

# تحليل اقتصادي للعوامل المؤثرة في نمو أسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة في العراق للمدة (١٩٩٢-٢٠٠٤)

أ. عبدالله محمد جاسم\*\*

أ. جاسم محمد حبيب\*\*

كلية الزراعة/قسم الاقتصاد الزراعي  
الزراعة/قسم الاقتصاد الزراعي

كلية

## المستخلص:-

تعد الشركات الصناعية المساهمة من أبرز المشاريع الخاصة كونها من الوسائل المهمة لتجميع رأس المال واستثماره في القطاع الصناعي . تهدف هذه الدراسة إلى تقييم العلاقة بين المتغيرات المستقلة (معدلات العوائد على رأس المال ) وأسعار أسهم الشركات المذكورة. أظهرت النتائج أن معدل نمو سعر الإغلاق السنوي لعدد من المشاهدات (٠.٤%) . إلا أن نمو معدلات العوائد على رأس المال المملوك والكلي وكذلك حصة السهم الواحد من الأرباح الموزعة كانت سالبة وهو منافي للمنطق الاقتصادي . وتشير جميع الدوال المستخدمة في التحليل إلى أن إشارة معظم المعلمات وقيمها لا تتطابق مع مفهوم النظرية الاقتصادية على الرغم من معنويتها على مستوى النموذج ككل ، مع انخفاض قيمة الجزء المفسر من تلك الدوال وفقاً لقيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) والبالغ في أفضل الحالات (٥٦%) وهذا يشير إلى أن هناك عوامل أخرى وراء ذلك كالمضاربة وغياب الإفصاح المالي وصناع السوق واللاعيب التي تمارس في مثل هذه الأسواق . وقد تضمن البحث بعض الاستنتاجات أهمها – أن الواقع الاستثماري غير الناضج في السوق العراقي للأوراق المالية يتسم بتقلبات شديدة ولا يستند إلى أسس ذات معالم واضحة ونضوج فكري ودراسة الجدوى الاقتصادية قبل تأسيس الشركات الصناعية . كما إن هنالك بعض المقترحات يمكن الرجوع إليها في متن البحث.

## Abstract

The aim of this study was to evaluate the relationship between the independent variables (rate of returns on capital) and the share prices of industrial companies .The results showed that the rate of annual closing price was (0.4%) . On other hand the results also showed that the rate of growth of returns on owned and total capital and the value of each share from distributed profits were negative which is not consistent with economic logic . The results of all functions used in the analysis that the signs of most coefficients and their values were not consistent with economic logic, in spite of their significances on the level of the model as a whole. In addition the value of ( $R^2$ ) was (56%) which means that there are other factors such as speculation and the absence of financial declaring and market makers in addition to different tricks practiced in such markets .

The research included some conclusions and suggestions that could be found at the end of the research.

\* البحث مستل من أطروحة دكتوراه

\*\*عضو هيئة تدريس/جامعة بغداد/كلية الزراعة

## ١- المقدمة:-

لقد انتشرت الشركات الصناعية المساهمة انتشارا كبيرا في كثير من دول العالم لكونها من الوسائل المهمة لتجميع رؤوس الأموال واستغلالها في الأوجه الاستثمارية في القطاع الصناعي. إذ يساهم عدد كبير من الأشخاص بمقادير مختلفة من الأموال من خلال شرائهم لأعداد من الأسهم. إن هذه الشركات تؤكد على تعاون رؤوس الأموال أكثر من تأكيدها على التعاون الشخصي بين الشركاء. وذلك لأن الشركة المساهمة لها شخصيه قانونيه ومعنوية مستقلة عن شخصية المساهمين فيها. فهي تستطيع الإنتاج والبيع والشراء والاقتراض والإقراض والتعاقد مع المؤسسات والأفراد والحكومة وغير ذلك. لذا أصبحت هذه الشركات من أهم وأبرز المشروعات الخاصة. إن مسؤولية الشريك المساهم في هذا النوع من الشركات تتحدد بنسبة قيمة أسهمه في الشركة. فالدائنون لا يستطيعون الرجوع إلى أمواله الخاصة لتسديد ديونهم إذا كانت أموال الشركة لا تكفي لتسديد تلك الديون. كما إن وفاة أحد المساهمين لا يؤدي إلى حل الشركة. وعلى الرغم من مرور أكثر من عقد على تأسيس معظم الشركات الصناعية المساهمة في العراق إلا أننا لم نستطع تلمس مواقفها منها بشكل يوحى أن هذه الشركات قد وضعت في مسارها الصحيح. لذا كان لابد من إجراء دراسات اقتصادية لتقويم تلك الشركات.

## ٢- المشكلة:-

على الرغم من حداثة تأسيس معظم الشركات الصناعية المساهمة في العراق والمدرجة في دليل الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية فقد تراجع عددها في عام (٢٠٠٦). لذا بات من الضروري إجراء التقويم الاقتصادي لهذه الشركات لتصحيح مسارها خلال المرحلة اللاحقة كي تصب في خدمة المساهمين.

## ٣- فرضية الدراسة:-

إن نمو أسعار أسهم المساهمين لابد لها من أن تتأثر بمجموعة من المتغيرات المستقلة. وإن تكون العلاقة بين العامل التابع (السعر) والمتغيرات المستقلة علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية. وإهم هذه المتغيرات الآتي:-

١. معدل العائد على رأس المال المملوك.
٢. معدل العائد على رأس المال الكلي.
٣. معدل العائد على السهم الواحد.
٤. حجم الموجودات الكلية.
٥. حصة السهم الواحد من الأرباح السنوية الموزعة.

## ٤- الهدف من الدراسة:-

تقييم العلاقة واختبارها بين المتغيرات المستقلة المشار إليها ونمو أسعار الأسهم للشركات موضوع الدراسة.

## ٥- مصادر البيانات:-

تم الاعتماد على البيانات الواردة في الإصدارات المختلفة لدليل بغداد للأوراق المالية للسنوات (١٩٩٦ و ١٩٩٧ و ٢٠٠١) والإصدار الأخير لعام (٢٠٠٦) بإسم سوق العراق للأوراق المالية وللمدة من (١٩٩٢-٢٠٠٤). إضافة إلى التقرير السنوي الصادر عن هيئة الأوراق المالية لعام (٢٠٠٧) وكذلك التقارير والبحوث المنشورة في المجلات العلمية والانترنت والأطروحات والرسائل الجامعية المختلفة.

## ٦- واقع المؤسسات الصناعية المساهمة في العراق

إن التغيرات في السياسة الاقتصادية في العراق التي بدأت في منتصف الثمانينيات من القرن الماضي أدت إلى تصفية كل مشاريع القطاع العام ونقل ملكيتها إلى القطاع الخاص. وكان الهدف من ذلك هو مساهمة رؤوس الأموال الخاصة في المشاريع الاستثمارية. وحصر دور الدولة في مراقبة أسعار السلع وتشريع القوانين المساعدة لتوفير أجواء مناسبة للمشاريع الاستثمارية الخاصة وتأسيس الشركات المختلفة ومنها الشركات الصناعية. وتم تأسيس عدد من الشركات الصناعية الخاصة إلا إن معظمها تعثرت في بدايات سنوات الحصار الاقتصادي على العراق بسبب فوضى السوق وارتفاع معدلات التضخم وارتفاع معدلات الفوائد ذات التأثير السلبي في مجالات الاستثمار مما أدى إلى إصدار قانون الشركات رقم (٢١) لسنة (١٩٩٧). الذي كان يرمي إلى تنظيم وتوثيق الشركات وحماية الدائنين من الاحتيايل وحماية حاملي الأسهم من تضارب المصالح وتوفير المعلومات الاستثمارية للمساهمين والعاملين في السوق. وأستمر الحال إلى أن استقر الوضع وفقاً للتقرير السنوي لحركة التداول في سوق العراق للأوراق المالية في عام (٢٠٠٧) إلى (٩٥) شركة منها (٢٩) شركات صناعية أو (٣٠.٥%) من مجموع الشركات (٥).

وبالنظر لأهمية القطاع الصناعي فقد تم بحث هذا القطاع لضخامة حجم الاستثمار فيه نسبة إلى مجموع الاستثمارات في جميع القطاعات الاقتصادية في العراق. إذ تجاوز مجموع رأسمال الشركات الصناعية المساهمة مما يزيد على (١٠٠) مئة مليار دينار عراقي حتى (٢٠٠٥/١٢/٣١).

## ٦-١ أسعار أسهم الشركات الصناعية

### المساهمة في العراق :-

إن أسعار الأسهم في هذا القطاع يصورها الجدول رقم (١)، إذ يلاحظ التغيرات الحاصلة فيها. فقد تراوحت بين حد أدنى مقداره (٢١٠٠) ديناراً وحد أعلى (٢٢٥٠٠) ديناراً للمدة الممتدة من عام (١٩٩٢) إلى عام (٢٠٠٤) وبمعدل نمو سنوي (٠.٠٠٤%) وكما يلاحظ في شكل رقم (١). إلا إن معدلات العوائد على حقوق الملكية ومعدلات العوائد على مجموع الموجودات وأرباح السهم الواحد الموزعة كانت سالبة وهي (-٠.٠٠٥%) و(-٠.٠٠٧%) و(-٠.٠٠١%) على الترتيب. وكما يلاحظ في الأشكال (٢)، (٣)، (٤) على التوالي. وهذا منافي للمنطق الاقتصادي. وقد يرجع ذلك إلى أن هناك عوامل نفسية أو الشائعة أو الدعاية والمضاربة وعدم الصدق والشفافية والإفصاح المالي.

كل ذلك يحتاج إلى دراسات اقتصادية أخرى للعوامل المشار إليها وتصحيح مسار تلك الشركات لتصب في خدمة المساهمين والمجتمع .

## ٧- قياس المتغيرات وتحليل النتائج:-

يعتمد توصيف النموذج الاقتصادي وصياغته بالدرجة الأساس على معطيات النظرية الاقتصادية (إشارة المعلمات) . وأي معلومات خارج مفهوم هذه النظرية ذات العلاقة لابد من أخذها بنظر الاعتبار عند صياغة ذلك النموذج وتوصيفه. وتعد هذه المرحلة من أصعب المراحل وأعقدها . وعندما يكون التوصيف غير دقيق يعد نقطة ضعف في مجال تطبيق البحث القياسي (6) .

ولغرض دراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والتعبير عنها بشكل رياضي يتطلب تحديد المتغير المعتمد (Y) والذي يعبر عن قياس معدلات النمو في أسعار أسهم المساهمين في هذه الشركات خلال العمر الإنتاجي لها . كما يتطلب تحديد المتغيرات الاقتصادية المستقلة ذات التأثير على نمو تلك الأسعار استنادا لمفاهيم النظرية الاقتصادية والدراسات والبحوث التي تناولت تلك العلاقة وشملت المتغيرات :-

١. معدل العائد على رأس المال المملوك %  $X_1$
٢. معدل العائد على رأس المال الكلي %  $X_2$
٣. معدل العائد على السهم الواحد %  $X_3$
٤. حجم الموجودات الكلية  $X_4$

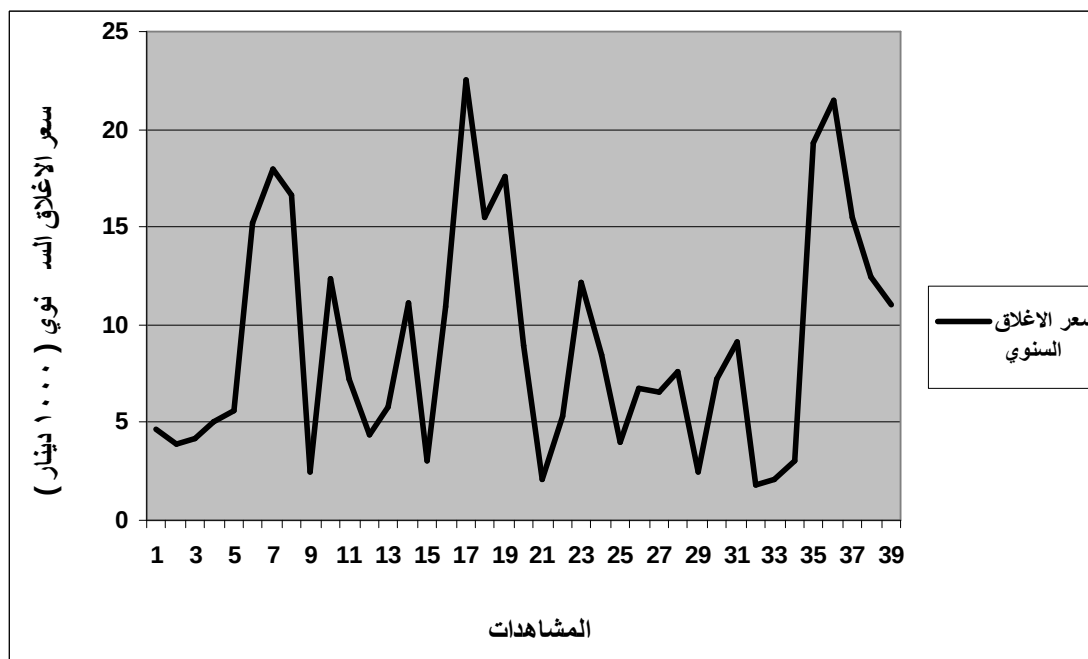
جدول (١) أسعار الأسهم و العوامل المؤثرة فيها خلال المدة ( ١٩٩٢ - ٢٠٠٤ ) للقطاع الصناعي

| عدد المشاهدات | سعر الإغلاق السنوي ١٠٠٠ دينار | % للعائد على رأس المال المملوك | % للعائد على رأس المال الكلي | % للعائد على رأس المال المدفوع | حجم الموجودات ١٠٠٠ دينار | حصة السهم الواحد من الأرباح السنوية الموزعة (١٠٠٠ دينار) |
|---------------|-------------------------------|--------------------------------|------------------------------|--------------------------------|--------------------------|----------------------------------------------------------|
| ١             | 4.70                          | 10.40                          | 9.20                         | 15.50                          | 554.80                   | 0.09                                                     |
| ٢             | 3.85                          | 35.71                          | 14.77                        | 41.33                          | 97.90                    | 0.20                                                     |
| ٣             | 4.20                          | 15.30                          | 10.40                        | 41.20                          | 3335.00                  | 0.44                                                     |
| ٤             | 5.00                          | 39.20                          | 29.50                        | 122.61                         | 5277.10                  | 1.00                                                     |
| ٥             | 5.60                          | 26.90                          | 22.90                        | 67.83                          | 88.90                    | 0.62                                                     |
| ٦             | 15.25                         | 54.00                          | 43.60                        | 248.10                         | 341.20                   | 1.51                                                     |
| ٧             | 18.00                         | 45.90                          | 38.50                        | 267.70                         | 417.10                   | 2.02                                                     |
| ٨             | 16.60                         | 73.40                          | 48.90                        | 524.20                         | 642.90                   | 2.50                                                     |
| ٩             | 2.45                          | 26.89                          | 17.46                        | 35.13                          | 20.10                    | 0.10                                                     |
| ١٠            | 12.35                         | 15.80                          | 7.70                         | 36.28                          | 244.80                   | 0.78                                                     |
| ١١            | 7.25                          | 5.30                           | 3.70                         | 12.50                          | 584.80                   | 0.50                                                     |
| ١٢            | 4.35                          | 22.30                          | 13.30                        | 79.74                          | 1201.80                  | 0.70                                                     |
| ١٣            | 5.80                          | 23.30                          | 15.20                        | 65.50                          | 737.80                   | 0.60                                                     |
| ١٤            | 11.15                         | 28.60                          | 21.60                        | 92.10                          | 511.20                   | 0.25                                                     |
| ١٥            | 3.00                          | 21.60                          | 16.78                        | 22.95                          | 11.90                    | 0.18                                                     |
| ١٦            | 10.90                         | 31.44                          | 15.21                        | 34.55                          | 19.70                    | 0.25                                                     |

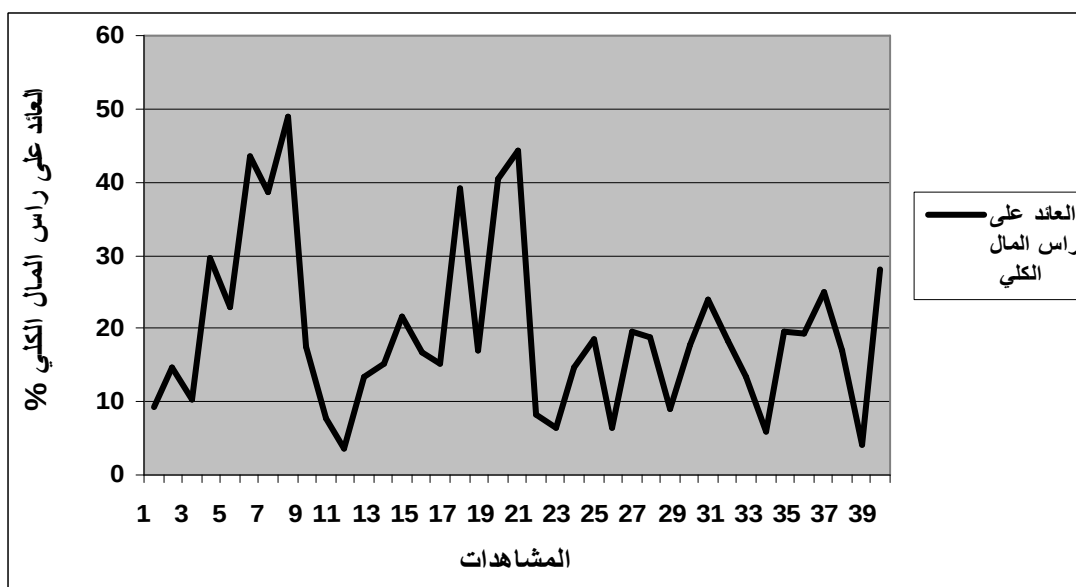
|        |        |        |         |         |       |                               |
|--------|--------|--------|---------|---------|-------|-------------------------------|
| 0.50   | 21.10  | 73.32  | 39.22   | 57.69   | 22.50 | ١٧                            |
| 0.50   | 72.50  | 54.10  | 16.88   | 45.58   | 15.50 | ١٨                            |
| 0.30   | 55.70  | 99.58  | 40.40   | 79.00   | 17.55 | ١٩                            |
| 0.73   | 111.30 | 141.34 | 44.40   | 77.20   | 8.90  | ٢٠                            |
| 0.10   | 13.60  | 13.86  | 8.14    | 13.64   | 2.10  | ٢١                            |
| 0.08   | 12.70  | 10.37  | 6.41    | 10.88   | 5.30  | ٢٢                            |
| 0.40   | 24.60  | 45.02  | 14.63   | 44.02   | 12.20 | ٢٣                            |
| 0.25   | 84.90  | 98.94  | 18.65   | 40.14   | 8.50  | ٢٤                            |
| 0.21   | 59.80  | 23.91  | 6.40    | 9.60    | 4.00  | ٢٥                            |
| 0.31   | 82.80  | 58.12  | 19.60   | 28.70   | 6.75  | ٢٦                            |
| 0.50   | 480.40 | 70.30  | 18.70   | 22.60   | 6.60  | ٢٧                            |
| 0.26   | 510.20 | 29.00  | 9.10    | 11.40   | 7.65  | ٢٨                            |
| 0.15   | 12.20  | 27.13  | 17.76   | 27.54   | 2.50  | ٢٩                            |
| 0.20   | 14.70  | 44.02  | 23.96   | 37.56   | 7.25  | ٣٠                            |
| 0.30   | 30.00  | 38.23  | 18.17   | 29.93   | 9.10  | ٣١                            |
| 0.31   | 290.90 | 41.46  | 13.40   | 19.10   | 1.80  | ٣٢                            |
| 0.19   | 257.20 | 16.21  | 6.00    | 9.10    | 2.10  | ٣٣                            |
| 0.25   | 13.90  | 27.13  | 19.53   | 26.29   | 3.00  | ٣٤                            |
| 0.50   | 45.20  | 57.82  | 19.20   | 32.02   | 19.25 | ٣٥                            |
| 1.00   | 81.20  | 101.89 | 25.09   | 58.27   | 21.50 | ٣٦                            |
| 1.55   | 102.80 | 57.96  | 17.00   | 30.30   | 15.45 | ٣٧                            |
| 0.29   | 368.20 | 15.40  | 4.20    | 4.50    | 12.50 | ٣٨                            |
| 0.40   | 807.30 | 181.20 | 28.10   | 41.90   | 11.00 | ٣٩                            |
| -0.001 |        |        | - ٠.٠٠٧ | - ٠.٠٠٥ | ٠.٠٠٤ | معدل النمو<br>السنوي<br>( % ) |

- المصدر : جمعت و احتسبت من قبل الباحث استناداً إلى إصدارات سوق بغداد للأوراق المالية ( دليل المستثمر ) ، للأعوام ١٩٩٦ ، ١٩٩٧ ، ٢٠٠١ ، و سوق العراق للأوراق المالية ( دليل المستثمر ) لعام ٢٠٠٦ .
- تم حساب معدل النمو وفق العلاقة الآتية :  $\ln Y = A + bT$  .

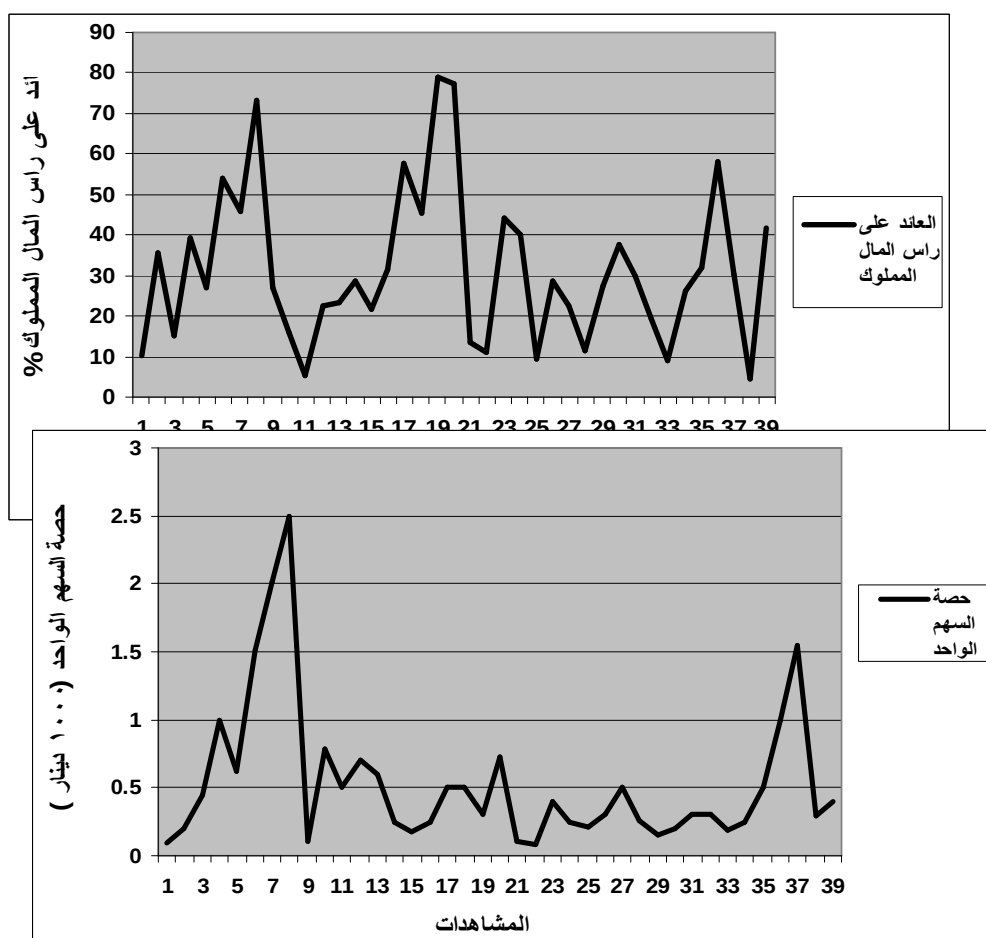
شكل (١) سعر الإغلاق السنوي و خلال المدة ( ١٩٩٢ – ٢٠٠٤ ) في القطاع الصناعي اعتماداً على جدول رقم ( ١ )



شكل (٢) العائد على رأس المال الكلي السنوي و خلال المدة (١٩٩٢ – ٢٠٠٤) في القطاع الصناعي اعتمادا على جدول رقم (١)



شكل (٣) العائد على رأس المال المملوك السنوي و خلال المدة (١٩٩٢ – ٢٠٠٤) في القطاع الصناعي اعتمادا على جدول رقم (١)



شكل (٤) حصة السهم الواحد

من الأرباح السنوية الموزعة خلال المدة (١٩٩٢ – ٢٠٠٤) في القطاع الصناعي اعتمادا على جدول رقم (١)

٥. حصة السهم الواحد من الأرباح السنوية الموزعة  $X_5$   
 ٦. المتغير العشوائي (u) والذي يعبر عن جميع المتغيرات الأخرى التي لم يشملها النموذج.
- $$Y = a_0 + a_1 X_1 + a_2 X_2 + a_3 X_3 + a_4 X_4 + a_5 X_5 + U_i$$
- وقد اعتمدت صيغ عديدة في تقدير هذه الدالة للشركات الصناعية المساهمة وهي:-
١. الصيغة الخطية:
- $$Y = 2.5 + 0.22 X_1 - 0.10 X_2 - 0.005 X_3 - 0.0002 X_4 + 7.5 X_5$$
- (١.٦) (٢.٥) (-٠.٦) (-١.٥) (-١.٦) (٣.٢)
- $R^2 = 0.56$        $F = 3.3$        $D.W = 1.9$
٢. الصيغة اللوغارتمية المزدوجة:
- $$\ln Y = 2.15 + 0.379 \ln X_1 - 0.64 \ln X_2 + 0.37 \ln X_3 - 0.13 \ln X_4 + 0.45 \ln X_5$$
- (٢.٣) (٠.٨٥) (-١.٣) (٠.٩٦) (-١.٣) (٢.٤)
- $R^2 = 0.47$        $F = 5.8$        $D.W = 1.8$
٣. الصيغة النصف لوغارتمية:
- $$Y = 12.8 + 2.8 \ln X_1 - 3.8 \ln X_2 + 2.1 \ln X_3 - 1.3 \ln X_4 + 4.1 \ln X_5$$
- (١.٧) (٠.٧) (-٠.٩) (٠.٦) (-١.٧) (٢.٨)
- $R^2 = 0.50$        $F = 6.6$        $D.W = 1.78$
٤. الصيغة النصف لوغارتمية المعكوسة:
- $$\ln Y = 1.2 + 2.7 X_1 - 1.9 X_2 - 2.2 X_3 - 1.0 X_4 + 0.82 X_5$$

$$\begin{matrix} (٢.٥٦) & (-١.٠) & (-١.٠) & (-٠.٨) & (٢.٣) & (٦.١) \\ R^2 = 0.47 & F = 5.8 & D.W = 1.9 \end{matrix}$$

إذ تشير جميع تلك الدوال إلى أن إشارة معظم المعلمات وقيمها لا تتطابق مع المنطق الاقتصادي على الرغم من معنوية تلك الدوال على مستوى الأنموذج ككل مع انخفاض قيمة الجزء المفسر من تلك الدوال وفقاً لقيمة ( $R^2$ ) والبالغ في أفضل الحالات (٥٦%).

وبأجراء اختبارات الدرجة الثانية (الاختبارات القياسية) للأنماذج المشار إليها في أعلاه اتضح عدم وجود ظاهرة الارتباط الذاتي أو السلسلي بين قيم البواقي على وفق اختبار (دربن واتسن) إذ أثبت معنوية (d) المحسوبة عند مستوى (١%) في كل النماذج ' أما بالنسبة لظاهرة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التوضيحية وفقاً لاختبار (كلين) فقد أشار هذا الاختبار إلى وجود هذه الظاهرة في النماذج الأربعة كما أظهر اختبار (بارك) عدم وجود توزيع ذي تباين غير متجانس لقيم الخطأ العشوائي في النماذج الخطية لمؤسسات القطاع الصناعي للشركات المبحوثة . في حين أظهر هذا الاختبار وجود مشكلة عدم ثبات تجانس تباين الخطأ العشوائي في بقية نماذج هذه الشركات .

وقد قام الباحث بمحاولات أخرى وصولاً إلى نتائج أفضل . تمثلت أولى هذه المحاولات باستبعاد العامل المستقل الأول ( $X_1$ ) والذي يمثل النسبة المئوية للعائد على حقوق المساهمين واستبعاد العامل المستقل الرابع ( $X_4$ ) والذي يمثل مجموع الموجودات . وتم إعادة التحليل بإدخال العوامل المستقلة الأخرى باستخدام نفس الصيغ الدالية السابقة. إلا إن أفضل النتائج التي تم التوصل إليها تمثلت بالأنموذجين الخطي والنصف لوغاريتمي المعكوس إذ اتخذت هذه النماذج الشكل الآتي:-

$$Y = 2.52 + 0.27 X_2 - 0.0294 X_3 + 6.58 X_5$$

$$t \quad (١.٥) \quad (٢.٦٢) \quad (-١.٥٦) \quad (٢.٥)$$

$$R^2 = 0.40 \quad F = 7.9 \quad D.W = 1.4$$

٢. الصيغة النصف لوغاريتمي المعكوسة:-

$$l_n Y = 1.3 + 0.0274 X_2 - 0.00273 X_3 + 0.721 X_5$$

$$t \quad (٥.٨٤) \quad (٢.٠٦) \quad (-١.١٣) \quad (٢.١١)$$

$$R^2 = 0.34 \quad F = 6.1 \quad D.W = 1.6$$

وبالرغم من أن هذه الصيغ مثلت أفضل النتائج إلا أنها لم تجتاز جميع الاختبارات الاقتصادية والإحصائية والقياسية. إذ يلاحظ أن معلمة العامل المستقل الثالث ( $X_3$ ) قد سبقت بإشارة سالبة في الأنموذجين وهو لا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية كما لم تثبت معنويتها عند أي مستوى إحصائي مقبول. كما جاءت نسبة الجزء المفسر من الأنموذجين قليلة جداً ولم تتجاوز نسبة (٤٠%) . وكشفت نتائج الاختبارات القياسية عن وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين قيم المتغيرات المستقلة في الأنموذجين أعلاه. في حين أظهر اختبار (بارك) وجود مشكلة عدم ثبات تجانس تباين قيم المتغير العشوائي في الأنموذج الخطي فقط .

أما المحاولة الثانية فقد تمثلت باستبعاد العامل الثاني ( $X_2$ ) والذي يمثل النسبة المئوية للعائد على رأس المال الكلي واستبعاد العامل الرابع أيضاً ( $X_4$ ) والذي يمثل حجم الموجودات الكلية وأعيد التحليل بإدخال المتغيرات ( $X_1$  و  $X_3$  و  $X_5$ ) وباستخدام أربع صيغ دالية إلا أن أفضل نتائج هذه المحاولة تمثلت بالصيغة الخطية والصيغة النصف لوغاريتمي المعكوسة كالآتي:-

١. الصيغة الخطية:-

$$Y = 1.62 + 0.2 X_1 - 0.031 X_3 + 7.07 X_5$$

t (١.١) (٣.٩) (-١.٩) (٢.٩)

$$R^2 = 0.51 \quad F = 12.1 \quad D.W = 1.7$$

٢. الصيغة النصف لوغاريتمية المعكوسة:-

$$l_n Y = 1.14 + 0.021 X_1 - 0.0031 X_3 + 0.78 X_5$$

t (٥.٩) (٣.٣) (-١.٥) (٢.٤)

$$R^2 = 0.44 \quad F = 9.1 \quad D.W = 1.8$$

وعلى ضوء النتائج السابقة التي لا تتطابق مع مفاهيم النظرية (إشارة وقيمة معاملات) تم استبعاد المشاهدات الشاذة (٣، ٤، ٣٧، ٣٨، ٣٩) إذ تم الحصول على تقدير لمعاملات الدالة الخطية التي انفردت دون غيرها بمعنوية الدالة ككل وفقاً لقيمة (F) حيث بلغت تلك القيمة (١٦.٠٧) وبلغ معامل التحديد  $R^2 = 0.58$  الذي يشير إلى أن (٥٨%) من المتغيرات التي تحدث في المتغير التابع تعزى إلى التغير في المتغيرات المستقلة. كما أن اختبار (دريين واتسون) يشير إلى عدم وجود ظاهرة الارتباط الذاتي وكما لا توجد مشكلة عدم ثبات التباين وفقاً لاختبار (بارك) وقد كانت نتائج التحليل:-

$$Y = 0.23 + 0.224 X_1 - 0.0002 X_3 + 11.2 X_5$$

(٠.١٥) (٤.٨) (-٢.٧) (٣.٣٥)

$$\bar{R}^2 = 0.578 \quad F = 16.07 \quad D.W = 2.0$$

وكانت قيم المعلمات ذات معنوية عالية إلا أن هذا النموذج واجه مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغير (X<sub>3</sub>) والمتغير (X<sub>5</sub>).

إن جميع نتائج التحليل المختلفة التي مرت لا يمكن قبولها والاعتماد عليها لأن معظمها كانت منافية للمنطق الاقتصادي وذلك على الرغم من أن هناك أقرار واعتراف بالمعايير العلمية التي تؤثر في أسعار أسهم الشركات المدرسة والتي ذكرت في فرضية البحث هي الغالبة في تفسير العامل التابع (أسعار الأسهم). إلا أنه قد تبين أن معدلات تلك الأسعار غير مرتبطة وليس لها علاقة معنوية بالعوامل التي أشرنا إليها وإنما يبدو أنها بنيت على أساس المضاربات في السوق المعني وعدم الشفافية وقوة النفوذ والدعاية وعدم الإفصاح المالي (Disclosure) وضعف الوعي الادخاري والاستثماري لدى المواطنين أو المغالاة في تقدير المركز المالي لتلك الشركات من خلال كشف الميزانية العمومية والأرباح والخسائر وغير ذلك.

و كل ذلك يحتاج إلى دراسات اقتصادية معمقة لتصحيح مسار تلك الشركات لتصب في مصلحة المستثمرين أصحاب الأسهم وبالتالي المصلحة العامة.

## ٨- الاستنتاجات:-

١. الواقع الاستثماري غير الناضج في السوق العراقي للأوراق المالية يتسم بتقلبات شديدة ولايستند إلى أسس علمية وذات معالم واضحة ونضوج فكري ودراسة للجدوى الاقتصادية قبل تأسيس الشركات الصناعية ، وكما يلاحظ من التذبذب الواضح في نمو المتغيرات بل وأسعار الأسهم نفسها.
٢. لقد توسعت قاعدة الشركات الصناعية في العراق في مرحلة التسعينيات وفي أشد ظروف الحصار الاقتصادي والسوق يعاني من أسوأ حالات التضخم في تلك الفترة. ولذا يلاحظ من نتائج التحليل أن أسعار الأسهم تميل إلى تكرار نفسها دون أن تكون لها قاعدة تستند إليها للعوامل المؤثر إيجابياً بارتفاع تلك الأسهم أو انخفاضها مستنديين إلى تخمينات المستثمرين الشخصية. وأن مؤشر السوق الحالي لا يقدم أية دلالة واضحة عن اتجاه السوق وحرركته المستقبلية.
٣. لقد تبين أن الشركات الصناعية قد جذبت رؤوس أموال كبيرة من رأس المال الخاص . إلا أن ضخامة حجم الاستثمار في تلك الشركات قد أصبح عبئاً على حجم الأرباح المتحققة وذلك من ملاحظة نتائج التحليل إذ إن زيادة حجم تلك الاستثمارات كان له اتجاه عكسي على معدلات أسعار الأسهم لتلك الشركات .
٤. لم يكن لدى الشركات وضوح رؤية في سياسة توزيع مقسوم الأرباح على المساهمين في حالة انتعاش تلك الشركات أو في حالة الركود والذي يفترض أن تكون لدى المستثمرين أو تشجيعاً للمساهمين الجدد أو إقبالاً على شراء أسهم تلك الشركات ، وضوحاً بحجم الأرباح المتحققة وما يوزع منها أو ما يدور لتعزيز نمو رأس المال في تلك الشركات.

## ٩- المقترحات:-

١. إجراء دراسات مالية واقتصادية دقيقة للمؤسسات الانتاجية الصناعية لتحديد احتياجاتها الفعلية من رأس المال المطلوب استثماره والمحافظة على النسبة المثالية بين رأس المال المملوك ورأس المال المقترض مع ملاحظة أسعار الفائدة على القروض و معدلات العوائد المتحققة والموازنة بينهما.
٢. العمل على تأسيس مصرف للمعلومات في السوق كقاعدة يستند إليها المستثمرون ومن يعمل في السوق في التعامل واتخاذ القرارات المناسبة .
٣. من أجل جذب رأس المال الخاص للشركات المنوي إنشاؤها لابد أن تكون سياستها واضحة المعالم فيما يتعلق بتحديد نسبة توزيع الأرباح على الأسهم من الأرباح المتحققة وذلك لحاجة المساهمين إليها في تغطية جزء من النفقات المعاشية اليومية على أن يتم :-  
 أ. اختيار الأنشطة الانتاجية ذات الجدوى الاقتصادية وتتوافر فيها إمكانيات فنية للإنتاج والتي تتمتع بأرباح عالية.  
 ب. التركيز على الصناعات التي تهم النسبة الكبيرة من السكان وذات الطلب المتزايد بزيادة السكان والتطور الحضاري.

## المراجع :-

١. دليل المستثمر (١٩٩٦)، سوق بغداد للأوراق المالية، قسم الدراسات وتحليل المعلومات بغداد – العراق.
٢. دليل المستثمر (١٩٩٧) ، سوق بغداد للأوراق المالية، قسم الدراسات وتحليل المعلومات.
٣. دليل المستثمر (٢٠٠١) ، سوق بغداد للأوراق المالية ، قسم الدراسات وتحليل المعلومات بغداد- العراق.
٤. دليل المستثمر (٢٠٠٦) سوق العراق للأوراق المالية قسم الدراسات و تحليل المعلومات بغداد- العراق.
٥. هيئة الأوراق المالية (٢٠٠٧) التقرير السنوي للأوراق المالية بغداد \_ العراق.
- ٦.Koutsoyiannis, A.1977,Theory of Econometric s,2ed Edition, Macmilan Ltd, Greece.