مجلة تنمية الرافدين

اسم المقال: أثر أسعار النفط العالمية في عائد محفظة السوق – دراسة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2012 – 2019
اسم الكاتب: آشتي عبدالستار عبدالغني المزوري، احمد جاسم محمد العباسي
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/3737
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 01:01 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الرافدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

Journal of
TANMIYAT AL-RAFIDAIN
(TANRA)
A scientific, quarterly, international, open access, and peer-reviewed journal

Vol. 40, No. 132
Dec. 2021

© University of Mosul | College of Administration and Economics, *Mosul, Iraq.*

TANRA retains the copyright of published articles, which is released under a "Creative Commons Attribution License for CC-BY-4.0" enabling the unrestricted use, distribution, and reproduction of an article in any medium, provided that the original work is properly cited.

Citation: AL-Mizori, Ashti A. A., Mohammad, Ahmed J.(2021)."The Impact of International Oil Prices on the Return of the Market Portfolio - A Study of the Iraq Stock Exchange for the Period 2012-2019". ***TANMIYAT AL-RAFIDAIN***, 40 (*132*), 225-39, https://doi.org/ 10.33899/tanra.2021.130175.1094

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

Research Paper

The Impact of International Oil Prices on the Return of the Market Portfolio - A Study of the Iraq Stock Exchange for the Period 2012-2019

Ashti A. A. AL-Mizori[1]; Ahmed J. Mohammad[2]
Financial and Banking SciencesCollege of Administration and Economics-University of Mosul[1]
Financial and Banking SciencesCollege of Administration and Economics-University of Basra [2]

Corresponding author: Ashti A. A. AL-Mizori**,** Financial and Banking SciencesCollege of Administration and Economics-University of Mosul
Ashti800@gmail.com

DOI: https://doi.org/ 10.33899/tanra.2021.130175.1094

Article History: *Received*:19/5/2021; *Revised*: 2/6/2021; *Accepted*: 9/6/2021; *Published*: 1/12/2021.

Abstract

This study dealt with the issue of the investment portfolio through some objectives, the most important of which is about the impact of oil price fluctuations, along with the main economic variables, on the returns of the market portfolio, by applying to all sectors listed in the Iraqi Stock Exchange, based on the quarterly relative data with 32 views during the period from 2012-2019, using many different regression analysis models as well as programs and mathematical-statistical methods. To that, the study reached some conclusions, the most important of which is that there is an indirect relationship between oil price rates and economic variables with rates of returns for the market portfolio, and this relationship is based on a variable There is only one broker, which is the money supply, and it is also possible to build several models that explain at high rates between the changes in the rates of oil prices with the rates of returns of the Iraq Stock Exchange portfolio, and the study recommends the necessity of diversification in the investment portfolio by choosing the economic sectors that are affected by varying levels with changes Oil prices to achieve a kind of balance between the return and risk of the market portfolio.

Keywords:
Oil Prices, Economic Variables, Market Portfolio.

ورقة بحثية

أثر أسعار النفط العالمية في عائد محفظة السوق- دراسة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠١٢-٢٠١٩

آشتي عبدالستار عبدالغني المزوري[١] ، احمد جاسم محمد العباس [٢]

[١]قسم العلوم المالية والمصرفية –كليةالإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل

[٢]قسم العلوم المالية والمصرفية –كليةالإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة.

المؤلف المراسل: آشتي عبدالستار عبدالغني المزوري – قسم العلوم المالية والمصرفية ، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل

Ashti800@gmail.com

DOI: https://doi.org/ 10.33899/tanra.2021.130175.1094

تاريخ المقالة: *الاستلام:* ٢٠٢١/٥/١٩؛ *التعديل والتنقيح:* ٢٠٢١/٦/٢؛ *القبول:* ٢٠٢١/٦/٩؛ *النشر:* ٢٠٢١/١٢/١.

المستخلص

تناولت هذه الدراسة موضوع المحفظة الاستثمارية من خلال جملة من الأهداف اهمها عن بيان مدى تأثير تقلبات أسعار النفط إلى جانب المتغيرات الاقتصادية الرئيسة على عوائد محفظة السوق، بالتطبيق على جميع القطاعات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية معتمدة على البيانات النسبية الفصلية بواقع ٣٢ مشاهدة خلال المدة من ٢٠١٢-٢٠١٩، مستخدمة عدد من نماذج تحليل الانحدار المختلفة، فضلا عن البرامج والاساليب الاحصائية الرياضية،إلى ذلك توصلت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات أهمها، أنه توجد هناك علاقة غير مباشرة بين معدلات أسعار النفط والمتغيرات الاقتصادية مع معدلات عوائد محفظة السوق، وهذه العلاقة مبنية على متغير وسيط واحد فقط وهو عرض النقد، كما يمكن بناء عدد من النماذج التي تفسر بنسب عالية بين التغيرات الحاصلة لمعدلات أسعار النفط مع معدلات عوائد محفظة سوق العراق للأوراق المالية، وتوصي الدراسة بضرورة التنويع في المحفظة الاستثمارية من خلال اختيار القطاعات الاقتصادية التي تتأثر بمستويات متفاوتة مع تغيرات أسعار النفط لتحقيق نوع من التوازن بين عائد ومخاطرة محفظة السوق.

الكلمات الرئيسة

أسعار النفط، متغيرات اقتصادية، محفظة السوق.

مجلة

تنمية الرافدين

***(TANRA):* مجلة علمية، فصلية، دولية، مفتوحة الوصول، محكمة.**

المجلد (٤٠)، العدد (١٣٢))،
كانون الثاني ٢٠٢١

© جامعة الموصل |
كلية الإدارة والاقتصاد، *الموصل، العراق.*

تحتفظ (**TANRA**) بحقوق الطبع والنشر للمقالات المنشورة، والتي يتم إصدارها بموجب ترخيص (Creative Commons Attribution) لـ (CC-BY-4.0) الذي يتيح الاستخدام، والتوزيع، والاستنساخ غير المقيد وتوزيع للمقالة في أي وسيط نقل، بشرط اقتباس العمل الأصلي بشكل صحيح.

الاقتباس: المزوري، آشتي عبدالستار عبدالغني، العباس، احمد جاسم محمد (٢٠٢١)."أثر أسعار النفط العالمية في عائد محفظة السوق- دراسة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠١٢-٢٠١٩".

تنمية الرافدين، ٤٠ (١٣٢)، ٢١-،
https://doi.org/
10.33899/tanra.2021.130175.1094

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

المقدمة

يُشكل مطلع القرن العشرين البدايات الأولى لتربع النفط على قمة هرم السلع الاستراتيجية العالمية سواء للبلدان المنتجة له أو المستهلكة منه، وباتت تقلب أسعاره تشكل خطراً على النظام الاقتصادي والمالي للدول، وقد يؤدي ذلك بالدور المحوري والفاعل في التأثير على معظم المتغيرات الاقتصادية والمالية للدولة، ومنها عوائد النشاط الاستثماري في الأسواق المالية، وهو ما اهتمت به وفسرته الأطر النظرية والفكرية في أدبيات الإدارة المالية.

وفي خضم الاهتمام بهذا التأثير أشارت الدراسات الاقتصادية والمالية إلى أنه في ظل التقلبات المستمرة لأسعار النفط، فإنه ينبغي على المستثمرين في الأسواق المالية بالسعي إلى تعظيم المنافع لأوراقهم المالية عبر زيادة العوائد وتقليل مستويات المخاطرة، وذلك من خلال بناء محافظ استثمارية قائمة على اساس التنويع، التي تعد من الأدوات الاستثمارية الحديثة في البيئة الاستثمارية.

مشكلة البحث

يعد الافتقار إلى سبل تشكيل محافظ استثمارية كفوءة، ومحاولة تحقيق التوازن المطلوب بين تعظيم عوائد المحفظة الاستثمارية وتقليل مخاطرها في آن واحد، هو من أحد أعقد الاشكاليات التي تواجه المستثمرين في أسواق المال، لاسيما في المشروعات العاملة ضمن بيئة الاقتصاديات الريعية، الذي يخضع لحالات عدم استقرارية ايراداتها النفطية ومن بينها بلد الدراسة، وتتمثل مشكلة البحث في التساؤل الآتي:

"هل تؤثر تقلبات أسعار النفط على عوائد قطاعات محفظة السوق العراقي خلال المدة ٢٠١٢-٢٠١٩"؟

أهمية البحث

تكتسب اهمية البحث بتسليط الضوء على مناقشة الموضوع رغم تناولها من قبل دراسات أخرى، الا ان اختلاف العينة والبيئة الاستثمارية قد يكون له تأثيرات أخرى، كما وتمثل اهمية البحث للمحاولة بالإسهام في ترسيخ الفكر المالي في حقل المحفظة الاستثمارية الحديثة لدى المستثمرين والمتعاملين في سوق عينة البحث، كونه يعد أحد اهم الحقول المعرفية المعاصرة في مجال إدارة المال والاستثمار.

فرضية البحث

يفترض البحث أنه توجد علاقة تأثير ضعيفة بين تقلبات أسعار النفط وعوائد جميع قطاعات محفظة السوق العراقي.

هدف البحث

"يهدف البحث إلى بيان علاقة تأثير تقلبات أسعار النفط على عوائد محفظة سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة ٢٠١٢-٢٠١٩".

منهج البحث

تم الاعتماد على المنهج التحليلي من خلال استخدام عدد من نماذج الانحدار المختلفة وأهمها انحدار متعدد الحدود، والتي تربط بين متغيرات الدراسة من المتغير المستقل المتمثل بأسعار النفط، والمتغيرات الوسيطة المتمثلة

بكل من (الناتج المحلي الاجمالي، عرض النقد، سعر الفائدة، معدل التضخم، وسعر الصرف)، ومع المتغير التابع المتمثلة بمحفظة السوق والمعبر عنها بمؤشر سوق العراق للأوراق المالية ببياناتها الفصلية الممتدة من ٢٠١٢-٢٠١٩، ومن مجموع تسعة قطاعات اقتصادية شملت عينة البحث فقط ستة قطاعات، لأنها التزمت بنشر بياناتها الفصلية خلال مدة البحث.

١. تغطية معرفية لمتغيرات البحث

١-١. أثر تقلبات أسعار النفط على متغيرات الاقتصاد الكلي

قد يأتي المفهوم الدقيق لتقلبات سعر النفط بأنها تلك المشاهد التي تكون فيها عدم استقرارية وبصورة متكررة في أسواق النفط العالمية، متمثلة بالارتفاعات والانخفاضات الكبيرة والمتعاقبة التي تطرأ على سعر برميل النفط عبر الزمن، تاركاً آثاراً كبيرة على متغيرات الاقتصاد الكلي (Matar, et.al, 2013, 251-259)، أي إنها تمارس تأثيراً على النشاط الاقتصادي، وذلك عبر العديد من قنوات متغيرات الاقتصاد الكلي والأساسية منها تتمثل (بالناتج المحلي الاجمالي، سعر الفائدة، سعر الصرف، معدل التضخم، وعرض النقد)، ففي إطار العلاقة بينه وبين الناتج المحلي الاجمالي، فقد تضاربت الابحاث والدراسات في الجزم بأثر ارتفاع وانخفاض أسعار النفط للدول المصدرة والمستوردة للنفط، إذ أشار فريق منهم بوجود علاقة موجبة وسالبة، وادعى الفريق الآخر بعلاقة مختلطة بين الاثنين (Rentschler,2013,2)، كما يمكن أن يتضح تأثير تقلبات أسعار النفط على سعر الفائدة وسعر الصرف من جوانب عدة، وقد تم تناول ذلك بكثير من الأدبيات التطبيقية، والتي توصلت إلى نتيجة مفادها إن سعري الفائدة والصرف هما النوعان الرئيسين من المخاطر السوقية المرتبطة بأسواق النفط العالمية والتي تجعل منها أن تكون متذبذبة (Brown & Yucel,1999,16-23)، أما اتجاه العلاقة بين سعر النفط وسعر الصرف، فربما تكون أكثر تعقيداً من سابقتها، حيث يمكن أن يتجه مؤشر التأثير من أسعار النفط إلى أسعار الصرف أو يحدث العكس، وعادة ما يؤدي انخفاض سعر الدولار أمام العملات العالمية الأخرى إلى زيادة في سعر النفط الخام (Alwan,2014,39)، وعن اطار العلاقة بين تقلبات أسعار النفط والتضخم، أشارت بعض الدراسات إلى أنه عند انخفاض أسعار النفط قد يؤدي إلى زيادة في معدلات التضخم، وفسرت ذلك عند حدوث صدمة سلبية في أسعار النفط ومع وجود جهاز انتاجي غير قادر قد يخفض المستوى الحقيقي للواردات، وبالتالي زيادة في معدلات التضخم وعند زيادة معدلات التضخم في الاقتصاد هذا يعني أن هناك نمواً في العرض النقدي (الكتلة النقدية)، وهنا تتضح صورة العلاقة ما بين سعر النفط وعرض النقد، ويحدث العكس عند ارتفاع أسعار النفط (Aziza, et.al,2019,2-14) (Ito,2008,3-9)، يلمح مما ذُكر آنفاً أن تكرار عدم استقرارية أسعار النفط الخام، قد تترك من ورائها انعكاسات متباينة على مختلف متغيرات الاقتصاد الكلي لا سيما الاساسية منها، وعموماً تكون نتائجها تارة بالإيجاب وتارة ثانية بالسلب واحياناً أخرى تجمع الاثنين معاً لتؤثر على جميع نشاطات القطاعات الاقتصادية في الدولة، ومن بين اهمها أداء الأسواق المالية في القطاع المالي وتأثرها السريع بتقلبات أسعار النفط، ومن بين بلدان العالم المصدرة للنفط يأتي العراق في مقدمتها الذي ليس بمنأى عن الواقع الموصوف اعلاه.

٢-١. تأثير عوامل متغيرات الاقتصاد الكلي على مكونات المحفظة الاستثمارية

مثلما تتأثر متغيرات الاقتصاد الكلي بتقلبات أسعار النفط، فإنها بلا شك ستنعكس آثارها على أداء الأسواق المالية، وعلى عناصر محافظها الاستثمارية المكونة من الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، إلى ذلك فقد اشارت عدد من الدراسات المالية إلى أن أسعار وعوائد الأوراق المالية (وبخاصة الأسهم)، لا تتحرك بشكل منعزل عن مسار النشاط الاقتصادي، لأنها تعد من أكثر أصول المحفظة الاستثمارية حساسية لظروف السوق، وهي تعكس المستجدات والمعلومات الجديدة في المتغيرات الاقتصادية (Ahmad,2019,102)، وهنا يستلزم البحث والوقوف عن كيفية تأثير عوامل متغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسة على أسعار وعوائد الأسهم والسندات، إلى ذلك فقد أشارت عدد من الدراسات إلى ان أسعار الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة وبخاصة الأسهم، تتحرك وبشكل متناسق ومنتظم مع حركة النشاط الاقتصادي وبفواصل زمنية محددة، ويرى العديد من الاقتصاديين والماليين أن استقرار الأسواق المالية وتأدية مهامها على النحو الافضل يتوقف على استقرار الناتج المحلي الاجمالي (Al-Khatib,2010,90)، وعن اطار دور العلاقة بين معدل الفائدة وعوائد أسهم المحفظة، حيث إن المستثمر يأخذ بعين الاعتبار مستوى الفائدة التي تتسم بنسبة قليلة من المخاطرة، وعلى ضوء هذا السعر يكون الاستثمار في الأسهم مبررا فقط عندما يكون سعر السهم يحقق عائداً متوقعاً اعلى بدرجة كافية من سعر الفائدة الخالي من المخاطرة، إلى ذلك فقد أشارت بعض الدراسات إلى أن سعر السهم المتداول في البورصة يتحدد وفقاً للأرباح المتوقعة للشركة، فضلاً عن معدل سعر الفائدة كمؤشر لمعدل العائد المطلوب، فيرتفع سعر السهم إذا انخفض سعر الفائدة، وينخفض سعر السهم وعائدها، وتزداد معها سعر الفائدة، أي إن العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة علاقة عكسية (Maysami,et.al,2004,48-61)، وعن تأثير سعر الصرف على عوائد المحفظة، ففي الاقتصاديات المتقدمة قد لا تظهر بقوة لأنها تصديرية أكثر من كونها مستوردة، أما في الدول النامية ومنها في الاقتصاديات العربية فتأثير سعر الصرف يكون من خلال تأثيره على التدفقات النقدية للمشاريع المستوردة، واستبدال العملة الوطنية بالعملة المحلية في أوقات ضعف العملة المحلية يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، وقد يدفع ذلك ايضاً إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية بالأفراد إلى التخلص من احتياطاتهم منها واستبدالها بأدوات أخرى منها الأسهم، وهذا ما يؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها، ويظهر ذلك واضحاً على عوائد المحفظة الاستثمارية (Al-Khatib,2010,88-89)، واذا كان الحديث عن علاقة التضخم بعوائد المحفظة فإنه عند ارتفاع معدلات التضخم، ستنخفض القوة الشرائية للنقود، وبالتالي تنخفض القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية المستقبلية للاستثمارات، وفي هذه الحالة يقوم المستثمرون بمحاولات بيع أسهم محافظهم، وهذا ما سيؤدي إلى انخفاض أسعار هذه الأسهم، وسيتحقق المستثمرون لعوائد رأسمالية سالبة (Benakovice & Posedel,2010,7)، كما وأن زيادة معدلات التضخم تكتمل علاقتها بعرض النقد وتأثيرها مع عوائد المحافظ، إلى ذلك فقد أوضحت العديد من الدراسات ان زيادة التضخم تؤدي إلى زيادة العرض النقدي، ويمكن لذلك ان تترك اثاراً ايجابياً على أسعار الأسهم بحيث يفوق التأثير السلبي، وعرض النقد يرتبط بعلاقة طردية مع أسعار الأسهم وهو ما توصل إليه (Friedman)، والعكس يصبح صحيحاً اذا ما اتضح ان لزيادة عرض النقد أثراً سلبياً

على عوائد المحفظة، بحيث يفوق الأثر الايجابي في النشاط الاقتصادي ومن ثم في أسعار أسهم المحفظة الاستثمارية، وهذا ما توصل اليه الاقتصادي (Mustafa, et.al, 2013, 148-156)، عموماً فإن جميع أنواع متغيرات الاقتصاد الكلي آنفة الذكر، تتأثر بتقلبات أسعار النفط لاسيما في الاقتصاديات النفطية، وتنعكس آثارها أيضاً على أداء أسواقها المالية، وعلى عوائد محافظها الاستثمارية، وتتفاوت نسب التأثير عليهما من متغير اقتصادي إلى آخر.

٣-١. مؤشر السوق المالي أداة لبناء المحفظة الاستثمارية في ظل التقلبات الاقتصادية

إذ توصف المؤشر العام للسوق بأنه عبارة عن محفظة مكونة بعدد من الأسهم ويتوقع أن يكون لها خصائص مشابهه لمجتمعها، أو أنها تكون ممثلة لمجموعة محددة من الشركات أو القطاعات، ويفترض أن يتعقب المؤشر أداء تلك الشركات او القطاعات (Al-Mansour,2018,46)، إلى ذلك ذهب كل (Clare & Thomas) في تعريفهما لمؤشر السوق المالي، أنه يمثل رقم قياسي يقيس مستوى أسعار الأسهم في السوق المالي، ليعكس ذلك مباشرة على أسعار التعامل سواء بالزيادة او النقصان، وبالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم التداول فيها، عندئذٍ غالباً ما يتم اختيار العينة بشكل يتيح للمؤشر أن يعكس السوق المالية المراد قياسها (Clare & Thomas, 2015,4)، إلى ذلك فقد تباينت وجهات نظر الباحثين حول تبرير استخدام المؤشر العام لأسعار الأسهم، إذ تعتمد وجهة نظر الاولى على الأنموذج التقليدي لتحديد سعر السهم، بوصفه القيمة الحالية للتدفقات النقدية، فكلما ارتفعت توقعات الارباح ترتفع أسعار الأسهم، ويحدث العكس في حالة الانخفاض (Al-Shakarji & Al-Taj al-Din,2008,75-76)، كما واثبتت العديد من الدراسات التطبيقية، أنه بإمكان المؤشرات المالية ان تسهم في التعرف على عوامل متغيرات الاقتصادي الكلي، وتؤثر ذلك على عناصر المحفظة الاستثمارية، وهذا ما اشرنا اليه مسبقاً، إلى ذلك فقد يتمكن المحلل المالي من معرفة طبيعة العلاقة بين هذه المتغيرات والتي قد تطرأ على المؤشرات (التحليل الاساسي)، وهذا ما يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه وضع حالة السوق في المستقبل (Yara,2018,62)، وذلك لأن اجراء هذه التحليلات الفنية والتاريخية للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، واذا ما توصل المحلل المالي إلى معرفة هذا النمط فيمكنه عندئذٍ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق المالية (The Arab Planning Institute,2004,7)، يخلص مما سبق أن مؤشرات الأسواق المالية، فضلاً عن كونها أداة مهمة لمعرفة الأداء الاقتصادي في الدولة أو للتنبؤ بما سيكون الوضع عليه في المستقبل، فإنها تستخدم ايضاً من قبل اطراف عديدة من المستثمرين والأفراد وغيرهم ممن يتعامل في أسواق رأس المال، وفي طليعة تلك الاستخدامات أنها تعطي فكرة سريعة للعوائد المتولدة عن المحفظة الاستثمارية للمستثمرين، والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة محافظ الاستثمار في المؤسسات المتخصصة بعمليات الاستثمار.

٢- تغطية تحليلية لمتغيرات البحث

٢-١. توصيف المتغيرات المستخدمة في نماذج البحث

قبل الخوض في تفاصيل توصيف متغيرات البحث، لابد من الاشارة إلى البيانات التي اعتمد في البحث، فقد تم اللجوء إلى بيانات فصلية للمدة من ٢٠١٢-٢٠١٩، تضمنت ٣٢ مشاهدة مستخدماً فيها الارقام النسبية لجميع متغيرات البحث، وقد تم الاعتماد على البيانات المتوفرة على المواقع الالكترونية للبنك الدولي والبنك المركزي العراقي، وسوق العراق للأوراق المالية، حيث قُسّم قياس جانب البحث إلى عدة نماذج، تناول الاول قياس معدلات التغير في أسعار النفط مع متغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسة، وكُرّس الثاني لدراسة علاقة تلك المتغيرات مع معدل عائد محفظة السوق، ومن ثم بيان آثارها على مكونات عوائد محفظة السوق ممثلة بقطاعاتها الاقتصادية كل على حدة، ولغرض توضيح هيكل الأنموذج القياسي المستخدم للبحث، فإنه تم تحديد المتغيرات التي يتضمنها الأنموذج، والتي سيتم ايضاحها ازاء كل متغير من خلال ما يأتي:

أ- **المتغير المستقل:** ورمز له بـ (X) وعبر عنه بمعدلات أسعار النفط العالمية، وتم الاعتماد على السعر المعدل العالمي لأسعار النفط الثلاثة الرئيسة في العالم.

ب- **المتغيرات الوسيطة:** وشملت خمسة متغيرات وعلى النحو الآتي:

١- الناتج المحلي الاجمالي: رمز له بـ (Z1) معبراً عنه بالنشاط الاقتصادي الإجمالي، وبالأسعار الجارية.

٢- عرض النقد: رمز له بـ (Z2) وتضمن ذلك بالمفهوم الضيق (M1) معتمدة على بيانات تم استخراجها من خلال قسمة عرض النقد على الناتج المحلي الاجمالي.

٣- سعر الفائدة: رمز له بـ (Z3) وتم الاعتماد على أسعار الفائدة لأذونات الخزينة.

٤- معدل التضخم: رمز له بـ (Z4) معبراً عنه بالتغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك.

٥- سعر الصرف: رمز له بـ (Z5) وتم الأخذ بأسعار صرف العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي، نظرا لكونه من أهم العملات المطلوبة والمتداولة على نطاق واسع في العراق.

ت- **المتغير التابع:** رمز له بـ (Y) وتم تحديد هذا المتغير من خلال المؤشر العام للسوق المالي ممثلة بعائد محفظة السوق والموحدة لجميع نماذج البحث، أما مؤشرات قطاعات هذه الأسواق اخذت الرموز الآتية على التوالي ($Y_1, Y_2, Y_3, Y_4, \ldots, N$).

وبعد تحديد المتغيرات المستقلة والوسيطة والتابعة المذكورة آنفاً، يمكن صياغة العلاقة الدالية لمتغيرات الأأنموذج والتي تأخذ الشكل الآتي:

$$Y_t = \alpha_0 + \beta_1 Z_{1t} + \beta_2 Z_{2t} + \beta_3 Z_{3t} + \beta_4 Z_{4t} + \beta_5 Z_{5t} + \varepsilon_{0t} \ldots\ldots\ldots$$

حيث إن:

$$\ldots\ldots Z_{it} = \alpha_i + y_i X_t + \varepsilon_{it}\,; where\ t = 1,2 \ldots, N\ ;\ i = 1,2, \ldots,5$$

وإن:

Y: المتغير المعتمد، يمثل محفظة السوق.

X: المتغير المستقل، يمثل أسعار النفط.

Z_i: المتغير الوسيط i، وهو يمثل كل من الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقد وسعر الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف على التوالي.

β_i: معامل الانحدار لتأثير المتغير الوسيط Z_i على المتغير المعتمد Y.

y_i : معامل الانحدار لتأثير المتغير المستقل X على المتغير الوسيط Z_i.

ε_0: وكذلك ε_i تمثل اخطاء عشوائية تتبع التوزيع الطبيعي.

N: حجم العينة وهي تساوي ٣٢ مشاهدة للبحث.

والأنموذج الرياضي لهاتين المعادلتين اعلاه تعبر عن أسعار النفط ومحفظة السوق، وهو أنموذج خطي، بمعنى أن العلاقة بين المتغيرات هي علاقة خطية، وتعتبر المتغيرات الوسيطة متغيرات مستقلة في المعادلة الاولى، ومتغيرات معتمدة في المعادلة الثانية.

٢-٢. العلاقة بين متغيرات البحث

من المعروف أن الأنموذج الذي يربط المتغير المعتمد (معدل عائد محفظة السوق) بالمتغيرات الوسيطة كل من (الناتج المحلي الاجمالي، عرض النقد، سعر الفائدة، معدل التضخم، وسعر الصرف)، مع الأنموذج الذي يربط المتغير المستقل (معدل سعر النفط) بالمتغيرات الوسيطة فهو أنموذج انحدار خطي، وهذا يعني أن هناك علاقة خطية بين المتغير المعتمد والمتغيرات المستقلة، بعبارة أخرى إن المتغير المستقل يؤثر على كل متغير من المتغيرات الوسيطة، وهذه المتغيرات بدورها تؤثر على المتغير المعتمد، ولأن هدف البحث هو بيان تأثير المتغير المستقل على المتغير المعتمد فسيتم هنا دراسة هذا التأثير من عدة جوانب وكما موضح في الفقرات الآتية:

أ- **العلاقة المباشرة بين المتغير المستقل والمتغير المعتمد:** وهذا يعني أن المتغير المستقل يؤثر بشكل مباشر من دون أية متغيرات وسيطة، أي انحدار خطي بسيط، وهذا الانحدار هو انحدار Y على X وفيما يأتي مقدرات المربعات الصغرى لمعلمات هذه المعادلة:

$$Y_t = \delta_0 + \delta_1 X_{1t} + \omega_t \ldots\ldots$$

هذه المعادلة هي التي تعرف بمعادلة انحدار (Y) على (X)، والجدول (١) تشير إلى نتائج مقدرات المربعات الصغرى لمعلمات المعادلة.

جدول (١) تقدير معلمات أنموذج الانحدار لمتغير (Y على X)

ت	المتغير المستقل	Coefficient	t-Statistic	Prob.
١.	الثابت	٠,٢١٤٦٥٦	0.827241	0.4146
٢.	X	-0.044544	-2.281481	0.0298

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

يتبين من الجدول (١) عدم معنوية معلمة المقطع (الثابت) في حين إن معلمة الانحدار هي معنوية، لذا سيتم فقط تقدير معلمة الانحدار في الجدول (٢) وباستبعاد المقطع الحد (الثابت) وكما يأتي:

جدول (٢) تقدير معلمات أنموذج الانحدار لمتغير (X)

المتغير المستقل	Coefficient	t-Statistic	Prob.	R^2	Adjusted R^2
X	-0.045463	-2.344285	0.0256	12.8%	12.8%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

يتبين من نتائج الجدول (٢)، معنوية معلمة الانحدار عند مستوى معنوية ٠,٠٥ وأن المتغير المستقل يفسر حوالي نسبة ١٣% فقط من المتغير المعتمد، هذا يعني ان القوة التفسيرية للأنموذج المقدر (R^2) إلى أن التغيرات الحاصلة في المتغير التابع تفسر بواسطة التغيرات في المتغيرات المستقلة، وبما ان المتغير المستهدف هو المتغير المعتمد، فنسبة التأثيرات لمتغيرات المستقلة على المتغير المعتمدة كلما تكون عالية تكون افضل، وبما ان القوة التفسيرية للأنموذج المقدر (R^2)، هو فقط حوالي (١٣%) وهذه النسبة قليلة لذا سيتم اللجوء إلى نماذج أخرى مثل نماذج العلاقة المبنية على متغيرات وسيطة بغية الحصول على نسبة افضل.

ب- **العلاقة المبنية على متغيرات وسيطة:** وهذا يعني أن المتغير المستقل يؤثر على متغيرات وسيطة وهذه المتغيرات تؤثر بشكل مباشر على المتغير المعتمد، بمعنى ان هناك علاقة انحدار خطي بسيط بين المتغير المستقل وكل متغير من المتغيرات الوسيطة، ومعادلة انحدار خطي متعدد تربط بين المتغيرات الوسيطة والمتغير المعتمد، والجدول (٣) يمثل تقدير الأنموذج الخاص بكل متغير وسيط بالنسبة للمتغير المستقل:

جدول (٣) تقدير معلمات أنموذج الانحدار بين متغيرات (Z و Y)

ت	المتغير الوسيط (المعتمد)		Coefficient	t-Statistic	.Prob
1.	Z1	α	0.014561	0.991958	0.3292
		β	0.005097	4.615226	0.0001
2.	Z2	α	-0.003331	-0.149669	0.8821
		β	-0.007855	-4.731222	0.0001
3.	Z3	α	4.516786	15.81426	0.0000
		β	0.019722	0.917707	0.3661
4.	Z4	α	1.546641	4.184482	0.0002
		β	-0.007157	-0.257342	0.7987
5.	Z5	α	-0.000645	-0.131497	0.8963
		β	0.000210	0.574377	0.5701

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

يلاحظ من نتائج الجدول (٣) عن عدم معنوية الثوابت في كل من معادلة ($Z_5 - Z_2 - Z_1$)، الخاصة بمتغيرات كل من (الناتج المحلي الاجمالي، عرض النقد، وسعر الصرف)، لذا سيتم استخرج الثوابت من هذه المعادلات، في حين ان الثوابت معنوية في كل من ($Z_4 - Z_3$)، المعبرة عن متغيرين لكل من (سعر الفائدة ومعدل التضخم)، ولكن معاملات الانحدار غير معنوية، لذا سيتم اللجوء إلى استخراج هذه الثوابت أيضاً فلا يمكن الاستفادة منها في التحليل في حالة عدم معنوية معاملات الانحدار، وفي الجدول (٤) سيتم تقدير المعلمات بعد استبعاد جميع الثوابت وكما يأتي:

جدول (٤) تقدير معلمات أنموذج الانحدار بين متغيرات (Z و Y) بعد استبعاد الثوابت

ت	المتغير المعتمد	Coefficient	t-Statistic	Prob.	R^2	Adjusted R^2
1.	Z1	0.005035	4.567370	0.0001	39.6%	39.6%
2.	Z2	-0.007835	-4.813512	0.0000	43.5%	43.5%
3.	Z3	0.000388	0.006014	0.9952	-	-
4.	Z4	-0.013777	-0.400813	0.6913	-	-
5.	Z5	0.000214	0.596639	0.5552	-	-

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

يشير نتائج الجدول (٤) إلى معنوية تأثير معدلات أسعار النفط على كل من الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقد، والتي بلغت بنسبة (٣٩,٦%)، و(٤٣,٥%) على التوالي، في حين ان التأثير كانت غير معنوية لبقية المتغيرات الوسيطة وهي كل من (سعر الفائدة، معدل التضخم، وسعر الصرف)، ومن خلال نتائج الجدول (٤) يمكن التأكد منها عبر ما سيعرض في الجدول (٥)، للوصول إلى مدى معنوية تأثير المتغيرات الوسيطة على المتغير المعتمد، إلى ذلك سيتم اختيار المتغيرات باستخدام طريقة الاختيار الأمامي.

جدول (٥) تقدير معلمات أنموذج الانحدار بطريقة الاختيار الامامي بين متغيرات (Z و Y)

المتغير المستقل	Coefficient	t-Statistic	Prob.	R^2	Adjusted R^2
Z_2	5.958351	4.100152	0.0003	34.1%	34.1%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

يبين نتائج الجدول (٥) ان المتغير الوحيد المعنوي هو عرض النقد (Z_2)، وعدم ظهور متغير الناتج المحلي الإجمالي (Z_1) في التحليل، ويعود ذلك إلى شدة العلاقة الارتباطية بين هذا المتغير ومتغير عرض النقد والتي تقدر بحوالي (0.96-)، وقد استبعد متغير (Z_1) من التحليل عموماً لنفس السبب، لذا سيتم دراسة تأثير معدل التغير في سعر النفط (X) على عرض النقد (Z_2) ومن ثم تأثير عرض النقد على معدل عائد محفظة السوق (Y) وبناءً عليه سيتم دراسة مقدار تأثير المتغير المستقل على المتغير المعتمد عن طريق المتغير الوسيط مستخدمين لذلك تحليل المسار (Path Analysis)، والشكل (١) يوضح مخطط هذه العملية:



شكل (١): مخطط يوضح تحليل المسار لأثر (X على Y) بواسطة (Z_2)

المصدر: المخطط من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج مخرجات الجداول السابقة.

وتظهر نتائج تحليل المسار في الجدول (٦)، فيما يتعلق بالتأثيرات الكلية المباشرة وغير المباشرة وكذلك معامل التحديد بين متغيرات الدراسة:

جدول (٦) التأثيرات الكلية المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات البحث

ت	التأثيرات	Coefficient	R^2
١.	التأثيرات الكلية	-0.383	14.67%
٢.	التأثيرات المباشرة	0.026	0.07%
٣.	التأثيرات غير المباشرة	-0.409	14.60%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Amos-26.

وقد اوضحت نتائج مخرجات برنامج (Amos-26) أن التأثير المباشر لمعدلات أسعار النفط (X) يفسر فقط حوالي (٠,٠٧%) من معدل عائد محفظة السوق (Y)، بينما ظهر التأثير غير المباشر من خلال متغير عرض النقد (Z_2) والذي فسر حوالي ١٤,٦%، ومجموع ما يفسره المتغير المستقل هو١٤,٦٧%، وهي نفس القيمة التي تم الحصول عليها في انحدار (Y) على (X)، واختلاف قيم معامل التحديد بسبب المعادلة المستخدمة في البرنامج لإيجاد معامل التحديد، فمثلاً برنامج (SPSS) يعطينا قيمة معامل التحديد على أنه (١٤,٧%) وليس (١٢,٨%)، كما اظهرت نتائج تحليل المسار أن تأثير (X) على (Y) هو بالفعل تأثير غير مباشر وأن المتغير (Z_2) عرض النقد وهو متغير وسيط بين المتغيرين المستقل والمعتمد، وأن الذي جعل تأثير المتغير (X) معنوي في انحدار (Y) على (X) هو شدة ارتباط (X) مع (Z_2) حيث بلغ معامل الارتباط بينهما حوالي (-٠,٦٦)، وهو الذي يفسر عدم ظهور المتغير كمتغير معنوي حين إضافته مع (Z_2) في نفس الأنموذج.

وعن محاولة استخدام تحليل الانحدار غير الخطي من خلال نماذجه الثلاثة بغية الحصول إلى نتائج تعطي أكثر تفسيراً لمتغيرات الدراسة، سيتم التحليل الاتي:

أ- **انحدار متعدد حدود:** اي أن المتغير المستقل ممثلة بمعدلات أسعار النفط سيؤثر على المتغير المعتمد ممثلة بمعدل عائد محفظة السوق بسلوك غير خطي، وقد يكون من الدرجة الأولى أو الثانية أو الثالثة أو درجة أعلى، وفي الجدول (٧) سيتم استخدام طريقة الاختيار الأمامي لاختيار الدرجة المناسبة.

جدول (٧) نتائج أنموذج انحدار متعدد الحدود بين متغيرات البحث

المتغير المستقل	Coefficient	t-Statistic	Prob.	R^2	Adjusted R^2
X	0.066674	3.676209	0.0010	81.4%	79.4%
X^2	-0.004630	-3.628697	0.0011		
X^3	-0.000218	-8.289790	0.0000		
X^4	0.00000803	6.197017	0.0000		

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

وتبين من نتائج التحليل أن درجة متعددة الحدود هي الدرجة الرابعة، وأن معامل التحديد المصحح قد اقترب من (٨١%)، وهذا رقم كبير جداً مقارنة مع ما تم الحصول عليه في بقية النماذج السابقة.

ب- **الانحدار اللوغاريتمي:** في هذا الأنموذج سيتم دراسة ثلاث حالات مختلفة لمتغيرات الدراسة من المتغير المستقل والمعتمد، وان الجدول (٨)، يلخص نتائج هذه الحالات من خلال ما تم الحصول عليه.

جدول (٨) نتائج أنموذج الانحدار اللوغاريتمي للحالات الثلاثة بين متغيرات البحث

ت	المتغير المعتمد	المتغير المستقل	المعلمات	Coefficient	t-Statistic	Prob.
.١	Log(Y)	Log(X)	α	0.074043	0.080203	0.9366
			β	-0.456562	-1.714263	0.0968
.٢	Log(Y)	X	α	-1.492835	-9.893327	0.0000
			β	-0.004920	-0.433345	0.6679
.٣	Y	Log(X)	α	6.487181	4.709646	0.0001
			β	-1.822223	-4.585659	0.0001

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

تظهر نتائج معلمات الجدول (٨)، في الحالة الاولى والثانية انها غير ملائمة بين معدلات أسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، في حين ظهرت نتائج الحالة الثالثة بانها أكثر ملائمة، لذا سيتم الاعتماد على الاخيرة، ونتائج الجدول التالي يوضح ذلك:

جدول (٩) نتائج الانحدار اللوغاريتمي بانحدار (Y) على Log(X)

المتغير المستقل	Coefficient	t-Statistic	Prob.	R^2	Adjusted R^2
الثابت	6.487181	4.709646	0.0001	41.2%	39.2%
Log(X)	-1.822223	-4.585659	0.0001		

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

تشير نتائج الجدول (٩)، بان معدلات أسعار النفط ومع معدلات عوائد محفظة السوق تفسر بنسبة (٤١,٢%) من التغيرات الحاصلة في معدل عوائد محفظة السوق.

ت- **الانحدار الجيبي:** في هذا الأنموذج ايضا سيتم دراسة ثلاثة حالات ولكن بأشكال مختلفة، والجدول (١٠) يلخص هذه الحالات من خلال المحالات التي تم الحصول عليها.

جدول (١٠) نتائج أنموذج الانحدار الجيبي للحالات الثلاثة بين متغيرات البحث

ت	المتغير المعتمد	المتغير المستقل	المعلمات	Coefficient	t-Statistic	.Prob
1.	Sin(Y)	Sin(X)	α	-0.007043	-0.280065	0.7813
			β	0.031670	0.865572	0.3936
2.	Sin(Y)	X	α	-0.008406	-0.330706	0.7432
			β	-0.000744	-0.388792	0.7002
3.	Y	Sin(X)	α	0.256818	0.924935	0.3624
			β	0.335305	0.829991	0.4131

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

إذ يلاحظ انه عند استبعاد معلمات الثوابت من الحالات الثلاث في الجدول (١٠) فالنتائج بقيت غير ملائمة، لذا لا يمكن بناء أنموذج جيبي مناسب بين معدلات أسعار النفط مع معدلات عوائد محفظة السوق.

من عرض التحليل السابق يستنتج أنه يتأثر متغيرين فقط من مجموع خمسة متغيرات وسيطة، وهي كل من الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد بمعدلات تقلب أسعار النفط، وهناك علاقة غير مباشرة بين معدلات أسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، وهذه العلاقة مبنية على متغير وسيط واحد فقط وهو عرض النقد، وبالإمكان بناء أنموذج انحدار متعدد حدود من الدرجة الرابعة ليفسر ما يقارب ٨٠% من التغيرات الحاصلة في معدلات عوائد محفظة السوق، كما يمكن بناء أنموذج انحدار يربط اللوغاريتم الطبيعي لمعدلات أسعار النفط مع معدلات عوائد محفظة السوق ليفسر ما يقارب ٤٠% من التغيرات الحاصلة في معدلات عوائد محفظة السوق، ولا يمكن بناء أنموذج انحدار جيبي بين تلك المتغيرات.

٣-٢. آثار تقلبات أسعار النفط على عوائد محفظة القطاعات الاقتصادية

كانت النماذج التي بينت مستوى تأثير معدلات أسعار النفط على معدلات عوائد محفظة السوق المالي، هي تلك النماذج المعنوية التي تم الحصول عليها كما هي موضحة في الجدول (١١)، وكما يأتي:

جدول (١١) ترشيح الأنموذج الأكثر ملاءمة بين متغيرات البحث

ت	الأنموذج	Adjusted R^2 %
١.	الأنموذج الخطي البسيط	١٢,٨
٢.	الأنموذج متعدد الحدود	٧٩,٤
٣.	الأنموذج اللوغاريتمي Y على Log(X)	٣٩,٢

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج النماذج السابقة.

من خلال عرض النماذج في الجدول (١١)، حيث بلغت معامل التحديد المصحح لأنموذج الخطي البسيط بنسبة (١٢,٨%)، أما الأنموذج متعدد الحدود قدرت بنسبة (٧٩,٤%)، في حين كانت نسبة التحديد المصحح للأنموذج اللوغاريتمي Y على Log(X) بحوالي (٣٩,٢%)، فيبين أن هناك فرقاً ملحوظاً بين الأنموذج متعدد الحدود مقارنة بالأنموذجين الآخرين، لذا سيتم استخدامه لأنها ستفسر مدى قوة تأثير عائد محفظة القطاعات الاقتصادية للسوق المالي بتقلبات أسعار النفط، وصيغته الرياضية هي على النحو الآتي:

$$Y_t = \beta_1 X_t + \beta_2 X_t^2 + \beta_3 X_t^3 + \beta_4 X_t^4 + \varepsilon_t$$

بناءً على اختيار الأنموذج متعدد الحدود فسيتم تطبيقه على القطاعات الاقتصادية لسوق العراق للأوراق المالية، والجدول (١٢) يعرض اسماء تلك القطاعات الستة الداخلة في عينة الدراسة، مع توصيف كل قطاع برمز معين لسهولة احتسابه في العمليات التحليلية.

جدول (١٢) القطاعات الاقتصادية لسوق العراق للأوراق المالية

ت	القطاعات	الرمز
.١	المصرفي	Y_1
.٢	التأمين	Y_2
.٣	الخدمات	Y_3
.٤	الفنادق والسياحة	Y_4
.٥	الصناعة	Y_5
.٦	الزراعي	Y_6

الجدول من إعداد الباحثين.

والان بعد ترشيح الأنموذج الأكثر ملاءمة، فسيتم تطبيقه وبشكل منفصل على جميع القطاعات الاقتصادية، لبيان مدى تأثر عوائد محافظها من تقلبات أسعار النفط العالمية خلال فترة البحث وكما يأتي:

١-**القطاع المصرفي (Y_1)** : تشير المخرجات المتضمنة في الجدول (١٣) إلى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين عائد محفظة القطاع المصرفي وتقلبات أسعار النفط، حيث تبين أن جميع القيم الاحتمالية هي معنوية لأنها أقل من (٥%)، وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل بالفرضية البديلة، كما وفسرت نسبة معامل التحديد المصحح بحوالي (٨٤%) من تأثير عائد محفظة القطاع بتقلبات السعر النفطي، هذا يعني أن هناك بنسبة (١٦%) قد تعود إلى عوامل عشوائية أخرى كأن تكون هناك متغيرات مهمة لم تضمن الأنموذج، علماً انه جيد التوفيق وفقاً لقيمة معامل التحديد المصحح.

جدول (١٣) تأثير تقلبات أسعار النفط على عوائد محفظة القطاع المصرفي

Adjusted R^2	R^2	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
83.78%	85.35%	0.0011	3.651678	0.124835	X
		0.0000	-6.081049	-0.014625	X^2
		0.0000	-9.487688	-0.000471	X^3
		0.0000	8.671028	0.0000212	X^4

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

٣- **قطاع التأمين (Y_2)**: الجدول (١٤) يعرض نتائج علاقة الارتباط بين عائد محفظة قطاع التأمين العراقي وتقلبات أسعار النفط، ويفسر عدم وجود أي علاقة بين هذين المتغيرين، والقيم الاحتمالية هي غير معنوية، لأن أغلبها أكبر من (٥%) وبنسب عالية، هذا ما يدعم قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة.

جدول (١٤) تأثير تقلبات أسعار النفط على عوائد محفظة قطاع التأمين

Adjusted R^2	R^2	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
00.00%	00.00%	0.9546	0.057404	0.003695	X
		0.3145	-1.024296	-0.004639	X^2
		0.7597	-0.308814	-0.0000289	X^3
		0.2449	1.187821	0.00000546	X^4

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

هذا يشير بأن لتقبات أسعار النفط ليس له اي علاقة ارتباط قوية مع عوائد محفظة قطاع التأمين العراقي لا سيما خلال فترة البحث، ما يعني ذلك للمستثمرين أنهم يستطيعون تنويع محافظهم الاستثمارية من خلال تشكيل عوائد قطاعات اقتصادية ذات علاقة تأثير ضعيفة او منعدمة بتقلبات أسعار النفط.

٣- **قطاع الخدمات (Y_3):** من خلال عرض نتائج الجدول (١٥)، تبينت أن معامل التحديد المصحح بين متغيرات الدراسة ضعيفة أو منعدمة، إلا أن بعض القيم الاحتمالية معنوية وبعضها غير معنوية.

جدول (١٥) تأثير تقلبات أسعار النفط على عوائد محفظة قطاع الخدمات

Adjusted R^2	R^2	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
00.00%	00.00%	0.6634	0.439860	0.003695	X
		0.0401	-2.152501	-0.004639	X^2
		0.3165	-1.019867	-0.0000289	X^3
		0.0482	2.065862	0.00000546	X^4

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

ومن خلال تحليل نتائج الجدول (١٥)، يلاحظ معنوية كل من معامل المتغيرين (X^2) و (X^4) لذا سيتم تكوين الأنموذج فقط بدلالتهما، وكما هو موضح في مخرجات الجدول (١٦):

جدول (١٦) تأثير تقلبات أسعار النفط على عوائد محفظة قطاع الخدمات لمتغيرات (X^4 , X^2)

Adjusted R^2	R^2	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
00.00%	00.00%	0.0753	-1.842272	-0.002378	X^2
		0.0914	1.743719	0.00000208	X^4

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

وبعد استبعاد المتغيرات غير المعنوية ايضاً بقي معامل التحديد المصحح بين متغيرات البحث منعدمة، ونستنتج من ذلك ان قطاع الخدمات غير مؤثرة بتقلبات السعر النفطي خلال مدة البحث.

٤- **قطاع الفنادق والسياحة (Y_4):** تشير المخرجات المتضمنة في الجدول (١٧) إلى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين عائد محفظة قطاع الفنادق والسياحة العراقي وتقلبات أسعار النفط، حيث بلغ معامل التحديد المصحح بنسبة (٥١,٨٨%)، وان جميع القيم الاحتمالية هي معنوية، لأنها أقل من (٥%)، عدا المتغير (X^2) والتي بلغت بنسبة (٠,٠٥٨٣).

جدول (١٧) تأثير تقلبات أسعار النفط على عوائد محفظة قطاع الفنادق والسياحة

Adjusted R^2	R^2	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
51.88%	56.53%	0.0268	2.337294	0.042786	X
		0.0583	-1.974232	-0.002543	X^2
		0.0001	-4.706472	-0.000125	X^3
		0.0023	3.350713	0.00000438	X^4

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

ومن خلال تحليل نتائج الجدول (١٧)، يلاحظ معنوية كل المتغيرات، عدا المتغير (X^2) لذا سيتم تكوين أنموذج باستبعاده، وكما هو موضح في مخرجات الجدول (١٨).

جدول (١٨) تأثير تقلبات أسعار النفط على عوائد محفظة قطاع الفنادق والسياحة بعد استبعاد المتغير X^2

Adjusted R^2	R^2	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
%٠٧.٤٧	%٤٩.٠5	0.0478	2.066687	0.039514	X
		0.0003	-4.075327	-0.000102	X^3
		0.0001	4.580955	0.00000192	X^4

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

وبعد استبعاد المتغير غير المعنوي فسرت نسبة معامل التحديد المصحح بحوالي (٤٧%) من تأثير عائد محفظة القطاع الفنادق والسياحة بتقلبات السعر النفطي، هذا يعني أن هناك بنسبة (٥٣%) قد تعود إلى عوامل عشوائية أخرى كأن تكون هناك متغيرات مهمة لم تضمن الأنموذج، علماً أنه جيد التوفيق وفقاً لقيمة معامل التحديد المصحح.

٥- **قطاع الصناعة (Y_5):** من خلال عرض نتائج تحليل الجدول (١٩) تبين أن جميع القيم الاحتمالية معنوية، لأنها أقل من (٥%)، حيث فسرت نسبة معامل التحديد المصحح بحوالي (٨٠,٢٠%)، من تأثير عائد محفظة قطاع الصناعة العراقي بتقلبات أسعار النفط العالمية، وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل بالفرضية البديلة.

جدول (١٩) تأثير تقلبات أسعار النفط على عوائد محفظة قطاع الصناعة

Adjusted R^2	R^2	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
80.20%	82.12%	0.0008	3.773468	0.170438	X
		0.0004	-4.005735	-0.012729	X^2
		0.0000	-8.514007	-0.000559	X^3
		0.0000	6.568100	0.0000212	X^4

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

٦- **القطاع الزراعي (Y_6):** أظهرت نتائج تحليل الجدول (٢٠) بأن القوة التفسيرية لمعامل التحديد المصحح الخاص بالقطاع الزراعي العراقي، كانت بحوالي نسبة (٤٣%) من التغيرات الحاصلة في تقلبات أسعار النفط العالمية خلال فترة الدراسة تؤثر على عوائد محفظة القطاع الزراعي، بينما جاءت بنسبة (٥٣%) تقريباً

من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع المتمثلة بعوائد محفظة القطاع الزراعي، وقد يعود ذلك السبب إلى وجود متغيرات أخرى مؤثرة غير داخلة في الأنموذج لصعوبة قياسها والتي تقع ضمن المتغير العشوائي.

جدول (٢٠) تأثير تقلبات أسعار النفط على عوائد محفظة قطاع الزراعة

Adjusted R^2	R^2	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
42.88%	48.40%	0.0371	2.189441	0.125838	X
		0.0085	-2.828454	-0.011437	X^2
		0.0001	-4.566603	-0.000381	X^3
		0.0006	3.837024	1.58E-05	X^4

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

وبعد اجراءات تحليل القوة التفسيرية لأنموذج متعدد الحدود على القطاعات الاقتصادية لسوق العراق للأوراق المالية، تبين أن هناك تفاوتاً بمستوى التأثير بين عوائد محفظة القطاعات من حيث تأثرها بتقلبات أسعار النفط العالمية، وكما هو معروض عن تلك النتائج بالتسلسل في الجدول الآتي:

جدول (٢١) القطاعات الاقتصادية العراقية حسب تأثرها بتقلبات أسعار النفط

ت	القطاعات	Adjusted R^2 %
١.	المصرفي	٨٣,٧٨
٢.	الصناعة	٨٠,٢٠
٣.	الفنادق والسياحة	٤٧,٠٧
٤.	الزراعي	٤٢,٨٨
٥.	الخدمات	٠٠,٠٠
٦.	التأمين	٠٠,٠٠

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول السابقة.

يخلص من سرد التحليلات السابقة أن لتقلبات أسعار النفط العالمية تأثيراً وبمستويات قوية مختلفة على مختلف عوائد محفظة القطاعات الاقتصادية، وجاءت نسبة التأثير على التوالي لكل من (المصرفي، الصناعة، الفنادق والسياحة، والزراعي)، فيما كان هناك فقط قطاعان أظهرا نسبة تأثير ضعيفة أو منعدمة، وهما (الخدمات، والتأمين).

ووفقنا مما سبق نقف على نفي فرضية البحث، أي انه توجد علاقة تأثير قوية وبمستويات مختلفة بين تقلبات أسعار النفط مع أغلب عوائد قطاعات محفظة سوق العراق للأوراق المالية.

الاستنتاجات

١. من بين خمسة متغيرات اقتصادية يتأثر فقط متغيران، وهما كل من الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد بمعدلات تقلب أسعار النفط، وهناك علاقة غير مباشرة بين معدلات أسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، وهذه العلاقة مبنية على متغير وسيط واحد فقط وهو عرض النقد.

٢. بالإمكان بناء أنموذج انحدار متعدد حدود من الدرجة الرابعة ليفسر ما يقارب ٨٠% من التغيرات الحاصلة في معدلات عوائد محفظة السوق، كما يمكن بناء أنموذج انحدار يربط اللوغاريتم الطبيعي لمعدلات أسعار النفط مع معدلات عوائد محفظة السوق ليفسر ما يقارب ٤٠% من التغيرات الحاصلة في معدلات عوائد محفظة السوق، ولا يمكن بناء أنموذج انحدار جيبي بين تلك المتغيرات.

٣. تم التوصل إلى رفض فرضية البحث والتي مفادها توجد علاقة تأثير ضعيفة بين تقلبات أسعار النفط وعوائد قطاعات محفظة السوق العراقية، لأنها ظهرت قوية وبمستويات مختلفة.

٤. من بين أكثر القطاعات تأثراً بتقلبات أسعار النفط هي على التوالي (المصرفي، الصناعي، الفنادق والسياحة، والزراعي)، في حين كانت نسبة التأثير ضعيفة أو منعدمة لقطاعين فقط وهما كل من (الخدمات، والتأمين).

المقترحات

١. ضرورة فهم طبيعة تأثير تقلبات أسعار النفط وعلاقتها بعوائد أسهم محافظ الاستثمار في أسواق المال، لأن ذلك سيساعد المستثمرين للحد من المخاطر العالية.

٢. بإمكان المستثمر التنويع بمحفظته الاستثمارية من حيث اختياره للقطاعات الاقتصادية التي تتأثر بمستويات متفاوتة مع تغيرات أسعار النفط، لتحقيق أعلى عائد ممكن مع أقل درجة ممكنة من مستويات المخاطرة.

٣. الأخذ بنتائج هذه الدراسة لما تقدمه من صورة عن مدى تأثر عوائد قطاعات محفظة سوق العراق للأوراق المالية بالتقلبات الاقتصادية.

٤. عقد ندوات علمية وإقامة دورات تثقيفية مالية عن كيفية بناء المحافظ الاستثمارية لا سيما في الاقتصاديات الريعية التي تتأثر عوائد أسهم أسواقها المالية بمتغيرات السعر النفطي.

Reference

Ahmad, Muhammad Faisal Hassan Muhammad, 2019, **"The Impact of Oil Price Volatility on the Performance of the Saudi Financial Market (2003-2016"),** Journal of Economic, Administrative and Legal Sciences, Volume 3, Issue 8, National Research Center, Gaza, Palestine

Ali , Oday Salim,2017, **Statistical Appendix of the Republic of Iraq**, Arab Economic Journal, No 76-77,Central for Arab Unity Studies, Lebanon .

Al-Khatib, Muhammad Mahmoud, 2010, **"Financial Performance and Its Impact on Share Returns in Joint-Stock Companies,"**, 1st Edition, Al-Hamed Publishing and Distribution House, Amman, Jordan.

Al-Mansour, Heba Allah Mustafa Al-Sayed Ali, 2018, **"The Feasibility of International Diversification in Light of the Financial Crisis - An Analytical Study of a Sample of International Stock Markets",** unpublished PhD thesis, College of Management and Economics, Karbala University, Iraq.

Al-Shakarji, Bashar Thanoon Muhammad, and Al-Taj al-Din, Mayada Salah al-Din, 2008, "**The Relationship of the Stock Market Index to the Economic Status - An Analytical Study of the Riyadh Stock Exchange",** Al-Rafidain Development Journal, Volume 30, Issue 89, University of Mosul, Iraq.

Alwan, Hussein Hassaballah, 2014, **"Analyzing and measuring the relationship between oil prices and exchange rates in selected countries with special reference to Iraq",** unpublished master's thesis, College of Administration and Economics, University of Baghdad, Iraq.

Aziza,S.; & Cihan,T.; & Symbat,N.; & Almaz,A., 2019**,"The effects of changes in oil prices on the Russian economy",** Revista: espacios, Vol. (40) ,No. (14).

Benakovic, Dubravca; & Posedel, Petra; 2010, **"Do Macro Economic Factors Matter for Stock Returns? Evidence from Estimating a Multifactor Model on the Croatian Market",** University of Zagreb, Faculty of Economics, Working Paper, No. (10-12).

Brown, Stephen P.; & Yücel, Mine K.; 1999**,"Oil Prices and U.S Aggregate Economic Activity :A question of Neutrality",** Economic and Financial Review, Federal Reserve Bank of Dallas , Second Quarter.

Central Bank of Iraq, Annual Statistical Bulletin, Various Issues, (https://www.cbi.iq).

Central Statistics organization Iraq, Various Issues, (http://cosit.gov.iq/ar).

Clare,A.; & Thomas, S.; 2015, **"Financial Market Indices: Facilitating Innovation - Monitoring Markets",** Centre For Asset Management Research, Cass Business School, London.

Iraq Stock Exchange, Annual Report, Various Issues ,(www.isxiq.net).

Ito,Katsuya, 2008, **"Oil price and macro economy in Russia",** Economics Bulletin, Vol. (17), No. (17).www.ideas.repec.org.

Matar, Walid; & Al-Fattah, Saud M.; Atallah, Tarek; & Pierru, Axel; 2013, **" An introduction to oil market volatility analysis",** OPEC Energy Review, Vol. (37), No. (3).

Maysami, Ramin, Cooper; & Howe, Lee, Chuin; & Hamza Mohamed, Atkin; 2004, **"Relationship between Macroeconomic variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore All-S Sector Indices",** Journal Pengurusan, Vol. (24).

Mustafa, K.; & Ahmed, R.; & Siddiqui, A., 2013, **"Money Supply and Equity Price Movements in Pakistan",** European Journal of Business and Management, Vol. (5), No. (5).

Rentschler ,Jun E. , 2013, **"Oil price v olatility , Economic growth and the hedging role of renewable energy",** The world bank, Sustainable development network ,Office of the chief economist.

The Arab Planning Institute, 2004, **"Financial Market Analysis**", a periodical series dealing with development issues in the Arab countries, Kuwait, Year 3, Issue 27.

World Bank, Various Issues ,Data on web site: (http://publication.worldbank.org./WDI/indicators).

Yara, Samir Abdel-Saheb, 2016, **"Choosing the Optimal Investment Portfolio - An Applied Study Proposal Form",** unpublished PhD thesis, College of Administration and Economics, Al-Mustansiriya University, Iraq.