



المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية
Iraqi Journal For
Economic Sciences



PISSN : 1812-8742

EISSE : 2791-092X

Arcif : 0.375

Measuring and analyzing the role of liquidity in enhancing efficiency in the Iraq Stock Exchange

قياس وتحليل دور حجم السيولة في تعزيز الكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية

أ.م.د يوسف عبد الله عبد

Yousif Abdullah Abed

Yousif_alani2000@uomustansiriyah.edu.iq

نور خميس خلف

Noor Khamees khalf

noor_khamees@uomustansiriyah.edu.iq

كلية الادارة والاقتصاد / الجامعة المستنصرية

Abstract:

As developing countries suffer from a shortage of local funding sources to support their development projects, these countries, particularly Iraq, have begun to seek new domestic and external sources to advance development levels. These sources include sound investment plans or opportunities that enhance their returns and provide a significant degree of hedge against the variations in the value of these funds due to market factors and laws, and the variables they contain that affect them negatively or positively. Attention has turned to enhancing the efficiency of the stock market, as it is a driver of economic growth that contributes to increasing the productive capacities of the local economy. Given the broad scope of research on an efficient stock market, and given the importance it plays in developing economies receiving it, the research problem is to identify the role of liquidity in the efficiency of the Iraqi Stock Market. Many countries and market administrations, including Iraq, have given special importance to the stock market, putting in place administrative and technical procedures to facilitate and sustain trading. This has had a positive impact on stimulating market performance and raising its efficiency, which has been reflected in increased liquidity and, consequently, an increase in the number of transactions. The research hypothesis is that liquidity plays a role in influencing the efficiency of the Iraq Stock Exchange. The research aims to study the current state of the Iraq Stock Exchange by adopting indicators for the period (2004-2023), and to come up with results and recommendations that help management in both markets understand the nature of the relationship between the components and activities of the stock market and the relationship between both liquidity and efficiency in the market. By adopting indicators of the Iraq Stock Exchange for the period (2017-2022). The study reached a set of conclusions, the most prominent of which were: The relationship between liquidity and random price movements on the one hand, and efficiency on the other, lies in the fact that the more liquid and random the market is, the more efficient it is. The behaviour of the noise team contributes to achieving

consistency between liquidity and efficiency. However, the behaviour of the information team demonstrates an inverse relationship between liquidity and efficiency. This has encouraged specialists to intensify efforts to explore the causes and policies that would achieve both liquidity and efficiency in the stock market. The study recommended a set of recommendations, most notably: Developing mechanisms that allow for the provision of information, to increase transparency and disclosure within the market, as well as benefiting from the experiences and expertise of some Arab financial markets that have succeeded in raising their levels of efficiency.

Keywords: Liquidity, Iraq Stock Exchange, Efficiency

المستخلص:

نتيجة لما تعانيه الدول النامية من نقص في مصادر التمويل المحلية لدعم مشاريعها التنموية بدأت هذه الدول وخاصة العراق في البحث عن مصادر محلية داخلية وخارجية جديدة للنهوض بمستويات التنمية تمثلت بخطط او فرص استثمارية صحيحة تعزز من عوائدها وتمدها بدرجة كبيرة من التحوط إزاء ما يصيب تلك الأموال من اختلاف في قيمتها بفعل عوامل وقوانين الأسواق وما تجود به من متغيرات تؤثر سلباً أو إيجاباً فيها، اتجهت الأنظار نحو تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية لكونه محركاً للنمو الاقتصادي الذي يسهم في زيادة القدرات الإنتاجية للاقتصاد المحلي، ونظراً لاتساع مجال دراسة سوق الأوراق المالية الكفاء، وانطلاقاً من الأهمية التي يؤديها في الاقتصاديات النامية المستقبلية له تأتي مشكلة البحث في التعرف على دور حجم السيولة في كفاءة سوق العراق للأوراق المالية.

لقد اولت الكثير من الدول وادارات الاسواق، بضمئها العراق، أهمية خاصة بسوق الأوراق المالية فوضعت الإجراءات الإدارية والفنية لتسهيل عملية التداول واستمراريتها مما كان له الأثر الإيجابي في تنشيط أداء السوق والارتفاع بمستوى كفاءته والذي انعكس في زيادة حجم السيولة ومن ثم زيادة عدد الصفقات. تمثلت فرضية البحث من بوجود دور لحجم السيولة للتأثير في كفاءة سوق العراق للأوراق المالية، فيما هدف البحث إلى دراسة واقع حال سوق العراق للأوراق المالية باعتماد مؤشرات المدة (2004-2023)، والخروج بنتائج وتوصيات تساعد الإدارة في السوقيين بإدراك طبيعة العلاقة بين مكونات ونشاطات سوق الأوراق المالية والعلاقة بين كل من السيولة والكفاءة في السوق. باعتماد مؤشرات سوق العراق الأوراق المالية للمدة (2017-2022). توصل البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات كان أبرزها: أن العلاقة بين السيولة والحركة العشوائية للأسعار من جهة والكفاءة من جهة أخرى تكمن في انه كلما اتسمت السوق بسيولة عالية وحركة أسعار أكثر عشوائية كانت أكثر كفاءة، وأن سلوك فريق الضوضاء هو من يسهم بتحقيق التوافق بين السيولة والكفاءة، غير أن سلوكيات فريق المعلومات توضح وجود علاقة عكسية بين السيولة والكفاءة، هذا ما شجع المختصون على تكثيف الجهود للبحث عن الأسباب والسياسات التي من شأنها أن تحقق لسوق الأوراق المالية السيولة والكفاءة معاً. وأوصت الدراسة بمجموعة من التوصيات من أبرزها: استحداث آليات تسمح بتوفير المعلومات، بهدف رفع درجة الشفافية والإفصاح داخل السوق فضلاً عن الاستفادة من تجارب وخبرات بعض الأسواق المالية العربية التي استطاعت أن ترفع من مستويات كفاءتها.

الكلمات الرئيسية: السيولة، سوق العراق للأوراق المالية، الكفاءة.

المقدمة:

لقد حازت السيولة والأبعاد الرئيسية التي شملتتها اهتمام العديد من المشاركين في سوق العراق للأوراق المالية وأصبح موضوع البحث الأكاديمي منذ السنوات القليلة الماضية في العراق، إذ تمثل السيولة التي توافرها سوق الأوراق المالية نسبة عالية من السيولة الكلية للاقتصاد الكلي، وقد تناولت العديد من الدراسات في مجال المالية والمصرفية أهمية أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد العراقي، وأكدت على دور هذه السوق في النمو الاقتصادي، وتوصلت الى وجود علاقة ايجابية وقوية بين سيولة سوق الأسهم وكفاءته مع النمو الاقتصادي.

مشكلة البحث: يتمثل الهدف الأساسي لمعظم المشاركين في سوق الأوراق المالية بالمحافظة على قيمة رأس المال وتحقيق الارباح، وعليه فإن السيولة غالباً ما تكون نقطة النجاح أو الانقطاع، و تتخذ سوق الأوراق المالية موقعا بارزاً في واقع النشاط الاقتصادي لشركات الأعمال والمستثمرين المحليين والأجانب، إذ تؤكد نظرية الأسواق المالية ذات السيولة العالية وهي الاسواق الكفاء على الأداء الأكثر

استقراراً والأقل خطورة وهذا ما يبحث عنه المستثمرون، ففي ظل هذه الأسواق تكون حركة تداول الأوراق المالية عالية وتكون السوق ذات نشاط كبير وفعال وتحكمه جهات رقابية كفء، أما سوق العراق للأوراق المالية فيعاني من مشكلات عدة تعد بمثابة معوقات أمام تحقيق الكفاءة، ومما ذكر يمكن صياغة مشكلة البحث بالتساؤلات الآتية:

-ماهي العلاقة بين كفاءة السوق وحجم السيولة؟

-ما مدى تأثير حجم السيولة في تعزيز الكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية؟

فرضية البحث: انطلاقاً من مشكلة البحث ووصولاً الى تحقيق اهدافه تمت صياغة فرضية رئيسية وعلى النحو الآتي: (وجود أثر لسيولة السوق في تعزيز الكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية)

اهداف البحث: دراسة واقع حال سوق العراق للأوراق المالية والتركيز على تحليل السيولة ممثلة بعدد الصفقات والكفاءة ممثلة بعدد الأسهم المتداولة للمدة (2004 – 2023).

قياس وتحليل دور حجم السيولة في تعزيز الكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004 – 2023).

حدود البحث:

أ. الحدود المكانية: سوق العراق للأوراق المالية.

ب. الحدود الزمانية: السنوات (2004-2023).

منهجية البحث: يتمثل مجتمع البحث بسوق العراق للأوراق المالية مع التركيز على دور حجم السيولة في تعزيز كفاءة السوق. واعتمد الجانب النظري للبحث على أحدث المصادر من الكتب والدوريات والبحوث والرسائل والاطاريح الجامعية المختصة والتي لها علاقة بموضوع البحث، فضلاً عن شبكة الإنترنت والقوانين والتعليمات ذات العلاقة أما الجانب التطبيقي منه فقد اعتمد بيانات التقارير المالية السنوية لسوق العراق للأوراق المالية.

المحور الاول : أبرز الدراسات السابقة التي اعتمدها البحث الحالي

اولاً- دراسة الرفيعي، 2007، بعنوان " السيولة العامة وفاعلية السياسة النقدية في السيطرة عليها

مع إشارته تطبيقية للعراق: يركز الهدف الأساس للدراسة على تحديد مدى فاعلية أدوات السياسة النقدية

غير المباشرة في السيطرة على السيولة العامة في العراق. أما أبرز التوصيات من اجل تعضيد السياسة النقدية

وتمكن البنك المركزي العراقي من أن يؤثر بشكل أكبر في حجم السيولة العامة، لا بد من الحد من نسبة العملة

في تكوين عرض النقود عن طريق تشجيع التعامل بالحسابات الجارية وتطوير السوقين النقدية والمالية. وهذا

لا يتم بمجهود فردياً من قبل البنك المركزي العراقي وحده بل يقتضي التنسيق بينه وبين السلطات المالية

والمؤسسات العامة فضلاً عن بقية الجهاز المصرفي(المصارف التجارية الحكومية والخاصة).

ثانياً- دراسة كريم، 2014، بعنوان: "تأثير إدارة رأس المال العامل في كل من الربحية والسيولة والمخاطرة

دراسة تطبيقية لعينة من شركات القطاع الصناعي العراقي": هدفت الدراسة الى تحليل واختبار العلاقة

والاثر للأصول المتداولة والالتزامات المتداولة وكفاءة ادارتها من خلال إدارة رأس المال العامل على

الربحية والسيولة والمخاطرة في الشركات الصناعية العراقية. وكانت ابرز التوصيات ضرورة قيام

الشركات بتقليل دورة التحول نحو النقدية وبذلك تزيد كفاءتها بغية تقليل المخاطر عبر مستويات

سيولة مناسبة وتعظيم الارباح.

ثالثاً- دراسة القيسي، 2019، " تأثير ترجمة القوائم المالية في جودة المعلومات المحاسبية وانعكاسها في

كفاءة سوق الاوراق المالية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية": هدفت هذه الدراسة إلى التعرف

على العلاقة بين ترجمة القوائم المالية وجودة المعلومات المحاسبية وبالتالي انعكاسها على كفاءة

سوق العراق للأوراق المالية. أما أبرز التوصيات فكان ضرورة العمل على تفعيل دور جمعية

المحاسبين والمراجعين العراقيين بخصوص معايير المحاسبة الدولية، كذلك الاستفادة من خبرات

الدول العربية فيما يتعلق بمعايير المحاسبة الدولية، وذلك لإصدار معايير وطنية عراقية تتلاءم مع الواقع الاقتصادي والاجتماعي العراقي.

وبعد تحليل أبرز الدراسات السابقة، فإن هذا البحث قد أضاف وبتواضع إسهاماً معرفياً علمياً تمثل بتناوله موضوعاً في غاية الأهمية لسوق الأوراق المالية، وهو قياس دور حجم السيولة في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، إذ يعد أول بحث تطبيقي في العراق تناول هذا الموضوع وانفرد بقياس وتحليل دور السيولة في تعزيز الكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية بطريقة (OLS) باستعمال برنامج (EViews12) واعتماد النماذج القياسية الحديثة في اختبار الانموذج، (LM - ARCH - ADF)، وذلك للمدة (2004-2023)، أي منذ افتتاح السوق والى نهاية العام 2023.

المحور الثاني: الإطار المفاهيمي للسيولة وسوق الأوراق المالية الكفاء

المطلب الأول: السيولة في سوق الأوراق المالية: السيولة اصطلاحاً، معناها سهولة وسرعة تحويل هذا الأصل إلى نقد جاهز بدون خسائر تذكر، أما من وجهة نظر Zentner فإن السيولة النقدية في التعاليم الاقتصادية تعبر عن قدرة الوحدة الاقتصادية على الدفع أو جعل الوسائل المتاحة (موجودات الشركة) بشكل سائل من أجل تغطية الالتزامات في مدة قصيرة الآجل، أما Leitner فإنه يصف جوهر السيولة، في توفير أصول وموجودات كافية لمواجهة الالتزامات، أو القدرة على جعل هذه الموجودات سائلة في وقت قصير، كما ويستعمل اصطلاح السيولة أيضاً للتعبير إما عن النقد الجاهز أو عن سيولة الشركة وإما عن سيولة الأصل، إذ تمثل سيولة الشركة وجود أموال سائلة (نقد وشبه نقد) كافية لدى الشركة (الخراعي والحسين، 2019: 3)، وعلى الرغم من تعدد التعاريف وتنوعها في موضوع السيولة في سوق الأوراق المالية، إلا أن جميعها تقريباً لها المعنى نفسه وتحدد درجة سيولة الموجود، وأيضاً بشكلها العام هي "السهولة والكلفة التي يمكن بها للأصل أو الموجود ان يتحول الى نقد سائل" (نهاد وآخرون، 2009: 66)، وعليه فإن السيولة لأي نشاط اعمال تعني بأنها قدرة المنشأة على مقابلة الالتزامات المستحقة بشكل فوري وذلك من خلال تحويل أي موجود من الموجودات الى نقد سائل بسرعة وبأقل التكاليف (Koch & Macdonald، 2010: 580).

عليه تعرف السيولة بأنها الأموال النقدية التي تحتفظ بها الشركات والموجودات التي يمكن تحويلها الى نقد دون تكبد خسارة في القيمة أو تحمل تكاليف إضافية نتيجة التحويل. (القيسي، 2024، 649)

ثانياً- أهمية السيولة في سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهمية السيولة في سوق الأوراق المالية: (الخراعي، 2019: 4-5)

السيولة واستقرار السوق: تساعد في الحفاظ على استقرار السوق، فعندما تتوافر سيولة كافية، يمكن للمشتريين والبائعين الدخول والخروج من السوق بسهولة، مما يساعد في منع التقلبات المفاجئة في الأسعار.

السيولة وفرص الاستثمار: تؤدي السيولة أيضاً دوراً حاسماً في خلق فرص الاستثمار، فعندما تتوافر سيولة كافية في السوق، يتمكن المستثمرون من الوصول إلى مجموعة واسعة من الأصول، بما في ذلك الأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى، مما يسمح لهم بتنويع محفظتهم وتقليل المخاطر. (المعموري، 2015: 37) (الجيلاوي والشمري، 2019، 59)

توافر السيولة يساعد في تقليل تكاليف التداول، فعند توافر سيولة كافية، يكون هامش العرض والطلب ضيقاً، مما يعني أنه يمكن للمشتريين والبائعين التداول بأسعار أقرب إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية وهذا يقلل من تكلفة التداول ويضمن حصول المستثمرين على سعر عادل لأصولهم. (عدنان، 2013: 182)

ثالثاً: العلاقة بين السيولة ومتغيرات مالية واقتصادية

السيولة وتأثيرها في عوائد الأسهم: تعد للسيولة أهمية بارزة في الأسواق المالية والمؤسسات المالية بشكل عام وتعد من المؤشرات الأساس في نشاط سوق الأوراق المالية، إذ تزداد سيولة السوق كلما ازداد حجم

التداول وسرعة تحويل الموجودات المالية إلى نقد في السوق وبالعكس، فضلاً عن أهمية تحقيق عوائد الأسهم العادية بوصفه هدفاً من أهداف المستثمرين. (Vladimir & francic Ivnn، Benic: 15، 2008)
السيولة وتأثيرها في الربحية: تعد السيولة من العوامل المهمة والمؤثرة في الربحية، وينبغي ان تبقى في حالة توازن في المؤسسات بالحد الذي يبقى المخاطر في مستواها المعقول، وان السيولة والربحية هدفان متلازمان ولكنهما في الوقت نفسه متضادان، وهذا يعني ان مراعاة تحسين أحدهما سيكون على حساب الآخر، فمن المتوقع ان اهتمام الإدارة وتوظيف جهودها لتحقيق مؤشرات ربحية عالية سينعكس في مؤشرات سيولتها (العقل، 2020: 14).

السيولة وتأثيرها في المحافظ الاستثمارية: يبحث المستثمر دائماً عن الأسواق المالية التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة، التي تعكس سرعة تداول الأوراق المالية في تلك الأسواق إذ يستطيع المستثمرون من خلالها الحصول على أرباح إضافية، والابتعاد عن الأسواق التي تعاني شحة في السيولة التي تتسم بتباطؤ معدل دوران رأس المال المستثمر، الأمر الذي يؤدي الى انخفاض معدل الأرباح المتوقعة، فضلاً عن احتمال حصول خسارة. (صلاح الدين، 2018، 187)

السيولة والحوكمة: تسعى حوكمة الشركات من خلال مبادئها وآلياتها الى إرساء الشفافية والعدالة وتكريس حق مساءلة الادارة في المنظومة المؤسسية، فضلاً عن منع تضارب المصالح بين الاطراف الفاعلة في المؤسسة مع التأكيد على حماية حقوق المساهمين والمودعين والحد من المخاطر المؤسسية لاسيما المالية منها والتي ترتبط بطبيعة نشاطها، ومن أبرزها مخاطر السيولة التي ترتبط بالعمل المؤسسي ارتباطاً وثيقاً لا ينفك عنه، وعليه فان إدارة هذا النوع من المخاطر يعد أولوية قصوى للمؤسسات ولابد ان يركز على آليات مثبتة الفاعلية، وهنا يبرز دور مجلس الادارة ومكوناته ولجانه المنبثقة عنه كونهم آليات داخلية للحوكمة. (زناقي، معاريف، 2017)

السيولة وتأثيرها في النمو الاقتصادي: حازت السيولة والأبعاد الرئيسة التي شملت اهتمام العديد من المشاركين في سوق الأوراق المالية وأصبح موضوع البحث الأكاديمي في الاعوام القليلة الماضية، إذ تمثل السيولة التي توافرها سوق الأوراق المالية نسبة بارزة جداً من السيولة الكلية للاقتصاد. وقد أكدت العديد من الدراسات الحديثة على العلاقة الوطيدة التي تربط اسواق رأس المال بعملية التنمية الاقتصادية من خلال قيامها ببعض الوظائف التي يمكن ايجازها بالآتي: (المولى، 2011، 118) (انجادات واخرون، 2023، 50)
 - تنمية الاقتصاد الوطني عن طريق تشجيع المدخرات للاستثمار في الاوراق المالية.

- الاسهام في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح اوراق مالية حكومية في تلك الأسواق.
 - الاسهام في دعم الائتمان الداخلي والخارجي إذ أن عمليات البيع والشراء في سوق الاوراق المالية تعد مظهرًا من مظاهر الائتمان الداخلي.

- الاسهام في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد الى المجالات الأكثر ربحية وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الكفاء

أولاً- مفهوم سوق الأوراق المالية الكفاء: يشير إصطلاح الكفاءة في سوق الأوراق المالية الى أن المعلومات الخاصة بالأوراق المالية تكون متاحة لجميع المتعاملين في السوق (المستثمرين، شركات الوساطة وغيرهما) وأن تنعكس هذه المعلومات باستمرار في أسعار الأوراق المالية، وتعرف سوق الأوراق المالية الكفاء بأنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات الحاصلة في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، أي إن كفاءة السوق تمثل صفة السوق التي تكون فيها أسعار الادوات المالية المتداولة تعكس قيمتها الاقتصادية الحقيقية للمستثمرين فهي تقدير جيد لقيمتها الاستثمارية. (لخذي، 2018، 325)

ثانياً. فرضيات سوق الأوراق المالية الكفاء: يستند إنموذج السوق الكفاء إلى عدد من الفرضيات منها: (انجادات واخرون، 2023، 50)

سيادة شروط المنافسة التامة وتمثل بالآتي:

1. وجود عدد كبير من المتعاملين المتنافسين (البائعين والمشتريين) في السوق، مما يعني عدم وجود تأثير احتكاري في تحديد أسعار الأسهم، أي عدم قدرة أي مستثمر التأثير بمفرده في الأسعار، فالجميع يقوم بتحليل ظروف السوق وتقييم أدواته بشكل مستقل وعليه لا يمكن التحكم بأسعار الاسهم السائدة في السوق، وإنما في كميات الاوراق المالية المتداولة، فهم متلقون للسعر من دون ان يفرضوه.
2. حرية المستثمرين في دخول السوق والخروج منه من دون أية قيود، وحرية المستثمر في بيع وشراء أية كمية من الاوراق المالية.

3. الرشدا الاقتصادي والعقلانية في اتخاذ القرارات الاستثمارية تمثل الصفة السائدة للمستثمرين في السوق للتأثير في الأسعار وتعظيم المنفعة.

إتاحة المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة وشفافيتها من طريق إعداد وتحليل ونشر المعلومات بتكاليف منخفضة لتكون متاحة للمتعاملين جميعهم في السوق دون تمييز.

- 2- ورود المعلومات الجديدة يدفع المستثمرين لتعديل أسعار الاسهم بشكل سريع، فيما لا يترتب على المعلومات السابقة مثل هذا التأثير، كما لا يمكن التنبؤ بتغييرات الأسعار المستقبلية، وعليه لا يجري التحضير المسبق لأية تعديلات في هذه التغييرات.

3- ليس شرطاً اكتمال التعديلات المتأثرة بالمعلومات الجديدة لكن لا بد من عدم وجود اتجاهات شاذة في هذه التعديلات تهدد بتقلبات سعرية بعيدة عن التوازن.

إن تحقق هذه الشروط في السوق الكفاء يعني:

إنها تعكس المعلومات المتاحة كافة، من دون أي فاصل زمني بين ورود المعلومات الجديدة وتحليلها وبين انعكاس تلك المعلومات في أسعار السوق.

عدم وجود فواصل زمنية في الحصول على المعلومات الجديدة بين المستثمرين.

إلا انه في الواقع العملي، قد يصعب تحقيق بعض تلك الشروط لأسباب عدة منها:

- 1- إن المعلومات لاتتاح من دون كلفة أو بشكل متماثل للمستثمرين جميعاً.
- 2- ان وجود الضرائب على بعض المعاملات يؤدي إلى عدم إتمامها بشكل كامل.
- 3- وجود عدد من المؤسسات الكبيرة في بعض اسواق الاوراق المالية التي بإمكانها التأثير في أسعار الأسهم في السوق
- 4- حالة الرشدا الاقتصادي التي يتصف بها المستثمر في ظل مفهوم الكفاءة الاقتصادية للسوق، وهدفه في تعظيم منفعته عبر سعيه للحصول على المعلومات التي تساعد في تحقيق هذا الهدف، فانه من المتوقع مضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة الى السوق، وحصول تأثيرها في أسعار الأوراق المالية، وفي هذه الحالة فان القيمة السوقية للسهم تصبح اعلى او اقل من القيمة الحقيقية لوقت قصير، إذ تتكفل بعدها قوى السوق بأعادة التوازن.

المحور الثالث : قياس وتحليل دور السيولة في تعزيز والكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة

2004 - 2023 /المطلب الأول- تحليل مؤشري السيولة والكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية: أن تحليل مؤشر السيولة في سوق العراق للأوراق المالية يعد مؤشراً اساسياً لقياس نشاط وتداول الأوراق المالية في السوق ويُمكن قياس السيولة بمؤشر عدد الصفقات المنفذة الذي يمثل متغير السيولة في بحثنا، إذ يعد عدد الصفقات المنفذة على مدى مدة زمنية معينة عاملاً بارزاً في تقييم نشاط السوق وكفاءته في جذب المستثمرين الى سوق العراق للأوراق المالية، فعدد الصفقات المنفذة يعكس حجم السيولة في السوق ومدى تقدمها وحجم النشاط الاستثماري فيها، ومن خلال تحليل عدد الصفقات ضمن مدة البحث (2004 - 2023)، يمكن للباحثين والمستثمرين والمتداولين تقييم تطور سيولة السوق ومدى جاذبيتها للاستثمارات في تلك المدة الزمنية.

أما مؤشر الكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية متمثلاً بعدد الأسهم المتداولة فيعد مؤشراً يُستعمل في قياس أداء السوق وكفاءته في تحقيق العوائد للمستثمرين، إذ يتمثل تحليل هذا المؤشر في دراسة كيفية تحقيق العوائد المتوقعة من الاستثمار بالأصول المتداولة في السوق، ويعد مؤشر الكفاءة علامة بارزة لقياس أداء السوق في تحقيق العوائد بناءً على المخاطر المحتملة، ويتضمن تحليل مؤشر الكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية النظر في عدة جوانب، مثل معدلات العائد على الاستثمار، مقارنة أداء السوق بالمؤشرات الدولية وتقييم كيفية تحقيق الأداء العالي بأقل مخاطر ممكنة، كما يتطلب التحليل النظر في عوامل اقتصادية وسياسية واجتماعية تؤثر في أداء السوق وكفاءته.

أولاً- مؤشر عدد الصفقات المنفذة في سوق العراق للأوراق المالية: في الجدول (1) نلاحظ: أن عدد الصفقات المنفذة كان مستقرًا نسبيًا بين عامي (2004- 2008) إذ بلغ عدد الصفقات المنفذة (30968) صفقة وبهامش مساهمة بلغ (1.80%) في العام 2004 والذي يعد مفتاحاً لفهم الربحية: وكان الهامش بين (1.79%) و (1.80%) حتى 2008، مع معدل نمو مستقر بالاعتماد على عدد الصفقات المنفذة لكل عام متصداً فيها القطاع المصرفي في عدد العقود المنفذة تلاها القطاع الصناعي (التقارير السنوية لسوق الأوراق المالية- سنوات مختلفة)، وتعود الأسباب في الاستقرار النسبي في تلك المدة إلى عوامل عدة أبرزها سوق جديدة مستقرة اقتصادياً تشجع المستثمرين والمتداولين إلى تنفيذ المزيد من الصفقات على المدى الطويل بسبب عامل الثقة، فضلاً عن الاستقرار السياسي النسبي في تلك المدة وفي المدة (2009- 2012) حدث ارتفاع في عدد الصفقات المنفذة إذ بلغ (49339) صفقة بهامش مساهمة بلغ (2.86%) ومعدل نمو بلغ (5861%) عام 2009 ليصل عام 2012 إلى أعلى مستوى فكان (136039) صفقة مع هامش مساهمة هو الأعلى في مدة البحث والتي بلغت (7.89%) بمعدل نمو (261%) وكان القطاع المصرفي أيضاً متصداً للعقود المنفذة من بين القطاعات في سوق العراق للأوراق المالية، إذ نلاحظ ارتفاع عدد الصفقات بشكل متزايد في المدة المذكورة لأسباب عدة فقد شهدت البنية التحتية للسوق تحسناً تدريجياً جذب المزيد من المستثمرين المحليين والأجانب، وتم اتخاذ إجراءات وقرارات اقتصادية ومالية لتحفيز النشاط في السوق، مما أدى إلى زيادة الثقة بالسوق وزيادة حجم الصفقات، كما أدت الجهود الحكومية والمؤسسات المالية دوراً كبيراً في تعزيز نشاط السوق وتعزيز القواعد واللوائح التي تنظم القطاعات، وأخيراً، تكونت تحالفات وشركات استراتيجية بين شركات محلية ودولية مما زاد من حجم الصفقات ودوران رؤوس الأموال في السوق المالية العراقية.

وفي المدة (2013-2014) انخفض عدد الصفقات المنفذة عن عام 2013، إذ سجلت عام 2013 (126570) صفقة منخفضة بمقدار (9469) صفقة عن العام الماضي وبهامش ربح بلغ (7.34%) وبمعدل نمو منخفض بلغ (696%) عن العام السابق، وفي عام 2014 سجل أيضاً تراجعاً في عدد الصفقات فبلغت (104566) صفقة وتعود الأسباب في ذلك إلى الاضطرابات السياسية والأمنية التي شهدتها البلاد في ذلك الوقت سبباً رئيساً في تقليل نشاط السوق، وقد أدت هذه الظروف إلى تراجع ثقة المستثمرين وتقليل رغبتهم في المخاطرة في السوق، كذلك التوترات الجيوسياسية في المنطقة وتراجع أسعار النفط أثرت سلباً في نشاط الأسواق المالية العالمية بما في ذلك سوق العراق، مما أدى إلى تراجع حركة التداول وعدد الصفقات، ونظراً لأن الاقتصاد العراقي يعتمد بشكل كبير على صادرات النفط فإن هذه التقلبات قد أثرت سلباً في ثقة المستثمرين وأدت إلى تراجع في نشاط السوق المالية في تلك الفترة، وفي عام 2015 تحسن عدد الصفقات فبلغ (120698) صفقة وبهامش مساهمة بلغ (7%) لكن بمعدل نمو منخفض عن العام السابق والبالغ (1543%) بسبب التحسن في الاستقرار الأمني وتحفيز الحكومة العراقية باتخاذ إجراءات سياسية لتعزيز سوق راس المال كتبسيط الإجراءات وتحسين بيئة الاستثمار لجذب المستثمرين، وفي المدة (2016-2020) شهد عدد الصفقات المنفذة انخفاضاً مستمراً إذ بلغت في عام 2016 (111242) صفقة وبهامش مساهمة بلغ (6.45%) وبمعدل نمو منخفض بلغ (783) لتصل في عام 2020 إلى (73291) صفقة وبهامش مساهمة بلغ (4.25%)، وتعود الأسباب إلى كون القطاع المصرفي هو الأبرز في النشاط حسب التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية واحد الأسباب الرئيسية كان انخفاض قيمة العملة المحلية وتضخم الأسعار وتدهور الخدمات العامة، مما جعل البيئة الاستثمارية غير مستقرة كما وتأثرت العقود المنفذة في سوق العراق بالتقلبات في أسعار النفط، والتي تعد

قياس وتحليل دور حجم السيولة في تعزيز الكفاءة في سوق الأوراق المالية

مصدر رئيسي للدخل في العراق كما اسلفنا، وانعكس ذلك بشدة في الاقتصاد العراقي. كما شهدت العراق تحديات سياسية وأمنية حالت دون وجود بيئة مستقرة للنمو والتطور وفي الفترة من (2021-2023) شهدت سوق العراق زيادة في عدد الشركات المتداولة حسب تقرير هيئة الأوراق المالية وبذلك زادت الصفقات المنفذة إذ نلاحظ ارتفاعاً طفيفاً إذ بلغت في عام 2021 نحو (114467) صفقة وبهامش مساهمة بلغ (6.64%) وبمعدل نمو (5618%) وهو تحسن ملحوظ مقارنة مع العام الماضي وسجلت في عام 2022 (135597) صفقة، وانخفضت بشكل طفيف في عام 2023 فقد بلغت (125032) صفقة وبهامش مساهمة (7.25%) ومعدل نمو منخفض بـ (779%).

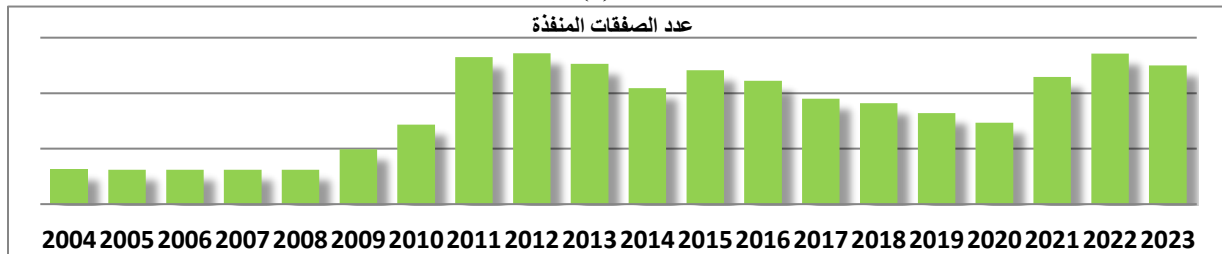
بشكل عام، يوضح التحليل تأثير العوامل الاقتصادية والسياسية والأمنية في أداء سوق العراق للأوراق المالية ويجعلنا ندرك أهمية تحقيق الاستقرار لتعزيز نمو السوق وجذب المزيد من الاستثمارات والذي أثر في رغبة المستثمرين للدخول في استثمارات جديدة أو زيادة حجم استثماراتهم الحالية وكما موضح في الجدول (1) الآتي:

جدول (1) عدد الصفقات المنفذة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2023-2004)

العام	عدد الصفقات	هامش المساهمة	معدل التغير السنوي %
2004	30968	1.80%	-----
2005	30940	1.79%	(9)%
2006	30996	1.80%	18%
2007	30885	1.79%	(36)%
2008	31108	1.80%	72%
2009	49339	2.86%	5861%
2010	71722	4.16%	4537%
2011	132574	7.69%	8484%
2012	136039	7.89%	261%
2013	126570	7.34%	(696)%
2014	104566	6.07%	(1738)%
2015	120698	7.00%	(1543)%
2016	111242	6.45%	(783)%
2017	94994	5.51%	(1461)%
2018	91067	5.28%	(413)%
2019	81973	4.75%	(999)%
2020	73291	4.25%	(1059)%
2021	114467	6.64%	5618%
2022	135597	7.86%	1846%
2023	125032	7.25%	(779)%
المجموع	1724070		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات التقارير السنوية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية.

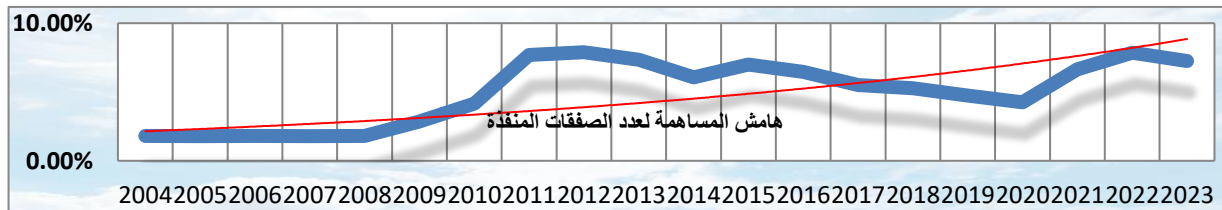
شكل (1)



عدد الصفقات المنفذة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2023-2004)

استخراج هامش المساهمة بالقانون: (عدد الصفقات للسنة الواحدة/ المجموع) * 100

شكل (2): هامش المساهمة للصفقات المنفذة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2023-2004)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول (1).

ثانياً. تحليل مؤشر الكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية: يبين مؤشر الكفاءة مدى فعالية سوق العراق للأوراق المالية في تحقيق عوائد مقبولة للمستثمرين مقابل المخاطر التي يتحملونها، كما يمكن أن يسلط الضوء على القضايا الهيكلية في السوق والفرص التي يمكن استغلالها لتحسين كفاءة السوق.

في الجدول (2) نلاحظ : أن عدد الأسهم المتداولة كان مستقراً نسبياً بين عامي (2004- 2006) إذ سجلت في العام 2004 (14393) مليون سهماً وبهامش مساهمة بلغ (3.01%) ليصل في العام 2005 إلى (55600) مليون سهماً مرتفعاً عن العام السابقة بمقدار (41207) مليون سهماً وبهامش مساهمة بلغ (3.14%) ومعدل تغير ب (427%) ليرتفع في العام 2006 ليسجل (57975) مليون سهماً وبهامش مساهمة بلغ (2.89%) وتعود الأسباب إلى أن سوق العراق للأوراق المالية في بدايات تأسيسه لذا تكون هنالك توقعات إيجابية بشأن النمو الاقتصادي، فيميل المستثمرون إلى زيادة نشاطهم في السوق للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة والمتوقعة، كذلك تطوير منتجات وأدوات جديدة لتحفيز المستثمرين على زيادة نشاطهم للاستفادة من تلك الفرص الجديدة.

في العام (2007) بلغ عدد الأسهم المتداولة (152991) مرتفعاً بذلك عن العام السابق بسبب الاستثمار الأجنبي، تمثل بدخول شركات ومستثمرين أجانب مما زاد الفرص الاستثمارية المتاحة، وأدى إلى زيادة الاستثمارات الأجنبية في السوق وبالتالي ارتفاع عدد الأسهم المتداولة في تلك العام كذلك مع زيادة نشاط الشركات وتوسعها، احتاجت العديد منها إلى تمويل إضافي لتوسيع أعمالها وتحقيق نمو أكبر وكانت السوق وسيلة مهمة للحصول على هذا التمويل. وفي العام (2008) انخفض عدد الأسهم إلى (150853) مليون سهماً وبنسبة هامش مساهمة بلغ (2.39%) وتعود ابرز أسباب الانخفاض إلى زيادة الشركات الجديدة مما تسبب في زيادة في عدد الأسهم المتداولة لذا تعمل الشركات على إيقاف الأسهم المتداولة والتي تؤدي إلى تقليل العرض المتاح في السوق كذلك أدى عدم الاستقرار الأمني في تلك العام إلى العزوف بالمخاطرة وانتظار استقرار الوضع الأمني، وشهد عدد الأسهم المتداولة ارتفاعاً ملحوظاً عام (2009) إذ بلغ (211291) مليون سهماً، وبهامش ربح بلغ (3.27%) بسبب التطورات الاقتصادية والسياسية في السوق مما جعل المستثمرين يزيدون نشاطهم لتحقيق الربح أو تفادي الخسارة، وفي الفترة (2010-2013) كان هنالك ارتفاعاً نسبياً وصل إلى الذروة في العام 2013 فقد سجلت في العام 2010 نحو (255660) مليون سهماً وبهامش مساهمة بلغ (3.18%) وفي العام (2011) ارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى (492372) مليون سهماً وبهامش مساهمة بلغ (7.47%) ومعدل تغير بلغ (9259%)، وفي العام (2012) ارتفع أيضاً عدد الأسهم المتداولة بوتيرة جيدة لتبلغ (625640) مليون سهماً وبهامش مساهمة بلغ (7.09%) وبمعدل تغير منخفض بلغ (2707%)، وفي العام (2013) سجل ارتفاعاً في عدد الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية بلغ (871182) وبنسبة وبهامش مساهمة (22.53%)، وقد بينت هيئة الأوراق عبر تقريرها السنوي للعام 2013 أبرز القطاعات المساهمة بحركة التداول فكان قطاع الاتصالات خلال عام ٢٠١٣ قد احتل المرتبة الأولى من حيث قيمة التداول إذ بلغ ١٧٥٢,٦ مليار دينار وبنسبة (٦١,٧%) من المجموع الكلي، وحلّ في المركز الثاني القطاع المصرفي وجاء في المركز الثالث القطاع الصناعي، وبلغ معدل الجلسة لحجم التداول في العام ٢٠١٣ نحو ١٢,٣ مليار دينار مقابل ٣,٩ مليارات دينار عام ٢٠١٢، وفي العام (2014) انخفض عدد الأسهم المتداولة إلى (743852) مليون سهم وهامش مساهمة بلغ (7.13%) بسبب التقلبات الكبيرة التي حصلت نتيجة الأحداث السياسية والأمنية التي مر بها البلد بسبب التنظيمات الإرهابية وانعدام الاستقرار في البلد والتي أجبرت المستثمرين على الخروج من السوق، وفي المدة (2015-2020) شهدت سوق العراق للأوراق المالية انخفاضاً في عدد الأسهم المتداولة بسبب تعثر النشاط المصرفي في العراق نتيجة انخفاض قيمة العملة المحلية وارتفاع معدل التضخم وانخفاض مستوى الخدمات العامة، كذلك التقلبات المصاحبة لأسعار النفط بسبب جائحة كورونا، إذ سجلت أدنى عدد للأسهم المتداولة في العام 2015 إذ بلغت (579640) مليون سهم وبهامش مساهمة بلغ (3.62) بينما أعلى قيمة سجلت خلال العام 2016 إذ بلغت (917542) مليون سهم وبهامش مساهمة بلغ (3.39%) وفي المدة (2021-2023) شهدت سوق العراق للأوراق المالية تذبذباً بين ارتفاع وانخفاض في عدد الأسهم المتداولة إذ سجلت أعلى قيمة في العام 2021 بلغت (930597) مليون سهم وبهامش مساهمة بلغ (6.45).

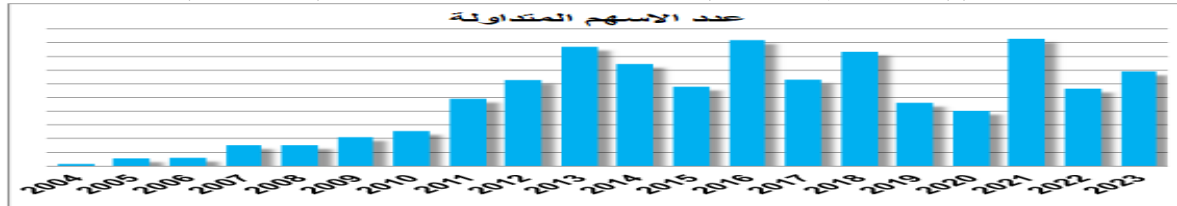
قياس وتحليل دور حجم السيولة في تعزيز الكفاءة في سوق العراق للأوراق المالية

إن الأسباب العامة لذلك التذبذب تعود إلى عدة عوامل منها الطلب والعرض، إذ تعتمد كمية الأسهم المتداولة على الطلب والعرض في السوق، فقد تزداد كمية الأسهم المتداولة عند ارتفاع الطلب على الأسهم والعكس صحيح، والتطور التكنولوجي المتضمن الهوامش الرقمية، التداول الإلكتروني والتكنولوجيات الحديثة للتداول والتي تساعد في ارتفاع عدد الأسهم المتداولة في السوق العراق للأوراق المالية، كذلك تأثيرات المناخ الاقتصادي العام للدولة مثل انخفاض أسعار النفط وتزايد تداول العملة في السوق المحلية، وبذلك فقد يتغير عدد الأسهم المتداولة بناء على توقعات المستثمرين فضلاً عن التشريعات والقوانين الحكومية، إذ يمكن أن تحد من عدد الأسهم المتداولة قوانين الحماية الاستثمارية التي تعمل على الحد من المخاطر التي يتعرض لها المستثمرين علماً أن سوق العراق للأوراق المالية تعمل بقانون مؤقت صادر من امر سلطة الائتلاف المؤقتة رقم 74 لعام 2004 وكما مبين في الجدول (2) الآتي:

جدول (2) عدد الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2023)

السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	هامش المساهمة	معدل التغير السنوي %
2004	393.14	3.01%	
2005	600.55	3.14%	28630%
2006	975.57	2.89%	427%
2007	991.152	3.39%	16389%
2008	853.150	2.39%	(140)%
2009	291.211	3.27%	4006%
2010	660.255	3.18%	2100%
2011	372.492	7.47%	9259%
2012	640.625	7.09%	2707%
2013	182.871	22.53%	3925%
2014	852.743	7.13%	(1462)%
2015	640.579	3.62%	(2208)%
2016	542.917	3.39%	5830%
2017	420.631	3.07%	(3118)%
2018	631.832	3.70%	3187%
2019	000.460	2.25%	(4475)%
2020	315.403	2.62%	(1232)%
2021	597.930	6.45%	13074%
2022	922.564	4.14%	(3929)%
2023	622.689	5.29%	2207%
المجموع	12607392		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات التقارير السنوية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية
تم استخراج هامش المساهمة بالقانون: (عدد الصفقات للسنة الواحدة/ المجموع) * 100
شكل (3) عدد الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2004-2023)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول (2)

شكل (4) هامش المساهمة لعدد الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2023)



المطلب الثاني- تقدير نموذج سوق العراق للأوراق المالية:

في البداية، وكمرحلة أولى لا بد من توصيف النموذج المراد تقديره، وهذه المرحلة يمكن عدّها من أهم مراحل البحث الكمي لتوصيفها الدقيق للمتغيرات، والتي من خلالها سيتم تحديد العلاقة بين المتغيرات (التابعة المعتمدة) والمتغيرات المستقلة (التوضيحية) الداخلة في النموذج وبما يتوافق مع معطيات النظرية الاقتصادية، وعملية بناء أي نموذج قياسي بشكل عام يتم من خلاله صياغة للنظرية

الاقتصادية أو وصفها بشكل معادلات خطية، والعمل على تحويل تلك المتغيرات الموصوفة الى شكل رياضي وتطبيق النظريات القياسية عليه، فمرحلة التوصيف في البحث القياسي تعبير عن النظرية الاقتصادية بمصطلحات رياضية، وبشكل معادلة او معادلات، وللحصول على نتائج أكثر دقة سيتم استعمال طريقة (OLS) باستخدام البرنامج الاحصائي EViews12 وذلك للتوصل الى نتائج منطقية لطبيعة العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، ومن أجل توصيف نموذج قياسي يحقق الغرض الأساسي من هذا البحث، والمتمثل بقياس وتحليل دور سيولة سوق الأوراق المالية كمتغير مستقل وبين كفاءة السوق كمتغير تابع، ولالتقاط هذا الغرض يُقترح النموذج الوظيفي الآتي لسوق العراق للأوراق المالية:

أولاً- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية: قبل الدخول في تحليل الارتباط و الأثر الذي تتركه سيولة السوق المالية على كفاءة الاسواق المالية عينة البحث لابد من اختبار استقراريه السلاسل الزمنية لتلك المتغيرات، إذ إن اخضاع هذه المتغيرات لهذا الاختبار ضروري في الدراسات التطبيقية، وذلك لاحتمالية وجود اتجاهات عشوائية معنوية تجعل السلسلة غير مستقرة، أي إن متوسط وتباين السلسلة محل البحث غير مستقلين عن الزمن، ومن أجل تجنب الانحدار الزائف والنتائج المضللة الناجمة عنه تم اللجوء إليه باعتباره وسيلة لتشخيص المعيارية في تطبيقات التحليل، ولا سيما في ظل وجود اختبارات قياسية قد طورت لهذا الغرض، كما بينت ذلك العديد من الدراسات الإحصائية (Kwadwo، Boateng، 2019) إذ إن غياب صفة الاستقرارية يؤدي إلى عدم الحصول على نتائج صحيحة وسليمة، ولذا سيتم اجراء اختبار جذر الوحدة، لفحص خواص السلسلة الزمنية لكل متغير من متغيرات البحث خلال المدة الزمنية للملاحظات والتأكد من مدى استقراريته وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدة، فإذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة في قيمها الأصلية يقال إنها متكاملة من الرتبة صفر أي عند المستوى (0)، أما إذا استقرت السلسلة بعد اخذ الفرق الأول فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الرتبة الأولى (1)، في حين إذا استقرت السلسلة بعد اخذ الفرق الثاني فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الرتبة الثانية (2) وهكذا فإنه يمكن تحديد رتبة تكامل أو استقرار السلسلة الزمنية وفقاً للفروق المحسوبة لها لكي تصل إلى الاستقرار، ويوجد عدد من الاختبارات، وسيعتمد البحث على تطبيق اختبار جذر الوحدة (ADF) وهذا الاختبار في الأصل مقدم من قبل الكاتبان Dickey & Fuller خلال ورقة عمل (Wayne A. Fuller، 1976) والجدول (3) يوضح نتائج الاختبار.

جدول (3) نتائج اختبار جذر الوحدة لـ (ADF)

		المستوى level			الفرق الأول 1st difference		
		Individual intercept	Individual intercept and trend	None	Intercep Individual	Individual intercept and trend	None
Y	Statistic	-2.065241	-2.688250	0.0871	-6.8946	-	-
	Prob	.25930	0.2511	0.6978	0.0000	-	-
X	Statistic	-1.065476	-1.983789	0.7315	-3.39113	-	-
	Prob	0.7054	0.5706	0.8642	0.0254	-	-

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج eviews12

يلاحظ من الجدول السابق ان السلاسل الزمنية للمتغيرين التابع (Y) والمستقل (X) كانتا غير مستقرتين عند المستوى، واستقرت كلتا السلسلتين بعد اخذ الفروق الاولى واصبحت ساكنة وخالية من جذر الوحدة وبالتالي يمكننا قبول فرض العدم (H_0) والقائل بان السلسلة الزمنية للمتغيرات تخلو من جذر الوحدة بعد اخذ الفروق الاولى.

ثانياً- اختبار تجانس التباين Homoscedasticity: هناك العديد من الاختبارات التي تكشف عن وجود مشكلة انعدام ثبات تجانس التباين (Heteroscedasticity)، ومن أشهر تلك الاختبارات اختبار (Breush-Pagan-Godfrey) واختبار (Harvey) واختبار (ARCH) وغيرها من الاختبارات التي تكشف عن وجود مشكلة انعدام تجانس التباين بين حدود الخطأ العشوائي، وفي دراستنا هذه سيتم الاعتماد على اختبار (ARCH)، والمبينة نتائجه في الجدول (4):

جدول (4) نتائج اختبار ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.183872	Prob. F(1,17)	0.2918
Obs*R-squared	1.237007	Prob. Chi-Square(1)	0.2660

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج eviews12

من النتائج اعلاه تظهر احصاءة (F) بقيمة (0.2918) والقيمة الاحتمالية (Prob. Chi-Square) هي اكبر من 5% وبهذا يتم قبول الفرضية العدمية (H_0) والقائلة بعدم وجود انعدام ثبات تجانس التباين بين حدود الخطأ العشوائي.

ثالثاً. اختبار عدم الارتباط الذاتي بين الاخطاء : Autocorrelation : يعد اختبار درين – واتسون (D.W) من اشهر الاختبارات للكشف عن الارتباط التسلسلي، وهناك اختبارات اخرى مثل اختبار H-Statistic ، واختبار Breusch Goldfrey Serial Correlation (LM-Test)، وفي اغلب الاحيان يتم استخدام اختبار (D.W) الشهير ولكن في نموذج الدراسة الحالي يعد غير صالح كون المتغير التابع اضيفت قيمه المبطة كمتغير مستقل في نموذج الانحدار، وعليه سيتم اعتماد اختبار LM والمقترح من قبل Goldfrey Breusch، والذي يقضي فرض العدم فيه (غياب الارتباط التسلسلي الذاتي بين قيم البواقي) والفرض البديل القاضي (وجود ارتباط تسلسلي لبواقي التقدير)، وكما موضح في الجدول (5) :

جدول (5) نتائج اختبار LM للكشف عن الارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.417396	Prob. F(2,16)	0.6657
Obs*R-squared	0.991746	Prob. Chi-Square(2)	0.6090

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج eviews12

من نتائج الاختبار السابق نرفض فرض العدم، اي عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي نموذج الانحدار وهذا ما يظهره الشكل البياني الاتي :

شكل (5) رسم بياني يوضح الارتباط التسلسلي بين بواقي النموذج

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 0.213	0.213	1.0502	0.305
		2 0.061	0.016	1.1408	0.565
		3 0.139	0.129	1.6430	0.650
		4 0.017	-0.041	1.6509	0.800
		5 0.052	0.054	1.7303	0.885
		6 -0.208	-0.264	3.0945	0.797
		7 -0.122	-0.020	3.5962	0.825
		8 -0.108	-0.104	4.0272	0.855
		9 -0.246	-0.152	6.4406	0.695
		10 -0.160	-0.085	7.5714	0.671
		11 -0.048	0.062	7.6860	0.741
		12 -0.029	-0.024	7.7314	0.806

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج eviews12

رابعاً. تقدير انموذج سوق العراق للأوراق المالية: بعد التأكد من جودة الانموذج المقترح بطريقة (LS-Least Squares (NLS And ARMA) وخلوه من المشاكل القياسية وتحقيقه لجميع فروض حد الخطأ العشوائي سيتم تقدير الانموذج وتحليل النتائج وكما في الجدول (6) الآتي:

جدول (6) الانموذج المقترح لسوق العراق للأوراق المالية

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 06/15/24 Time: 21:17
Sample: 2004 2023
Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	5.999340	1.030591	5.821261	0.0000
C	-50386.03	100339.8	-0.502154	0.6216
R-squared	0.653093	Mean dependent var	482074.9	
Adjusted R-squared	0.638220	S.D. dependent var	304860.1	
S.E. of regression	184479.4	Akaike info criterion	27.18310	
Sum squared resid	6.13E+11	Schwarz criterion	27.28268	
Log likelihood	-269.8310	Hannan-Quinn criter.	27.20254	
F-statistic	33.88708	Durbin-Watson stat	1.507477	
Prob(F-statistic)	0.000016			

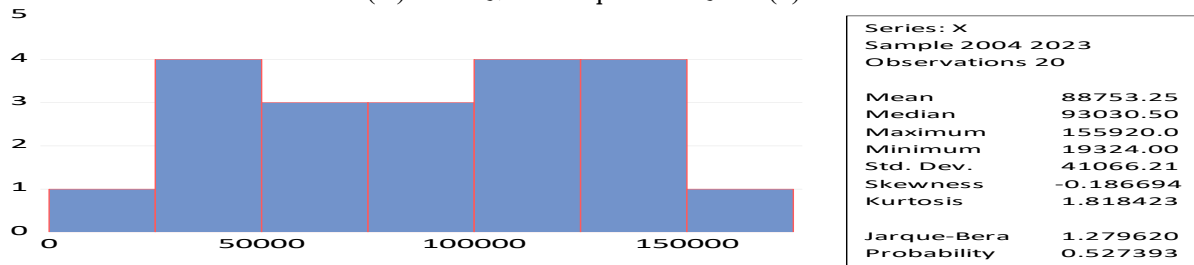
المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج eviews12

من الجدول السابق يتضح بان المتغير المستقل (X) والذي يمثل عدد الصفقات المنفذة في سوق العراق للأوراق المالية في انموذجنا السابق له تأثير ايجابي في كفاءة السوق المالية، اذ تظهر قيمة معامل السيولة المالية والبالغة (5.999) اي تقريبا (6) مدى التأثير الايجابي في كفاءة السوق من خلال التأثير في قيمة وعدد

الاسهم المتداولة في السوق، كما تظهر قيمة معامل جودة التوفيق (R^2) والبالغة (65%) تقريبا اي ان (65%) من التغيرات التي تطرأ في كفاءة سوق العراق للأوراق المالية تكون السيولة المالية المتوفرة في السوق المالية ممثلة بعدد الصفقات المنفذة هي المسؤولة عنها، اما الـ (35%) من التأثيرات في كفاءة السوق المالية تكون مسؤولة عنها متغيرات اخرى اهمها التوقعات والاطار الكلي لاقتصاد البلد والقوانين والانظمة المنظمة لعمل السوق المالية وغيرها من المتغيرات اضافة الى حد الخطأ العشوائي، وبالنسبة لاختبار (F-Statistic) فهو معنوي احصائياً لأن قيمة الاحتمال المقابل بلغت (0.000016) وهي اقل من (0.05)، وهذا يُفسر معنوية النموذج ككل. أما إحصائية (Durbin – Watson stat) فقد بلغت (1.507477) وهي اقل من الحد الأعلى (1.1) دلالة على خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي.

خامساً. فحص مدى ملائمة الانموذج المقترح لسوق العراق للأوراق المالية: بعد إجراء الاختبارات اللازمة وتحديد نموذج (LS-Least Squares (NLS And ARMA بوصفه الانموذج المناسب تم فحص الانموذج من خلال اختبار Jarque-Bera للتأكد من ملائمته وتبين كما يتضح الاشكال البيانية الاتية إن سلسلة البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، إذ إن قيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من 5%.

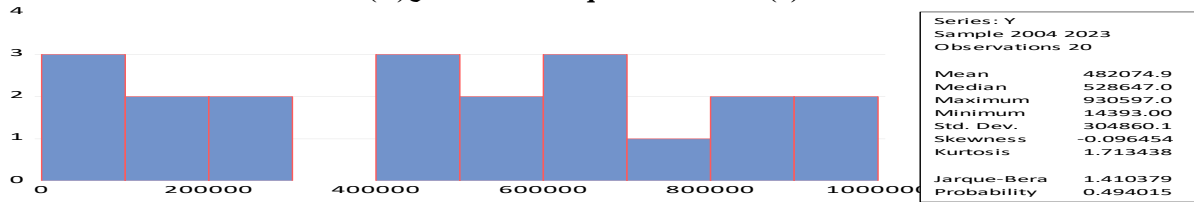
شكل (6) اختبار Jarque-Bera للمتغير المستقل (X)



المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج eviews12

وكذلك الحال بالنسبة للمتغير التابع (Y)، كما موضح في الشكل (3):

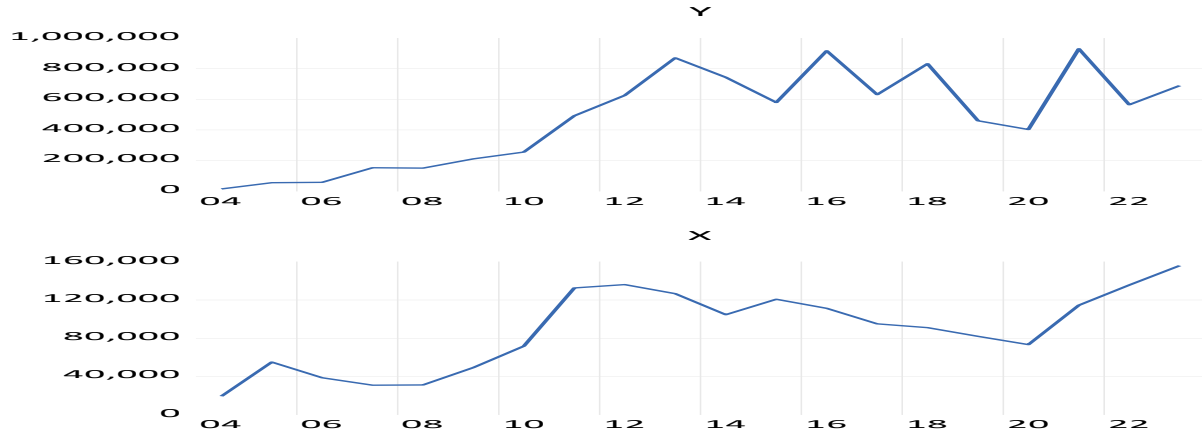
شكل (7) اختبار Jarque-Bera للمتغير التابع (Y)



المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج eviews12

سادساً. اجراء اختبارات التكامل المشترك Co-Integration لانموذج سوق العراق للأوراق المالية با استخدام منهجية Engle&Granjer: من اجل التأكد من خلو الانموذج المقترح لسوق العراق للأوراق المالية من الانحدار الزائف (Spurious Regression)، ستلجأ الدراسة الى اجراء اختبارات التكامل المشترك وفقاً لمنهجية (Engle&Granjer)، وايضا للتحقق من وجود علاقة تكاملية طويلة الامد بين متغيرات الانموذج المقترح، وتقترح منهجية التكامل المشترك المعتمدة في الدراسة ان يكون للمتغيرات (X_t) و (Y_t) درجة تكامل من نفس الرتبة سواء عند المستوى او عند الفروق الاولى (Robert F. Engle; C. W. J. Granger، 1987، pp. 251-276، Econometrica)، وهذا ماتم توضيحه في الجدولين (2) و (6) السابقين وبالتالي يمكن اجراء اختبارات التكامل المشترك طالما السلاسل الزمنية لمتغيرات الانموذجين استقرت عند اخذ الفروق الاولى، وللتأكد من ان الانحدار الذي تم اجراءه وبنيت على اساسه نتائج التحليل السابق يخلو من الانحدار الزائف يتم اللجوء الى فحص بواقي الانموذجين، فاذا كانت سلسلة البواقي مستقرة بعد اجراء اختبار جذر الوحدة فهذا دليل على وجود تكامل مشترك بين متغيرات الانموذج ومن الممكن في مرحلة لاحقة استخدام انموذج تصحيح الخطأ (ECM)، اما اذا كانت السلسلة الزمنية للبواقي غير مستقرة عبر الزمن فيمكن الحكم بعدم وجود تكامل مشترك، ومن الاساليب

المستخدمة للكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية من عدمها هي اللجوء الى الرسم البياني الذي يوضح وجود جذر الوحدة مع البعد الزمني وكما موضح في الشكل البياني (8) الآتي:



المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج eviews12

من الشكل السابق يتضح وجود (Trend) عبر الزمن في السلاسل الزمنية مما يؤكد ان السلاسل الزمنية غير مستقرة عند المستوى، وللتأكد أكثر يتم اجراء اختبارات جذر الوحدة وحسب طريقة (ADF) والتي ابرزت نتائجها ان كلتا السلسلتين الزمنية للنموذج استقرت بعد اخذ الفرق الاول . ومن اجل التحقق من وجود علاقة تكاملية مشتركة بين متغيرات نموذج سوق العراق للأوراق المالية يتم اخذ السلسلة الزمنية للبواقي واجراء اختبار الاستقرارية كما في الجدول (7) الآتي:

جدول (7) نتائج اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لبواقي نموذج سوق العراق للأوراق المالية

Null Hypothesis: RESID01 has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.262245	0.0026
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج eviews12

ومن الجدير بالذكر ان قيمة (t-Statistic) المستخرجة لا يتم اعتماد ال (Prob) لها لان برنامج (EViews) لا يميز بين المتغيرات الصريحة للانموذج وبين البواقي، اي ان البواقي يتم معاملتها كأى متغير صريح اخر وللتخلص من هذه المعضلة يتم مقارنة قيمة (t-Statistic) المستخرجة مع جدول يسمى (Critical Values for the Philips Z Statistic or the Dickey Fuller t Statistic When Applied to Residuals، for the Philips Z Robert F. Engle; C. W. J.) (from Spurious Cointegration Regression p 766، Econometrica، Granger)، وعند المقارنة يتضح ان قيمة (t-Statistic) المحتسبة والبالغة (-3.262245) اقل من (t) الجدولية (-2.76) عند مستوى معنوية 5% وبالتالي يتم رفض الفرضية العدمية (H_0) والقائلة بان السلسلة الزمنية للبواقي تخلو من جذر الوحدة وبالتالي يمكن الحكم بعدم وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الامد بين متغيرات الانموذج المقترح، وهذا ماتؤكدته نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الجدول (8) الآتي :

جدول (8) نتائج اختبار التكامل المشترك للسلسلة الزمنية لبواقي نموذج سوق العراق للأوراق المالية

Date: 06/16/24 Time: 14:23
Series: Y X
Sample: 2004 2023
Included observations: 20
Null hypothesis: Series are not cointegrated
Cointegrating equation deterministics: C
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=3)

Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
Y	-3.262245	0.1022	-14.68479	0.0639
X	-2.761163	0.2215	-12.81553	0.1174

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج eviews12

من الجدول السابق ومن ملاحظة القيم الاحتمالية لاحصاءة (tau) و (z) نجد انها اكبر من 5% وبالتالي نقرر بعدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين (X) و (Y) في انموذج سوق العراق للأوراق المالية

الاستنتاجات والتوصيات

اولا : الاستنتاجات

إن للسوق الكفاءة خصائص منها: العقلانية وذلك أن يكون الهدف تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار أفضل بديل استثماري، كذلك شمولية وحيوية السوق واستمرارية السعر فضلاً عن الأمن وعمق السوق. تكمن العلاقة بين الكفاءة وكل من السيولة والحركة العشوائية للأسعار في أنه كلما كانت السوق ذات سيولة عالية وحركة أسعارها أكثر عشوائية كانت أكثر كفاءة.

يسهم سلوك فريق الضوضاء بتحقيق التوافق بين السيولة والكفاءة، غير أن سلوك فريق المعلومات يوضح وجود علاقة عكسية بين السيولة والكفاءة، هذا ما شجع المتخصصين على تكثيف الجهود للبحث عن الأسباب والسياسات التي من شأنها أن تحقق لسوق الأوراق المالية السيولة والكفاءة معاً.

استنتاجات الجانب القياسي

بعد اجراء الاستدلال الاحصائي والقياسي لانموذجي سوق العراق للأوراق المالية، والخاص بقياس مدى كفاءة السوق من خلال عدد الصفقات المبرمة وذلك باستخدام طريقة (LS-Least Squares (NLS And ARMA)، وبعد اجراء اختبارات التكامل المشترك، توصل الباحثان الى جملة من الاستنتاجات الخاصة بالجانب العملي منه وكالاتي: اظهرت نتائج الجدول (5) والخاص بانموذج سوق العراق للأوراق المالية ان المتغير المستقل (X) والمتمثل بعدد الصفقات المنفذة في سوق العراق للأوراق المالية ذو معنوية احصائية، وهذا دلالة على ان زيادة عدد الصفقات في السوق بمقدار 1% ستؤدي الى زيادة كفاءة السوق المالية بمقدار 6% تقريباً. اظهرت نتائج الاختبارات التشخيصية للأنموذج المقدّر خلو الانموذج من المشاكل القياسية. اظهرت نتائج اختبار Normality-Test ان الانموذج المقدّر ملائم للتحليل واستخلاص النتائج، وهذا يبدو واضحاً من قيمة اختبار Jarque-Bera، كما إن بواقي الانموذج المقدّر تتبع التوزيع الطبيعي. نتائج الجدول (11) تؤكد عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين (X) و (Y) في انموذج سوق العراق للأوراق المالية، اي لا يمكن القول بوجود علاقة تكاملية في الاجل الطويل.

ثانيا : التوصيات

- استحداث آليات تسمح بتوفير المعلومات، بهدف رفع درجة الشفافية والإفصاح داخل السوق.
- العمل على استقرار اللوائح والأنظمة المعمول بها في السوق وتوفير الأمان للمستثمرين لتشجيعهم على الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية.
- متابعة الجهود واستمرارها في مجال زيادة عمق السوق وزيادة كفاءته وسيولته وتشر ثقافة الاستثمار.
- زيادة استعمال التكنولوجيا الحديثة في أنظمة التداول من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين.
- الحد من تركّز الملكية في الشركات المدرجة لزيادة المعروض من الأسهم القابلة للتداول بحرية في السوق.
- إستمرارية تشجيع الاستثمار الأجنبي وزيادة مشاركته في الاستثمار بالأسهم في السوق، لزيادة المنافسة بينه وبين المستثمرين المحليين وتوسيع نطاق وصول السوق إلى السيولة الدولية.

REFERENCES

١٤ صادر

1. القيسي، عمار فوزي عبد الحميد، 2024، دور السيولة في تعظيم الأرباح في القطاع المصرفي، المجلة العراقية للبحوث الإنسانية والاجتماعية والعلمية، المجلد 4، العدد 2-12A، 660-646.

2. الخزاعي، ماهر والحسين، محمد، 2019، "إدارة السيولة والربحية"، بحث ماجستير إدارة أعمال.
3. الجبلاوي، جهاد فيصل جهاد والشمري، كمال كاظم جواد، 2019، مدى إمكانية إقامة صناديق الاستثمار في العراق من أجل تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، المجلة العراقية للبحوث الإنسانية والاجتماعية والعلمية، المجلد 15، العدد 62، الصفحات 56-78.
4. المعموري، قاسم حميد ناصر، أثر تغيرات سعر الفائدة والسيولة في إعادة بناء المحفظة الاستثمارية: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية العراقية للمدة (2004-2014)، أطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة كربلاء في العلوم المالية والمصرفية، 2015.
5. عدنان، محمد حمدان (2014) "سيولة الأسواق المالية وأثرها في عائد الأسهم العادية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 76.
6. العقل، هيفاء صالح (2020)، "أثر السيولة في ربحية المصارف الإسلامية دراسة عينة من المصارف السعودية جملة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد 4، العدد (14).
7. صلاح الدين، شريط (2018) "أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، دولة الامارات العربية المتحدة.
8. زناقي، بشير ومعاريف، محمد (2017) " دور نظم تخطيط موارد المنظمة (ERP) في تعزيز ركائز الحوكمة: دراسة استطلاعية بمؤسسة مواد التنظيف (هنكل) عين تموشنت"، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية الجامعة، مجلد 2017، العدد 5.
9. المولى، ايمان عبد المطلب حسن، (2011) "مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي"، بحث منشور، مجلة جامعة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 23.
10. انجادات واخرون، إيهاب محمد، 2023، " أثر السيولة على النمو المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"، مجلة جامعة العين لأعمال والقانون، الإصدار الثاني، السنة السابعة.
11. لخذيري، راهم، العلاقة بين سيولة وكفاءة سوق الاوراق المالية، مجلة حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 23، الجزء الاول، 2018.
12. التقارير المالية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2023) .
13. Koch, T. MacDonald, S, Bank Management . Mason: South-Western, Cengage Learning , 2010 .
14. Benic, Vladimir & franic, Ivna, "stock market liquidity: comparative analysis of creation and regional markets", Financial theory and practice (4), 23-45 (2008).
15. Boateng, Kwadwo (2019), Credit Risk Management and Performance of Banks in Ghana: the Camels Rating Model Approach, International Journal of Business and Management Invention, Volume (8), Issue (2), pp:41-48.
16. Fuller, Wayne A., 1976. (Introduction to Statistical Time Series)-John Willy & Sons, Inc.
17. Robert F. Engle; C. W. J. Granger, Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing, Econometrica, Vol. 55, No. 2. (Mar. 1987), pp. 251-276.