. equation                           | 9.769179   | 11284.27   | 5982.275   | 0.044968   |
| F-statistic                             | 5.263534   | 28.19606   | 39.86888   | 17.38913   |
| Log likelihood                          | -52.43158  | -158.2106  | -148.6914  | 28.28401   |
| Akaike AIC                              | 7.657544   | 21.76141   | 20.49219   | -3.104534  |
| Schwarz SC                              | 7.893560   | 21.99742   | 20.72821   | -2.868518  |
| Mean dependent                          | 136.6933   | 149533.5   | 28544.03   | 0.173307   |
| S.D. dependent                          | 14.54969   | 33418.01   | 20814.02   | 0.107195   |
| Determinant resid covariance (dof adj.) |            | 1.84E+13   |            |            |
| Determinant resid covariance            |            | 3.64E+12   |            |            |
| Log likelihood                          |            | -302.0562  |            |            |
| Akaike information criterion            |            | 42.94083   |            |            |
| Schwarz criterion                       |            | 43.88490   |            |            |
| Number of coefficients                  |            | 20         |            |            |

المصدر: مخرجات برمجة 12 Eviews

### ثالثاً. الاختبارات التشخيصية

١- اختبار الارتباط الذاتي: من خلال الجدول (5) الذي يوضح نتائج اختبار للكشف عن وجود مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج من عدمه، نلاحظ عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي كون قيمة (P-Value) ظهرت بمقدار (0.2562) أي أكبر من (٠,٠٥) مما يدل على خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي.

### جدول (5) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لشركة بغداد العراق للنقل العام

| VAR Residual Serial Correlation LM Tests              |           |    |        |            |           |        |
|-------------------------------------------------------|-----------|----|--------|------------|-----------|--------|
| Date: 02/26/24 Time: 22:45                            |           |    |        |            |           |        |
| Sample: 2007 2022                                     |           |    |        |            |           |        |
| Included observations: 15                             |           |    |        |            |           |        |
| Null hypothesis: No serial correlation at lag h       |           |    |        |            |           |        |
| Lag                                                   | LRE* stat | Df | Prob.  | Rao F-stat | Df        | Prob.  |
| 1                                                     | 20.95645  | 16 | 0.1802 | 1.519792   | (16, 9.8) | 0.2562 |
| Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h |           |    |        |            |           |        |
| Lag                                                   | LRE* stat | Df | Prob.  | Rao F-stat | Df        | Prob.  |
| 1                                                     | 20.95645  | 16 | 0.1802 | 1.519792   | (16, 9.8) | 0.2562 |

\*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.

المصدر: مخرجات برمجة 12 Eviews

٢- اختبار ثبات تجانس التباين: من خلال الجدول (٦) الذي يوضح نتائج اختبار (VAR Residual (Heteroskedasticity لقياس مشكلة ثبات تجانس التباين، نلاحظ عدم وجود مشكلة عدم تجانس التباين كون قيمة (P-Value) ظهرت بمقدار (0.1611) أي أكبر من (٠,٠٥) مما يدل على خلو النموذج من مشكلة عدم تجانس التباين.

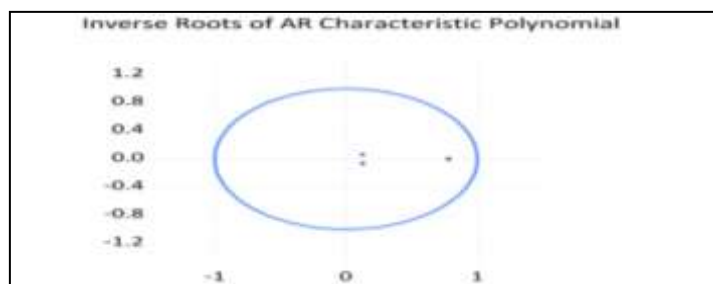
### جدول (٦) نتائج اختبار ثبات تجانس التباين لشركة بغداد العراق للنقل العام

| VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares) |           |          |        |           |        |
|------------------------------------------------------------|-----------|----------|--------|-----------|--------|
| Date: 02/26/24 Time: 22:49                                 |           |          |        |           |        |
| Sample: 2007 2022                                          |           |          |        |           |        |
| Included observations: 15                                  |           |          |        |           |        |
| Joint test:                                                |           |          |        |           |        |
| Chi-sq                                                     | Df        | Prob.    |        |           |        |
| 92.45804                                                   | 80        | 0.1611   |        |           |        |
| Individual components:                                     |           |          |        |           |        |
| Dependent                                                  | R-squared | F(8,6)   | Prob.  | Chi-sq(8) | Prob.  |
| res1*res1                                                  | 0.989218  | 68.81063 | 0.0000 | 14.83827  | 0.0624 |
| res2*res2                                                  | 0.899813  | 6.736005 | 0.0159 | 13.49720  | 0.0958 |
| res3*res3                                                  | 0.884250  | 5.729499 | 0.0237 | 13.26375  | 0.1031 |
| res4*res4                                                  | 0.607902  | 1.162787 | 0.4393 | 9.118528  | 0.3324 |
| res2*res1                                                  | 0.559387  | 0.952176 | 0.5394 | 8.390811  | 0.3963 |
| res3*res1                                                  | 0.950961  | 14.54385 | 0.0021 | 14.26441  | 0.0751 |
| res3*res2                                                  | 0.380592  | 0.460833 | 0.8465 | 5.708875  | 0.6798 |
| res4*res1                                                  | 0.944178  | 12.68554 | 0.0031 | 14.16267  | 0.0776 |
| res4*res2                                                  | 0.328662  | 0.367172 | 0.9044 | 4.929933  | 0.7650 |
| res4*res3                                                  | 0.786479  | 2.762527 | 0.1162 | 11.79718  | 0.1605 |

المصدر: مخرجات برمجية Eviews 12

٣- اختبار استقراريه النموذج ككل: ولمعرفة فيما إذا كان النموذج المقدر يحقق شرط الاستقرار (Stability) سنستعين بالشكل (١)، نلاحظ من خلال الشكل (١) ان جميع النقاط تقع داخل دائرة الوحدة، كذلك جميع الجذور تحتوي على معامل أقل من (١)، مما يعني أن النموذج ككل مستقرًا.

### شكل (١) استقراريه النموذج ككل لشركة بغداد العراق للنقل العام



المصدر: مخرجات برمجية Eviews 12

## الاستنتاجات والتوصيات :

### أولاً: الاستنتاجات

١. ارتفاع مؤشرات التداول في سوق العراق للأوراق المالية بعد تطبيق نظام التداول الإلكتروني عام ٢٠٠٩ من خلال زيادة عدد جلسات التداول وارتفاع عدد الأسهم المتداولة وحجم التداول وكذلك وارتفاع القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة.

٢. انخفاض نسبة مشاركة سوق العراق للأوراق المالية في الناتج المحلي الاجمالي اذ بلغت اعلى مشاركة بنسبة (٤٠,٨٩) عام ٢٠٠٨، وبلغت أدنى مشاركة بنسبة (٢٦,٩٠) عام ٢٠١٥، وهذا يدل على تدني مستوى مشاركة السوق في الناتج المحلي الاجمالي وتدني سيولة سوق العراق للأوراق المالية.

٣. تذبذب معدلات التضخم للمدة ٢٠٠٧-٢٠٢٠، إذ انخفض معدل التضخم ليصل إلى (٨,٣%) عام ٢٠٠٩، وكان الاسعار الوقود الأثر الواضح في ارتفاع وانخفاض معدلات التضخم، ثم يرتفع مرة أخرى ليصل إلى (٦,١) عام ٢٠١٢ ثم ينخفض يصل إلى (١,٤) عام ٢٠١٥، اذ يؤدي هذا التذبذب الخير منتظم انعكاسات سلبية على اداء سوق العراق للأوراق المالية

٤. أظهرت نتائج تحليل دوال الاستجابة وتحليل التباين أن التضخم يفسر نسبة كبيرة من التغيرات الحاصلة في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، وهذا يدل على أن التضخم مشكلة اقتصادية تؤثر على كل القطاعات الاقتصادية سواء كانت حقيقة أو نقدية بما فيها السوق المالي. أظهرت النتائج وجود علاقة طويلة الامد بين معدل التضخم وعوائد الأسهم لدى عينة من القطاعات المدروسة (قطاع المصارف، قطاع التأمين، قطاع الاستثمار، القطاع السياحي والمؤشر العام للسوق) وكذلك هنالك توازن طويل الاجل بين التضخم وعوائد القطاعات للمدة (٢٠٠٧-٢٠٢٢)، كما أشارت نتائج السلبية الى وجود علاقة سببية ذات اتجاهين بين التضخم وعوائد الأسهم.

### ثانياً: التوصيات

١. توصي البحث بإجراء العديد من الدراسات للوقوف عن العوامل الأكثر فعالية في تفسير التغيرات في عوائد الاسهم، اذ تم اجراء القليل من الدراسات حول العوامل المؤثرة على عوائد بشكل عام، وتأثير التضخم بشكل خاص.

٢. لا بد أن يقوم المستثمرين على تنويع محافظهم الاستثمارية لتجنب التضخم المرتفع من أجل تجنب أثر التضخم على عوائد الاسهم، اذ اثبت بعض الدراسات أن عوائد الاسهم قد تشكل

تحوط جزئياً ضد التضخم على الامد الطويل عندما يكون معدل التضخم أقل من معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين.

٣. ايجاد آلية للتنسيق بين السياسات المالية والنقدية من خلال وضع استراتيجية عامة تتسم بالشفافية وتشمل مختلف الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، بحيث تضمن الاستقرار الاقتصادي من جهة وازدهار الأسواق العراقية من جهة أخرى.

٤. ان تتوفر لدى المستثمرين الخبرة الكافية والازمة لاستخدام وفهم المعلومات الواردة الى السوق والقدرة على تحليلها وتفسيرها، من خلال قيام هيئات الاسواق المالية باتخاذ الاجراءات اللازمة لتجنب لزيادة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين من خلال قيام الهيئات المسؤولة في الاسواق المالية بعقد ندوات ودورات تدريبية، واصدار مجلات علمية متخصصة تتضمن تحليل لأخر مستجدات الاسواق، تسعى من خلالها الى تعريف المستثمرين بأهمية هذه الاسواق، ودورها في تعزيز التنمية الاقتصادية ودفع عجلة النمو.

#### المصادر

١. د. حسين عصام، أسواق الاوراق المالية (البورصة) دار أسامة للنشر والتوزيع الاردن – عمان، الطبعة الاولى ٢٠٠٨.
٢. سعاد زكي الالفي، أثر الاصلاحات الاقتصادية على سوق الاوراق المالية، مجلة القاهرة للخدمة الاجتماعية، ال عدد ٣٥، ٢٠٢٢.
٣. الطاهر لطرش بن عكنوت، تقنيات البنوك، طبعة ٤، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، ٢٠٠٥.
٤. نشرة نوعيه يصدرها معهد الدراسات المصرفية، التضخم الاقتصادي، دوله الكويت أكتوبر ٢٠١٢، السلسلة الخامسة العدد ٣ ص ٤ .

5. David Beg and Stanley fisher and others, Economics, London, McGraw, and Hill company Europe, 1997.