

# قياس وتحليل أثر تغيرات أسعار الصرف على حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية

أ.م.د. اسماعيل مصطفى عبدالرحمن<sup>1</sup> أ.د. يونس علي أحمد<sup>2</sup>

<sup>1</sup> قسم إدارة الأعمال، كلية التقنية سوران، جامعة بوليتكنيك أربيل، كردستان، العراق  
مكتبة الادارة والاقتصاد، جامعة السليمانية، كردستان، العراق

## المستخلص

تتأثر أسواق الأوراق المالية بعدد من المتغيرات، من بينها اسعار الصرف واسعار النفط وكذلك أسعار الفائدة. تحظى العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية بأهمية كبيرة من بين هذه المتغيرات. يهدف البحث الى قياس وتحليل أثر خفض قيمة الدينار العراقي على حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية. من أجل وصول الى هدف البحث واثبات فرضياته تم استخدام النموذج القياسي (ARDL) بالاعتماد على البيانات الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية عن حجم التداول الشهرية لفترتين، فترة سنتين قبل خفض قيمة الدينار (2018/1/1 الى 2020/12/30) وسنة وست أشهر بعد الخفض (2021/1/1 الى 2022/7/1)، كذلك تم استخدام سعر الفائدة وسعر النفط لنفس الفترتين كمتغيرات وسيطة وتحكمية، وتم إضافة متغير صوري جائحة كورونا لتأثيره الكبير على الاقتصاد عالمياً ومحلياً. واهم الاستنتاجات التي توصل اليها البحث، أن تأثير تغير اسعار الصرف ايجابياً في سوق العراق للأوراق المالية في الامد القصير والامد الطويل، الا ان هذا التأثير بعد قرار خفض قيمة الدينار العراقي أكبر، وهذا دليل على وجود تأثير واضح ومباشر للسياسة التي اتبعتها البنك المركزي بتغير قيمة العملة المحلية تجاه الدولار الأمريكي. تم إقترح عدد من المقترحات من أهمها ضرورة ابتعاد البنك المركزي العراقي من الربط المباشر بين سعر صرف العملة المحلية بعملة واحدة كالـدولار لتجنب الصدمات الاقتصادية والمالية والسياسية والصحية المتوقعة واتباع سياسة صرف أكثر مرونة من خلال ربط سعر صرف العملة المحلية بسلة من العملات الاجنبية، الامر الذي سينهض بالسوق العراقية للأوراق المالية وسيكون سبباً لنمو الاقتصاد في العراق.

**الكلمات المفتاحية:** اسعار الصرف، اسعار النفط، سوق العراق للأوراق المالية، حجم التداول.

وسعر الفائدة وكذلك سعر النفط. تحظى العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية بأهمية كبيرة، حيث تعتبر سعر الصرف البوصلة التي تربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي، وتؤثر على قرارات استثمارية ومستوى المعاشي وتكاليف الإنتاج وميزته التنافسية.

ثبت البنك المركزي العراقي لعقود طويلة قيمة الدينار العراقي بشكل رسمي وحافظ على ثبوتها رسمياً، وجرى تعديلات طفيفة على قيمة الدينار مقابل الدولار الأمريكي. وفي عام

1. المقدمة

تزايد دور أسواق الأوراق المالية مع توسع وتطور الاقتصاد، ولا يوجد اقتصاد مزدهر دون سوق مزدهر للأوراق المالية، حيث يساهم هذا سوق في تسهيل عملية إنسياب الأموال من المدخرين الى المستثمرين، ويفسح خيارات الإستثمار أمام أصحاب رؤوس الأموال. تتأثر أسواق الأوراق المالية بعدد من المتغيرات، من بينها سعر الصرف

1

توصل اليه الباحثون حول تأثير هذه العوامل بين الاتجاهات الآتية:

أولاً: وجود علاقة طردية بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية:

أجرى الباحثان ( Anshul Jain & P.C. Biswal ) بحثاً بعنوان (العلاقة الديناميكية بين سعر النفط، سعر الذهب، سعر الصرف، وسوق الأوراق المالية في الهند)، باستخدام البيانات اليومية لهذه المتغيرات لفترة عشر سنوات (2006-2016). توصل البحث الى وجود علاقة متبادلة موجبة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية. ( Anshul & Biswal, 2016: 183. كما استنتج الباحثان ( Cristiana Tudor, Ph.D., CFAA, Carmen Popescu-Dutaa ) في بحث لها حول علاقة عوائد الأسهم بسعر الصرف في ست دول متقدمة وست دول ناشئة الى وجود علاقة متبادلة معنوية بين عوائد الأسهم وسعر الصرف في كوريا الجنوبية، واستنتجوا أيضاً ان سعر الصرف يؤثر على عوائد سوق الأسهم في برازيل وروسيا. ( Cristiana & Carmen, 2012: 282 )

ثانياً: وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية:

توصل الباحثان (Charles Kwofie and Richard Kwame Ansah) في بحث لها حول علاقة سعر الصرف بعوائد سوق الأسهم في غانا للفترة (2000-2013) وباستخدام نموذج (ARDL) الى وجود علاقة معنوية عكسية طويلة الأجل وقصيرة الأجل بين سعر الصرف وعوائد سوق الأوراق المالية (Charles and Richard, 2018: 5-7). توصل أيضاً الباحث (Adaramola Anthony Olugbenga) في بحثه حول تقلبات سعر الصرف وسلوك سوق الأوراق المالية في نيجيريا الى وجود علاقة عكسية معنوية طويلة الأجل بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية، وبرر هذا الاستنتاج بأنه ينسجم مع حالة بلد يعتمد كثيراً على الإستيراد، على الرغم من ان نيجيريا بلد مصدر للنفط، ولكن فاتورة ما يستورده من منتجات النفط والمنتجات الأخرى أكثر مما يصدره، ولكن كانت العلاقة إيجابية في الفترة القصيرة (Adaramola, 2012: 36). كذلك توصل الباحثان (ال طعمة والسامرائي) في بحث بعنوان تحليل العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية (حالة مصر) الى وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف ومؤشرات أداء السوق الأوراق المالية (ال طعمة، والسامرائي، 2007: 105). وفي نفس الإتجاه اثبت الباحث (MWANGI ASUNTAH WAMBUI) وجود علاقة ضعيفة وسلبية بين سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية في نيروبي. (WAMBUI, 2017, v-vi)

ثالثاً: عدم وجود العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية:

استنتج الباحث (Seri Suriani) وآخرون في بحث لهم بعنوان (تأثير سعر الصرف على سوق الأوراق المالية) بعدم وجود علاقة بين سعر الصرف واسواق الأوراق المالية في باكستان، مستخدماً البيانات الشهرية لكل من سعر الروبل الباكستاني مقابل الدولار الأمريكي وأسعار الأسهم للفترة من (يناير 2004 الى ديسمبر 2009) ، وباستخدام سببية كرانكر. وعزى البحث هذه النتيجة الى سيطرة الساسرة على سوق الأوراق المالية واحتكار أسعار الأسهم (Suriani, et al, 2015: 387). كذلك استنتج الباحثان (عكار وناصح) في بحث لها بعنوان (اثر السياسة المالية والنقدية على أداء سوق العراق للأوراق المالية دراسة تطبيقية في سوق العراق للفترة 2009-2018) الى وجود علاقة غير معنوية بين سعر الصرف وحجم التداول (عكار، وناصح، 2020: 107). وفيما يتعلق بالعلاقة بين اسعار النفط وسوق الأوراق المالية، توصل البحث بعنوان (تأثير انخفاض أسعار النفط على أداء السواق العراقي للأوراق المالية) الى وجود علاقة

1985 اضطر البنك المركزي الى اعتماد نظام أسعار الصرف المتعددة، وقد ابتعد غالباً السعر الحقيقي عن السعر الرسمي للدينار العراقي مما نجم عنه مشاكل كثيرة (الوزان وعلي، 2008: بدون رقم الصفحة). بعد عام 2003 وخاصة بعد صدور قانون البنك المركزي رقم 56 في 2004 تم إعطاء البنك المركزي استقلالية كبيرة في إدارة السياسة النقدية، واتبعت البنك المركزي سياسة السعر الصرف الموعوم المدار عن طريق المزادات اليومية لبيع العملة الأجنبية (فرج ، ونايف، 2015، 215).

تبنى البنك المركزي العراقي في (2020\12\20) قرار رقم (2440\1\6) القاضي بتحديد سعر بيع الدولار الأمريكي من قبل البنك المركزي العراقي بـ(1460 دينار) كسعر الجملة و(1470 دينار) سعر البيع للمستفيد النهائي. وحسب هذا القرار تم خفض قيمة الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي بنسبة تقرب من (20%) وهي نسبة كبيرة، سيترتب عليها تبعات اقتصادية واجتماعية عديدة. يتناول هذا البحث انعكاسات خفض قيمة الدينار العراقي على سوق الأوراق المالية العراقية.

مشكلة البحث: إن الاقتصاد العراقي يعاني من ضعف التوافق والتنسيق بين الية سعر الصرف والتغيرات الاقتصادية الكلية. ينطلق البحث من مشكلة عدم معرفة نتائج خفض قيمة الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي على حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية.

أهمية البحث: تأتي أهمية هذا البحث في قياس وتحليل اثر خفض قيمة الدينار العراقي على حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية، كون هذا البحث من أوائل البحوث التي يقيس تأثير هذا التغيير. وقد تنفيذ نتائج البحث صناع القرار عند وضع السياسات الاقتصادية والأخذ بأهمية تغييرات اسعار الصرف لدعم عملية النمو الاقتصادي .

هدف البحث: يهدف البحث الى قياس وتحليل أثر خفض قيمة الدينار على حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية.

فرضية البحث: ينطلق البحث من الفرضيتين الآتيتين:

1. ان تأثير خفض قيمة الدينار العراقي في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية ايجابية.
2. ان تأثير خفض قيمة الدينار العراقي في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية سلبية.

منهجية البحث: من أجل وصول الى هدف البحث واثبات فرضياته تم استخدام النموذج القياسي (ARDL) بالاعتماد على البيانات الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية عن حجم التداول الشهرية لفترتين، فترة سنتين قبل خفض قيمة الدينار (2018/1/1 الى 2020/12/30) وسنة وست أشهر بعد الخفض (2021/1/1 الى 2022/7/1)، كذلك تم استخدام سعر الفائدة وسعر النفط لنفس الفترتين كتغيرات وسيطة وتحكمية، وتم إضافة متغير صوري جائحة كورونا لتأثيره الكبير على الاقتصاد عالمياً ومحلياً.

اطار البحث و هيكله: ومن اجل الوصول الى اهداف البحث فقد قسم البحث الى مبحثين، يتناول المبحث الاول (الاطار النظري المفاهيمي لمتغيرات البحث)، في حين خصص المبحث الثاني بالجانب التطبيقي (تقدير النموذج القياسي لتقدير أثر خفض قيمة الدينار على حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية). واخيراً تأتي مجموعة من الاستنتاجات والمقترحات.

2. الدراسات السابقة:

نال موضوع العوامل المؤثرة على أسواق الأوراق المالية وخاصة العلاقة بين تغييرات سعر الصرف وأسواق الأوراق المالية قسطاً كبيراً من عمل الباحثين، وقد توزع نتائج ما

توضيح مصدر البيانات المستخدمة وكذلك الإشارات المتوقعة.

مباشرة موجبة طويلة المدى بين اسعار النفط ومؤشرات سوق الأوراق المالية (Adebiyi, M.A & et al., 2019:2914). وفي بحث ل (Adebiyi, M.A وآخرون) حول العلاقة بين أسعار النفط وسلوك الأوراق المالية في نيجيريا للفترة من (1985 الى 2008) والموزع الى ثلاث فترات (1999-1985)، (2004-2000) و (2005- 2008)، توصل الباحثون الى ان للصدمة النفط تأثيرا سلبيا فوريا على عوائد أسواق الأوراق المالية في نيجيريا. وكان من المتوقع ان تكون لصدمة النفط تأثيرا إيجابيا على أسواق الأوراق المالية كون نيجيريا من الدول المصدرة للنفط. (Adebiyi, & et al., 2009: 31-32). توصل الباحثة (سوزانا المساح) في بحثه عن العلاقة بين سعر النفط وأسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي الى وجود علاقة بين تغيرات أسعار النفط وأسواق الأوراق المالية باستثناء سوق العمان (المساح، 2020: 22).

### 3. الاطار النظري المفاهيمي لتغيرات البحث:

1.3 سوق الأوراق المالية: مع تزايد معدلات النمو الاقتصادي تزداد الحاجة الى المزيد من الأموال لمشاريع الجديدة والمزدهرة بالأموال الكافية، إستجابة لذلك، يزدهر سوق الأوراق المالية كقناة لإيصال الأموال من الأطراف التي تمتلك فوائض مالية الى الأطراف التي بحاجة اليها، فضلا عن ذلك تعمل على تخصيص هذه الأموال بشكل كفؤ بين مجالات الإستثمار. أثبتت الأدلة التجريبية في الدول المتقدمة وفي الدول الناشئة أيضا ان تطور أسواق الأوراق المالية عامل مهم للنمو الاقتصادي (Adaramola, 2012: 31).

2.3 اسعار الصرف: تعمل النقود كوسيط في عملية التبادل داخل الاقتصاد المحلي، ولإنجاز هذه المهمة خارج الاقتصاد المحلي يقتضي تحويل العملة المحلية الى عملة أجنبية تحظى بقبول دولي، فضلا عن عملية المبادلة يمارس سعر الصرف في العالم المترابط اقتصاديا دورا كبيرا في الإستثمار العالمي، ويترتب على تقلبات اسعار الصرف اثر كبير على الإستثمار وحركة رؤوس الأموال. (Cristiana & Carmen, 2012: 276)

3.3 اسعار النفط: تشكل إيرادات النفط جزءا كبيرا من إيرادات الدول النفطية، وبالتالي تصبح محددات رئيسا لنفقاتها، ويؤثر بشكل مباشر على الطلب الكلي، ومنها تنساب تأثيرها الى أرباح الشركات وأسعار الأسهم. ومن جانب اخر تدخل النفط كإداة أولية وكطاقة في صناعة غالبية المنتجات، فإرتفاع أسعار النفط يزيد من تكاليف الإنتاج ويؤثر على أرباح الشركات وعلى أسعار الأسهم. ومن جانب آخر ارتفاع وانخفاض سعر النفط يغير من حجم التدفق الأموال من الدول المستوردة الى الدول المصدرة، ويغير حجم الدخل القومي ومن ثم القوة الشرائية لدى المستهلكين في المجموعتين، ثم ينتقل هذا التأثير الى سوق الأوراق المالية (المساح، 2020، 14-15).

### 4. قياس وتحليل اثر تغيرات اسعار الصرف على حجم

#### التداول في سوق العراق للاوراق المالية

لبيان اثر تغيرات اسعار الصرف على حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية تم استخدام نماذج قياسية مختلفة من خلال الاستعانة بالبيانات الثانوية الشهرية للمدة (2018 – 2022) الخاصة بـ(حجم التداول، اسعار الصرف، اسعار النفط، اسعار الفائدة).

### 4.1 مرحلة تحديد المتغيرات المستخدمة وتوصيف النموذج:

الجدول (1) يوضح التمثيل الوصفي للمتغيرات المستخدمة في النموذج القياسي مع

### جدول (2) نتائج اختبار جذر الوحدة لإستقرار السلسلة الزمنية Unit Root Test

الجدول(1) المتغير التابع و المتغيرات المستقلة، الصفة، الرمز، مع مصدر البيانات

المتغيرات	الصفات	الاصحارات المتوقعة	المصدر
المتغير التابع	حجم التداول		CBI
المتغيرات المستقلة	اسعار الصرف	+ , -	CBI
	اسعار النفط	+	https://www.indexmundi.com/commodities
	اسعار الفائدة	-	CBI
	فيروس كورونا	-	Econometrics for Dummies , 2013 (Johan Wiley & Sons, Inc.)

المصدر : الجدول من عمل الباحثان.

تمت صياغة النموذج القياسي المقترح بالصيغة الآتية:

$$ST_t = B_0 + (-) B_1 ER_t + B_2 OP_t - B_3 IR_t - B_4 COVID_{19}t + U_t$$

حيث ان :

$$ST = \text{حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية}$$

$$ER = \text{اسعار الصرف / المتغير الرئيسي}$$

$$OP = \text{اسعار النفط / المتغير المساعد}$$

$$IR = \text{اسعار الفائدة / المتغير التحكيمي}$$

$$COVID = 19 \text{ فيروس كورونا / المتغير الصوري - المتغير الوهمي}$$

$$B = \text{المعلمات}$$

$$t = \text{الزمن}$$

$$U = \text{الخطأ العشوائي / المتغير العشوائي}$$

### 4.2 مرحلة تحديد المتغيرات المستخدمة وتوصيف النموذج:

#### أ- اختبار ثبات والاستقرارية : Stationary test

يعد الاستقرارية من الاختبارات المهمة لكشف عن مدى استقرارية البيانات والمتغيرات في النموذج المستخدم وهناك إختبارات كثيرة مختلفة يمكن استخدامها لبيان مستوى الثبات والاستقرارية في البيانات، الا ان كلاً من

(Fuller-Dickey Augmented) و (Phillips Perron) من الاختبارات

الأكثر استخداماً، ويظهر نتائج هذين الاختبارين على النحو الآتي:

الجدول(2): نتائج اختبار جذر الوحدة لاستقرار السلسلة الزمنية (Unit Root Test)

PP: Phillips-Perron				ADF: Augmented Dickey –Fuller				المتغيرات
الفرق الاول (First Difference)		المستوى (level)		الفرق الاول (First Difference)		المستوى (level)		
Intercept	Trend	Intercept	Trend	Intercept	Trend	Intercept	Trend	
-16.8533 (0.0000)	-17.0983 (0.0000)	-5.5879 (0.0000)	-5.5569 (0.0000)	-8.8654 (0.0000)	-8.7530 (0.0000)	-5.5779 (0.0000)	-5.5544 (0.0002)	حجم التداول
-4.0273 (0.0029)	-4.0491 (0.0137)	-0.0834 (0.9451)	-1.8583 (0.6600)	-4.0634 (0.0026)	-4.1244 (0.0113)	-0.5700 (0.8672)	-2.0474 (0.5604)	اسعار الصرف
-4.2384 (0.0016)	-4.3895 (0.0056)	-1.7425 (0.4038)	-1.6024 (0.7770)	-5.9500 (0.0000)	-5.9636 (0.0001)	-1.5969 (0.4759)	-1.4295 (0.8385)	اسعار النفط
-9.5111 (0.0000)	-9.4939 (0.0000)	-0.2522 (0.9240)	-2.5458 (0.3059)	-9.4514 (0.0000)	-9.3947 (0.0000)	-0.6971 (0.8375)	-2.4749 (0.3386)	اسعار الفائدة

المصدر : من اعداد الباحثان إستناداً الى برامج E-views

احدى المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وهناك مؤشرات كثيرة مختلفة يمكن استخدامها لبيان مستوى التكامل بين المتغيرات، الا ان إختباري (Johansen Test) و (Bounds Test) من الإختبارات الشائعة، الجدول (3) يبين نتائج هذين الإختبارين. يتضح من اختبار (Johansen Test / Bounds Test) المبين في الجدول (3) ان المتغيرات الداخلة في النموذج ذو علاقة تكاملية مشتركة في المستوى المعنوية (1% و 5% و 10%)، وبهذا تقبل الفرضية البديلة التي تقر بوجود علاقة تكاملية معنوية من الناحية الاقتصادية والاحصائية والقياسية، وبذلك تدعم هذه النتائج إجراء تقدير النموذج القياسي تقديراً صحيحاً للمتغيرات كافة.

يتضح من الجدول (2) ومن خلال اختبار (Phillips-Perron / Augmented Dickey- Fuller) أن كافة المتغيرات معنوية في الفرق الاول (First Difference) في (Trend / Intercept) عند مستوى الدلالة الاحصائية (1% ، 5% ، 10%) لأن قيمة الاحتمالية المحرجة (Prob.) اقل من القيمة المحددة (0.05)، اي ان هناك استقرارية في معظم بيانات السلاسل الزمنية، وبذلك فإن هذه النتائج تدعم إجراء التكامل المشترك (Co- integration) بين متغيرات موضوع البحث .

ب: التكامل المشترك بين متغيرات داخل النموذج: **Co-integration test** التكامل هو من الإختبارات المهمة لبيان مستوى التكامل بين متغيرات موضوع البحث، حتى يسمح بإجراء تقدير النموذج، من الضروري على الأقل وجود علاقة واحدة بين

### الجدول (3) نتائج اختبار التكامل المشترك بين متغيرات النموذج

Johansen Test ( )				
Critical Value (0.05) Maximum Eigenvalue	Prob القيمة الاحتمالية المحرجة	Critical Value (0.05) Trace statistic	Prob القيمة الاحتمالية المحرجة	Variables المتغيرات
116.8102	0.0000	250.5501	0.0000	حجم التداول
65.32312	0.0000	133.7398	0.0000	اسعار الصرف
35.84006	0.0010	68.41671	0.0000	اسعار النفط
23.32590	0.0056	32.57665	0.0003	اسعار الفائدة
9.250752	0.0024	9.250752	0.0024	فيروس كورونا
(Bounds Test)				
F-Bounds Test	Value	Significant level	I(0) Lower	I(1) Upper
	9.2405 أكبر بكثير من قيمة (Upper)	10%	2.45	3.52
		5%	2.86	4.01
		1%	3.74	5.06

المصدر : من اعداد الباحثان إستناداً الى برامج E-views 10

يركز مفهوم السببية على وجود العلاقة السببية بين متغيرات موضوع البحث، على الرغم من وجود بعض التحفظات الاقتصادية حول هذا الاختبار، الا انه يعد من الاختبارات المهمة لتحديد نوع المتغيرات (متغيراً تابعاً أم مستقلاً)، توجد العديد من الاختبارات

ج: العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة (Granger Causality Tests).

قرار خفض قيمة الدينار العراقي) قد ارتفعت الى ( 9.376 %)، وهذا دليل على وجود تأثير واضح ومباشر للسياسة التي اتبعت البنك المركزي في خفض سعر الصرف العملة المحلية.

ج: اعتمادا على حجم المعلومات المقدرة وإشاراتها الخاصة كلما زاد (اسعار النفط) بمقدار (1%) أدى الى زيادة حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية في الامد القصير بمقدار (1.28 %)، وهذا دليل على أن العوائد النفطية له تأثير إيجابي في زيادة عرض النقد، ويعود ذلك الى الاعتماد شبه الكلي للحكومات العراقية على العوائد النفطية في الموازنة العامة للبلد، ويعتمد السياسة النقدية أيضا على العوائد النفطية. ولكن تحول هذا التأثير الى علاقة سلبية (0.96 - %) في الامد الطويل، قد يرجع هذا التحول الى ان ارتفاع المستمر في اسعار النفط يؤدي الى تغير توجه المستثمرين في سوق الاوراق المالية وكذلك حدوث تقلبات في الاقتصاد الداخلي وخلق بعض المشاكل الاقتصادية، منها التضخم المفرط والذي يسبب تغييرات في حجم الادخار والاستثمار في كافة القطاعات وفي مختلف الاسواق.

د: اعتمادا على حجم المعلومات المقدرة وإشاراتها الخاصة كلما زاد (اسعار الفائدة) بمقدار (1%) أدى الى انخفاض حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية في الامد القصير بمقدار (2.58-%) وهي متفقة مع النظرية الاقتصادية، بسبب وجود علاقة عكسية بين اسعار الفائدة والاستثمارات عموما والاستثمارات في سوق الاوراق المالية، وقد ارتفعت هذا التأثير الى (-9.29%) في الامد الطويل، وقد يكون سبب هذا الارتفاع هو تأثير اسعار الفائدة على الاستثمارات المرغوبة أكثر من الاستثمارات الفعلية .

لتحديد الاتجاه والعلاقة السببية بين المتغيرات (one direction or two direction)، الا ان اختبار (Granger Causality) يعد من الاختبارات الرئيسة والاكثر استخداما في مجال التحليل الاقتصادي، تم عرض نتائج هذا الاختبار في الجدول (4) :

الجدول (4) نتائج اختبار العلاقة السببية بين متغيرات النموذج

Variables المتغيرات	Prob. القيمة الاحتمالية الحرجة	F- اختبار	حجم العلاقة
اسعار الصرف الى حجم التداول	0.0735	2.1503	متوسطة ومقبولة
اسعار النفط الى حجم التداول	0.0174	3.0561	جيدة ومقبولة
اسعار الفائدة الى حجم التداول	0.8265	0.4990	غير معنوية
فيروس كورونا الى حجم التداول	0.0056	3.8172	جيدة ومقبولة
اسعار الصرف الى اسعار الفائدة	0.0065	3.7139	جيدة ومقبولة

المصدر : من اعداد الباحثان إستناداً الى برامج 10 E-views

يظهر من الجدول (4) ومن خلال مقارنة قيمة (p-value) عند مستوى المعنوية (5%)، وجود علاقة سببية باتجاه واحد من (اسعار الصرف، اسعار النفط، فيروس كورونا) الى (حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية)، وهذا يعني ان لكل من (اسعار الصرف، اسعار النفط، فيروس كورونا) تأثير في حجم التداول، وكذلك توجد علاقة سببية باتجاه واحد بين (اسعار الصرف) و(اسعار الفائدة)، وهذا يعني ان اسعار الفائدة ايضا له تأثير في حجم التداول ولكن بشكل غير مباشر، عن طريق التغييرات التي تحدث في اسعار الصرف.

#### 3.4 تقدير النماذج القياسية: (Econometrics Model Estimation) :

نتائج إختبارات الثبات والاستقرار والتكامل المشترك والسببية، يدعمان تقدير النموذج المقترح بشكل صحيح، ولأجل قياس وتحليل اثر تغيرات اسعار الصرف على حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية من خلال الاستعانة بالبيانات الثانوية الشهرية عن (اسعار الصرف ، اسعار النفط ، اسعار الفائدة) للمدة (2018 – 2022) البالغ (42 مشاهدة)، بعد عدة محاولات وتقدير نماذج مختلفة، تم اختيار نموذج (ARDL) لاعطائه أفضل النتائج من حيث الاختبارات الاقتصادية والاحصائية والقياسية. النتائج مبينة في الجدول (5).

يتضح من الجدول (5) مايلي :

أ: اعتمادا على (حجم) المعلومات المقدرة وإشاراتها الخاصة كلما زاد (اسعار الصرف) بمقدار (1%) أدى الى زيادة حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية في الامد القصير بمقدار (0.21 %)، الا ان هذا التأثير قد انخفضت الى ( 0.14 %) في الامد الطويل .

ب: اعتمادا على (حجم) المعلومات المقدرة وإشاراتها الخاصة كلما زاد اسعار الصرف ( قبل التغيير / قرار خفض قيمة الدينار العراقي) بمقدار (1%) أدى الى زيادة حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية بمقدار (0.054 %)، الا ان هذا التأثير (بعد التغيير /

ه: اعتماداً على حجم المعلومات المقدرة وإشاراتها الخاصة كلما زاد (انتشار فيروس كورونا) التصير الى الأجل الطويل.

الامد الطويل		الامد القصير		Independent variable المتغيرات المستقلة	Dependent variable المتغير التابع
Prob. القيمة الاحتمالية الحرجة	Coefficient المعاملات المقدرة	Prob. القيمة الاحتمالية الحرجة	Coefficient المعاملات المقدرة		
0.0056	0.1474	0.0267	0.2165	اسعار الصرف	حجم التداول ST
0.0063	-0.9610	0.0283	1.2889	اسعار النفط	
0.0044	-9.2924	0.0526	-2.5824	اسعار الفائدة	
0.0071	-15.0369	0.0241	-14.1465	فيروس كورونا	
-7.0021 (0.0182)	نقطة التوازن (EP)	0.0226	159.4548	الحد الثابت (C)	
بيان تأثير اسعار الصرف في حجم التداول قبل و بعد خفض قيمة الدينار العراقي					
بعد تغير (2022/7/1 الى 2021/1/1)		قبل تغير (2020/12/30 الى 2018/1/1)		المتغير المستقل	المتغير التابع
Prob. القيمة الاحتمالية الحرجة	Coefficient المعاملات المقدرة	Prob. القيمة الاحتمالية الحرجة	Coefficient المعاملات المقدرة		
0.0421	9.3766	0.0001	0.0544	اسعار الصرف	حجم التداول

بمقدار (1%) أدى الى انخفاض حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية في الامد القصير بمقدار (-14.14%) ، وقد ارتفعت هذا التأثير الى (-15.03%) في الامد الطويل وقد يعكس ذلك انتشار تأثير فيروس كورونا على كافة الاصعدة وفي كافة الاسواق سواء كانت سوق السلع والخدمات أو سوق الاوراق المالية. و: بالنسبة الى نقطة التوازن (معامل حد تصحيح الخطأ) فانه يمثل مقدار التغير في المتغير التابع نتيجة لانحراف قيمة المتغير المستقل في الاجل الطويل بمقدار وحدة واحدة، ومن المتوقع ان يكون سالباً ومعنوياً وقد بلغ (-7.00) مما يدل على صحة نموذج تصحيح الخطأ المقدر احصائياً و تحقق الاشارة السالبة التي تدل على سرعة التعديل من الاجل

#### الجدول (5) نتائج المعلمات المقدرة باستخدام نموذج (ARDL)

المصدر : من اعداد الباحثان إستناداً الى برامج E-views 10

3370.390 (0.0136)	F-statistic Prob(F-statistic)	0.1000	ARCH test for Heteroskedasticity	مشكلة عدم تجانس التباين
0.0170 0.0002	S.E. of regression Sum squared resid	0.7630	Ramsey Reset Test	مشكلة التشخيص
-7.0409	AIC	0.4762	Jarque – Bera test	مشكلة التوزيع الطبيعي للبيانات

المصدر : من اعداد الباحثان إستناداً الى برامج E-views 10

ينتضح من الجدول (6) مايلي:

أ: اجتاز النماذج كافة الاختبارات الاحصائية (الارتباط الذاتي، التعدد الخطي، عدم تجانس التباين، التشخيص، مشكلة التوزيع الطبيعي للبيانات)، وهذا دليل على ملائمة النموذج المعتمد.

#### 4.4 الاختبارات التشخيصية للمصادقية وملائمة النموذج المعتمد:

##### Diagnostic tests))

الخطوة الاخيرة في تكملة مراحل بناء النموذج القياسي هي مرحلة تقييم النموذج المقدر، للتأكد من دقة تقدير معاملات النموذج، ويمكن الاعتماد عليها من قبل صناع القرار، وفي هذا السياق استخدم هذا البحث عدة مؤشرات بما في ذلك (R<sup>2</sup>، Adjusted R<sup>2</sup>، Std. Error، SSR، AIC)، وكذلك عدة اختبارات احصائية منها (الارتباط الذاتي، التعدد الخطي، تجانس التباين، التشخيص، التوزيع الطبيعي للبيانات واستقرار المعلمات المقدرة)، الجدول (6) يبين قيم ودلالات احصائية لبعض هذه المؤشرات والاختبارات.

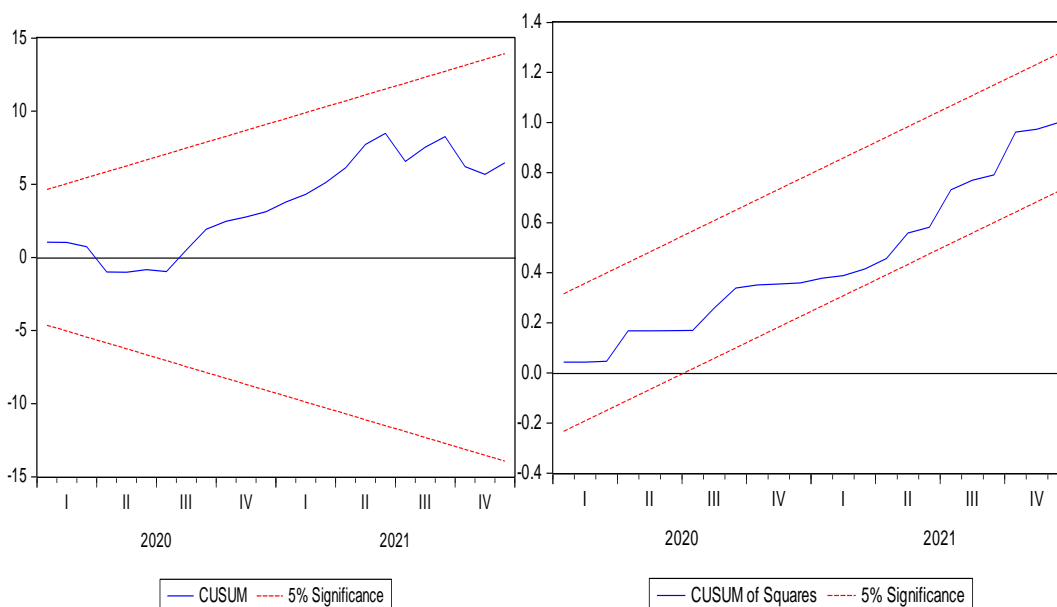
#### الجدول (6) يبين نتائج اختبار لصلاحية النموذج المقدر

المشاكل القياسية	الاختبارات القياسية	القيمة الاحتمالية الحرجة	المؤشرات الاحصائية	القيمة الاحتمالية الحرجة
مشكلة الارتباط الذاتي	LM Breusch-Godfrey Test:	0.6533	R-Squared	0.9999
مشكلة الارتباط المتعدد	Variance Inflation Factors	بين(6.48-1.30)	Adjusted R <sup>2</sup>	0.9996

د: (AIC) عبارة عن حجم المعلومات المفقودة في النموذج المقدر، ويقدر من المؤشرات الاحصائية المهمة، وكلما قلت قيمته كان التقدير افضل، ومن خلال الجدول اعلاه يتبين ان القيم المفقودة في النموذج المقدر سالبة، وهذا دليل على حسن تقدير النموذج المقدر.

#### 5.4 CUSUM Test, CUSUM Of Squares Test (الاختبارات الاستقرارية للنماذج)

للتأكد من استقرار التغيرات الهيكلية في النموذج المعتمد في هذا البحث تم استخدام الاختبارات المناسبة والموثوقة لذلك، مثل المجموع التراكمي للبواقي المعودة (CUSUM) وكذلك المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعودة (CUSUM OF Squares). ويمكن تصوير ذلك من خلال الاشكال البيانية للنموذج المعتمد بالآتي:



شكل رقم (1) استقرار المعلمات المقدر

المصدر: من اعداد الباحثان إستناداً الى برامج E-views 10

والامد الطويل، وزداد هذا التأثير بشكل كبير بعد قرار خفض قيمة الدينار العراقي. وهذا دليل على وجود تأثير واضح ومباشر لقرار البنك المركزي بخفض سعر الصرف العملة المحلية.

3. ان تأثير تغير اسعار النفط في سوق العراق للاوراق المالية واضح وكبير، ويعود ذلك الى الاعتماد شبه الكلي للحكومات العراقية على العوائد النفطية في الموازنة العامة للبلد، ويعتمد السياسة النقدية أيضاً على العوائد النفطية.

4. لإنتشار فيروس كورونا تأثير سلبي واضح في حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية في الاجل القصير والطويل.

2.5. المقترحات:

في ضوء الاستنتاجات اعلاه نقترح مايلي :

1. ضرورة قيام البنك المركزي بوضع خطة جيدة ومدروسة للتنسيق الكافي والاجباري

ب: معامل التحديد  $R^2$  ومعامل التحديد المعدل  $Adjusted R^2$  مرتفع جدا لنموذج المقدر، وتبلغ قيمته (99%) وهذا يعني ان كافة المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج لها علاقة قوية بالمتغيرات التابعة، ومن جهة أخرى الاختلاف بين معامل التحديد ( $R^2$ ) ومعامل التحديد المعدل ( $Adjusted R^2$ ) قليل جدا، وهذا يعني ان كافة المتغيرات الداخلة في النموذج المقدر ضرورية ومهمة، وهذا دليل على حسن التقدير.

ج: قيمة (F) و بدلالة إحصائية (0.0136) هي أقل من قيمة (P-Value 0.05)، لذا نرفض فرضية العدم التي تقر بانعدام العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع من جهة، ومن جهة أخرى نلاحظ ان قيمة (Standard Error/SSR) عموماً قليلة ومقبولة لانه أقل من (0.05)، وتشير الى صحة النموذج من الناحية الاحصائية.

يتضح من الشكل (1) ان النموذج المستخدم مستقر، لان المنحنى الخاص بالبيانات يقع بين الخططين وهذا دليل على استقرارية المعلمات المقدر عند مستوى المعنوية (5%).

5. الاستنتاجات والمقترحات:

1.5. الاستنتاجات:

في ضوء ماسبق من عرض و تحليل نستنتج مايلي :

1. كافة المتغيرات الداخلة في النموذج ثابتة ومستقرة في الفارق الأول عند مستوى المعنوية (5%). وكذلك ان المتغيرات ذات علاقة تكاملية وسببية مع بعضها البعض في مستوى المعنوية (5%)، الا ان تأثير و حجم العلاقة بين هذه المتغيرات تختلف من متغير لآخر.

2. تأثير تغير اسعار الصرف ايجابي في سوق العراق للاوراق المالية في الامد القصير

Issues, 5(Special Issue).

WAMBUI, MWANGI ASUNTAH, (2017), THE EFFECTS OF EXCHANGE RATE CHANGES ON THE STOCK MARKET PERFORMANCE IN THE NAIROBI SECURITIES EXCHANGE, A Research Project Submitted to the Chandaria School of Business in Partial Fulfillment of the Requirement for the Degree of Masters in Business Administration (MBA), UNITED STATES INTERNATIONAL UNIVERSITY- AFRICA.

**Abstract:** Stock markets are influenced by a number of variables, encompassing exchange rates, oil prices, and interest rates. Of particular significance is the relationship between exchange rates and the stock market. This research aims to quantitatively measure and analyze the influence of Iraqi dinar devaluation on trading volume within the Iraqi Stock Market. To achieve this objective and prove its hypotheses, the study employs an econometric model (ARDL) by leveraging secondary monthly data for variables such as Exchange Rate, Oil Price, Interest Rate, and the impact of the Corona virus. The data is divided into two periods: a two-year span before the dinar devaluation (1/1/2018 to 30/12/2020), and a year and a half after the devaluation (1/1/2021 to 1/7/2022).

The study's findings reveal that the impact of fluctuating exchange rates on the Iraqi stock market is positive both in the short and long terms. Notably, this effect becomes more pronounced post the decision to devalue the Iraqi dinar, underscoring a clear and direct consequence of the policy pursued by the Central Bank of Iraq in altering the domestic currency's relation with the US dollar. In conclusion, the study puts forward a set of recommendations. It emphasizes the necessity for the Central Bank of Iraq to move away from a direct peg of the local currency solely to the US dollar; as such a strategy leaves the economy vulnerable to economic, financial, political, and health-related shocks. Instead, adopting a more flexible exchange rate policy by pegging the local exchange rate to a basket of foreign currencies is suggested. This approach holds the potential to bolster the Iraqi stock market, fostering economic growth within Iraq.

**Keywords:** Exchange Rates, Oil Prices, Iraqi Stock Market, Trading Volume.

بين ظروف الاقتصاد المحلي وقيمة العملة المحلية، لترسيخ استقرار المؤشرات الاقتصادية الكلية خاصة الاستقرار النقدي، لتشجيع سوق العراق للأوراق المالية. 2. اتباع سياسة صرف أكثر مرونة من خلال ربط سعر صرف العملة المحلية بسلة من العملات الأجنبية، بدلا من ربطها بعملة واحدة، الأمر الذي يساعد النهوض بالسوق العراقي للأوراق المالية ويعجل وتيرة النمو الاقتصادي العراقي.

3. إيلاء الحكومة عناية أكبر بسوق الأوراق المالية بوصفها أحد المحركات الاقتصادية المهمة لتوفير وتنوع فرص الاستثمارية على كافة الأصعدة وخلق بيئة استثمارية مناسبة سواء كانت للمستثمرين المحليين أو الأجانب.

4. ضرورة العمل على زيادة إيرادات العراق، والاهتمام بخلق مصادر أخرى للإيرادات (غير نفطية) وتنويعها لدعم القطاعات الأخرى (الزراعية، الصناعية، السياحية). وتمويل النشاطات الموجودة في سوق العراق للأوراق المالية بالوفورات المالية الناجمة عن ارتفاعات مستمرة وغير مسبوقه في أسعار النفط عالميا.

6. المصادر والمراجع:

1.6. المصادر العربية :

- ال طعمة، حيدر والسامرائي، يسرى، (2007)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، عدد 45، المجلد 13، 2007.

- عكار، زينب شلال وناصح، عادة حاتم، (2020)، اثر السياسة المالية والنقدية على أداء سوق العراق للأوراق المالية دراسة تطبيقية في سوق العراق للفترة 2009-2018، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 12 عدد 30.

- فرج، كريم حمود وناييف، عبدالقادر، (2015)، خيارات ممكنة في إدارة سعر الصرف العملة العراقية في ظل ظروف الاقتصاد الحالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، مجلد 10، عدد 31.

- المساح، سوزانا، (2020)، أثر تغيرات أسعار النفط على أداء أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة السياسة والاقتصاد، العدد (5)، يناير 2020.

- الوزان، حمد عباس و علي، مظفر حسني، (2008)، إدارة سعر الصرف في العراق دراسة تفوقية في عوامل تحسين قيمة الدينار العراقي، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة السادسة، العدد السادس العشر.

2.6. المصادر الإنكليزية :

- Adebisi, M.A, & et.al, no year, Oil Price Shocks, Exchange Rate and Stock Market Behaviour: Empirical Evidence from Nigeria, ACDEMIA, Accelerating the world's research.

- Alexander Decker, 2012, Exchange Rate Volatility and Stock Market Behaviour The Nigerian Experience, European Journal of Business and Management, Vol 4, No.5, 2012.

- Anshul Jain & P.C. Biswal, 2016, Dynamic linkages among oil price, gold price, exchange rate, and stock market in India, Resources Policy, no. 49.

- Charles Kwofie and Richard Kwame Ansah, 2018, A Study of the Effect of Inflation and Exchange Rate on Stock Market Returns in Ghana, International Journal of Mathematics and Mathematical Sciences, Volume 2018.

- Cristiana Tudor, Ph.D., CFPA, Carmen Popescu-Dutaa, 2012, On the causal relationship between stock returns and exchange rates changes for 13 developed and emerging markets, Procedia - Social and Behavioral Sciences 57 ( 2012 ).

- Faez Hlail Srayyih et. al, (2019), The Impact Of The Decline In Oil Prices On The Performance Of The Iraqi Market For Securities, Revista de Ciencias Humanas y Sociales, no.22, 2019.

- Olugbenga, Adaramola Anthony, 2012, Exchange Rate Volatility and Stock Market Behaviour: The Nigerian Experience, European Journal of Business and Management, Vol 4, No.5, 2012.

- Seri Suriani, et al., (2015), Impact of Exchange Rate on Stock Market, International Journal of Economics and Financial