

**قياس و تحليل اثر السياسة النقدية و الاستقرار السياسي في
معدل دوران الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية للمدة
2023-2004**

**م.م. هيمداد امين ابوبكر
ا.م.د. لقمان عثمان عمر
جامعة صلاح الدين- كلية الادارة و الاقتصاد**

Measuring and Analyzing the Impact of
Monetary Policy and Political Stability on Stock
Turnover in the Iraq Stock Exchange for the
Period 2004–2023

قياس وتحليل اثر السياسة النقدية و الاستقرار السياسي في معدل
دوران الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004-2023

Assistant Teacher Himdad Amin Abubakr*

Assistant Prof. Dr. Luqman Othman Omer

Salahaddin University

م.م. همداد امين ابوبكر*

ا.م.د. لقمان عثمان عمر

جامعة صلاح الدين- كلية الادارة و الاقتصاد

تاريخ النشر: 2026/09/01

Received: 07/07/2025

تاريخ القبول: 2025/07/28

Accepted: 28/07/2025

تاريخ الاستلام: 2025/07/07

Published: 01/09/2026

المستخلص:

يعد معدل دوران الأسهم من أبرز المؤشرات الكمية التي تعكس كفاءة الأسواق المالية ودرجة سيولتها، إذ يستخدم كقياس حيوي لتحليل سلوك المستثمرين ومدى فاعلية السوق في تحويل المدخرات إلى الاستثمارات. وفي سياق الاقتصاد العراقي، الذي يتسم بتقلبات هيكلية ومخاطر سياسية واقتصادية متداخلة، تبرز أهمية تحليل هذا المؤشر في ضوء محددات الاقتصاد الكلي والسياسي. تهدف هذه الدراسة إلى قياس وتحليل أثر السياسة النقدية – ممثلة بسعر الفائدة، وسعر الصرف، وعرض النقد بالمعنى الواسع (M2)، ومعدل التضخم، ونسبة الاحتياطات إلى الناتج المحلي الإجمالي – بالإضافة إلى الاستقرار السياسي، في معدل دوران الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، وذلك للمدة الممتدة من (2004-2023)، باستخدام بيانات ربع سنوية لتعزيز دقة التحليل، واعتمدت الدراسة منهجية قياسية كمية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لقياس العلاقات قصيرة وطويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. وقد سبقت التقدير مجموعة من الاختبارات التشخيصية، أبرزها اختبار جذر الوحدة لاختبار السكون، واختبار حدود التكامل (Bounds Test) لتحديد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، بالإضافة إلى اختبارات الاستقرار الهيكلية وجودة التنبؤ بالنموذج.

أظهرت نتائج التقدير وجود علاقات ذات دلالة إحصائية مهمة، تمثلت في علاقة إيجابية بين كل من سعر الفائدة، ونسبة الاحتياطات إلى الناتج المحلي، والاستقرار السياسي من جهة، ومعدل دوران الأسهم من جهة أخرى، لا سيما في الأجل الطويل. بالمقابل، كشفت النتائج عن علاقة عكسية بين سعر الصرف، ومعدل التضخم، وعرض النقد بالمعنى الواسع، وبين معدل الدوران، مما يعكس ضعف السوق تجاه تقلبات السيولة، وعدم كفاءة السياسة النقدية في تخفيف التداول في ظل بيئة اقتصادية غير مستقرة. كما يتبين النتائج أن الاستقرار السياسي يعد من أهم العوامل المعززة للثقة في السوق، حيث يؤدي تحسنه إلى زيادة نشاط التداول، وجذب الاستثمارات، ورفع كفاءة السوق المالي. وتخلص الدراسة إلى جملة من المؤشرات التي يمكن أن تساهم في توجيه صناع القرار نحو تحسين كفاءة السوق المالي العراقي، من خلال إعادة هيكلة أدوات السياسة النقدية بما يتناسب مع خصائص الاقتصاد المحلي، وتفعيل منظومة الإصلاح المالي والإداري لتعزيز الثقة في البيئة الاستثمارية، إلى جانب ترسيخ الاستقرار السياسي بوصفه مرتكزا أساسيا لتحقيق التوازن الاقتصادي وتنشيط التداول في السوق المالية العراقية.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، معدل دوران الأسهم، الاستقرار السياسي، سوق العراق للأوراق المالية، نموذج ARDL.

Abstract:

The stock turnover ratio is one of the most prominent quantitative indicators reflecting the efficiency and liquidity of financial markets. It serves as a vital metric for analyzing investor behavior and the market's effectiveness in converting savings into investments. Within the context of the Iraqi economy—characterized by structural volatility and intertwined political and economic risks—the analysis of this indicator becomes particularly significant in light of macroeconomic and political determinants. This study aims to measure and analyze the impact of monetary policy—represented by the interest rate, exchange rate, broad money supply (M2), inflation rate, and the ratio of reserves to (GDP)—alongside political stability, on the stock turnover ratio in the Iraq Stock Exchange during the period from 2004 to 2023. The study utilizes quarterly data to enhance the precision of the analysis and adopts a quantitative econometric approach by applying the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model to assess both short-run and long-run relationships between the independent variables and the dependent variable.

Prior to estimation, several diagnostic tests were conducted, including unit root tests to verify stationarity, the bounds test for cointegration to identify long-term equilibrium relationships, as well as tests for structural stability and model forecasting performance. The estimation results revealed statistically significant relationships, most notably a positive long-run relationship between the stock turnover ratio and the interest rate, reserves-to-GDP ratio, and political stability. Conversely, the findings showed a negative relationship between the stock turnover ratio and the exchange rate, inflation rate, and broad money supply (M2), indicating the market's vulnerability to liquidity fluctuations and the limited effectiveness of monetary policy in stimulating trading activity in an unstable economic environment. Furthermore, the results underscored the critical role of political stability in enhancing market confidence. Improvements in political stability lead to increased trading activity, attract investment, and boost the efficiency of the financial market. The study concludes with several implications that may assist policymakers in improving the efficiency of the Iraqi financial market. These include restructuring monetary policy tools to align with the characteristics of the local economy, activating financial and administrative reform systems to strengthen investor confidence, and reinforcing political stability as a fundamental pillar for achieving economic balance and revitalizing trading in the Iraqi financial market.

Key words: Monetary policy, stock turnover, political stability, Iraq Stock Exchange, ARDL model

المقدمة

تمثل الأسواق المالية ركيزة أساسية في هيكل الاقتصاد الحديث، إذ تُعد القناة الرئيسة لتحريك رؤوس الأموال وتحفيز النشاط الاستثماري، بما يعزز النمو الاقتصادي والتنمية المستدامة. ويعد معدل دوران الأسهم من المؤشرات الفنية والكمية بالغة الأهمية في تقييم كفاءة السوق ودرجة سيولته، حيث يعكس ديناميكية التداول ومدى جاذبية السوق للمستثمرين المحليين والأجانب. وبذلك، فإن فهم العوامل المؤثرة في هذا المؤشر يسهم في بناء رؤية تحليلية أكثر واقعية لسلوك السوق وتفاعلاته مع البيئة الاقتصادية والسياسية المحيطة. وفي السياق العراقي، يُعد سوق العراق للأوراق المالية بيئة مالية ناشئة تواجه تحديات متشابكة تتعلق بعدم الاستقرار السياسي، وغياب الشفافية، وضعف البنية التشريعية والمؤسسية، إلى جانب محدودية التنوع القطاعي للشركات المدرجة. وتتفاعل هذه العوامل مجتمعة لتؤثر بعمق في حركة التداول ومعدل دوران الأسهم، مما يثير تساؤلات حول الكيفية التي تؤثر بها السياسة النقدية والاستقرار السياسي في هذا المؤشر الحيوي، خصوصاً في ظل التقلبات الاقتصادية المستمرة والتغيرات السياسية الحادة التي شهدتها العراق خلال العقدين الماضيين.

وتكسب السياسة النقدية أهمية خاصة في هذا الإطار بوصفها الأداة الرئيسة للبنك المركزي في التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية، مثل سعر الفائدة، سعر الصرف، عرض النقد بالمعنى الواسع، ومعدل التضخم، والتي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر في سلوك المستثمرين وفي مستويات السيولة المتاحة للتداول. وفي

المقابل، يُعد الاستقرار السياسي عنصراً حاسماً في بناء الثقة الاستثمارية، وتحديد توجهات المستثمرين في الأسواق المالية، حيث تؤدي الاضطرابات السياسية إلى تقلبات حادة في السوق، وتراجع التداول، وهروب رؤوس الأموال.

أهمية البحث: هذا البحث يكتسب أهميته من تناوله أحد المواضيع الجوهرية المرتبطة بكفاءة السوق المالي العراقي، حيث يحلل العلاقة بين محددات السياسة النقدية والاستقرار السياسي من جهة، ومعدل دوران الأسهم من جهة أخرى، في ظل بيئة اقتصادية عراقية معقدة ومتأثرة بالتقلبات السياسية والاقتصادية، وتعد هذه الدراسة من الدراسات القليلة التي تسعى إلى بناء نموذج قياسي متكامل يربط بين متغيرات السياسة النقدية (سعر الفائدة، سعر الصرف، عرض النقد بالمعنى الواسع، معدل التضخم، نسبة الاحتياطيات إلى الناتج المحلي الإجمالي) والاستقرار السياسي ومعدل دوران الأسهم، وذلك باستخدام نموذج (ARDL) التي تميز بين الأثرين القصير والطويل الأجل، مما يعزز دقة التحليل وعمقه.

كما تبرز أهمية الدراسة من جانبها التطبيقي، إذ تُركز على سوق العراق للأوراق المالية كيدان عملي لتفاعل المتغيرات الاقتصادية والسياسية، مما يوفر لصناع القرار رؤى دقيقة تساهم في تحسين بيئة الاستثمار وتطوير أدوات السياسة النقدية بما يتماشى مع متطلبات السوق. إضافة إلى ذلك، يمكن أن تساعد النتائج في توجيه الإصلاحات المؤسسية والتشريعية نحو تعزيز الشفافية وكفاءة الأداء المالي، بما يدعم البنية المالية للعراق على المدى المتوسط والطويل.

مشكلة البحث: يعاني سوق العراق للأوراق المالية من تذبذب واضح في معدل دوران الأسهم، ما يعكس خللاً في السيولة وكفاءة السوق. ويُعتقد أن هذا التذبذب يرتبط بتغيرات في السياسة النقدية وعدم استقرار البيئة السياسية. ومع ذلك، لا تزال العلاقة الدقيقة بين متغيرات السياسة النقدية (مثل سعر الفائدة، سعر الصرف، عرض النقد بالمعنى الواسع، معدل التضخم، نسبة الاحتياطيات إلى الناتج المحلي الإجمالي) والاستقرار السياسي من جهة، ومعدل دوران الأسهم من جهة أخرى، غير مدروسة بشكل كافٍ في السياق العراقي. ومن هنا، تنبثق مشكلة البحث في محاولة الإجابة على السؤال الآتي: ما مدى تأثير السياسة النقدية والاستقرار السياسي في معدل دوران الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2004-2023)؟

هدف البحث: يهدف البحث إلى قياس وتحليل أثر المتغيرات النقدية المثلثة في (سعر الفائدة، سعر الصرف، عرض النقد بالمعنى الواسع، معدل التضخم، ونسبة الاحتياطيات إلى الناتج المحلي الإجمالي) والاستقرار السياسي في معدل دوران الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2004-2023).
فرضية البحث: تتجسد فرضية البحث في الآتي: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات السياسة النقدية والاستقرار السياسي من جهة، ومعدل دوران الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية من جهة أخرى، خلال المدة (2004-2023). وتنبثق منها:

- 1- يتأثر معدل دوران الاسهم بعدة متغيرات نقدية (سعر الفائدة، سعر الصرف، عرض النقد بالمعنى الواسع، معدل التضخم، ونسبة الاحتياطيات إلى الناتج المحلي الإجمالي) بشكل معنوي في معدل دوران الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية و بنسب متباينة.
- 2- يتأثر معدل دوران الاسهم بالاستقرار السياسي بشكل معنوي في معدل دوران الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

منهجية البحث: اعتمد البحث على المنهج التحليلي الكمي باستخدام نموذج (ARDL) لقياس الأثرين القصير والطويل للمتغيرات قيد الدراسة على معدل دوران الأسهم، وباستخدام بيانات سنوية للمدة (2004-2023).

حدود البحث: تغطي الحدود الزمنية للبحث المدة (2004-2023)، بينما تقتصر الحدود المكانية على الاقتصاد العراقي، اما الحدود الموضوعية فتتركز على متغيرات نقدية و سياسية و معدل دوران الأسهم.

هيكلة البحث: ينقسم البحث الى ثلاثة مباحث، خصص المبحث الاول للدراسات السابقة، أما المبحث الثاني يتناول الاطار النظري لمتغيرات الدراسة، في حين المبحث الثالث يتناول قياس و تحليل أثر السياسة النقدية و الاستقرار السياسي في معدل دوران الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية. وقد ختم البحث بجملة من الاستنتاجات والمقترحات و عرض لقائمة المصادر.

المبحث الاول : الدراسات السابقة

- 1- دراسة (عبد اللطيف، 2022)، عنوان الدراسة: "أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في أداء سوق العراق للأوراق المالية: دراسة تحليلية للمدة (2004-2020)"، هدفت الدراسة إلى الكشف عن طبيعة العلاقة بين المتغيرات الكلية وأداء السوق، وقياس أثر هذه المتغيرات على عدد من المؤشرات السوقية مثل حجم التداول، عدد الأسهم المتداولة، القيمة السوقية، المؤشر العام، عدد الشركات المدرجة، ومعدل دوران الأسهم، و تم الاعتماد على منهج كمي تحليلي مدعوم بأدوات القياس الاقتصادي والقياسي، إذ استخدم برنامج (EViews) لإجراء التحليلات الإحصائية، ومن أبرز النتائج: أن بعض المتغيرات المستقلة مثل الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقد، والاستثمار الأجنبي المباشر ترتبط بعلاقة طردية ومؤثرة مع مؤشرات أداء السوق، في حين أظهرت متغيرات أخرى مثل سعر الفائدة ومعدل التضخم علاقة عكسية وسلبية في التأثير، أما سعر الصرف فكان تأثيره متبايناً حسب المرحلة الزمنية.

- 2- دراسة (Alber , Abdulrahim & Farouh,2024) عنوان الدراسة : "Does Political Stability Affect the Stock Market Performance?: A Cross-Continental Comparative Study" بحث منشور، يهدف البحث إلى اختبار أربع فرضيات رئيسية، تنص على أن الاستقرار السياسي لا يؤثر بشكل معنوي في أسعار السوق عند أخذ المتغيرات الاقتصادية الأخرى بعين الاعتبار، وذلك في كل من أوروبا، الأمريكيتين، آسيا، وأفريقيا. وقد تم استخدام بيانات سنوية تم الحصول عليها من قواعد بيانات البنك الدولي، وقياس المتغير التابع (أداء السوق) من خلال متوسط السعر السنوي للمؤشر العام للأسهم في كل بلد. أظهرت نتائج البحث تبايناً واضحاً في طبيعة العلاقة بين المتغيرات عبر القارات. ففي أوروبا، تبين أن الاستقرار السياسي وحده لا يملك تأثيراً معنوياً على أسعار السوق، ولكن عند إدخال الناتج المحلي الإجمالي للفرد والاستثمار الأجنبي، تحسنت قدرة النموذج على التفسير بشكل كبير. في المقابل، أظهرت نتائج أمريكا وآسيا أن الاستقرار السياسي له تأثير متزايد عند إدخاله ضمن إطار من المتغيرات الاقتصادية الأخرى، لا سيما مع التضخم والاستثمار الأجنبي. أما في أفريقيا، فقد وجد أن الاستقرار السياسي له تأثير ضعيف منفرداً، لكنه يصبح مؤثراً بدرجة كبيرة عند ربطه بالناتج المحلي للفرد، حيث ارتفعت قدرة النموذج على تفسير تغيرات الأسعار السوقية بنسبة قاربت 48%.
- 3- دراسة (Hussain. Malik & Rasool, 2012) عنوان الدراسة : "The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Prices: An Empirical Analysis of Karachi Stock Exchange" هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية، سواء على المدى القصير أو الطويل، بين مؤشرات الاقتصاد الكلي وأسعار الأسهم في كراتشي، وذلك عبر سلسلة زمنية شهرية تغطي الفترة من (يناير 2001 إلى ديسمبر 2010). وقد تميزت الدراسة بشمولها لمجموعة واسعة من المتغيرات المستقلة، وهي (سعر الصرف، احتياطي النقد الأجنبي، مؤشر الإنتاج الصناعي، سعر الفائدة، الاستيرادات، عرض النقد بالمعنى الواسع، مؤشر أسعار الجملة (كمؤشر للتضخم)، والصادرات). بينما مثل مؤشر أسعار الأسهم في كراتشي كمتغير التابع. واستندت المنهجية المستخدمة اختبارات السكون باستخدام (ADF) و (KPSS) للتحقق من استقرارية السلاسل الزمنية، تلتها اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن لتحديد العلاقة طويلة الأجل، ثم نموذج تصحيح الخطأ (VECM) لاختبار التعديلات قصيرة الأجل، وأخيراً اختبار السببية ل (Granger) لتحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرات. وقد تم استخدام برنامج (EViews) في جميع المعالجات الإحصائية والاقتصادية. أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة طويلة الأجل بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية، حيث أظهرت المتغيرات احتياطي النقد الأجنبي، سعر الفائدة، الاستيرادات، عرض النقد، ومؤشر أسعار الجملة علاقة طردية ومؤثرة معنوياً على أسعار الأسهم. في المقابل، أظهر سعر الصرف علاقة سلبية وغير معنوية، بينما أظهر مؤشر الإنتاج الصناعي علاقة عكسية ولكنها معنوية، ما يشير إلى أثر سلبي للتقلبات الصناعية على أداء السوق، وهذا يعود إلى عدة عوامل منها انقطاع الطاقة، عدم الاستقرار السياسي، وارتفاع تكاليف الإنتاج.
- 4- دراسة (الجبالي و الطرقي 2012)، عنوان الدراسة : "آثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم: سوق العراق للأوراق المالية أنموذج (2004-2010)": سعت الدراسة إلى تحقيق عدة أهداف، أبرزها: تأصيل العلاقة النظرية بين السياسة النقدية وسوق الأسهم، واختبار العلاقة السببية بين مؤشرات السياسة النقدية وعوائد الأسهم، إضافة إلى قياس أثر هذه السياسة على أسعار الأسهم في السوق العراقية للأوراق المالية. واتخذت الدراسة منهجاً كمياً وقياسياً باستخدام نماذج متقدمة مثل نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR)، واختبار ديكي فولر الموسع (ADF) لاختبار سكون السلاسل الزمنية، واختبار السببية ل (Granger)، إلى جانب تحليل استجابة الصدمات (Impulse Response Functions) وتحليل التباين (Variance Decomposition)، وذلك كله باستخدام برنامج التحليل الإحصائي (EViews). أظهرت النتائج أن هناك علاقات معنوية ذات دلالة إحصائية بين السياسة النقدية وعوائد الأسهم. فالعلاقة بين سعر الفائدة والعوائد كانت عكسية، أي أن ارتفاع سعر الفائدة أدى إلى انخفاض عوائد الأسهم. أما العلاقة بين معدل التضخم والعوائد فكانت موجبة، بما يعكس أن المستثمرين يعتبرون الأسهم وسيلةً للتحوط ضد التضخم. كذلك تبين أن عرض النقد وسعر الصرف لهما تأثير مزدوج (مباشر وغير مباشر) على عوائد الأسهم، عبر قنوات مثل السيولة وسعر الخصم.
- 5- دراسة (عكار و ناصح ، 2020)، عنوان الدراسة : "أثر السياسة المالية والنقدية على أداء سوق العراق للأوراق المالية: دراسة تطبيقية للفترة (2009-2018)". هدفت الدراسة إلى الكشف عن مدى تأثير مجموعة من المؤشرات الكلية المحتملة في التضخم، سعر الصرف، سعر الفائدة، الدين الحكومي، الإيرادات العامة، والنفقات الجارية، على أداء سوق العراق للأوراق المالية، والذي تم تمثيله من خلال ثلاثة مؤشرات فرعية هي: القيمة السوقية، حجم التداول، والمؤشر العام للأسهم. وقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression Analysis) إلى جانب اختبارات معامل الارتباط بيرسون (Pearson Correlation)، وذلك من خلال البرنامج الإحصائي (SPSS). ومن أهم الاستنتاجات: أن مؤشر التضخم كان من بين أكثر المتغيرات تأثيراً على جميع مؤشرات أداء السوق، حيث أظهر علاقة تأثير قوية على كل من القيمة السوقية، حجم التداول، والمؤشر العام. كما

بينت أن سعر الفائدة كان له تأثير معنوي على القيمة السوقية، في حين لم يظهر تأثيراً واضحاً على حجم التداول أو المؤشر العام. وسجل الدين الحكومي تأثيراً على المؤشر العام والقيمة السوقية، بينما اقتصر تأثيرات الإيرادات العامة على حجم التداول فقط، دون أن تظهر علاقات معنوية مع باقي المؤشرات.

6- دراسة (Nounbissie, Mongale, 2014) عنوان الدراسة : " The Impact of Monetary Policy on Financial Market in South Africa: A VAR Analysis" هدفت الدراسة إلى قياس تأثير أدوات السياسة النقدية على أداء الأسواق المالية في جنوب أفريقيا، وخاصة على معدل دوران سوق الأسهم وسوق السندات. كما سعت إلى تحليل ردود فعل السوق السلبية تجاه أدوات السياسة، وتحديد مدى تأثير صدمات السوق على متغيرات الاقتصاد الكلي. اتبعت الدراسة منهجية كمية تعتمد على نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي متعدد المتغيرات (VAR)، والذي يستخدم لتحليل العلاقات الديناميكية بين المتغيرات الاقتصادية على مر الزمن. كما استخدمت اختبارات جذر الوحدة (ADF و PP)، واختبارات التكامل المشترك لجوهانسن، ونماذج تصحيح الخطأ الهيكلي (VECM)، وتحليل دالة الاستجابة للصدمة (IRF) لتقدير أثر صدمات السياسة النقدية على الأسواق المالية على مدار الزمن. و توصلت الدراسة إلى عدة استنتاجات منها: هناك علاقة طويلة الأجل بين أدوات السياسة النقدية وأداء أسواق الأسهم والسندات في جنوب أفريقيا. و وجد أن زيادة المعروض النقدي، وسعر الخصم، وسعر الصرف الحقيقي تؤدي إلى زيادة في معدل دوران سوق الأسهم. في المقابل، يؤثر ارتفاع مؤشر أسعار المستهلك سلباً على أداء سوق الأسهم، وهو ما يتوافق مع التوقعات النظرية الاقتصادية. أما بالنسبة لدوران سوق السندات فقد وجد أنه يتأثر إيجاباً بسعر الخصم، وسعر الصرف، ومؤشر الأسعار، والنتائج المحلي الإجمالي، ولكنه يتأثر سلباً بزيادة المعروض النقدي. كما كشفت الدراسة عن آثار متبادلة، إذ يؤثر أداء سوق الأسهم بدوره على السياسة النقدية، وخاصة اتجاهات المعروض النقدي، وسعر الخصم، والنتائج المحلي الإجمالي.

7- دراسة (Sumi, Rabeta, 2024)، عنوان الدراسة : " Monetary Policy and Stock Market Dynamics: An Empirical Perspective" هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة التجريبية بين السياسة النقدية (بمكوناتها المختلفة) وديناميكيات سوق الأسهم، وتحديد ما إذا كانت هذه السياسة تؤثر فعلياً وإحصائياً على أداء السوق البنغلاديشي وحجم النشاط المالي فيه. اتبعت الدراسة منهجاً تحليلياً كميًا، مستخدمة نماذج الانحدار الخطي المتعدد لتحليل البيانات الشهرية. كما تناولت الدراسة قضايا إحصائية مثل التعدد الخطي، مع تعديل النماذج لتحقيق أفضل تفسير ممكن للعلاقات. و توصلت الدراسة إلى جملة من الاستنتاجات منها : أن سعر أذون الخزانة لأجل (91) يوماً له تأثير سلبي وكبير على كل من مؤشر السوق وحجم التداول. وهذا يشير إلى أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى تراجع السوق بسبب انخفاض الإقبال على الأسهم وتفضيل أدوات الاستثمار الأخرى. أن المعروض النقدي الواسع له تأثير إيجابي على أداء السوق، مما يعكس العلاقة بين وفرة السيولة وتحسن النشاط الاستثماري في سوق الأسهم. و أن التضخم، ممثلاً بمؤشر أسعار المستهلك (CPI) له علاقة سلبية بأداء السوق، حيث يؤدي ارتفاع الأسعار إلى تآكل القوة الشرائية وانخفاض مستويات الادخار والاستثمار.

الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة : يمتاز هذا البحث بعدة جوانب علمية ومنهجية تجعله مختلفاً عن الدراسات السابقة، سواء من حيث الموضوع أو المنهج أو السياق التطبيقي. فعلى مستوى الموضوع، تنفرد الدراسة بتركيزها المباشر على تحليل أثر السياسة النقدية بمكوناتها التفصيلية (سعر الفائدة، سعر الصرف، عرض النقد الواسع، التضخم، ونسبة الاحتياطات إلى الناتج المحلي الإجمالي)، إلى جانب الاستقرار السياسي، في معدل دوران الأسهم تحديداً، وهو مؤشر لم يحظَ باهتمام كافٍ في الأدبيات العراقية، التي غالباً ما ركزت على مؤشرات عامة مثل القيمة السوقية أو المؤشر العام للأسهم. أما من الناحية المنهجية، فقد اعتمد البحث نموذج ARDL الذي يسمح بقياس العلاقات الديناميكية في الأجلين القصير والطويل، ويُعد مناسباً لتحليل بيانات تتسم بعدم تجانس التكامل بين المتغيرات $I(0)$ و $I(1)$ ، وهو ما لم تستخدمه غالبية الدراسات السابقة، التي اكتفت غالباً بنماذج الانحدار الخطي البسيط أو نماذج VAR دون التمييز بين الأجل الزمنية المختلفة. وأخيراً، تنفرد هذه الدراسة بسياقها المحلي، إذ تُعد من أوائل الدراسات التي توظف نموذجاً قياسياً متكاملًا لتحليل تأثير المتغيرات النقدية والسياسية على معدل دوران الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، ما يجعلها مساهمة علمية مهمة على مستوى السياسة الاقتصادية والمالية في بيئة عراقية معقدة وملبئة بالتحديات المؤسسية والهيكلية.

المبحث الثاني : الاطار النظري لمتغيرات الدراسة

1.2 محددات معدل دوران الاسهم

1.1.2 سعر الفائدة

1.1.1.2 تعريف سعر الفائدة : يعد سعر الفائدة من أهم الأدوات الاقتصادية التي تستخدمها البنوك المركزية لإدارة السياسة النقدية، حيث يستخدم لتحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال التأثير على المؤشرات الاقتصادية الكلية كالتضخم والبطالة والاستثمار. وعلى المستوى الاقتصادي، يعرف سعر الفائدة بأنه العائد الذي يحصل عليه المستثمر مقابل تنازله عن استخدام أمواله لفترة زمنية محددة. وتستخدم هذه الأداة لتنظيم عرض النقود، إذ يقلل رفع سعر الفائدة من الطلب على الاقتراض ويزيد من معدلات الادخار، بينما يحفز خفضه الاقتراض ويزيد من الإنفاق الاستثماري (الجنابي، 2022، 198-199).

2.1.1.2 العلاقة بين سعر الفائدة و معدل دوران الاسهم: من خلال المنطق الاقتصادي، يمكن تفسير هذه العلاقة بأن سعر الفائدة الاسمي يمثل تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالأموال أو الاستثمار في الأسهم. فعندما ترتفع أسعار الفائدة، تصبح العوائد على الأصول النقدية مثل الودائع والسندات الحكومية أكثر جذبا مقارنة بعوائد الأسهم، مما يدفع المستثمرين إلى تقليل نشاطهم في سوق الأسهم، ويؤدي ذلك إلى انخفاض معدل دوران الأسهم. (Ricardo Shengxing Zhang وLagos، 2020، 4-3)

2.1.2 سعر الصرف

1.2.1.2 تعريف سعر الصرف: سعر الصرف هو أحد أهم المفاهيم في الاقتصاد الكلي والاقتصاد العالمي، إذ يعبر عن قيمة تبادل عملة دولة ما بعملة دولة أخرى. يعد هذا المؤشر النقدي أداة حيوية في تحديد علاقات التجارة والاستثمار بين الدول، ويلعب دورا مباشرا في تشكيل سياسات الاقتصاد الكلي، لا سيما تلك المتعلقة بالتجارة الخارجية، وميزان المدفوعات، والتضخم (Krugman & Obstfeld، 2018، 61). وتحدد أسعار الصرف في الأسواق بقوة العرض والطلب على العملات. ومع ذلك، قد يتأثر هذا التحديد بتدخل السلطات النقدية، وذلك حسب النظام المتبع. وهناك ثلاثة أنظمة رئيسية (النظام الثابت، والنظام المرن، والنظام المدار). في النظام الثابت، يلتزم البنك المركزي بالحفاظ على سعر صرف محدد مقابل عملة أجنبية أو سلة عملات. أما في النظام المرن، فيتترك للسوق تحديد السعر. بين هذين النموذجين، يوجد النظام المدار، والذي ينطوي على تدخل محدود أو مشروط من السلطات النقدية للحفاظ على أرصدة معينة (Mishkin، 2015، 432).

2.2.1.2 العلاقة بين سعر الصرف و معدل دوران الاسهم : يؤثر سعر الصرف الاسمي بشكل مباشر على القيمة الفعلية للعملة المحلية مقارنة بالعملات الأجنبية، مما ينعكس بدوره على تكلفة الاستيراد والتصدير، وميزان المدفوعات، وكذلك على توقعات المستثمرين فيما يخص الشركات المدرجة في البورصة. عندما تنخفض قيمة العملة المحلية، قد يؤدي ذلك إلى تقليل ثقة المستثمرين الأجانب، ومن ثم انخفاض معدل دوران الأسهم. بالمقابل، في بعض الحالات، قد تعزز الانخفاضات في سعر الصرف القدرة التنافسية لبعض القطاعات التصديرية، ما قد يزيد من جاذبية إسهامها وبالتالي يحفز التداول (Aloui، Hammoudeh، & Nguyen، 2013، 720).

3.1.2 عرض النقد بالمعنى الواسع

1.3.1.2 تعريف عرض النقد بالمعنى الواسع: يعد المعروض النقدي مفهوما أساسيا في الاقتصاد الكلي، إذ يلعب دورا حاسما في تحديد كمية النقود المتداولة في الاقتصاد، ويؤثر بشكل مباشر على معدلات النمو الاقتصادي والتضخم والسياسات النقدية التي تتبناها البنوك المركزية. يتكون المعروض النقدي من عدة مستويات تختلف باختلاف درجة سيولتها. ويشمل المعروض النقدي بالمعنى الواسع، جميع الأصول النقدية السائلة وشبه السائلة المتاحة في النظام الاقتصادي، بما في ذلك العملات المتداولة خارج النظام المصرفي، والودائع تحت الطلب، وودائع الادخار لأجل، وشهادات الإيداع، وغيرها من أدوات الادخار التي يمكن تحويلها إلى نقد بسهولة نسبية. (Mishkin، 2019، 345).

2.3.1.2 العلاقة بين عرض النقد بالمعنى الواسع و معدل دوران الاسهم : وجود علاقة إيجابية بين عرض النقد بالمعنى الواسع ومعدل دوران الأسهم، حيث تبين أن زيادة عرض النقد تسهم في تنشيط حركة التداول في الأسواق المالية (فريج و اخرون، 2020، 5-6) وتبين من خلال دراسات أخرى إن هناك علاقة عكسية بين عرض النقد بالمعنى الواسع ومعدل دوران الأسهم في الأجل القصير و وجود علاقة طردية بين عرض النقد بالمعنى الواسع ومعدل دوران الأسهم في الأجل الطويل (Adeoye، 2020، 4).

4.1.2 التضخم

1.4.1.2 تعريف التضخم : التضخم ظاهرة اقتصادية تتميز بارتفاع مستمر في المستوى العام للأسعار داخل الاقتصاد، مما يؤدي إلى تآكل القوة الشرائية للنقود. بمعنى آخر، مع التضخم، تصبح النقود أقل قيمة بمرور الوقت، مما يتطلب المزيد من المال لشراء نفس الكمية من السلع والخدمات.

(Mankiw, 2020, 234). و تم تعريفه بأنه: الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار في الاقتصاد خلال فترة زمنية معينة، مما يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقد، ويظهر غالباً عندما الطلب الكلي على السلع والخدمات أكبر من العرض الكلي في الاقتصاد (Blanchard & Johnson, 2013, 190). و يُعرف التضخم بأنه ظاهرة نقدية وهو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار الناتج عن ارتفاع معدل نمو المعروض النقدي. (مطلبك و هاشم و الداغر ، 2021، 419).

2.4.1.2 العلاقة بين التضخم ومعدل دوران الاسهم : أظهرت الدراسات أن هذه العلاقة يمكن أن تكون إما عكسية أو طردية، اعتماداً على العوامل المصاحبة. وحسب دراسة (Tripathy, 2011, 223) فإن العلاقة بين التضخم ومعدل دوران الأسهم غالباً ما تكون عكسية. حيث وجدت الدراسة، التي شملت سوق الهند للأوراق المالية، أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض في معدل دوران الأسهم نتيجة تزايد المخاطر وعدم اليقين، ما يدفع المستثمرين إلى الابتعاد عن التداول. وتفسير ذلك إن التضخم المرتفع يزعزع استقرار الأسواق ويقلل من ثقة المستثمرين، وبالتالي تنخفض السيولة في السوق وتراجع حركة التداول. بالمقابل وحسب دراسة (سراي و بن مرزوق، 2020 ، 69-80)، وجدت علاقة طردية بين معدل التضخم ومعدل دوران الأسهم. وفسرت الدراسة ذلك بأن التضخم المعتدل قد يشير إلى نمو اقتصادي، مما يعزز أرباح الشركات ويدفع المستثمرين إلى التحرك نحو سوق الأسهم كوسيلة للحماية من التضخم، وبالتالي يزداد معدل التداول. في هذا السياق، يصبح التضخم محفزاً للنشاط في السوق بدلاً من كونه عائقاً له. بالتالي، توضح الدراسات أن العلاقة بين التضخم ودوران الأسهم ليست موحدة، بل تعتمد على مدى استقرار الاقتصاد، ونوع التضخم (معتدل أو مفرط)، ومدى تطور السوق المالي.

5.1.2 نسبة الاحتياطات الى GDP

1.5.1.2 تعريف نسبة الاحتياطات الى GDP: تعد نسبة الاحتياطات الأجنبية إلى الاحتياطات المحلية مؤشراً اقتصادياً هاماً يمكن الدولة من مراقبة شؤونها الخارجية، بالإضافة إلى الحفاظ على استقرار عملتها الوطنية وموقفها من الرأي العام. تعكس هذه النسب مدى كفاية الاحتياطات الأجنبية بالنسبة لحجم الاقتصاد الكلي، وهو مؤشر أساسي لفهم قدرة الدولة على الحفاظ على استقرارها في مواجهة العقوبات الاقتصادية العالمية. وتنبع أهميتها كونها مصدراً رئيسياً للأمن المالي، لا سيما في الاقتصادات التي تعتمد على التمويل الخارجي، والتي تواجه تقلبات اقتصادية أو مالية أكبر خلال فترات التقلبات الاقتصادية أو المالية العالمية. يشير ارتفاع نسبة الاحتياطات إلى الاحتياطات المحلية إلى أن الدولة تمتلك موارد مالية كافية لمواجهة الأزمات الخارجية، كذلك المتعلقة بالمنتجات الأساسية أو تدفق رأس المال السائل. وهذا يساهم في تعزيز ثقة المستثمرين، الذين يقل احتمال تخلّهم على العملة الوطنية، مما يساهم في تعزيز الاستقرار (Rodrik, 2006, 253-256). على العكس من ذلك، يعكس ضعف نسبة الاحتياطي قدرة الدولة على دعم عملها الوطني والوفاء بالتزاماتها الخارجية الصغيرة، مما قد يؤدي إلى ضغوط تضخمية أو شعبية على قيمة العملة (Kaminsky & Reinhart, 1999, 30).

2.5.1.2 العلاقة بين نسبة الاحتياطات الى GDP ومعدل دوران الاسهم : هناك علاقة إيجابية بين نسبة الاحتياطات إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل دوران الأسهم، حيث أن ارتفاع الاحتياطات يشير إلى استقرار اقتصادي يعزز الثقة في الأسواق المالية ويزيد من نشاط التداول (Yartey & Adjasi, 2007, 19-20).

6.1.2 الاستقرار السياسي

1.6.1.2 تعريف الاستقرار السياسي: يشير الاستقرار السياسي إلى قدرة الحكومة على الحفاظ على سلطتها وتوفير بيئة سياسية يمكن التنبؤ بها والتي تدعم النمو الاقتصادي والاستثمار (Alesina & others, 1996, 189)، وهو عبارة عن قدرة النظام السياسي على استغلال الظروف القائمة والتعامل بفعالية مع الأزمات، بهدف احتواء التوترات والصراعات التي تنشأ داخل المجتمع، دون اللجوء إلى العنف، الذي يعتبر أحد أبرز مظاهر عدم الاستقرار السياسي. ويعد الاستقرار السياسي ضرورة حيوية لكل دولة وشعب، حيث يشكل البيئة الملائمة لتحقيق التنمية المستدامة وحماية المصالح الاستراتيجية. وهو مفهوم نسبي يتصف بالديناميكية والتغير المستمر. (المولي، 2023، ص. 1424)

2.6.1.2 العلاقة بين الاستقرار السياسي ومعدل دوران الاسهم : هناك علاقة إيجابية قوية بين الاستقرار السياسي ومعدل دوران الأسهم، حيث أن الاستقرار السياسي يعزز الثقة في الأسواق المالية، ويؤدي إلى زيادة حجم التداول ونشاط السوق بشكل عام. أما في الدول ذات الاستقرار السياسي الضعيف، فإن معدل دوران الأسهم يكون منخفضاً نتيجة المخاطر السياسية وعدم اليقين. (Alber et al, 2024, 81).

2.2 معدل دوران الاسهم

1.2.2 تعريف معدل دوران الأسهم: يشير معدل دوران الأسهم إلى عدد المرات التي يتم فيها تداول الأسهم في السوق خلال فترة زمنية معينة، ويستخدم كمؤشر على سيولة السوق ونشاط التداول فيه. يعكس هذا المعدل مدى قدرة المستثمرين على شراء وبيع الأسهم بسهولة دون التأثير الكبير على سعرها (Chordia, Roll, & Subrahmanyam, 2001, p. 501). و يعرف بأنه نسبة حجم التداول (عدد الأسهم المتداولة أو القيمة النقدية للأسهم المتداولة) إلى إجمالي عدد الأسهم القائمة أو متوسط القيمة السوقية لتلك الأسهم خلال فترة معينة (Amihud & Mendelson, 1986, p. 224).

2.2.2 أهمية معدل دوران الأسهم: يعد معدل دوران الأسهم من المؤشرات الأساسية التي يستخدمها المحللون والمستثمرون لتقييم كفاءة السوق، حيث يشير إلى مدى النشاط والسيولة. ويعكس الارتفاع في معدل الدوران رغبة أكبر في التداول، مما قد يشير إلى ارتفاع ثقة المستثمرين أو زيادة التقلبات السريعة (Subrahmanyam, 2005, p. 112). كما أن ارتفاع معدل الدوران يرتبط عادة بانخفاض تكاليف المعاملات، مما يشجع المستثمرين على الدخول والخروج من السوق بمرونة أعلى (Bekaert, Harvey, & Lundblad, 2007, p. 160).

3.2.2 طرق احتساب معدل دوران الأسهم: هناك عدة طرق لاحتساب معدل دوران الأسهم، تختلف باختلاف الغرض التحليلي أو البيانات المتوفرة: معدل دوران الأسهم حسب الكمية، معدل دوران الأسهم حسب القيمة، معدل دوران السوق الإجمالي (Dey, 2005, 46-49).

المبحث الثالث : قياس و تحليل اثر السياسة النقدية و الاستقرار السياسي في معدل دوران الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية

1.3 صياغة النموذج المقدر

يمكن صياغة النموذج القياسي المقدر للبحث، وذلك بإجراء الانحدار لمعدل دوران الاسهم (STR) بوصفه متغيراً تابعاً لبعض من المتغيرات المستقلة باستخدام نموذج (ARDL) الانحدار الذاتي للابطاء الموزع (Autoregressive Distributed Lag) من خلال البيانات المتوفرة خلال المدة (200-2023)، وتم تقسيم بيانات المدة إلى ربع سنوية، وذلك لتوسيع حجم العينة بشكل أكبر من أجل الحصول على تقديرات أكثر دقة ونتائج أكثر موضوعية وعلى النحو التالي :

$$STR = f (IR , EXR , M2, IFR, TR, PS)$$

$$\begin{aligned} \Delta STR_{it} = & a_0 + \beta_1 IR_{t-1} + \beta_2 EXR_{t-1} + \beta_3 M2_{t-1} + \beta_4 IFR_{t-1} + \beta_5 TR_{t-1} \\ & + \beta_6 PS_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_1 IR_{it-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_2 \Delta EXR_{it-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_3 \Delta M2_{it-i} \\ & + \sum_{i=1}^p \gamma_4 \Delta IFR_{it-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_5 \Delta TR_{it-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_6 \Delta PS_{it-i} + u_{it} \end{aligned}$$

إذ إن :

a_0 تمثل المقدار الثابت (intercept)

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots$ تمثل معاملات الأثر في الأجل الطويل.

u_i : يمثل قيم حد الخطأ للنموذج المقدر.

(STR):معدل دوران الاسهم ، وهو يمثل المتغير التابع.

(IR) : سعر الفائدة ، وهو يمثل المتغير المستقل.

(EXR) : سعر الصرف الرسمي، وهو يمثل المتغير المستقل.

(M2) : عرض النقد بالمعنى الواسع، وهو يمثل المتغير المستقل.

(IFR): معدل التضخم ، وهو يمثل المتغير المستقل.

(TR): نسبة اجمالي الاحتياطات الى الناتج المحلي الاجمالي ، وهو يمثل المتغير المستقل.

(PS): الاستقرار الامني والسياسي، وهو يمثل المتغير المستقل.

$\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4, \gamma_5, \gamma_6$: تمثل معاملات الأثر في الأجل القصير.

2.3 الاختبارات القبلية

1.2.3 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية - جذر الوحدة (Unit Root) (UR): الاستقرارية هي احدى اهم الاختبارات للكشف عن مدى استقرارية البيانات في النموذج المستخدم من أجل تأكيد مدى استقرار البيانات المستخدمة واعتمدت الدراسة على اختبار (Augmented Dickey-Fuller و Phillips-perron) عند مستوى (Level) والفرق الأول (First Difference)، أظهرت نتائج اختبار (ADF & PP) أن معظم المتغيرات المدروسة غير مستقرة عند المستوى ولكنها تصبح مستقرة بعد أخذ الفرق الأول، ما يشير إلى أنها من النوع I(1) يشمل ذلك (معدل دوران الأسهم، سعر الفائدة الاسمي، سعر الصرف الاسمي، عرض النقد بالمعنى الواسع (M2)، نسبة الاحتياطات إلى الناتج المحلي الاجمالي، والاستقرار السياسي). أما معدل التضخم، فقد أظهر استقراراً عند المستوى حسب (ADF)، مما يجعله من النوع I(0). بناءً على هذه النتائج، إن نموذج (ARDL) هو الانسب لقياس اثر السياسة النقدية في معدل دوران الاسهم سوق العراق للأوراق المالية (2004-2023)

جدول (1)

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

PP: Phillips-perron						ADF: Augmented Dickey-Fuller						
First Difference الفرق الأول			المستوى (Level)			First Difference الفرق الأول			المستوى (Level)			المتغيرات
Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept	None	
-5.848	-5.823	- 5.883	-2.037	-2.945	- 1.157	-3.878	-3.842	- 3.882	-1.459	-2.875	- 0.946	معدل دوران الأسهم
0.000	0.000	0.000	0.271	0.154	0.224	0.003	0.02	0.000	0.549	0.177	0.304	
-3.379	-3.361	- 3.405	-1.877	-2.299	- 1.015	-4.632	-6.624	- 3.439	-2.769	-4.613	- 1.129	سعر الفائدة الاسمي
0.015	0.064	0.001	0.342	0.429	0.276	0.000	0.000	0.001	0.067	0.002	0.234	
-3.619	-3.577	- 3.603	-1.995	-1.888	- 0.695	-2.377	-2.301	- 2.352	-3.047	-2.996	- 0.892	سعر الصرف الاسمي
0.007	0.038	0	0.288	0.652	0.413	0.152	0.428	0.019	0.035	0.14	0.327	
-3.718	-3.835	- 3.631	-0.782	-3.024	0.675	-3.609	-3.702	- 3.493	-1.168	-4.661	0.737	عرض النقد بالمعنى الواسع
0.006	0.020	0.000	0.819	0.132	0.86	0.008	0.028	0.001	0.684	0.002	0.872	
-5.820	-5.793	- 5.848	-2.644	-2.969	- 2.439	-14.958	-13.031	- 16.17	-7.42	-4.922	- 7.924	معدل التضخم
0.000	0.000	0.000	0.089	0.148	0.015	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000	
-2.494	-2.538	-	-0.892	-0.978	1.271	-0.646	-0.554	-	-0.976	-0.828	0.75	نسبة

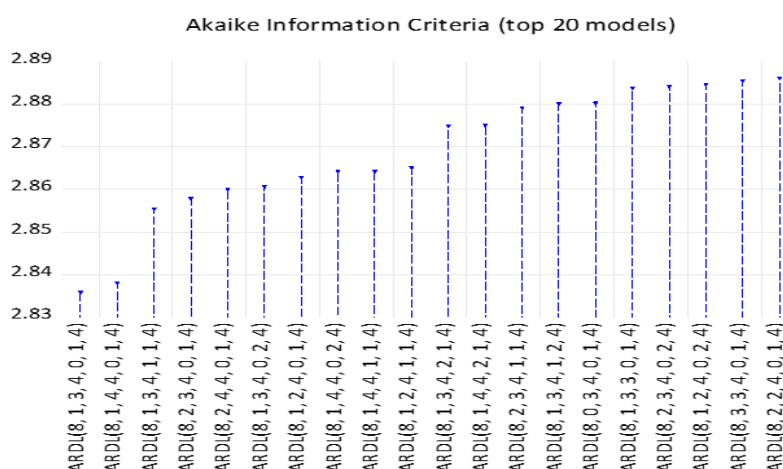
		2.195						0.406				الاحتياطات
0.121	0.063	0.028	0.786	0.941	0.947	0.853	0.979	0.534	0.758	0.958	0.874	الى GDP
-4.928	-4.953	-	-3.612	-3.202	-	-4.020	-3.998	-	-1.769	-1.674	-	الاستقرار
		4.957			1.453			4.069			0.474	السياسي
0.000	0.001	0.000	0.008	0.092	0.136	0.002	0.013	0.000	0.393	0.753	0.507	

المصدر: تم إعداد الجدول وإجراء الاختبار بالاعتماد على البيانات الأولية للدراسة ، وباستخدام برنامج EViews 12.

2.2.3 فترة الإبطاء : يظهر من شكل (1) ان فترة الإبطاء المثلى حسب معيار (AIC) هي (1) والتي تعطي لهذا المعيار اقل قيمة (2.83) وعليه فان النموذج الذي سيتم اختياره هو (8,1,3,4,0,1,4) وكالاتي:

شكل (1)

فترة الإبطاء المثلى للنموذج



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على البيانات الأولية للدراسة ، وباستخدام برنامج EViews 12.

3.2.3 التكامل المشترك (Co-integration(CI)): يعد اختبار الحدود (Bounds Test) من الأدوات الشائعة ضمن منهجية نماذج الانحدار الذاتي للنفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) ، والذي يستخدم للتحقق من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، حتى وإن كانت المتغيرات تختلف في مستويات التكامل ما بين $I(0)$ و $I(1)$ ويتميز هذا الاختبار بمرونته، حيث يمكن تطبيقه عندما تكون المتغيرات مزيجاً من التكامل من الدرجة الصفرية والأولى، شريطة ألا تكون أي من المتغيرات من رتبة أعلى، مثل $I(2)$. في هذا الإطار، تم إجراء اختبار الحدود وكانت نتائج F-Bounds Test كما يلي: بمقارنة قيمة F المحسوبة مع القيم الجدولية، يتبين أنها أعلى بكثير من القيمة العليا (Upper Bound) عند جميع مستويات الدلالة بما فيها (1%)، حيث بلغت قيمة (F 10.36754)، وهي تتجاوز بفارق واضح الحد الأعلى البالغ (4.39) عند مستوى دلالة (1%) بناء على هذه النتيجة، نرفض الفرضية العدمية (Null Hypothesis) التي تنص على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات. وبالتالي، يمكن القول بثقة إحصائية عالية أن هناك علاقة تكامل مشترك (Cointegration) بين المتغيرات الداخلة في النموذج. مما يعني إلى وجود توازن طويل الأجل يربط بين المتغيرات، مما يفتح المجال لتقدير المعادلة طويلة الأجل ضمن إطار نموذج (ARDL).

جدول (2)

نتائج التكامل والتكامل المشترك (F-Bound Test)

(Bounds Test)				
F-Bounds Test	Value	Significant level	I (0) Lower	I (1) Upper
	10.36754 أكبر بكثير من قيمة (Upper)	10%	2.33	3.25
		5%	2.63	3.62
		2.5%	2.9	3.94
		1%	3.27	4.39

المصدر: تم إعداد الجدول وإجراء الاختبار بالاعتماد على البيانات الأولية للدراسة ، وباستخدام برنامج EViews 12

3.3 تقدير النموذج القياسي للدراسة

تشير نتائج اختبارات الاستقرار والتكامل المشترك إلى وجود أسس قوية لتقدير النموذج المستخدم لقياس أثر السياسة النقدية على معدل دوران الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2004-2023). وقد تم الاعتماد على نموذج (ARDL) لتحليل العلاقات قصيرة وطويلة الأجل، وتلخص النتائج على هذا الأساس.

جدول (3)

نتائج التقدير والتكامل للمعاملات المقدرة باستخدام نموذج (ARDL)

تقديرات طويلة الأجل		تقديرات قصيرة الأجل		Independent Variables المتغيرات المستقلة	Dependent Variables المتغير التابع
Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient		
القيمة الاحتمالية الحرجة	المعاملات المقدرة	القيمة الاحتمالية الحرجة	المعاملات المقدرة		
0.0000	1.2624	0.0000	0.9967	سعر الفائدة الاسمي	معدل دوران الأسهم في سوق الأوراق المالية
0.0402	-0.0029	0.2948	-0.0067	سعر الصرف الاسمي	
0.0000	-0.4211	0.0002	-0.2796	عرض النقد بالمعنى الواسع	
0.0457	-0.0337	0.0032	-0.4875	معدل التضخم	
0.0013	0.3150	0.0000	-0.9068	نسبة الاحتياطات الى GDP	
0.0000	1.1799	0.0000	0.9674	الاستقرار السياسي	

0.0044	10.1577	0.0000	28.268	الحد الثابت
		0.0000	-0.5045	نقطة التوازن (1-Eq Coint)

المصدر: تم إعداد الجدول وإجراء الاختبار بالاعتماد على البيانات الأولية للدراسة ، وباستخدام برنامج EViews 12

يتضح من جدول (3) نتائج التقدير في الأجل القصير والطويل وكالاتي:

1- **سعر الفائدة :** بالنسبة لسعر الفائدة: تشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية إحصائياً بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل دوران الأسهم في الاجل القصير، حيث بلغ معامل التأثير حوالي (0.9967) مع مستوى دلالة (1%). يمكن تفسير هذه العلاقة في ضوء الواقع الاقتصادي والسياسي للعراق، إذ أن الأسواق المالية في العراق تتسم بحساسية عالية تجاه التغيرات المفاجئة في السياسات النقدية، خاصة في ظل بيئة غير مستقرة سياسياً وأمنياً. عندما يرتفع سعر الفائدة الاسمي، يتفاعل المستثمرون بسرعة عبر إعادة هيكلة محافظهم الاستثمارية، مما يؤدي إلى زيادة في نشاط البيع والشراء على نحو مؤقت، وبالتالي ارتفاع معدل دوران الأسهم. إضافة إلى ذلك، يميل المستثمرون إلى التنقل بين أدوات الاستثمار المختلفة كالسندات والأسهم، استجابة للفروق في العوائد التي تنشأ عن تغير سعر الفائدة، ما يضح مزيداً من السيولة في سوق الأسهم في الاجل القصير. إلى جانب ذلك، يتأثر السلوك الاستثماري بشكل كبير بالتقلبات السياسية والأمنية المتكررة في العراق، حيث تحفز حالة عدم اليقين والتوترات السياسية المستثمرين على القيام بمضاربات قصيرة الأجل بحثاً عن فرص أرباح سريعة، مما يزيد من معدل التداول ويعزز السيولة في السوق. وتدعم هذه التفسيرات الدراسات العلمية التي تؤكد على أن رفع سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة تقلبات الأسواق المالية نتيجة إعادة تقييم المستثمرين للمخاطر والعوائد، خصوصاً في الأسواق الناشئة ذات الظروف السياسية والاقتصادية المتغيرة مثل العراق. أما في الأجل الطويل، تزداد أهمية وتأثير سعر الفائدة الاسمي على معدل دوران الأسهم، حيث أظهرت النتائج معامل تأثير إيجابي يبلغ حوالي (1.2624)، وهو أيضاً معنوي. يتضح من النتائج أن ارتفاع سعر الفائدة الاسمي في الاجل الطويل يؤدي إلى تغييرات هيكليّة في سلوك المستثمرين وسوق الأوراق المالية العراقية. مع استمرار ارتفاع أسعار الفائدة، تزداد تكلفة الاقتراض، مما يدفع المستثمرين إلى تقليل الاستثمارات الحقيقية المباشرة في الاقتصاد العراقي الذي يعاني من تحديات هيكليّة مزمنة. بدلا من ذلك، يتجه المستثمرون نحو السوق المالي بحثاً عن عوائد مالية بديلة، ما يؤدي إلى زيادة ملحوظة في حركة تداول الأسهم بمرور الوقت. بالإضافة إلى ذلك، يشهد السوق تطوراً تدريجياً في هيكل المحافظ الاستثمارية، حيث تسهم السياسات النقدية طويلة الاجل والاستقرار المالي النسبي في زيادة الثقة لدى المستثمرين، ما يعزز تدفق رؤوس الأموال إلى السوق المالي ويزيد من معدل دوران الأسهم بشكل مستدام. ومن الناحية السياسية، فإن استقرار الأوضاع الأمنية وتحسن البيئة التنظيمية يشكلان دعماً رئيسياً لتعزيز النشاط الاستثماري في الاجل الطويل، إذ أن المستثمرين يحتاجون إلى بيئة مستقرة لضمان حماية أموالهم وتحقيق عوائد منتظمة. كما تدعم الدراسات الاقتصادية، مثل تلك التي أجراها (Fama, 1974, 857-875) و (Bekaert & Harvey, 1995, 403-444)، كانت العلاقة بين أسعار الفائدة ومؤشرات السوق المالي في الأجل الطويل ترتبط ارتباطاً وثيقاً بتطور البنية المؤسسية ومستوى الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدولة. وأظهرت نتائج نموذج الانحدار الذاتي (VAR) في الدراسة أن ارتفاع سعر الفائدة طويلة الأجل له أثر إيجابي على أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2017. (الشلي و السمي، 2022، 132-133) وحسب دراسة (Sun and Yuan, 2021, 15-16) والتي أجريت في الصين هناك علاقة طردية بين سعر الفائدة والسيولة، أي عندما ترتفع أسعار الفائدة، ترتفع أيضاً معدل دوران الاسهم او سيولة السوق .

2- **سعر الصرف :** بالنسبة لسعر الصرف تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف الاسمي ومعدل دوران الأسهم، حيث يظهر المعامل في الأجل القصير قيمة سالبة (-0.0067) ولكنها غير معنوية إحصائياً. (0.2948) هذا يشير إلى أن تغيرات سعر الصرف لا تؤثر بشكل فوري على نشاط التداول في سوق الأسهم العراقي، ويعود ذلك جزئياً إلى أن المستثمرين في العراق ربما لا يستجيبون سريعاً لتقلبات سعر الصرف أو أن عوامل أخرى مثل العوامل السياسية والأمنية تلعب دوراً أكبر في التأثير على قراراتهم الاستثمارية قصيرة الأجل. أما في الأجل الطويل، فتستمر العلاقة العكسية ولكن بقوة أقل (-0.0029) و مستوى الدلالة الإحصائية (0.0402). هذا يعكس أن ضعف قيمة الدينار العراقي في

الاجل الطويل قد يؤدي إلى تراجع تدريجي في نشاط تداول الأسهم، حيث ينظر المستثمرون إلى السوق على أنه أقل جاذبية بسبب مخاطر تآكل القيمة والتضخم المرتبط بارتفاع سعر الصرف. وبما أن المشهد السياسي في العراق يتسم بعدم الاستقرار النسبي نتيجة للتحديات الأمنية والاضطرابات السياسية المتكررة، الأمر الذي يرفع من درجة عدم اليقين ويؤثر سلباً على ثقة المستثمرين. فمثلاً، أحداث عدم الاستقرار الأمني تؤدي إلى تقليل التدفقات الاستثمارية، وتزيد من تفضيل المستثمرين لحفظ أموالهم في العملات الأجنبية كالعملة الأمريكية (الدولرة)، والتي تعتبر ملاذاً آمناً في ظل تقلبات الدينار العراقي. هذه الظاهرة، المعروفة بالدولرة، تقلل من السيولة المتاحة في السوق المحلية وتؤدي إلى تباطؤ حركة تداول الأسهم. بالإضافة إلى ذلك، يؤدي ارتفاع سعر الصرف إلى ارتفاع تكلفة السلع المستوردة، مما يرفع من معدلات التضخم المستورد ويؤثر سلباً على القوة الشرائية للمواطنين، وبالتالي يقلل من القدرة على الاستثمار في الأسهم. ضعف البنية التحتية المالية وعدم توفر أدوات التحوط المالية المتطورة يزيد من صعوبة التعامل مع مخاطر تقلبات سعر الصرف، خصوصاً في ظل غياب الاستقرار السياسي والاقتصادي.

3- **عرض النقد بالمعنى الواسع:** يعد عرض النقد بالمعنى الواسع مقياساً لكية السيولة المتاحة في الاقتصاد، والتي يفترض من منظور نظري أن تسهم في تنشيط الاستثمارات والأسواق، ومنها سوق الأسهم. فعندما يتسع المعروض النقدي، من المتوقع أن تتجه شريحة من هذه السيولة إلى التداول في البورصة، مما يؤدي إلى زيادة معدل دوران الأسهم، وتحقيق نمو في النشاط المالي. غير أن التجربة العراقية تعكس مفارقة لافتة، إذ تشير النتائج الإحصائية إلى أن العلاقة بين عرض النقد ومعدل دوران الأسهم في الأجل القصير تتسم بالسلبية، حيث بلغ معامل التأثير (-0.2796) بقيمة احتمالية (0.0002)، ما يشير إلى أن زيادات السيولة لا تنعكس إيجابياً على التداول، بل تقترب بانخفاضه. ويرداد عمق هذه العلاقة السلبية في الأجل الطويل، إذ يصل معامل التأثير إلى (-0.4211) مع قيمة احتمالية (0.0000)، مما يدل على أن السيولة الإضافية، بدلاً من تحفيز السوق المالي، تسهم في انكماشه التدريجي على المدى الزمني الممتد. هذا التناقض يدفع إلى التحقق من الأسباب البنوية والسياسية التي تؤدي إلى تحديد دور المعروض النقدي في تنشيط سوق الأسهم. ويعزى أحد أبرز التفسيرات الاقتصادية لهذه العلاقة السلبية إلى ضعف البنية الهيكلية للسوق المالي العراقي. فعلى الرغم من وجود سوق للأوراق المالية، إلا أنه يفتقر إلى التنوع في الشركات المدرجة، حيث تتركز التداولات في عدد محدود من الأسهم، مما يقلل من قدرة السوق على استيعاب السيولة الجديدة. كما أن غياب الأدوات الاستثمارية الحديثة، مثل صناديق الاستثمار المشتركة والمستقات المالية، يؤدي إلى انخفاض جاذبية السوق ويعزز من جمود السيولة المتداولة. ويضاف إلى ذلك ضعف الثقافة الاستثمارية لدى شريحة واسعة من المستثمرين، الذين يفضلون المضاربة قصيرة الأجل أو الاكتناز، على الاستثمار طويلة الأجل في الأسهم. من جهة أخرى، لا تتجه السيولة المتزايدة في الاقتصاد العراقي نحو السوق المالي، بل يتم توظيفها غالباً في قنوات بديلة أكثر أماناً من وجهة نظر المستثمرين، كالعقارات، أو يتم اكتنازها على شكل عملة صعبة، وخاصة الدولار، كوسيلة للتحوط ضد تقلبات التضخم وسعر الصرف. كما يستخدم جزء كبير من المعروض النقدي في الإنفاق الاستهلاكي المباشر، في ظل غياب البات فاعلة لتوجيه السيولة نحو الأنشطة الإنتاجية أو الاستثمارية. بناءً على ذلك يمكن القول إن العلاقة السلبية بين المعروض النقدي ومعدل دوران الأسهم في العراق تكشف عن أزمة ثقة هيكلية، لا يمكن معالجتها عبر الأدوات النقدية وحدها. فزيادة السيولة في بيئة غير مستقرة سياسياً، وضعيفة مؤسسياً، لا تؤدي إلى تنشيط الاستثمار أو السوق المالي، بل تخلق فقاعات أو توجه إلى قطاعات غير منتجة. إن إصلاح العلاقة بين هذين المتغيرين يتطلب رؤية اقتصادية متكاملة، تشمل إصلاحاً للسوق المالي، وتعزيزاً للبنية القانونية، وتفعيلاً لدور المصارف في الوساطة، بالإضافة إلى استقرار سياسي وأمني يدعم ثقة المستثمرين. وبحسب دراسة (Adeoye, 2020, 4) والتي أجريت في نيجيريا تبين أن هناك علاقة عكسية بين عرض النقد بالمعنى الواسع ومعدل دوران الأسهم.

4- **معدل التضخم:** أما بالنسبة للعلاقة بين معدل التضخم ومعدل دوران الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، فهناك علاقة عكسية ويكون التأثير أقوى في الأجل القصير منه في الأجل الطويل. في الأجل القصير، يشير المعامل السليبي (-0.4875) والقيمة الاحتمالية (0.0032) أي أن كل زيادة بنسبة (1%) في معدل التضخم تؤدي إلى انخفاض يقارب (0.49) في معدل دوران الأسهم، وهذه العلاقة ذات دلالة إحصائية عالية. يعود هذا الانخفاض إلى حالة عدم اليقين التي يسببها التضخم، مما يدفع المستثمرين إلى تفضيل الأصول الآمنة مثل الذهب والعملات الأجنبية، بالإضافة إلى تراجع السيولة بسبب ارتفاع تكاليف المعيشة. وتفاقم من هذا التأثير عدم الاستقرار السياسي والأمني في العراق، مما يقلل من ثقة المستثمرين ويقلص نشاط التداول بشكل ملحوظ. وأما في الأجل الطويل، فالمعامل السليبي (-0.0337) والقيمة الاحتمالية (0.0457) تشير إلى أن التأثير لا يزال سلبياً ولكنه أقل حدة، حيث تؤدي التكاليف الاقتصادية مثل تعديل الأسعار والأجور وتوفير أدوات التحوط إلى تخفيف الأثر المباشر للتضخم على

السوق. إلا أن البيئة السياسية غير المستقرة تبقي على حالة من عدم اليقين، مما يمنع تعافي السوق بشكل كامل ويجعل التأثير التضخمي مستمراً بدرجة أقل.

5- **نسبة الاحتياطات الى GDP** : أظهرت النتائج إن العلاقة بين نسبة الاحتياطات ومعدل دوران الأسهم في الاجل القصير هي علاقة عكسية قوية ومعنوية إحصائياً، حيث قيمة المعامل (-0.9068) و القيمة الاحتمالية (0.0000) يشير هذا المعامل السلبي الكبير إلى أنه كلما زادت نسبة الاحتياطات إلى الناتج المحلي الإجمالي بمقدار وحدة واحدة، ينخفض معدل دوران الأسهم بنسبة تقارب (0.9068) وحدة، وهو انخفاض كبير ودال إحصائياً. هذا التأثير يعزى إلى قيام البنك المركزي العراقي بامتصاص السيولة من خلال مزايدات العملة، حيث يتم استبدال الدينار بالدولار، مما يقلل من كمية النقد المتاحة للتداول في السوق المالي. كما أن غياب الربط بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية يعزز من هذا التأثير السلبي في الاجل القصير. أما في الأجل الطويل تحولت العلاقة إلى علاقة موجبة ومعنوية إحصائياً، حيث قيمة المعامل (0.3150) القيمة الاحتمالية (0.0013) وهذا يدل على أنه مع مرور الوقت، تؤدي زيادة نسبة الاحتياطات إلى الناتج المحلي إلى رفع معدل دوران الأسهم، وإن كان التأثير متوسط القوة. هذا التغير في الاتجاه يعزى إلى أن الاحتياطات المرتفعة تعزز الثقة بالاستقرار النقدي والاقتصادي، مما يشجع المستثمرين على الدخول إلى السوق المالي، خاصة مع توفر مظلة حامية ضد الصدمات الاقتصادية الخارجية.

6- **الاستقرار السياسي** : تشير التقديرات الإحصائية إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين الاستقرار السياسي ومعدل دوران الأسهم في العراق، حيث بلغ المعامل في الاجل القصير (0.9674) مع دلالة إحصائية عالية (0.0000) وهذا يعني أن ارتفاع مستوى الاستقرار السياسي يؤدي إلى زيادة في معدل دوران الأسهم بنسبة تقارب (0.97) وحدة، ما يعكس استجابة سريعة للسوق تجاه التحسن في الظروف السياسية. أما على المدى الطويل، فقد تعزز هذا التأثير ليصل المعامل إلى (1.1799) مع دلالة إحصائية مماثلة، مما يشير إلى أن أثر الاستقرار السياسي على نشاط التداول في سوق الأسهم يزداد قوة بمرور الوقت، نتيجة تحسن البيئة الاستثمارية واستقرار التشريعات. في الاجل القصير، يعمل الاستقرار السياسي على تعزيز ثقة المستثمرين في السوق المالية العراقية، من خلال الحد من المخاطر السياسية المفاجئة التي قد تؤدي إلى تقلبات حادة أو انسحابات سريعة. هذا يعكس زيادة السيولة والنشاط في التداول، مما يرفع معدل دوران الأسهم. مع ذلك، فإن هذه الزيادة قد تكون محدودة من قبل عوامل اقتصادية أخرى مثل معدلات التضخم المرتفعة، تقلبات أسعار النفط التي تشكل جزءاً كبيراً من اقتصاد العراق، أو السيولة المحدودة في السوق، بالإضافة إلى التوترات السياسية الإقليمية التي قد تؤثر على الثقة الاستثمارية بشكل غير مباشر. أما في الاجل الطويل، فإن الاستقرار السياسي المستدام يوفر بيئة مناسبة لتحسين سياسات التشريع المالي والنقدي، ويضمن تنفيذ القوانين بفعالية من خلال مؤسسات قضائية مستقلة، مما يعزز من جاذبية السوق للمستثمرين المحليين والأجانب. يؤدي ذلك إلى دخول استثمارات مؤسسية جديدة وزيادة في حجم التداول، ويخلق نمواً اقتصادياً مستداماً يعزز معدل دوران الأسهم. كما يساهم الاستقرار في تقليل المخاطر غير النظامية والفساد، مما يزيد من شفافية السوق ويجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين الباحثين عن استثمارات آمنة.

7- **معامل تصحيح الخطأ (نقطة التوازن (-1) Coint Eq)** : تشير نتائج اختبار التكامل المشترك إلى وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين المتغيرات المدروسة، وذلك بناءً على دلالة معامل معادلة التكامل المشترك في الفترة المتأخرة. (Coint Eq(-1)) فقد بلغت قيمة هذا المعامل (-0.5045)، وهي سالبة وذات دلالة إحصائية عالية جداً، حيث بلغ مستوى الاحتمالية (0.0000)، وهو أقل بكثير من مستويات الدلالة التقليدية (1% و 5%). من الناحية الاقتصادية والقياسية، فإن الإشارة السالبة لمعامل تصحيح الخطأ تعكس وجود آلية تصحيح فعالة تعيد المتغيرات إلى حالة التوازن بعد أي انحراف عنها في الأجل القصير. بعبارة أخرى، يشير هذا المعامل إلى أن نحو (50.45 %) من الاختلال الناتج عن الانحراف عن العلاقة التوازنية طويلة الأجل يتم تصحيحه خلال الفترة الزمنية التالية. وبالتالي، فإن النظام الاقتصادي المدروس لا يستمر في الابتعاد عن التوازن وإنما يميل تدريجياً إلى العودة إليه. وعليه، يمكن الاستنتاج بأن المتغيرات الداخلة في النموذج مترابطة في الاجل الطويل، وأن النظام الاقتصادي المعني يمتلك قدرة على تصحيح الاختلالات والانحرافات التي قد تنشأ على المدى القصير، والعودة إلى مسار التوازن المستقر.

3.4 الاختبارات الاحصائية :

جدول (4)

نتائج الاختبارات التصديقية للنموذج المقدر

R-squared	0.990	Mean dependent var	9.462
Adjusted R-squared	0.983	S.D. dependent var	6.797
S.E. of regression	0.864	Akaike info criterion	2.835
Sum squared resid	32.106	Schwarz criterion	3.752
Log likelihood	-73.089	Hannan-Quinn criter.	3.200
F-statistic	155.406	Durbin-Watson stat	2.134
Prob(F-statistic)	0.000		

المصدر: تم إعداد الجدول وإجراء الاختبار بالاعتماد على البيانات الأولية للدراسة ، وباستخدام برنامج EViews 12

اختبار F: يوضح الجدول (4) أن قيمة F المحسوبة (155.406) أكبر من قيمة (F) الجدولية عند مستوى دلالة إحصائية (1%) وباحتمالية قريبة من الصفر. وعليه، نرفض الفرضية الصفرية القائلة بأن معاملات المتغيرات التفسيرية تساوي الصفر، أي أن المتغيرات التفسيرية لا تؤثر على التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع. ونستنتج أن هذه المتغيرات مجتمعة تؤثر بشكل معنوي على التغيرات التي تطرأ على معدل دوران الاسهم.

اختبار معامل التحديد المعدل ($\bar{R}^2$): جاءت قيمة معامل التحديد (R^2) للنموذج مرتفعة حيث بلغت (0.99)، وكذلك قيمة معامل التحديد المعدل ($\bar{R}^2$) والتي بلغت (0.98)، كما هو موضح في الجدول (4). وتشير هذه النتيجة إلى أن حوالي (98%) من التغيرات في معدل الدوران الاسهم تعزى إلى التغيرات في المتغيرات التفسيرية، مما يدل على جودة النموذج وحسن التقدير.

5.3 الاختبارات القياسية :

جدول (5)

نتائج الاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر

المشاكل القياسية	الاختبارات القياسية	القيمة F-statistic	المستوى المقبول	القرار النهائي
مشكلة الارتباط الذاتي	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	0.4530	0.5046 أكبر من (0.05)	لا توجد مشكلة

لا توجد مشكلة	0.7619 أُكبر من (0.05)	0.092	ARCH test for Heteroskedasticity	مشكلة عدم تجانس التباين
---------------	------------------------------	-------	-------------------------------------	----------------------------

المصدر: تم إعداد الجدول وإجراء الاختبار بالاعتماد على البيانات الأولية للدراسة ، وباستخدام برنامج EViews 12

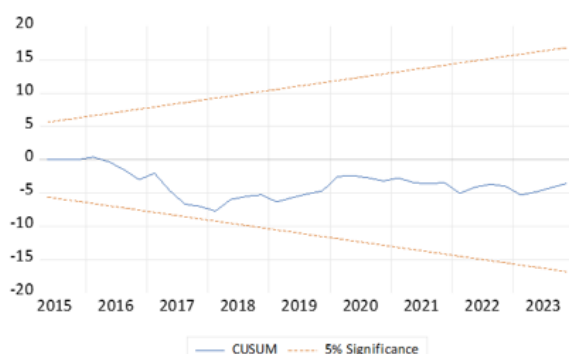
1- اختبار الارتباط الذاتي (Serial Correlation) لقيم البواقي: تم استخدام اختبار (Breusch-Godfrey) للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي، وأظهرت النتائج في جدول (5) أن القيمة الاحتمالية (0.5046) المرتبطة بـ (F-statistic (0.4530)) كانت أكبر من مستوى الدلالة 5%، مما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي في قيم البواقي للنموذج المقدر.

2- اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity) لقيم البواقي: تشير نتائج اختبار (ARCH test for Heteroskedasticity) في الجدول (5) إلى أن قيمة (F-statistic) بلغت (0.092) باحتمالية (0.7619) وهي أعلى من مستوى الدلالة 5% مما يعني قبول الفرضية الصفرية وعدم وجود مشكلة عدم تجانس التباين.

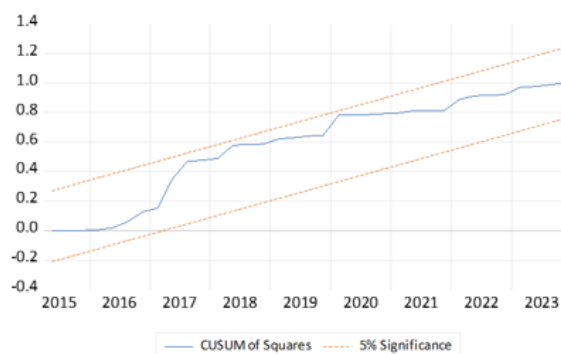
6.3 اختبار استقرارية النموذج (CUSUM Test, CUSUM of Squares tests)

لضمان استقرار التغيرات الهيكلية في النموذج المعتمد في الدراسة، ينبغي استخدام اختباري المجموع التراكمي للمتبقيات المعادة (CUSUM) و (CUCUM of Squares). ويمكن تمثيل ذلك من خلال الشكلين (2) و (3) البيانية للنموذج المعتمد، وأظهرت النتائج أن المعلمات في النموذج المقدر مستقرة، لأن المنحنى الخاص بالبيانات (اللون الأزرق) يقع بين الخططين، وهذا يدل على استقرارية المعلمات عند مستوى معنوي (5%).

شكل (3) (CUSUM Test)



شكل (2) (CUSUM of Squares tests)



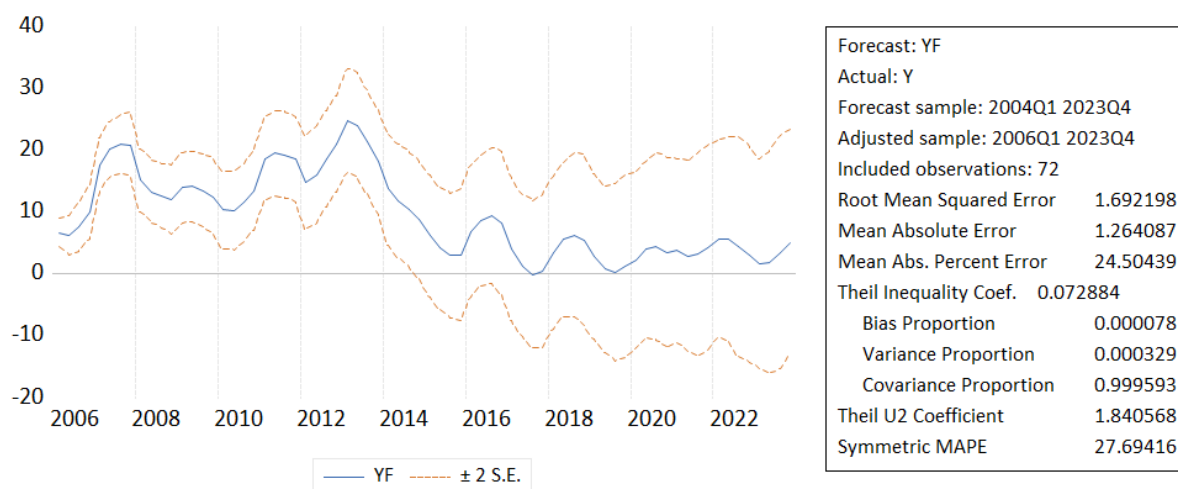
المصدر: تم إعداد الشكلين بالاعتماد على البيانات الأولية للدراسة ، وباستخدام البرنامج EViews 12

7.3 اختبار الأداء التنبؤي لأنموذج حد تصحيح الخطأ:

إن الخطوة الأخيرة والمهمة في إنجاز مراحل بناء النموذج القياسي هي مرحلة التنبؤ بالجوانب الاقتصادية، حيث يكون النموذج المقدر خالي من مشاكل قياسية وبيانات ومعلومات مستقرة إلى حد كبير، لذا من الممكن الاعتماد عليه لأغراض تنبؤية. ويوجد عدة طرق ونماذج للتنبؤ، إلا أن الدراسة اعتمدت على النموذج (ARIMA) وأظهر النتائج في شكل (4) أن أخطاء (RMSE) و (MAE) و (MAPE) صغيرة، مما يُعد مؤشراً جيداً على دقة التنبؤ. أما معامل تباين (Theil) وهو أفضل مؤشر لاختبار الأداء التنبؤي، فقد بلغت قيمته (0.072884)، وهي قريبة من الصفر، مما يعني أن الكفاءة التنبؤية للنموذج المقدر قوية جداً.

شكل (4)

اختبار الأداء التنبؤي للنموذج المقدر



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على البيانات الأولية للدراسة ، وباستخدام برنامج EViews 12

الاستنتاجات والمقترحات

الاستنتاجات: في ضوء التحليلات السابقة أمكن الوصول الى الاستنتاجات الآتية:

- 1- تشير نتائج اختبار الثبات إلى أن معظم المتغيرات الاقتصادية في الدراسة هي من النوع الأول (1)، مما يبرر استخدام نموذج ARDL للملاءمة للبيانات المختلطة من النوعين الأول (0) والأول (1) في تحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة و معدل دوران الأسهم.
- 2- أظهرت نتائج اختبار الحدود (Bounds Test) وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، مما يدل على وجود توازن طويل الأجل في النموذج المقدر، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة نحو (10.36754)، متجاوزة بوضوح الحد الأعلى البالغ (4.39) عند مستوى دلالة (1%).
- 3- أكدت نتائج اختبار F إلى وجود تأثير معنوي مشترك للمتغيرات التفسيرية على معدل دوران الأسهم، حيث تم رفض الفرضية الصفرية بثقة عالية. كما أوضحت نتائج معامل التحديد المعدل ($\bar{R}^2$) أن النموذج يفسر ما نسبته (98%) من التغيرات في معدل الدوران، مما يعكس كفاءة النموذج وموثوقية تقديراته. بالإضافة إلى ذلك، أثبت اختبار الحدود (Bounds Test) وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين المتغيرات، بما يؤكد وجود تكامل مشترك في النموذج.
- 4- تأثير السياسة النقدية متباين على معدل دوران الأسهم، إذ أظهر كل من سعر الفائدة ونسبة الاحتياطات علاقة طردية ومعنوية، بينما كان أثر كل من سعر الصرف، عرض النقد، ومعدل التضخم سلبياً ومعنوياً، خصوصاً في الأجل الطويل، ما يشير إلى أن أدوات السياسة النقدية لا تؤدي بالضرورة إلى تنشيط السوق المالي ما لم تُستخدم ضمن بيئة مؤسسية فعالة.
- 5- السوق المالي في العراق يعاني من خلل في توجيه السيولة، إذ أن ارتفاع عرض النقد لا يؤدي إلى زيادة معدل الدوران، بل يقترن بانكماش التداول، وهو ما يكشف عن ضعف البنية المؤسسية للسوق، وغياب أدوات مالية فعالة تستوعب السيولة المتاحة في الاقتصاد.
- 6- الاستقرار السياسي يُعد من أكثر العوامل تأثيراً في تنشيط تداول الأسهم، حيث أظهر علاقة إيجابية قوية ومعنوية في الأجلين القصير والطويل، مما يعكس الدور الحيوي للبيئة السياسية الآمنة في تعزيز ثقة المستثمرين وتخفيف السيولة في السوق المالي العراقي.

المقترحات: في ضوء الاستنتاجات السابقة يمكن اقتراح الآتي:

1. تفعيل أدوات السياسة النقدية بطريقة انتقائية وتنسيقية، من خلال ضبط سعر الفائدة بما يحفز السيولة باتجاه سوق الأسهم، وتوجيه عرض النقد نحو القنوات الإنتاجية والمالية الفعالة، مع تقليل الآثار السلبية لسعر الصرف والتضخم عبر أدوات استهداف مباشر للأسواق.
2. إعادة هيكلة السوق المالي العراقي وتوسيع نطاقه، عبر إدخال أدوات مالية حديثة مثل صناديق الاستثمار، والمشتقات المالية، وزيادة عدد الشركات المدرجة، بما يسهم في امتصاص السيولة وتوجيهها نحو التداول الفعلي بدلاً من قنوات الاكتناز أو المضاربة العقارية.
3. الاستفادة من العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المدروسة لتطوير نماذج استشرافية تستند إلى مؤشرات السياسة النقدية والاستقرار السياسي، بهدف دعم اتخاذ القرار الاستثماري وتوجيه السياسات الاقتصادية نحو بيئة أكثر فاعلية للسوق.
4. تعزيز الاستقرار السياسي والمؤسسي بوصفه شرطاً حاسماً لانتعاش السوق المالي، من خلال ترسيخ بيئة قانونية مستقرة، وضمان استمرارية السياسات الاقتصادية، وتقليل التوترات السياسية والأمنية التي تعيق ثقة المستثمرين وتحد من تداول الأسهم.
5. اعتماد النموذج القياسي المستخدم كأداة تحليلية وتنبؤية دائمة لدى الجهات المعنية، مثل البنك المركزي وسوق الأوراق المالية، لتقييم تأثير السياسات الاقتصادية في مؤشرات السوق، ومتابعة التغيرات البنوية في التداول والسيولة بشكل دوري.

Funding

None

Acknowledgement

None

Conflicts of Interest

The author declares no conflict of interest.

Arabic References:

- البنك المركزي العراقي ، دائرة الاحصاء و الابحاث ، النشرات الاحصائية للسنوات 2004-2023
- البنك الدولي ، التقارير و النشرات السنوية (سنوات متفرقة)
- الجنابي، نبيل مهدي.. و الطرifi، حسين صاحب،(2012)،آثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم: سوق العراق للأوراق المالية أتمودج(2010-2004) بحث منشور، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية،كلية الادارة والاقتصاد،جامعة القادسية،العراق، المجلد (14) العدد(2).
- الجنابي، هيثم عبدالقادر،(2018)،آثار سعر الفائدة على الاجور في الاقتصاد العراقي،بحث منشور،مجلة الدراسات الاقتصادية،كلية الاقتصاد ،جامعة سرت،ليبيا، العدد (1).
- سراي، صالح و بن مرزوق،نبيل ، (2020) ، دراسة اقتصادية تحليلية لأثر التضخم على مؤشرات أداء السوق المالية: حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة 1980-2015، بحث منشور،مجلة بحوث الإدارة والاقتصاد،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،المجلد (2) العدد (1) .
- الشلي، مطيع، السميع ،حسين (2022)، أثر تغيرات سعر الفائدة الدائنة على أسعار أسهم الشركات: دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية،بحث منشور،مجلة جامعة البعث للعلوم الانسانية،جامعة البعث،سوريا،المجلد(44) العدد (22).
- عبداللطيف، ليث هيثم،(2022)،اثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في أداء سوق العراق للأوراق المالية: دراسة تحليلية للمدة (2004-2020)،اطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الادارة و الاقتصاد،جامعة البصرة ،العراق.
- عكار،زينب شلال .و ناصح،عادلة حاتم،(2020) ، أثر السياسة المالية والنقدية على أداء سوق العراق للأوراق المالية: دراسة تطبيقية للفترة(2009-2018)،بحث منشور ،مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية و الادارية،كلية الادارة والاقتصاد،جامعة الانبار،العراق المجلد(12)العدد(30).

فريخ، جواد شاكر، اسعد، بلال محمد و فيحان، ممدوح عطاالله، (2020)، تحليل العلاقة بين عرض النقد الواسع ومعدل دوران الأسهم لعينة من المصارف العراقية الخاصة، بحث منشور، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الادارة و الاقتصاد، جامعة الانبار، العراق، المجلد (13)، العدد(1).
مطلّك، هيثم حميد و هاشم، سعد قاسم، الداغر، محمود محمد، (2021)، قياس العلاقة بين التضخم و سعر الصرف في صياغة السياسة النقدية في العراق للمدة 1990-2018، بحث منشور، مجلة الدراسات الاقتصادية والإدارية، جامعة البغداد، العراق، المجلد (27)، العدد (125).
المولي، حسن فتحي عبد، (2023)، الاستقرار السياسي: المفهوم – الانماط – المؤشرات، بحث منشور، مجلة المعهد العالي للدراسات النوعية، كلية الاقتصاد، جامعة بنغازي، ليبيا، المجلد (3)، العدد (4).

English References:

- Adeoye, M. A., Agboola, O. S., Alimi, A. A., & Olajire, S. O. (2020). Analysis of Short and Long Run Relationship between Money Supply and Stock Market Liquidity in Nigeria. *IIARD International Journal of Economics and Business Management*, Vol(6), No(2).
- Alber, N., Abdulrahim, M., & Farouh, M. (2024). Does political stability affect the stock market performance? A worldwide outlook. *Proceedings of The 2nd World Conference on Management, Business, and Finance*, 2(1).
- Alesina, A., Özler, S., Roubini, N., & Swagel, P. (1996). Political instability and economic growth. *Journal of Economic Growth*, 1(2).
- Aloui, R., Hammoudeh, S., & Nguyen, D. K. (2013). Conditional dependence structure between oil prices and exchange rates: A copula-GARCH approach. *Journal of International Money and Finance*, 32.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, Vol(17)No(2).
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2007). Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets. *The Review of Financial Studies*, Vol(20) No(6).
- Blanchard, O. & Johnson, D. R. (2013). *Macroeconomics* (6th ed.). Pearson Education, USA.
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2001). Market Liquidity and Trading Activity. *The Journal of Finance*, Vol(56)No(2).
- Dey, M. K. (2005). Turnover and Return in Global Stock Markets. *Emerging Markets Review*, Vol(6) No(1).
- Fama, E. F. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *American Economic Review*, USA.
- Hussain, M. M., Malik, A., Rasool, N., Latif, Y., & Faheem, M. (2012). The impact of macroeconomic variables on stock prices: An empirical analysis of Karachi Stock Exchange. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, Vol (3) No(3).
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999). The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*, Vol(89) No(3).
- Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2018). *International Economics: Theory and Policy* (11th ed.). Pearson, USA.
- Lagos, R., & Zhang, S. (2020). Turnover Liquidity and the Transmission of Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 25106*
- Mankiw, N. G. (2020). *Principles of economics* (9th ed.). Cengage Learning, USA.

- Mishkin, F. S. (2015). The Economics of Money, Banking and Financial Markets (10th ed.). Pearson, USA
- Mishkin, F. S. (2019). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets (12th ed.). Pearson, USA.
- Noumbissie, F. F., & Mongale, I. P. (2014). The impact of monetary policy on financial market in South Africa: A VAR analysis. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, Vol(6)No(8).
- Rodrik, D. (2006). The social cost of foreign exchange reserves. *International Economic Journal*, Vol(20)No(3).
- Subrahmanyam, A. (2005). On the Stability of the Cross-Section of Expected Stock Returns in the Cross-Section: Understanding the Curious Role of Share Turnover. *European Financial Management*, Vol(11)No(5).
- Sultana Sumi, S., & Rabeta, M. (2024). Monetary policy and stock market dynamics: An empirical perspective. *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, Vol(9)No(8).
- Sun, Y., & Yuan, X. (2021). Nonlinear relationship between money market rate and stock market liquidity in China: A multifractal analysis. *PLOS ONE*, 16(4).
- Tripathy, Naliniprava (2011). Causal Relationship between Macro-Economic Indicators and Stock Market in India. *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol(3) No(1).
- Yartey, C. A., & Adjasi, C. K. D. (2007). Stock market development in Sub-Saharan Africa: Critical issues and challenges (IMF Working Paper No. 07/209). International Monetary Fund.