

قياس كفاءة سوق العراق لأوراق المالية في ظل التحولات الاقتصادية م.وسام حسين علي العنيزي

قسم الاقتصاد / كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الأنبار

Measuring the efficiency of Iraq Stock Exchange in light of economic changes

المستخلص

يهدف هذا البحث للتعرف على كفاءة سوق العراق لأوراق المالية للمدة 2004 وحتى 2013 من خلال استخدام البيانات اليومية لعوائد السوق وتسخير عدة اساليب احصائية وقياسية منها اختبار الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي (Autocorrelation) ، واختبار التعاقب (Runs test) ، واختبار نسبة التباين (Variance Ratio) إضافة الى اختبارات الاستقرار (Stationary tests) للتأكد من كفاءة السوق على المستوى الضعيف ، وظهرت النتائج لكافة الاختبارات الاحصائية ان سوق العراق لأوراق المالية خلال المدة 2004/11/1-2013/9/30 كفوء على المستوى الضعيف .

Abstract

This paper aims to determine the efficiency of the Iraq market stock for the period 2004-2013 by using the daily data for market returns and adopted several statistical and econometrics methods like Serial Correlation, Runs test and Variance Ratio test in addition of Stationary tests to ensure the efficiency of the market at weak level, and the results for all statistical methods showed that the Iraq stock market during the period 1/11/2004-30/9/2013 efficient at the weak level .

الكلمات المفتاحية : قياس كفاءة السوق المالية ، سوق العراق لأوراق المالية، الارتباط الذاتي ، اختبار التعاقب ، نسبة التباين ، اختبارات الاستقرار .

المقدمة :

ان التحولات الاقتصادية التي حدثت في الاقتصاد العراقي بشكل عام وتغيير اليات العمل في سوق العراق للأوراق المالية بشكل خاص والتي هدفت الى توفير بيئة استثمارية صالحة لتتيح للمستثمرين تحقيق الارباح في ظل نظام جديد (النظام الرأسمالي) يسعى الى توسيع حركة التحرر المالي وزيادة تطور نشاط الاسواق المالية والعمل على تحقيق كفاءة هذه الاسواق والتي تتأثر بكثير من العوامل التي تحول دون تحقيقها من اهمها الاطار التنظيمي والتشريعي وضيق نطاق السوق والادوات المتداولة وضعف نظام المعلومات وغياب الشفافية والافصاح المحاسبي ، لذا ينبغي تذليل هذه العوامل لا سيما توفير قدرأ كافيأ من المعلومات حول الاوراق المالية المتداولة في السوق لان قيمتها تتقلب بشكل مستمر معتمدة في ذلك على البيانات والمعلومات المتوفرة حول ظروف السوق والشركة المصدره لهذه الاوراق ، ومن كل ما سبق وجدت الدراسة ضرورة معرفة اثر هذه التحولات والاجراءات المتبعة من قبل سوق العراق للأوراق المالية في تحقيق كفاءة هذا السوق مستخدمة احدث الاساليب الكمية للتحقق منها .

• **مشكلة البحث :** ان تحقيق النمو الاقتصادي في اي بلد يعتمد بالدرجة الاساس على استثمار الاموال المدخرة استثماراً امثلاً ، وان عملية الاستثمار في اي بلد تحتاج الى رؤوس الاموال كافية تساهم في تكوين الاستثمارات الحقيقية والمساهمة في اعادة الاعمار الاقتصاد العراقي ، بالاضافة الى تقليل الاثر السلبي الناتج عن اعتماد الاقتصاد العراقي على عوائد النفط كمورد مالي اساسي ، ولتجاوز العقبات السابقة ينبغي ان تتوفر اسواق مالية كفؤة تحقق على الاقل المستوى الادنى من الكفاءة للمتعاملين في السوق وتعمل على توفير البيانات اللازمة لذلك ، وان سوق العراق للأوراق المالية احد هذه الاسواق يجب ان يتمتع بالقدر الكافي من الكفاءة لتحقيق اهدافه .ويمكن صياغة مشكلة البحث في السؤال الاتي " هل ان سوق العراق للأوراق المالية كفوء عند المستوى الضعيف ؟"

• **أهمية البحث :** تتبع اهمية البحث من خلال دور الاسواق المالية في عملية استثمار الاموال المدخرة لدى الجمهور من جهة وتنشيط الاستثمارات المحلية وزيادة معدلات النمو الاقتصادي من جهة اخرى ، لذا ينبغي ان تتمتع هذه الاسواق بالكفاءة والتي تجعل هذه الاموال تسلك الطرق الاصح في عملية استثمارها وبما ان سوق العراق للأوراق المالية احد هذه الاسواق وقد عمل على تعديلات جوهرية لذا يجب ان يتمتع بالكفاءة اللازمة التي تجعله في مصاف الاسواق الاقليمية والعالمية ومعرفة المعوقات التي تحول دون ذلك ومعالجتها .

• **اهداف البحث :** يهدف البحث الى بيان قياس كفاءة العوائد اليومية لسوق العراق للأوراق المالية على المستوى الضعيف في ظل التغيرات التي حدثت على الاقتصاد العراقي بشكل عام وعلى السوق بشكل خاص من خلال استخدام عدة اختبارات احصائية للمدة 2004-2011 . وكذلك تحديد الاليات التي تعزز من كفاءة السوق المالي العراقي.

- **فرضية البحث :** ان تغيرات العوائد اليومية لسوق العراق للاوراق المالية تكون عشوائية ولا ترتبط العوائد الحالية وبالعوائد السابقة ، مما يعني ان سوق العراق للاوراق المالية سوق كفو على المستوى الضعيف خلال مدة البحث.
- **منهج البحث :** يعتمد البحث على الاسلوب النظري والاسلوب الكمي لتحديد مدى كفاءة سوق العراق للاوراق المالية خلال المدة 2004-2013 .
- **الدراسات السابقة :** هنالك العديد من الدراسات التي وظفت لقياس كفاءة السوق المالية ومنها على سبيل المثال الاتي:
 - دراسة قدمها الباحث درويش في عام 2011 بعنوان ((اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف)) وقد هدفت هذه الدراسة الى اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية باستخدام العوائد اليومية (الاصيلة والمعدلة) بأثر عدم التكرار (ضعف التداول) لمؤشر القدس خلال الفترة 1997-2008 وخمس مؤشرات قطاعية مدرجة في السوق خلال الفترة 2006 - 2008 وتطبيق اربعة اساليب احصائية مختلفة هي: الارتباط الذاتي والتكرار وجذر الوحدة ونسبة التباين وتوصلت الدراسة الى ان سوق فلسطين للأوراق المالية غير كفو على المستوى الضعيف نتيجة الخصائص المتعلقة به كضعف التداول والسيولة.
 - دراسة قدمها الباحثان الفضلي والشمري في 2009 تحت عنوان ((التطور الزمني للكفاءة المعلوماتية مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية)) ، اذ هدفت دراستهما الى قياس الكفاءة في سوق الكويت للأوراق المالية منذ تأسيسه وحتى عام 2005 باستخدام العوائد اليومية للسوق ومن خلال تقسيم هذه الفترة الى عدة فترات لغرض ابراز التطور الزمني في عام 1985 للكفاءة المعلوماتية في هذا السوق وتم توظيف العديد من الطرق والاساليب الاحصائية المختلفة مثل الارتباط الذاتي ونسبة التباين وجذر الوحدة واختبار (GARCH) والتوزيع الطبيعي واخيرا اختبار التعاقب (Runs) وظهرت النتائج الى ان سوق الكويت غير كفو على طول الفترة 1995 . 2003 عدا الفترة الاخيرة التي تبدأ من 2003/7/1 الى 2005/12/28 اذ تميز السوق في هذه الفترة بالكفاءة المعلوماتية وفقا لنتائج وتحليل الاختبارات السابقة .
 - دراسة الباحث مصطفى في عام 2001 بعنوان ((دراسة اختبارية الكفاءة سوق الاسهم في دولة الامارات العربية المتحدة)) فقد اختبرت هذه الدراسة كفاءة سوق الاسهم في دولة الامارات العربية المتحدة بالمستوى الضعيف من خلال اختبار عشوائية سلوك الاسعار بالتطبيق على العوائد اليومية (18) سهم والتي تمثل اكثر الاسهم نشاطا خلال الفترة 26 يناير 1999 حتى 25 مارس 2001 وباستخدام التوزيع الطبيعي واختبار التعاقب فقد بينت النتائج بان سوق الاسهم في دولة الامارات العربية المتحدة غير كفاء على المستوى الضعيف.
 - دراسة قدمها الباحث الجزيري في عام 1995 تحت عنوان ((كفاءة الاسواق المالية قياس وتحليل زمني لكفاءة سوق المال المصري)) افترضت هذه الدراسة بان سوق المال المصري غير كفو في المستوى الضعيف

وان حركة اسعار الاسهم في المستقبل يمكن التنبؤ بها من خلال استخدام البيانات الماضية ، كما افترضت ايضا بانه لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة في مستوى كفاءة سوق المال المصري نتيجة لتطبيق السياسات الاصلاحية المالية الاقتصادية وقد استخدمت عدة اساليب لقياس كفاءة السوق المالي المصري منها اختبارات العشوائية اضافة الى نموذج محاكاة اسعار الاسهم واسلوب الارتباط الذاتي وكذلك اسلوب تحليل الاتجاه ، كما تم استخدام اساليب اخرى لمعرفة مدى التغير في مستوى كفاءة السوق المصري بعد ربط هذه الدراسة بدراسة سابقة (خيري 1991) والتي امتدت 1/1/1997 . 31/12/1990 ومن هذه الاساليب اختبار (Kolomogrov-Smirnov Two sample test) وكذلك اختبار (Two Wilcoxon matched paired) اضافة الى اختيار الارتباط القانوني (Canonical Correlation) وقد توصلت الدراسة ومن خلال تحليل نتائج الاختبارات بان سوق المال المصري غير كفؤ وان اسعار الاسهم غير عشوائية او يمكن التنبؤ بها من خلال استخدام البيانات الماضية وكما توصلت ايضا الى انه اذا لم يحدث تغير جوهري في مستوى كفاءة السوق في الفترة الحالية مقارنة بالفترة التي تعبر عنها الدراسة الاولى .

- دراسة قدمها الباحث البير في عام 2008 بعنوان ((قياس كفاءة سوق الاسهم السعودي على المستوى الكلي والقطاعي)) اذ استهدف فيه اختبار كفاءة سوق الاسهم السعودي بالنسبة للسوق ككل وكذلك للقطاعات المختلفة خلال الفترة من 1/1/2002 . 31/12/2007 مستخدما عدة اختبارات منها اختبار التعاقب في اتجاه العوائد (Runs Test) واختبار (Box-Ljunkt) واختبار (Augmented Dickey fuller) وقد توصلت الدراسة الى ان سوق الاسهم السعودي غير كفؤ على المستوى الضعيف بشكل عام اما على مستوى القطاعات فقد بينت النتائج بان قطاعي الكهرباء والتأمين قد حققا متطلبات الكفاءة في سوق الاسهم السعودي لتلك الفترة .
- دراسة قدمها الباحثان البازعي وديابي في عام 1998 تحت عنوان ((السياسة النقدية وكفاءة سوق الاسهم : دليل قياسي من سوق الاسهم السعودية)) ، اذ هدفت دراستها الى اختبار مدى كفاءة سوق الاسهم السعودي بالنسبة للسياسة النقدية اذ تم تقسيم التوقعات حول هذه السياسة الى جزء متوقع واخر غير متوقع باستخدام طريقتي الابطاء كثيرة الحدود الموزعة وبوكس جنكيز كما تم تحليل الخصائص الاحصائية للسلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة وبين انها ساكنة في الفوارق ، وتوصلت الدراسة الى ان عائد السوق يؤثر نوعا ما في عرض النقود واسلوب توليد التوقعات عند استخدام اسلوب الابطاء وتعريفي (M1 , M2) في حين يؤثر الجزء غير المتوقع من السياسة النقدية فقط عند استخدام تعريف (M3) واسلوب الابطاء و تعريف (M2) واسلوب أريما .اما على مستوى القطاعات فقد تبينت النتائج واعتمدت على التعريف المستخدم للنقود وطريقة توليد التوقعات وخرجت الدراسة بان الكفاءة تحققت على بعض القطاعات وتحديدًا قطاعي البنوك والصناعة وان من غير الممكن القول بان سوق الاسهم السعودي يتميز بالكفاءة المعلوماتية بشكل عام.
- دراسة Mahdi M. Hadi عام 2006 بعنوان ((Review of capital market efficiency some evidence from Jordanian market)) اهدفت هذه الدراسة اختبار كفاءة سوق المال الاردني ومدى

اهمية انتقال المعلومات للشركات المدرجة في السوق ودورها في رفع كفاءة سوق رأس المال وقد افترضت الدراسة بأن سوق رأس المال يتسم بالكفاءة واستنتج الباحث بأن المعلومات العامة للشركات المدرجة ذات تأثير واضح على اسعار اسهمها اذ ان المتعاملون يستخدمون هذه المعلومات في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب مما يجعل السوق يتمتع بالكفاءة المعلوماتية .

○ دراسة الباحثان M. Arni Magnusson and B. wypick عام 2002 بعنوان ((How efficient are Africa's Emerging stock market)) وقد تناولت الدراسة ثمانية اسواق افريقية وقياس كفاءتها على المستوى الضعيف اضافة الى مقارنتها مع اسواق الاسهم في البلدان الناشئة في جنوب شرق اسيا وامريكا اللاتينية وتوصلت الدراسة الى ان الاسواق الافريقية اكثر كفاءة من الاسواق الناشئة الاخرى .

○ دراسة الباحث Ibrahim A. Onour عام 2009 تحت عنوان ((Testing efficiency performance of Saudi stock market)) حيث هدفت هذه الدراسة كفاءة اداء سوق الاسهم السعودي وقياسها باستخدام اختبارات الاستقرار (دوكي فولر ADF ، فلبس بارون PP ، كبس KPSS) لقياس السير العشوائي لعوائد السوق وقد تبين بأن السوق غير كفوء وان فرضية السير العشوائي غير متحققة لا على مستوى السوق ككل ولا على مستوى القطاعات ، مما يمكن المتعاملين في السوق من التنبؤ بالعوائد المستقبلية من خلال البيانات التاريخية وتحقيق عوائد غير عادية ، كما بررت الدراسة عن اسباب عدم كفاءة السوق الى قلة المعلومات المتوفرة في السوق والى عدم وجود الشفافية وقد اعتبرتها من الاسباب الرئيسة لعدم كفاءة السوق.

○ دراسة الباحثان N. Sultana Chaity and S. Sharmin في عام 2012 بعنوان ((Efficiency measures of capital market A case of Dhaka stock exchange)) حيث تناولت الدراسة قياس كفاءة سوق دكا للأوراق المالية منذ انشائه في تشرين الثاني 1996 وحتى كانون الاول 2010 باستخدام اساليب قياس الكفاءة على المستوى الضعيف منها اختبار التوزيع الطبيعي ونموذج السير العشوائي والارتباط الذاتي ، تبين بأن سوق دكا للأوراق المالية غير كفوء على المستوى الضعيف وقد اعزى الباحثان السبب الى قلة الرقابة والى ضعف التنظيم وغياب الشفافية والتي كان لها الاثر الكبير على كفاءة هذا السوق.

● **تعليق على الدراسات السابقة :** الملاحظ ان جميع الدراسات السابقة اختبرت كفاءة السوق المالية في بلدان مختلفة ومن خلال استخدام طرق احصائية مختلفة لتحديد مدى كفاءة السوق المالي على المستوى الضعيف ، وتنفرد هذه الدراسة الحالية بتوظيف اختبارات احصائية مختلفة لاختبار مدى كفاءة السوق المالي العراقي على المستوى الضعيف بالاعتماد على سلسلة العوائد اليومية للمدة من 2004 ولغاية 2013 . وتم اختيار هذه المدة باعتبارها شهدت عدة تحولات اقتصادية من شأنها تعزيز الاصلاح المالي من خلال تشريع قانون سوق العراق للأوراق المالية رقم (74) وقانون البنك المركزي العراقي رقم (56) وقانون المصارف رقم (94) لسنة 2004 ، وكذلك اطلاق التداول الالكتروني في الربع الثاني من عام 2009 .

1- كفاءة السوق المالية (المفهوم - الخصائص - الأنواع - المستويات) :

1-1- مفهوم كفاءة الاسوق المالية : الكفاءة تعني بأن سعر السهم يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عنه في السوق وبسرعة كبيرة ودقة عالية ، وفي هذه الحالة سوف تمثل القيمة السوقية للسهم القيمة العادلة والتي تعكس قيمته الحقيقية التي يكفي العائد المتحقق منها لتعويض مخاطر الاستثمار في السهم ، حيث لا يمكن لأي من المتعاملين في السوق تحقيق عوائد غير عادية تفوق ما يحققه غيره (Fama , 1970:383). كما عرف فاما السوق الكفوء بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية او في المعلومات التي تنتشر في وسائل الاعلام او حتى في سجل اسعار الاسهم في الفترات الماضية او غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للاسهم نتيجة لقرارات بعض المستثمرين (هندي ، 2006 : 489) ، واقتصر مفهوم الكفاءة على احداث التغير في الاسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من انباء سارة او غير سارة بعد قيام المستثمر بدراسة كل المعلومات بحيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول الى نتائج بخصوص سعر السهم كما لا يوجد فاصل زمني بين حصول المستثمرين على تلك المعلومة (هندي ، 2002 : 65). ويعرف السوق الكفوء على انه ذلك السوق الذي يعكس سعر السهم فيه كل توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب (ناصر ، 2005 : 4) . يمكن القول بأن سوق الاوراق المالية الكفوء هي السوق التي تتمتع باستجابة سريعة في اسعار الاوراق المالية نتيجةً للتغيرات في البيانات والمعلومات الجديدة الواردة الى السوق ، مما يؤدي الى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

1-2- خصائص السوق : من خلال مفهوم كفاءة سوق الاوراق المالية يمكن استخلاص عدة خصائص يتميز بها هذا السوق (المطاوع ، 2001 : 368):

- 1-2-1- يتصف المتعاملون في هذا السوق بالرشد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وبما يحقق تعظيم ارباحهم .
- 1-2-2- تكون المعلومات متاحة للجميع من مستثمرين وادارة والجهات الحكومية وحتى مراقبي الحسابات ومن دون تكلفة مما يؤدي الى تقارب التوقعات حول اداء الشركات في الفترة القادمة .
- 1-2-3- حرية التداول في الاوراق المالية بدون اي قيم ضريبية ولا تفرض عليهم اي تكاليف تداول .
- 1-2-4- وجود عدد كبير من المتعاملين في السوق وعدم قدرة اي مستثمر على التأثير بمفرده على الاسعار .
- 1-2-5- عدم قدرة اي مستثمر من تحقيق عائدٍ مرتفعٍ يفوق ما يحققه المستثمرون الآخرون وذلك لان العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي يتضمنها الاستثمار .

1-3-3- أنواع الكفاءة :

1-3-1- الكفاءة الكاملة : وتعني انه عدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وتحليلها والوصول الى النتائج بما يتعلق بسعر السهم ، اذ تتغير الاسعار بشكل فوري وأني فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وتتحقق الكفاءة الكاملة اذا توفرت الشروط الاتية (هندي ، 2006 : 494).

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف
- حرية المعاملات من أي قيود .
- وجود عدد كبير من المتعاملين في السوق .
- عقلانية ورشادة المتعاملين وسعيهم الى تعظيم ارباحهم .

1-3-2- الكفاءة الاقتصادية : ويقصد بها وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وتأثيرها على اسعار الاسهم ، اي ان القيمة السوقية تكون اكبر او اقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت ، وهذا يؤدي الى فرض تكاليف المعاملات والضرائب وذلك بسبب وجود الفارق في السعر ، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي جميع المتعاملين الى تعظيم ارباحهم (صالح و فريدة ، 2010 : 183).

ويمكن توضيح ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية بناءً على المعلومات الواردة الى السوق كما يلي :

- ففي حالة وصول معلومات جديدة وسارة لإنتاج احدى الشركات فان ذلك سوف ينعكس وبشكل مباشر وفوري في سعر السهم بالارتفاع بما يؤدي في نهاية الامر الى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهذا ما يعكسه السوق ذو الكفاءة العالية ، اما في حالة بطء الاستجابة وظهور فاصل زمني بين وصول المعلومات والتغير في سعر السهم اي ردة فعل متأخرة فأن ذلك يعكسه السوق ذو الكفاءة المنخفضة.
- اما في حالة وصول اخبار سيئة وغير سارة عن شركة معينة فأن ذلك سوف ينعكس سلبياً في سعر السهم بالانخفاض في قيمته السوقية وان هذا الانخفاض يعكسه السوق الكفوء بشكل فوري ، اما في السوق الاقل كفاءة فأن ذلك سوف يكون بعد فاصل زمني بين وصول المعلومات واستجابة الاسعار .
- هناك ردود افعال مغال فيها في كل تغير في السوق (ارتفاعاً وانخفاضاً) وهذا ناتج عن المبالغة في تأثير المعلومات الجديدة الى السوق ، مما يدفع سعر السهم بالارتفاع او الانخفاض اكثر من قيمته الحقيقية .

1-4- مستويات كفاءة الاسواق المالية

لقد عمل فاما (Fama 1970) على تصنيف كفاءة السوق ضمن ثلاث صيغ ووضع على اساسها ثلاث مستويات وهي :-

1-4-1- المستوى الضعيف للكفاءة

يعتبر هذا المستوى من ادنى المستويات لكفاءة الاسواق المالية حيث يجب ان يتميز السوق بالكفاءة اذا كانت الاسعار الحالية للسهم تعكس بالكامل جميع المعلومات التي تحتويها الاسعار الماضية (التاريخية) ، ولا يمكن استخدامها كأداة للتنبؤ بحركة الاسعار المستقبلية للاسهم ولذلك ليس من الممكن للمتعاملين في السوق ان يحققوا عوائد غير عادية باستخدام الاسعار التاريخية للاسهم .

1-4-2- المستوى شبه القوي

وهو المستوى المتوسط لكفاءة الاسواق المالية حيث تكون الاسعار السوقية في السوق تعكس جميع المعلومات المتاحة من تقارير ومعلومات خاصة بالشركة (الارباح السنوية وطرق توزيعها ، معدلات الفائدة ، اسعار الصرف وجميع الاوضاع الاقتصادية المحيطة بالشركة) وهذا يعني ان من غير الممكن لاي من المتعاملين في السوق تحقيق عوائد او ارباح غير عادية تفوق الاخرين نتيجة تحليله للمعلومات الموجودة في التقارير المنشورة وذلك لان الاسعار في السوق سوف تتغير فوراً مع أي معلومة جديدة تصل الى السوق سواء كانت جيدة او سيئة تتضمنها هذه التقارير او غيرها .

1-4-3- المستوى القوي

وهو اعلى مستوى لكفاءة الاسواق المالية اذ ان اسعار الاسهم في السوق تعكس جميع المعلومات المتعلقة بها بما في ذلك المعلومات العامة والخاصة ، ويتضمن المستوى القوي ان المعلومات الخاصة يصعب استخدامها لتحقيق عوائد غير عادية وذلك لان المعلومات تنعكس بصورة مستمرة ومباشرة في السوق عن طريق استجابة اسعار الاسهم بشكل سريعة لأي معلومة واردة . قد اعترف فاما (Fama 1991) ان الانتقادات الموجهة لفرضية كفاءة الاسواق المالية تزايدت وذلك بسبب ظهور ما يعرف بالشواذ في الاسواق المالية مثل (اثر الحجم) ولذلك ظهور دراسات تتعلق بأثر نهاية الاسبوع او اثر شهر يناير الخ ، الا ان عدم وجود بدائل بحثية نظرية يؤكد ان نظرية كفاءة الاسواق المالية ما زالت النظرية الحاكمة للفكر المالي .

وبناءً على النتائج الفعلية وما توصلت لها الدراسات المختلفة التي تناولت موضوع كفاءة الاسواق المالية اقترح فاما (Fama 1991) ثلاث تسميات مغايرة لتلك الواردة في دراسته عام 1970 اذ فضل تسمية الدراسة الخاصة بالمستوى الاول (المستوى الضعيف) بالدراسة الخاصة بالتنبؤ بالعوائد (Test For Return Prediction) لتشمل دراسة الظواهر الشاذة واختيار نموذج تسعير الاحوال والتأثير الموسمي كأثر يناير مثلاً ، وكذلك فضل تسمية المستوى شبه القوي بدراسة الحدث (Event Studies) لتشمل دراسة تأثير الاحداث السياسية والاقتصادية والاجتماعية سواء على المستوى الكلي او على مستوى المنشأة وقياس كيفية استيعاب السوق للمعلومات الناجمة من ذلك الحدث ، كما فضل تسمية المستوى القوي بدراسة المعلومات الخاصة (Private Information Studies) ليشمل هذا النوع من الدراسات تلك المتعلقة بالإجابة على السؤال الخاص فيما اذا كانت القدرة على التنبؤ بالأسعار ناتجة عن تحركات غير رشيدة في الاسعار (فقاعات) او تحولات رشيدة وضخمة في توقعات الفائدة .

3 - سوق العراق للأوراق المالية وطرق قياس كفاءته :

3-1- واقع سوق العراق للأوراق المالية: نشأ سوق العراق للأوراق المالية في عام 2004 بعد التحولات الاقتصادية التي حدثت على الاقتصاد العراقي والتي اعقبت التحولات السياسية وتغيير نظام الحكم في عام 2003 اذ تحول الاقتصاد العراقي من اقتصاد موجه الى اقتصاد يتبع آلية السوق وفي نفس الوقت فإن سوق العراق للأوراق المالية هو ليس وليد هذه التحولات ولكن هو امتداد لسوق بغداد للأوراق المالية الذي انشأ في عام 1991 ، لكن اختلاف البيئة التي يعمل بها السوق وما شهدته من تحولات جذرية وخصوصاً البيئة الاقتصادية مما تطلب الامر الى تغيير آلية عمل هذا السوق مما دفع الى شموله بهذه التغييرات لاسيما اعتماد مبدأ الافصاح عن المعلومات والشفافية والنظام الاداري والتنظيمي له ، وكل ذلك هو من متطلبات عمل الاسواق المالية خصوصاً في بيئة اقتصادية تحكمها قوانين المنافسة وعمليات التفاعل ما بين العرض والطلب وتطبيق اجراءات من شأنها تعزيز الاصلاح المالي من خلال تشريع قانون البنك المركزي العراقي رقم (56) وقانون المصارف رقم (94) لسنة 2004 اضافة الى قانون سوق العراق للأوراق المالية رقم (74) الذي أتاح المزيد من الحرية لممارسة أعمالها بشكل أكثر استقلالية وحرية ومرونة في اتخاذ القرارات وغيرها من الاجراءات التي ساهمت في وضع اطار عمل ينسجم مع الانفتاح الاقتصادي والتحرير المالي. بدأ السوق عمله في نهاية عام 2004 من عدد محدود من الشركات يكاد لا يتجاوز عددها 30 وفي اوضاع اقتصادية غير مستقرة وامنية متردية معتمداً التداول اليدوي ، لكن في نفس الوقت بدأ السوق عمله بتعليمات طبقت بشكل صحيح على الشركات المدرجة في هذا السوق لاسيما تعليمات الافصاح المالي والتزام الشركات المدرجة بتعليمات السوق التي تحقق النظام والسلاسة في العمل اذ اعتاد السوق على محاسبة اي شركة تقصر في تطبيق التعليمات ، فمن ناحية تطبيق مبدأ الافصاح عن المعلومات فإن اي شركة لا تفصح عن قوائمها المالية يتم ايقاف تداول اسهمها في السوق ، وهذا مما جعل المتعاملين في السوق يحصلون على المعلومات بطريقة سهلة وبدون تكاليف تذكر والتي تمكنهم من اتخاذ القرار الذي يحقق اعظم عائد لهم ، وقد أستمر السوق في عمله على الرغم من قلة الجلسات اليومية اذ شهد السوق اغلاقات اجبارية بسبب تدهور الوضع الامني وفي نفس الوقت فقد ازداد عدد الشركات المدرجة في السوق . في 19 / 4 / 2009 تم الاعتماد على التداول الالكتروني لكي يلحق هذا السوق بسرب الاسواق العربية والعالمية وبالتطورات التي تحصل في المجال التكنولوجي وتسخيرها لخدمة السوق بشكل خاص والاقتصاد بشكل عام ، ومن خلال العمل المبدول للنهوض بسوق العراق للأوراق المالية نجد ان السوق يتمتع بنوع من التطور اذ وصلت عدد الشركات المدرجة الى اكثر من 82 شركة موزعة على 9 قطاعات مختلفة عام 2014.(التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية لعام 2014).

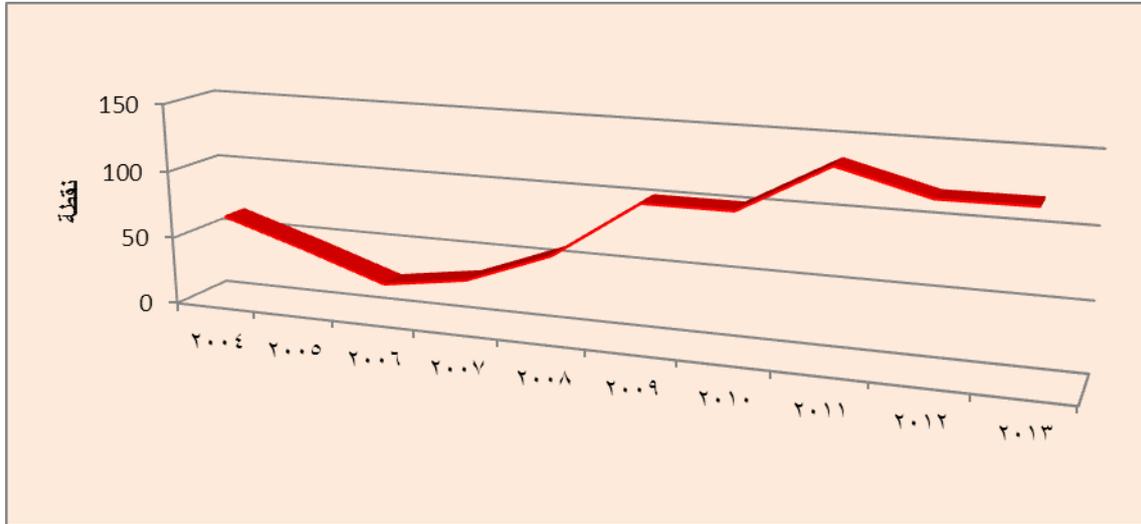
والجدول (1) والشكل (1) يظهر تطور مؤشر سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة 2004-2013 .

الجدول (1) تطور مؤشر سوق العراق للاوراق المالية (2004-2013)

السنوات	المؤشر العام	معدل النمو السنوي %
2004	64.6	
2005	45.6	-29.4
2006	25.2	-44.7
2007	34.5	36.9
2008	58.3	69.0
2009	100.8	72.9
2010	100.9	0.10
2011	136	34.8
2012	119.5	-12.1
2013	119.9	0.3

المصدر/سوق العراق للاوراق المالية ،النشرة السنوية للمدة 2004-2012

ويقيس مؤشر السوق تحرك اسعار اسهم الشركات المكونة للسوق المالي ، الامر الذي يعكس الاتجاه العام للسوق لان المؤشر يمثل تحركات اسعار سوق الاسهم بصفة عامة والمؤشر يعطي اشارات مهمة للمتعاملين في السوق ، وبعبارة اخرى ان المؤشر يقود المستثمر الى معرفة كيفية اداء السوق بوجه عام . والشكل (1) يظهر تطور مؤشر سوق العراق للاوراق المالية للمدة 2004-2012 .



المصدر/ الجدول (1)

الشكل (1) تطور مؤشر سوق العراق للاوراق المالية للمدة (2004-2012)

نلاحظ هنالك تذبذب واضح في المؤشر العام للسوق المالية العراقي خلال المدة (2004-2012) مما يعطي انطباع عن عدم امكانية التنبؤ بمؤشر السوق ، كما نلاحظ هنالك طفرة في المؤشر العام في عام 2009 وهذا يعود الى بدء العمل بالتداول الالكتروني في الربع الثاني في نفس العام .

3-2- الاساليب الاحصائية التي وظفت لقياس كفاءة السوق المالية: لغرض قياس كفاءة سوق العراق للأوراق المالية على المستوى الضعيف تم استخدام 1417 مشاهدة للعوائد اليومية للسوق والممتدة من 1 / 11 / 2004 - 30 / 9 / 2013 والتي تم التوصل اليها باستخدام المعادلة التالية (Gordan and Miller,2009:4) :

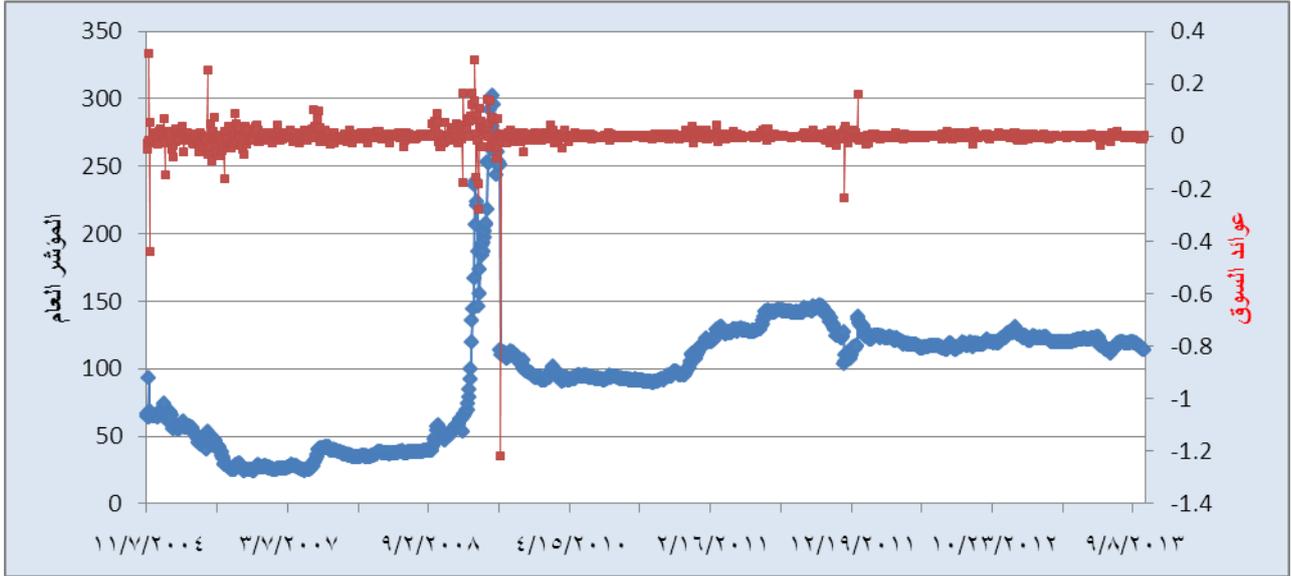
$$R_t = (p_{t+1} - p_t) / p_t$$

حيث ان R_t : العوائد السوق في اليوم t

p_t : مؤشر اسعار الاسهم في اليوم t

p_{t+1} : مؤشر اسعار الاسهم في اليوم للاحق t+1

نلاحظ ان هذه المعادلة اعلاه تقيس العائد الرسالي لمؤشر السوق ، والشكل التالي يظهر السلسلة الزمنية لمؤشر السوق على المحور الايسر ، وعوائد السوق على المحور الايسر .



المصدر / من عمل الباحثين استناد الى البيانات المنشورة على الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية - <http://www.isx-iq.net>

الشكل (2) تطور عوائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية من 1 / 11 / 2004 - 30 / 9 / 2013

والجدول اللاتي يظهر مقاييس الاحصاء الوصفي لعوائد المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 1 / 11 / 2004 - 30 / 9 / 2013 .

جدول (2) الاحصاء الوصفي لعائد مؤشر سوق العراق للاوراق المالية

عائد مؤشر السوق	المؤشر العام	
1417	1418	عدد المشاهدات
-0.00039	94.551	المتوسط
0.044	44.439	الانحراف المعياري
0.002	1974.841	التباين
-1.217	24.001	اقل قيمة
0.318	302.132	اعلى قيمة

المصدر/الموقع الرسمي لسوق العراق للاوراق المالية <http://www.isx-iq.net>

نلاحظ من الجدول (2) ان اعلى قيمة موجبة حققها عائد مؤشر السوق المالي هي 0.32 تقريبا ، واعلى خسارة تحققت هي 1.21 ، كما ان متوسط عائد السوق بلغ -0.0004 وهو قريب قريب من الصفر ويتباين قدره 0.002 .

كما تم توظيف الاساليب الاحصائية القياسية للتحقق من كفاءة سوق العراق للاوراق المالية على المستوى الضعيف ومن هذه الاساليب ما يلي :

3-2-1- الارتباط الذاتي (Autocorrelation) : وهو اختبار معلمي (Parametric test) يقوم على افتراض ان عوائد السلسلة الزمنية لكل سهم موزعة توزيعاً طبيعياً ، ويقاس معامل الارتباط بين كل عائد والذي يليه ضمن سلسلة زمنية لعوائد الاسهم واذا كان معامل الارتباط صفر فهذا يعني ان هناك عشوائية بمعنى انه لا يمكن التنبؤ بعائد السهم في المستقبل بناءً على البيانات الماضية للعائد ، اما اذا كان معامل الارتباط موجب فهذا يدل على وجود علاقة طردية او اتجاه (Trend) في السلسلة الزمنية ، واخيراً اذا كان معامل الارتباط سالباً فان ذلك يدل على وجود علاقة عكسية في السلسلة الزمنية ، وان وجود ارتباط موجب او سالب فان ذلك يدل على عدم عشوائية سلوك اسعار الاسهم وهذا يعني امكانية التنبؤ بالعوائد المستقبلية بناءً على العوائد الماضية ، مما يستنتج من ذلك انه اذا كان معامل الارتباط صفر فان السوق كفوء اما اذا كان سالب او موجب فان السوق غير كفوء على المستوى الضعيف ويتم قياس معامل الارتباط باستخدام احصائية (Q statistic)

$$Q = n \sum_{k=1}^m \hat{\rho}_k$$

حيث ان :

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots \beta_j = 0$$

أي انه لا يوجد ارتباط معنوي بين عوائد السهم على طول الفترة الزمنية (Gujarati , 1995 ;p717)

3-2-2- اختبار التعاقب (Runs test) هو أسلوب لا معلمي (Nonparametric) لا يشترط ان تكون عوائد السلسلة لكل سهم موزعة توزيعاً طبيعياً ويتم تعريف التحول الواحد على انها سلسلة متعاقبة من التغيرات في الاسعار لها نفس الاشارة (---0+++) فان التغيرات في مثل هذه الحالة التي تحتوي على ثلاث تحولات موجبة (+++) أي زيادة في الاسعار و (0) تحول يشير الى عدم تغير الاسعار و(---) تمثل تحولات سالبة أي انخفاض الاسعار ، وبعبارة اخرى فأن فكرة التعاقب مفادها اذا وجد في السلسلة الزمنية لعوائد الاسهم تحولات اكبر بكثير او اقل بكثير بالمقارنة مع التعاقب المتوقعة للسلسلة الزمنية التي تتسم بالعشوائية (random) ، فأن سلسلة البيانات العشوائية يجب ان تكون فيها التعاقب الفعلية قريبة من التعاقب المتوقعة وهنا يقصد بالتحول التغير في الاسعار بنفس الاشارة اذ يمكن احتساب العدد الكلي للتحولات المتوقعة (E(R)) من خلال المعادلة التالية (التهتموني ، 2009: 226) :

$$E(r) = \frac{2n_1n_2}{n_1 + n_2} + 1$$

حيث ان :

E(r) : القيمة المتوقعة لل تكرارات

N1 : عدد المشاهدات التي ترتفع عن متوسط العينة

N2 : عدد المشاهدات التي تنخفض عن متوسط القيمة

$$\sigma^2(r) = \frac{2n_1n(2n_1n_2 - n_1n_2)}{(n_1 + n_2)^2(n_1 + n_2 - 1)}$$

حيث ان :

σ^2 : تباين التكرارات

يمكن القول ان عدد المشاهدات اذا كانت اكبر من 30 فأن اختبار (Z) يكون موزعاً توزيعاً طبيعياً بمتوسط (0) وتباين (1) ويتالي اختبار معنوية الفرق بين عدد التعاقب الفعلية (R) والعدد المتوقع لها (E(R)) فأننا نطبق اختبار (Z) ذو الاتجاهين (Two tail test) لان الفرض البديل لا يهتم بالاتجاه والانحراف عن العشوائية (التعاقب الفعلية اكبر ام اقل من المتوقعة) وانما يركز على عدم العشوائية (اذا كان هناك اختلاف بين العدد المتوقع والعدد الفعلي للتحولات) (مصطفى : 262-263).

$$Z(r) = \frac{r - E(r)}{\sigma(r)}$$

3-2-3- نسبة التباين (Variance Ratio) : قد يكون السبب في رفض فرضية كفاءة السوق على المستوى الضعيف هو وجود حالة عدم ثبات التباين (Heteroscedasticity) في العوائد ويوضح هذا الاختبار حسب (Lo and Mackinlay 1988) ان نسبة التباين عندما تكون اقل او اكبر من الواحد الصحيح وذات معنوية احصائية فأن ذلك يعني ان السلسلة الزمنية تكون ذات تسلسل عالي ، أي يستطيع المستثمر في السوق استخدام البيانات الماضية لتحقيق ارباح غير عادية وفي مثل هذه الحالة فأن ذلك يدل على عدم كفاءة سوق الاسهم على المستوى الضعيف ، اما اذا كانت النسبة (1) صحيح فأن ذلك يدل على عدم وجود تسلسل واضح بين العوائد وذلك مؤشر على كفاءة السوق وفقاً للمستوى الضعيف (Jeng-Hong Chen ,2008).

وتوظف الصيغة الاتية لاجاد مؤشر التباين حسب (Lo and Mackinlay 1988)

$$VR(q) = \frac{\sigma^2(q)}{\sigma^2(1)}$$

$\sigma^2(q)$ تمثل اوقات التباين لعوائد السوق للمدة $(X_t - X_{t-q})$

$\sigma^2(1)$ تمثل التباين للعائد خلال المدة $(X_t - X_{t-1})$.

3-2-4- اختبارات الاستقرارية : **Stationary** ، يوظف مفهوم الاستقرارية كتعبير عن درجة تكامل السلسلة الزمنية وذلك بتقدير ما تحتويه من جذور Unit Root . فاذا كانت تحتوي على جذر وحدة واحد فان هذه السلسلة تعتبر متكاملة من الدرجة الاولى Integrated of Order One ويرمز لها $I(1)$. والسلاسل الزمنية التي لا تحتوي على جذر وحدة أو السلاسل المستقرة تكون متكاملة من الدرجة صفر $I(0)$ ، (Hill and et al,2011:488) . وتتراوح درجة تكامل السلاسل الزمنية بين الصفر $I(0)$ و $I(n)$. وهناك عدد من اختبارات الاستقرارية منها مايلي :

• اختبار ديكي- فوللر المعدل : (ADF) (Augmented Dickey-Fuller) يقوم ADF بتقدير

معادلة الانحدار للصيغة التي قدمتها دراسة (Dickey and Fuller,1981):

$$\Delta Y_t = a_0 + a_1 y_{t-1} + a_2 t + \sum_{j=1}^p \gamma_{j+1} \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (4)$$

حيث ان :

ΔY_t : تمثل الفروق الاولى للسلسلة y ، a_0 = الثابت ، t = الزمن ، ΔY_{t-j} الفروق الاولى المبطة للمتغير التابع y . ويتم معالجة مشكلة الارتباط الذاتي في التقدير بإضافة الفروق الاولى المبطة للمتغير التابع ΔY_{t-j} كمتغيرات مفسرة لأنها تؤدي إلى تحويل سلسلة البواقي إلى سلاسل مستقرة من النوع White Noise بدون ان تؤثر على توزيع الاحصاءات . وطبقا للمعادلة (4) فان الفرض الصفري H_0 وهو وجود جذر ا لوحدة (عدم

(الاستقرار) مقابل استقرار الاتجاه في السلسلة الزمنية الواحدة. ويمكن كتابة الفرض الصفري والفرض البديل على النحو التالي :

$$H_0: a_1 = 0 \text{ الفرض الصفري}$$

$$H_1: a_1 < 0 \text{ الفرض البديل}$$

$$a_1 = \rho - 1$$

حيث ان :

اما احصائية t (والتي يطلق عليها تاو τ) فتايم تعديلها وفق الصيغة التالية :

$$t_a = \hat{a} / (se(\hat{a})) \quad (5)$$

حيث ان \hat{a} المعلمة المقدرة ، $se(\hat{a})$ الخطأ المعياري للمعلمة المقدرة .

- اختبار فيليبس - بيرون : **Phillips-Perron (PP)** : يختبر فيليبس بيرون (Phillips and Perron, 1988:335) الفرض الصفري وهو وجود جذر الوحدة مقابل سكون الاتجاه ايضا ، لكن من خلال توظيف اختبار لا معلمي (Verbeek , 2004:273) لصيغة ديكي - فولر غير المعدلة (التي لا يضاف اليها الفروق الاولى المبطة للمتغير التابع كمتغيرات تفسيرية) وبذلك يعالج مشكلة الارتباط الذاتي بشكل بديل . وتستخدم الصيغة الاتية في تقدير اختبار PP (Kozhan,2010:73):

$$\Delta Y_t = a_0 + a_1 y_{t-1} + a_2 t + e_t \quad (6)$$

حيث يمثل e_t حالة الاستقرار ، ان افضلية اختبار PP على اختبار ADF في انه يأخذ بنظر الاعتبار امكانية وجود اخطاء مترتبة على ثبات التباين في التقدير المستخدم ، ومن ثم يتم تصحيح الاخطاء المعيارية للمعاملات المقدرة ويعكس الطبيعة الديناميكية في السلسلة ، ويكون تقدير التباين كالتالي (Helmut,2004:57):

$$S_u^2 = T^{-1} \sum_{i=1}^T \hat{U}_i^2 + 2T^{-1} \sum_{j=1}^L \sum_{t=j+1}^T \hat{U}_t \hat{U}_{t-j} \quad (7)$$

حيث تمثل T حجم العينة ويمثل L معامل إنهاء التباطؤ.

القيم الحرجة t لاختبار فرضية العدم في كل الاختبارات السابقة تعتمد على قيم ماكينون MacKinnon (Patterson,2002 :265).

اختبار كبس : **KPSS TEST** ، قدم من قبل (Kwiatkowski ,et al. 1992) و هذا الاختبار يعالج بعض أوجه الضعف في فعالية الاختبارين (ADF) و (PP) في حال وجود ارتباط ذاتي للتباين، يمكن القول بأن نتائج هذه الاختبارات تكمل بعضها البعض، وبالتالي في حال اتفاقها على نتيجة واحدة تصبح النتيجة أكثر دقة ، والصيغة الرياضية لاختبار (KPSS) كالتالي:

$$KPPS = \sum_t (\sum_{t-1}^t u_t^{\wedge})^2 / T^2 f_0(8)$$

تعتمد القيم الحرجة لهذا الاختبار على قيم LM statistic مقارنة مع قيم Kwitkowski et al. (1992)

4- تحليل نتائج اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية:

4-1- نتائج اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation) : تظهر النتائج ان احصائية Q غير معنوية لمعظم الفترات الزمنية ، مما يؤكد فرضية عدم ارتباط العوائد اليومية لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية ، حيث يمكن القول ان السوق كفوؤ عند المستوى الضعيف وكما مبين في الجدول (3) ، وهذا يعني عدم امكانية تحقيق ارباح غير اعتيادية من قبل بعض المستثمرين بسبب حصولهم على معلومات لم يحصلوا عليها زملائهم .

جدول (3) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لعوائد سوق العراق للأوراق المالية

log	AC	PAC	Q-Stat	Prob	Log	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.011	0.011	0.1628	0.687	19	-0.004	-0.001	25.101	0.157
2	0.023	0.023	0.9104	0.634	20	-0.025	-0.01	25.983	0.166
3	0.026	0.025	1.8504	0.604	21	0.003	0.008	25.997	0.207
4	0.079	0.078	10.62	0.031	22	0.033	0.038	27.538	0.192
5	-0.013	-0.016	10.871	0.054	23	0.015	0.018	27.873	0.221
6	-0.001	-0.005	10.872	0.092	24	-0.02	-0.021	28.428	0.242
7	0.053	0.051	14.934	0.037	25	0.025	0.028	29.334	0.25
8	0.016	0.01	15.314	0.053	26	0.054	0.052	33.621	0.145
9	0.04	0.041	17.629	0.04	27	0.003	0.004	33.635	0.177
10	0.005	0.001	17.661	0.061	28	-0.014	-0.014	33.901	0.204
11	-0.026	-0.037	18.653	0.068	29	-0.026	-0.04	34.856	0.209
12	-0.024	-0.026	19.452	0.078	30	-0.023	-0.036	35.613	0.221
13	-0.018	-0.022	19.919	0.097	31	0.139	0.144	63.517	0.001
14	-0.006	-0.005	19.971	0.131	32	0.083	0.084	73.537	0
15	0.014	0.021	20.267	0.162	33	0.037	0.036	75.574	0
16	-0.044	-0.046	23.095	0.111	34	-0.039	-0.055	77.809	0
17	-0.003	-0.003	23.11	0.146	35	0.086	0.056	88.663	0
18	-0.037	-0.035	25.076	0.123	36	-0.011	-0.017	88.833	0

المصدر : مخرجات برنامج EViews الاصدار السابع

4-2- نتائج اختبار التعاقب (Runs) : اذ يبين الجدول (4) نتائج اختبار التعاقب للعوائد اليومية لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية ، فقد تبين النتائج بأن التكرارات الفعلية والتكرارات المتوقعة متقاربة جداً من الناحية الاحصائية ، مما يعني امكانية قبول الفرضية الصفرية للاستقلالية عند مستوى معنوية 1% أي ان العوائد اليومية مستقلة عن بعضها البعض وهذا يدل على كفاءة سوق العراق للأوراق المالية عند المستوى الضعيف .

جدول (4) نتائج اختبار التعاقب لعوائد سوق العراق للأوراق المالية

Runs Test	
	Rt
Test Valuea	-0.00006930967
Cases < Test Value	708
Cases >= Test Value	709
Total Cases	1417
Number of Runs	588
Z	-6.458
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

المصدر : مخرجات برنامج SPSS الاصدار الثامن عشر

4-3- نتائج اختبار نسبة التباين (Variance Ratio) : ان الجدول (5) يبين نتائج اختبار نسبة التباين اذ ان جميع نتائج المضاعفات لفترات الابطاء (2 ، 4 ، 8 ، 16 ، 32 ، 64 ، 128 ، 256) تظهر ان نسبة التباين تتخفف مع زيادة فترات الابطاء ، وبناءاً على قيم احصائية Z يمكن قبول الفرضية الصفرية التي تنص على ان نسبة التباين لا تختلف عن الواحد الصحيح ، فان ذلك دليل على كفاءة السوق على المستوى الضعيف وهذا يعزز النتائج التي تم التوصل اليها في الاختبارات السابقة .

جدول (5) نتائج اختبار نسبة التعاقب لعوائد سوق العراق للأوراق المالية

Period	Var. Ratio	Std. Error	z-Statistic	Probability
2	0.494463	0.286569	-1.7641	0.0777
4	0.2291	0.43183	-1.7852	0.0742
8	0.11851	0.507925	-1.73547	0.0827
16	0.063851	0.55118	-1.69845	0.0894
32	0.028283	0.586544	-1.65668	0.0976
64	0.016571	0.647015	-1.51995	0.1285
128	0.008827	0.725114	-1.36692	0.1717
256	0.005376	0.78763	-1.26281	0.2067

المصدر : مخرجات برنامج EViews الاصدار السابع

4-4- نتائج اختبارات الاستقرار: من الجداول (6) و (7) نجد ان اختبار ADF واختبار PP واختبار KPSS ان سلسلة عوائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية مستقرة في المستوى الاصيلي للبيانات في حالة وجود الحد الثابت والحد الثابت مع الاتجاه العام ، وهذا مما يدعم فرضية كفاءة سوق العراق للأوراق المالية عند المستوى الضعيف .

جدول (6) اختبارات الاستقرار لعوائد السوق اليومية حسب طريقة ADF و PP

المستوى الاصيلي للبيانات			
الاحتمالية	قيمة تاو		
0.000	-37.2194	الحد الثابت	ADF
0.000	-37.2154	الحد الثابت مع اتجاه عام	
0.000	-37.4827	الحد الثابت	PP
0.000	-37.4752	الحد الثابت مع اتجاه عام	

المصدر : مخرجات برنامج EViews الاصدار السابع

جدول (7) اختبارات الاستقرار لعوائد السوق اليومية حسب طريقة KPSS

المستوى الاصلي للبيانات			
الحد الثابت مع اتجاه عام	الحد الثابت		
0.060583	0.079041		
0.216	0.739	1% level	القيم الدرجة
0.146	0.463	5% level	
0.119	0.347	10% level	

المصدر : مخرجات برنامج EIEWS7 الاصدار السابع

5- الاستنتاجات والتوصيات

• الاستنتاجات

- 1- يمكن القول بأن سوق الاوراق المالية الكفوء هي السوق التي تتمتع باستجابة سريعة في اسعار الاوراق المالية نتيجةً للتغيرات في البيانات والمعلومات الجديدة الواردة الى السوق ، مما يؤدي الى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.
- 2- تعتبر الاجراءات الاقتصادية التي قام بها سوق العراق للأوراق المالية لها الاثر الايجابي البالغ على كفاءة السوق لا سيما تطبيق مبادئ الافصاح والشفافية والعمل بالتداول الالكتروني.
- 3- بدأ سوق العراق للأوراق المالية عمله في نهاية عام 2004 من عدد محدود من الشركات يكاد لا يتجاوز عددها 30 وفي اوضاع اقتصادية غير مستقرة وامنية متردية معتمداً التداول اليدوي ، بعد تطبيق اجراءات الاصلاح الاقتصادي والمالي وتطبيق مبادئ الحوكمة والافصاح حصلت تطورات كبيرة في مؤشرات السوق ، اذ وصلت عدد الشركات المدرجة الى اكثر من 82 شركة موزعة على 9 قطاعات مختلفة عام 2014.
- 4- نلاحظ هنالك تذبذب واضح في المؤشر العام للسوق المالية العراقي خلال المدة (2004-2012) مما يعطي انطباع عن عدم امكانية التنبؤ بمؤشر السوق ، كما نلاحظ هنالك طفرة في المؤشر العام في عام 2009 وهذا يعود الى بدء العمل بالتداول الالكتروني في الربع الثاني في نفس العام.
- 5- اعتمدت الدراسة على طريقة العوائد اليومية في توليد البيانات اللازمة في الجانب العملي، اذ تم الحصول على 1417 مشاهدة للعوائد اليومية للسوق وللفترة الممتدة من 1 / 11 / 2004 - 30 / 9 / 2013. ان

- اعلى قيمة موجبة حققها عائد مؤشر السوق المالي هي 0.32 تقريبا ، واعلى خسارة تحققت هي 1.21 ، كما ان متوسط عائد السوق بلغ -0.0004 وهو قريب من الصفر ويتباين قدره 0.002 .
- 6- حاولت هذه الدراسة ان تكشف مدى كفاءة السوق المالية العراقية على المستوى الضعيف ومن خلال تطبيق الاختبارات الاحصائية كاختبار الارتباط الذاتي ، واختبار التعاقب ، واختبار نسبة التباين اضافة الى اختبارات الاستقرار .
- 7- اظهرت جميع الاختبارات الاحصائية ان سوق العراق للأوراق المالية سوق كفو على المستوى الضعيف خلال المدة 2004-2013 وذلك من خلال نتائج الاختبارات الاحصائية المختلفة التي تم تطبيقها ، وهذا يعكس سياسة السوق الناجعة التي طبقت بعد عام 2004 والمتمثلة باصدار تعليمات الافصاح المالي والتزام الشركات المدرجة بتعليمات السوق التي تحقق النظام والسلاسة في العمل ، الامر الذي في ساهم تحسين كفاءة السوق المالي من خلال جعل المتعاملين في السوق يحصلون على المعلومات بطريقة سهلة وبدون تكاليف والتي تمكنهم من اتخاذ القرار الذي يحقق اعظم عائد لهم.

• التوصيات

- 1- تعزيز الاجراءات الاقتصادية التي تهدف الى التحرر المالي وزيادة المنافسة والتخلص من القيود المفروضة للوصول الى بيئة اقتصادية ومالية كفوّة .
- 2- ضرورة اشراك شركات القطاع العام التي حققت اداء جيدا مثل شركة الخطوط الجوية العراقية ، وكذلك شركات القطاع الخاص مثل شركات السياحة الدينية وكذلك السماح لاستثمار اموال الاوقاف في السوق المالي . هذه الامور من شأنها تعزيز مانه وسلامة السوق المالي العراقي .
- 3- العمل على زيادة الاجراءات المتبعة من قبل سوق العراق للأوراق المالية لتحقيق الكفاءة لا سيما الاطر التنظيمية والتشريعية وتوفير البيانات والمعلومات والتركيز على مبدأ الشفافية والافصاح وخصوصاً للشركات المسجلة في السوق .
- 4- سرعة نشر المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات المدرجة والتي يتم تداول اسهمها في البورصة لا سيما قوائم الدخل الخاصة بهذه الشركات والتي تساعد المستثمرين والمختصين والباحثين في معرفة الشركات الاكثر كفاءة من غيرها .

المصادر

1. صالح و فريدة ، مفتاح ، معارفي ، (2010) ، متطلبات كفاءة سوق الاوراق المالية دراسة لواقع اسواق الاوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث ، العدد 7 ، ص 181-194.
2. المطاوع ، سعد عبدالحميد ، (2001) ، الاسواق المالية المعاصرة ، ام القرى ، المنصورة - الاسكندرية.
3. الجزيري ، خيرى ، (1995) ، كفاءة الاسواق المالية : قياس وتحليل زمني لكفاءة سوق المال المصري ، مجلة افاق الجديدة لجامعة المنوفية ، العدد الثاني ، ص 67 - 107 .
4. البازعي وديابي ، حمد بن سليمان ، علي زاوي ، (1998) ، السياسة النقدية وكفاءة سوق الاسهم دليل من سوق الاسهم السعودي ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، م 11 ، ص 89 - 107 .
5. درويش ، محمود ، (2011) ، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف ، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات ، العدد الثالث والعشرون (2) ، ص 83 - 114.
6. الفضلي ، منصور؛ الشمري ، تركي. (2009) التطور الزمني للكفاءة المعلوماتية مع التطبيق على سوق الكويت للاوراق المالية. المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، ع 2 ، ص ص 137 - 171.
7. مصطفى ، محمد عبده محمد. (2001) دراسة اختبارية لكفاءة سوق الاسهم في دولة الامارات العربية المتحدة ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ع 3 ، ص ص 335 - 382.
8. البير ، نادر ، (2008) ، قياس كفاءة سوق الاسهم السعودي على المستوى الكلي والقطاعي ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، ص 473 - 501 .
9. التهتموني ، فاروق رفيق ، (2009) ، امكانية التنبؤ بعائد مؤشر السوق ومدى ارتباطه بالموثشرات القطاعية (دراسة تحليلية لقياس كفاءة مؤشر بورصة عمان للفترة 2003-2007 ، مؤته للبحوث والدراسات ، سلسلة العلوم الانسانية والاجتماعية ، المجلد الرابع والعشرون ، العدد السادس .
10. هندي ، منير ابراهيم ، (2006) ، الاوراق المالية واسواق المال ، الكون للطباعة والنشر ، المجموعة الثقافية ، الموصل ، العراق .
11. هندي ، منير ابراهيم ، (2002) ، الاوراق المالية واسواق راس المال ، منشأة المعارف ، الاسكندرية.
12. ناصر ، مثنى عبد الإله ، (2005) ، كفاءة سوق الاوراق المالية : الاسس والمقترحات ، مداخلة مقدمة الى ندوة دور الاسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب ورؤى مستقبلية ، طرابلس ، يوم 2005/12/11.
13. التقرير السنوي لسوق العراق للاوراق المالية لعام 2014.
14. الموقع الرسمي لسوق العراق للاوراق المالية <http://www.isx-iq.net>
15. D. Kwiatkowski, P. C. B. Phillips, P. Schmidt, and Y. Shin (1992), "**Testing the Null Hypothesis of Stationarity against the Alternative of a Unit Root**", Journal of Econometrics 54, 159-178.

16. Patterson, K. ,(2002), "**An Introduction to Applied Econometrics: A Time Series Approach** ", Palgrave, New York.
17. Helmut Lutkepohl, a (2004) "**Vector Autoregressive and Vector Error Correction Models in Applied Timeseries Econometrics Edited by HelmutluTkepohl**" , Markus Kratzig , Cambridge University press , New York.
18. Kozhan Roman(2010) "**Financial Econometrics with Eviews**" , Ventus Publishing ApS . BookBooN.com
19. Phillips, R., and P. Perron, (1988) "**Testing for a Unit Root in Time Series Regression**", Biometrika, Vol.57.
20. Dickey, D. and Fuller, W, (1981) "**Likelihood Ratio Statistical for Autoregressive Time Series with a Unit Root**", Econometric .
21. ChristiaanHeij, Paul de Boer, Philip Hans Franses, TeunKloek and Herman K. van Dijk (2004) "**Econometric Methods with Applications in Business and Economics**", Oxford University Press, New York, USA.
22. Carter Hill, William E. Griffiths, and Guay C. Lim (2011)"**Principles of econometrics**",4th ed. John Wiley & Sons, Inc,New Jersey, USA.
23. Fama,E. (1991), "**Efficient Capital Markets II**", Journal of Finance , Vol.46, PP:575-617.
24. Fama, E. (1970),"**Efficient Capital markets : A review of Theory and empirical work** " , Journal of Finance , Vol. 25,PP:383-417.
25. Sultana Chaity N. ,(2012), "**Efficiency Measures of Capital Market : ACase of Dhaka Stock Exchange**" , International Journal of Business and Management , Vol. 7, No.1, PP:102-108.
26. Onour ,Ibrahim A. ,(2009) ,"**Testing Efficiency Performance of Saudi Stock Market**",Journal Econ. And Adm. , Vol.23 , No.2,PP:15-27.
27. Jordan, Bradford D and Thomas W. Miller (2009) "**Fundamentals of investments : valuation and management**", 5th ed. McGraw-Hill/Irwin, New York
28. Magnusson M. Arni and Wydick B. , (2002) , "How Efficient are Africa's Emerging Stock Markets", Journal of Development Studies. Volume: 38, Issue : 4, ppPages: 141-156
29. Hadi ,Mahdi M. ,(2006),"**Revew of capital market efficiency some evidence from Jordanian market**",International research of finance and economics,ISSN1450-2887,Issue 3,PP13-27.
30. Damodar N. Gujarati, (2003)**Basic Econometrics**, 4th Edition, McGraw-Hill). MarnoVerbeek ,(2004),),"**A Guide to Modern Econometrics**", 2rd Edition, John wiley and sons Ltd, chichester , UK.
31. Jeng-Hong Chen (2008) **Variance Ratio Tests Of Random Walk Hypothesis Of The Euro Exchange Rate** International Business & Economics Research Journal – December 2008 Volume 7, Number 12
32. Lo, A. W. and A. C. MacKinlay, 1988, **Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test**, The Review of Financial Study 1, 41-66.