

أثر تقلب بعض المتغيرات العالمية والمحلية في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية(*)

أ.م.د. نمير أمير جاسم الصانع

جامعة الموصل
كلية الإدارة والاقتصاد

ameer_alsaiigh@uomosul.edu.iq

الباحث: خضير أحمد حميد المفرجي

جامعة الموصل
كلية الإدارة والاقتصاد

khudhairalmfarje@gmail.com

ISSN 2709-6475 DOI: <https://dx.doi.org/10.37940/BEJAR.2023.5.1.19>

تاريخ استلام البحث ٢٠٢٢/١٠/٢٥ تاريخ قبول النشر ٢٠٢٢/١١/١٠ تاريخ النشر ٢٠٢٣/٧/٣٠

المستخلص

تستند هذه الدراسة على افتراض أن هنالك أثر معنوي وذو اتجاه واحد من المتغيرات التفسيرية والتوضيحية في أداء الأسواق المالية، ضمن أنموذج قياسي يوضح تأثير كل من (تقلبات سعر الصرف EXC، تقلبات سعر النفط OIL، تقلبات سعر الذهب GOLD) في أداء السوق المالي والمتمثل بـ (المؤشر العام لأسعار الأسهم SP)، إذ سعت الدراسة الى تشخيص طبيعة هذا التأثير وقياس قيمته واتجاهه في الأجل الطويل والقصير، مستهدفة سوق العراق للأوراق المالية كعينة دراسية وللسلسلة زمنية وبواقع بيانات يومية امتدت من شهر كانون الثاني 2020 إلى شهر حزيران 2022، ولعدد مشاهدات (477) مشاهدة لكل متغيرات الدراسة. واعتمدت الدراسة على منهجية انموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) وما تضمنته من اختبارات قياسية باعتماد بيانات تلك المتغيرات وللسلسلة زمنية يومية وبواقع (477) مشاهدة لكل متغير، توصلت الدراسة إلى مجموعة استنتاجات لعل أهمها هو إن للتقلبات الحادة في أسعار المتغيرات سعر الصرف وسعر النفط أثراً سلبياً في اقتصاديات الدول وذلك من خلال تأثيرها في أداء أسواق الأوراق المالية، مما يتعين على المتابعين والفاعلين داخل السوق والمستثمرين تعديل عملية صنع واتخاذهم لقراراتهم بموجب ما يطرأ من مخاطر غير تقليدية ومتطرفة لأفضل تحوط مالي ممكن لا يركز استراتيجية التنوع فحسب بل يمتد الى ما هو أعمق من ذلك ليكون فعالاً مع هكذا تقلبات تشكل مخاطر متجددة ومتغيرة.

الكلمات المفتاحية: مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية، تقلبات أسعار النفط، تقلبات أسعار الذهب، تقلبات صرف العملة، كوفيد 19، ARDL.



مجلة اقتصاديات الأعمال
المجلد (٥) العدد (١) ٢٠٢٣
الصفحات: ٣٢٧-٣٤٧

(*) البحث مستل من رسالة ماجستير للباحث الأول.

The impact of the volatility of some global and local variables on the indicators of the Iraqi Stock Exchange^(*)

Researcher: Khudhair Ahmed Al-Mfarje

Mosul University

College of Administration and Economy

khudhairalmfarje@gmail.com

Assist. Prof. Dr. Namir Amir Al-Saegh

Mosul University

Economy College of Administration and

nameer_alsaigh@uomosul.edu.iq

Abstract

This study is based on the assumption that there is a significant and one-way effect of explanatory and explanatory variables on the performance of the financial markets, within a standard model that shows the effect of (exchange rate fluctuations EXC, oil price fluctuations OIL, gold price fluctuations) on the performance of the financial market, which is represented by: (General Index of Stock Prices SP), as the study sought to diagnose the nature of this effect and measure its value and direction in the long and short term, targeting the Iraq Stock Exchange as a study sample and for a time series, based on daily data that extended from January 2020 to June 2022, and for the number of observations (477) View all study variables. The study relied on the methodology of the Autoregressive Distributed Time Gaps (ARDL) model and its standard tests by adopting the data of these variables and for a daily time series, with (477) observations for each variable. Oil has negative effects on the economies of countries through its impact on the performance of stock markets, which requires the observers, market players and investors to modify the process of making and taking their decisions in accordance with the unconventional and extreme risks that arise for the best possible financial hedge that is not based on the diversification strategy only, but extends to what It is deeper than that to be effective with such fluctuations that pose renewed and changing risks.

Key words: Iraq stock market indices, oil price fluctuations, gold price fluctuations, currency exchange fluctuations, Covid 19, ARDL.

(*) The research is extracted from a master's thesis of the first researcher.

المقدمة:

يشهد النظام المالي العالمي بين الحين والآخر ولادة أدوات جديدة أو أحداثاً تُغير من المجرى التقليدي للتعامل مع مكوناته الأساس، من أسواق أو مؤسسات وحتى إجراءات، ولاتزال بعض من هذه الأسواق تعاني من آثار قد تكون مردّها لأزمات وتبدل العامل التقني أو متغيرات تقليدية كلية أو جزئية، وإنطلاقاً من هذا فإن مراجعة بسيطة لما جرى ومنذ العام 2020 وما شهدته الأنظمة المالية للبلدان من تباطؤ في عمليات الوساطة وإنخفاض قدرتها على تحويل الخطر وإرتفاع المخاطر المصاحبة للتنسيق بين المقترضين، فقد كانت هذه الوظائف وغيرها مدخلاً لفهم وإستيعاب الصورة الجديدة للخطر الذي خرج عن الوصف التقليدي بأنه إحتمال وقوع خسارة فحسب بل أتجه نحو وقوع خسائر أكبر من قدرة السوق أو المؤسسة وحتى النظام على تحملها والأمر الثاني هو في قصر المدة الزمنية لوقوع هذا الخطر فكان خطراً متطرفاً بكل ما يحمله التوصيف من معنى فهو غير متوقع، مجهول المصدر، مبهم الآثار، لا يمكن تجنبه يتسم بالتداخل بين قطاعات الأسواق، يسبب تقلباً كبيراً في مؤشرات الأسواق، سريع التأثير والأهم المدة المتوقعة للتأثير طويلة الأجل. وانطلاقاً من هذا يقسم البحث الى مجموعة متسلسلة من الأجزاء ركز الأول منها على المنهجية العلمية للبحث والثاني على المخاطر المتطرفة والثالث تناول مفهوم البجعة السوداء والرابع تناول مفصلاً أثر بعض المخاطر والمتغيرات في أداء الأسواق المالية وجاء الخامس للجانب التحليلي واختتم السادس ببعض الاستنتاجات والمقترحات.

أولاً: منهجية البحث:

١. مشكلة البحث:

من البديهي أن تعكس مؤشرات الأسواق بيئته، لا بل من الممكن أن تكون مؤشراً لحالة الإقتصاد ككل وبالنتيجة فإن هذه المؤشرات تعد محط أنظار الحكومات، المجتمع، الأعمال، ومع التقلب الحاد لبعض المتغيرات العالمية والمحلية، وجد أن مؤشرات الأسواق بشكل عام والمالية على وجه التحديد تمتعت بحساسية عالية لطيف واسع منها بدليل سُجلت معدلات نمو سلبية وأسعار سالبة وأداء سلبي للمؤشر.

٢. أهمية البحث:

تتجلى أهمية البحث بأنه:

- أ. يركز على أحدث أنواع ومنهجيات الخطر من خلال التقلبات الحادة لتلك المتغيرات العالمية منها والمحلية، وكمدخل لتفسير التقلبات في مؤشرات السوق المالية.
- ب. يعطي رؤية علمية في إطار متكامل من التطورات النظرية والتحليلية التي توضح تأثير تقلبات المتغيرات الاقتصادية والمالية في مؤشرات الأسواق المالية.
- ت. يسلط الضوء على القنوات المباشرة لتأثير الإنفتاح العالمي لأسواق رأس المال على بعضها البعض من جهة وعلى إنفتاح مؤشرات هذه الأسواق على غيرها من الأسواق من جهة ثانية كأسواق السلع وأسواق تبادل العملات.

٣. هدف البحث:

يهدف البحث إلى:

- أ. الربط المنطقي (المالي والاقتصادي) وكشف قنوات التأثير المباشر لأسعار السلع والعملات وتأثيرها في مؤشرات الأسواق المالية.
- ب. الكشف عن القيمة الحقيقية لعلاقة التأثير وإتجاهه، فليس كل أثر محسوم سالباً أو موجباً بحسب الأدبيات المالية والاقتصادية عن هذه المخاطر بل قد يكون معدوماً.

٤. فرضية البحث:

استناداً الى المشكلة البحثية يمكن القول بأنه: تتأثر مؤشرات أسواق رأس المال بالعديد من المخاطر التقليدية، ولكنها تتأثر بصورة أكبر وأسرع ببعض أنواع المخاطر المتطرفة والعالمية منها على وجه التحديد.

٥. الحدود المكانية والزمانية:

مجتمع الدراسة هو سوق العراق للأوراق المالية وتكون مدة الدراسة خلال المدة من كانون الثاني 2020 حتى حزيران 2022، لوجود أكثر من متغير محلي ودولي قد أثرا في مؤشرات السوق.

ثانياً: الجانب النظري لمتغيرات البحث:

إن ترابط الأسواق المالية مع بعضها البعض وتنامي حركة رؤوس الأموال الدولية، ودخول أدوات مالية وقوى فاعلة جديدة فيها وفي تطورها، قد ساهمت في انتقال الأزمات المالية من سوق الى سوق عبر القارات، فضلاً عن انتقال الأزمات عبر التكامل الاقتصادي بين مجموعة من الدول، وأن التحرر المالي الذي قامت به الدول وتحرير انظمتها المالية وتبني سياسات الانفتاح المالي، دفع بعولمة الأسواق المالية، وعزز ترابطها ببعضها البعض، وترابطها مع العالم الخارجي (طالب وقلادي، 2019: 388).

وتعد الأسواق المالية أحد الأدوات المهمة في النظام المالي، إذ تمثل العمود الفقري لعملية النمو الاقتصادي، وطبيعة العلاقة بينهما هي علاقة تبادلية تربط الاتجاهين؛ لأن السوق المالية لا تعمل بشكل منعزل عن العامل الخارجي بل تؤثر وتتأثر به، عبر عوامل ومتغيرات عديدة، وهناك عدة مؤشرات تقيس أداء السوق المالي من أجل معرفة درجة تطورها، وتعكس في الوقت نفسه أداؤها، ويتأثر أداء السوق المالي بهذه المتغيرات فقد تتباين بين الأثر الطردي والعكسي في أداؤه، الأمر الذي يسبب التقلبات في مؤشراتنا (عمر، 2009: 55)، ولفهم المخاطر المتطرفة المختارة وتأثيرها في أداء السوق، تم توضيحها وكما يأتي:

١. تقلبات أسعار النفط عالمياً:

أ. مفهوم سعر النفط:

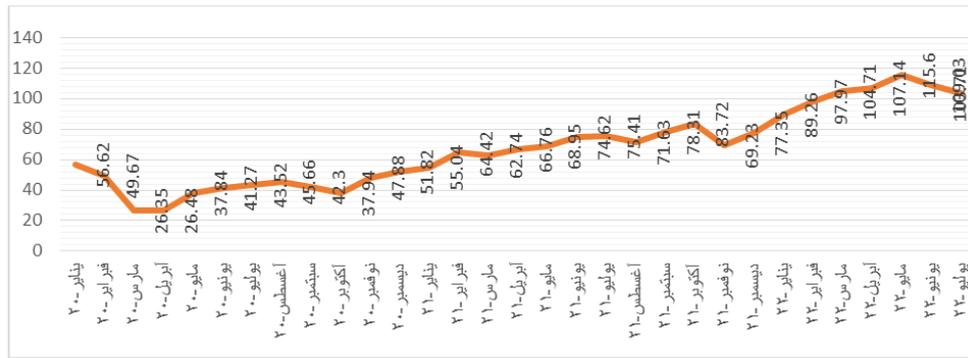
يشير سعر النفط الى القيمة النقدية لبرميل النفط الخام بالمقياس الأمريكي للبرميل المكون من (42) غالون معبراً عنه بالوحدة النقدية، ويعد سعر سلعة النفط من العوامل المؤثرة بصورة كبيرة وأساسية على العرض، فكلما زاد معدل إنتاج النفط كان سبباً في انخفاض أسعاره؛ لأن النفط لا يشابه السلع المتداولة في الأسواق المالية فإن سعره والمتاح منه لا يتحدد بقوانين السوق فقط إنما هناك مجموعة من العوامل الاجتماعية والسياسية والاقتصادية والمالية والبيئية هي التي تحدد سعره

والمتاح منه فضلاً عن قوانين العرض والطلب (لطفي، 2016: 17). ولقد اكتسبت سوق النفط الدولية شكلها الحالي بدءاً من أواخر عقد الثمانينات عقب انهيار الأسعار فقد أضحى تقلب الأسعار وما يزال سمة مميزة من سمات صناعة النفط الدولية، وهذا التقلب نابع من طبيعة تركيبية السوق الذي يسهم في تكوينها العديد من اللاعبين، وفي ضوء التقلبات المفاجئة في ميزان العرض والطلب الناجمة عن اضطرابات سياسية، أو بيئية، أو اقتصادية، أو صحية أو عوامل خارجية مؤثرة أخرى (مطر، 2009: 63)، وإن تداعي استقرار السوق نتيجة تفشي الأوبئة شكل تحدي اقتصادي يضاف لتحديات منتجي النفط ومستهلكيه على حد سواء، وأن الدول المعرضة لهذا التحدي بشكل خاص هي الدول المنتجة للنفط والمصدرة له التي تفتقر إلى قاعدة اقتصادية متنوعة الموارد، والعراق من هذه البلدان التي تتأثر بشكل كبير بتقلبات أسعار النفط خصوصاً الاتجاه النزولي لها (السالم، 2018: 11).

ب. مفهوم صدمات أسعار النفط:

هي التقلب غير المتوقع والمفاجئ في سعر النفط والذي يصيب أسواق النفط العالمية يتسبب في الارتفاع أو الانخفاض السريع لأسعار النفط الخام العالمية وتعرف بأنها الفرق بين السعر المتوقع للنفط وبين السعر الفعلي المتحقق وغير المتوقع في السوق النفطية، وهذه التقلبات ناتجة عن التحولات غير المتوقعة في العرض والطلب والعوامل المؤثرة بهما، ويمكن تقسيم الصدمات إلى ثلاثة أنواع (العيساوي، 2020: 121)، أولاً: **صدمة في المعروض**: وهي حدوث فائض أو نقص في عرض النفط مقارنة بالطلب عليه بشكل غير متوقع، نتيجة عدة عوامل تنشأ داخل أو خارج السوق النفطية العالمية متسببة بتقلبات وتحركات ارتدادية في أسعار النفط، وثانياً: **صدمة في الطلب**: وهي التغيرات المفاجئة في الطلب الاستهلاكي أو الوقائي على النفط الناتج عن خوف نقص الإمدادات في المستقبل، وتعد المحرك الأساس لارتفاع أسعار النفط العالمية والسبب المباشر لحدوث الصدمات، وثالثاً: **الصدمة المزدوجة**: وهي وقوع وتزامن التغيرات في مستويات عرض النفط والطلب عليه في نفس المدة، متسببة بارتفاع أو هبوط حاد في أسعار النفط في الأسواق وبحسب اتجاه التحول، فإذا كان هناك عرض متزايد من النفط، وكان وفي نفس المدة نقص في الطلب على النفط ولد ذلك صدمة وضغطاً كبيراً ومتسارعاً لخفض الأسعار في السوق الدولية، وهو ما حصل في العام 2020 عندما انخفضت أسعار النفط لمستويات تاريخية نتيجة تراجع الطلب العالمي بشكل حاد ومفاجئ إلى مستويات قياسية بسبب اغلاق جميع المناطق الصناعية حول العالم جراء الحجر الصحي الذي فرضته الجائحة.

ولقد ارتفع الخزين النفطي العالمي بمقدار (87) مليون برميل في شهر آذار ٢٠٢٠، متسبباً بهبوط سعره إلى حدود (26) دولاراً للبرميل، وليستمر الانخفاض حتى وصل إلى حدود (10) دولاراً للبرميل، بعد أن كان قد سجل (55) دولاراً للبرميل الواحد في شهر شباط (أحمد، 2020، 206). وكما بالشكل (1).



الشكل (1) تقلبات أسعار النفط عالمياً للمدة من كانون الثاني 2020 إلى حزيران 2022

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات منظمة الأقطار المصدرة للنفط (2022).

ومن الشكل (1) يتبين ان اتجاه هذه التقلب لم يكن تقليدياً وإنما كان مختلفاً عن الصورة التقليدية لتقلبات السعر في السابق وهذا ما جعله خطراً متطرفاً، إذ أحدثت هذه التقلبات والانهيارات التاريخية هزة عنيفة في اقتصاديات الدول وبالتحديد الأسواق المالية، ورسخت توقعات باستمرار موجات الهبوط في سوق النفط وفي البورصات، بسبب تعطل أهم المقاطعات الصناعية في الصين، التي كانت تستهلك أكثر من عشر ملايين برميل يومياً، فضلاً عن تقارير لهيئات رسمية كصندوق النقد الدولي حول الركود الذي مس العالم نتيجة انخفاض أسعار النفط، وحرب الأسعار بين السعودية وروسيا فيما يسمى بمنظمة اوبك بلاس (+ OPEC)، فضلاً عن ضبابية الأفق الزمني حول الخروج من هذه الجائحة (صندوق النقد العربي، 2020: 12)، وبعد هذه التقلبات غير المتوقعة لأسعار النفط عالمياً وتراجعها الكبير، التي بدأت في النصف الأول من 2020 مسببة أزمة مركبة اقتصادية ومالية واجتماعية في الدول المصدرة للنفط، فلو كان لأحد أن يتوقع ما ستؤول إليه أسعار النفط في أشهر قليلة وما سببته من تداعيات مادية، لثم اتخاذ كل الإجراءات اللازمة لتجنب ذلك، لكنها صدمت العالم عندما تهاوت بهذه الأرقام والنسب، فهي حدث مفاجئ وغير متوقع وهذه هي أهم خاصية من خصائص البجعة السوداء التي تعدها حدثاً متطرفاً كان له أثراً كبيراً على اقتصاديات الدول وتحديداً المصدرة للنفط.

ت. تقلبات أسعار النفط وأثرها في أداء الأسواق المالية:

بعد انتشار فيروس كورونا حول العالم وتحوله من وباء إلى جائحة، شكل ذلك أزمة صحية تأثر بها وبدرجة خاصة الدول المتقدمة، من خلال فرض حظر صحي تام، أدى إلى تقييد حركة تنقل الأشخاص والبيضات، وتعطل العديد من المقاطعات الصناعية في الصين، شهدت على إثرها الأسواق العالمية المالية والسلعية صدمات كبيرة غير متوقعة، كان لها الأثر الكبير في تباطؤ نمو عجلة الاقتصاد العالمي وتوقف بعض القطاعات الهامة فيه، الأمر الذي أدى الى انخفاض الطلب عالمياً على النفط الى أقل قيمة له منذ عام 1991 محققاً أرقاماً قياسية لا مثيل لها، إذ انخفض سعر الخام الأمريكي لأقل من صفر دولار للبرميل، وهو مستوى متدن جداً لم يشهد التاريخ له مثيل، وقد واصلت أسعار النفط انخفاضها أو تراجعها الحاد وانخفض سعر خام غرب تكساس الوسيط، وهو الخام القياسي للنفط الأمريكي، إلى أقل من دولار للبرميل (159 لتر)، وهو مستوى منخفض جداً لمعدلات يومية وأسبوعية وشهرية (United Nations Economic and Social

(Commission for Western Asia,2020). وكان لهذه التقلبات الشديدة في أسعار النفط آثاراً عنيفة على كامل مستويات النشاط الاقتصادي وتحديداً اقتصاديات الدول النفطية، وهذا باعتبار أن الإيرادات التي بواسطتها يتحرك الاقتصاد الكلي للدولة، ويعد مصدرها المطلق إن لم نقل الوحيد هو النفط، فهي تعتمد على هذه العوائد النفطية لتمويل برامجها التنموية وتعظيم الإنفاق العام وتمويل خطط التنمية الاقتصادية (وهيئة، 2018: 59)، ومن هذا المنطلق فإن التقلبات التي تحصل في أسعاره ستكون لها علاقة ارتباط مع التقلبات في أسعار الأسهم المالية عبر تأثيرها في الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، كالتأثير في أرباح الشركات التي يكون للنفط فيها كلفة تشغيل مباشر وغير مباشر.

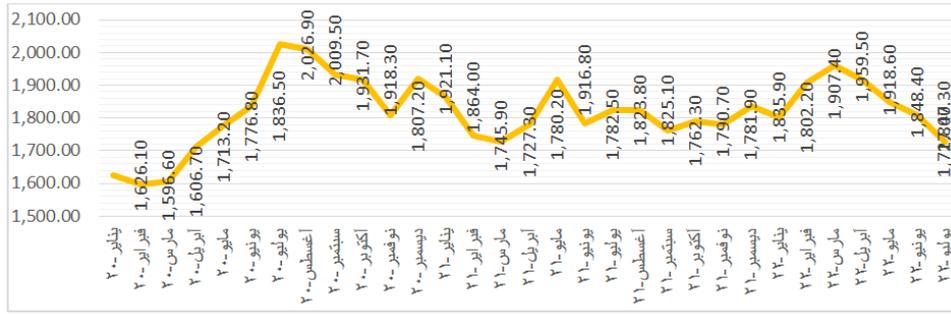
٢. تقلبات أسعار الذهب عالمياً:

أ. مفهوم سعر الذهب:

يعد الذهب من المعادن التي عرفها الإنسان منذ زمن بعيد، فهو معدن له استخدامات كثيرة ويتميز بالندرة؛ لذلك فإن إنتاجه محدود، وهذا ما جعله غالي الثمن فقد بلغ إجمالي إنتاج الذهب 3500م طن في عام 2020، ووحدة الوزن المستخدمة في الذهب هي الاونصة (Ounce) التي تساوي (31.10) غرام، والكيلو غرام يساوي (32.15) اونصة (Michael,et.al.,2013:5).

ب. تقلبات أسعار الذهب:

بعد تحول فيروس كورونا من وباء والإعلان عنه جائحة عالمية، انتقل على إثرها من كونه أحد عناصر التأزم كما تشير المصادر والمراجع عبر التاريخ الاقتصادي للأوبئة الى كونه أزمة عالمية حاصرت اقتصاديات العالم أجمع دون استثناء (الصانغ والمعاضيدي، 2022: 370)، اتخذ على أثر ذلك إجراءات احترازية متمثلة في فرض حظر تجول لتفادي وتقليل حدة الاصابة بالفايروس، مما تسبب في توقف عجلة الاقتصاد العالمي أي توقف حركة التجارة العالمية (الاستيراد والتصدير) وتدهور أسعار أسهم الشركات في الأسواق المالية العالمية مع ارتفاع أسعار الذهب بشكل غير مسبوق وغير متوقع، وتزامنا مع هبوط قيمة الأسهم المرتبطة بالقطاعات المتضررة، مثل قطاع النقل، السياحة، المنتجات الفاخرة، المواد الأولية وغيرها من القطاعات التي أثر عليها الحجر الصحي، دأبت المؤسسات المالية التعويل على الذهب كعنصر ضامن؛ إذ زاد الطلب على الذهب في عام 2020 بعد توجه المستثمرين الى الذهب، وذلك توازيا مع تفشي كورونا حول العالم واضطراب الأسواق العالمية، فقد بلغ سعر الذهب مستوى قياسيا تاريخيا لا مثيل له، فقد تجاوزت اونصة الذهب 2067 دولاراً، وهو ما يفسر أسباب حدوث الأزمات، التي يكون فيها اتجاه كبير نحو البيع، فتنهار بذلك أسعار الموجودات، ويصاحب ذلك حالات خوف وذعر تمتد الى موجودات أخرى في نفس القطاع أو في قطاعات أخرى (المساح، 2020: 6). ويمكن توضيح هذه التقلبات من خلال الشكل (2).



الشكل (2) تقلبات أسعار الذهب عالمياً للمدة من كانون الثاني 2020 إلى حزيران 2022

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات التاريخية لعقود الذهب.

ومن الشكل (2) يتبين أن تقلبات شديدة في أسعار الذهب وقعت، ففي النصف الثاني من العام 2020 اسفرت التقلبات عن ارتفاع أسعار الذهب إلى مستويات قياسية وتاريخية، وعادت لتتكرر في النصف الأول من العام 2021، وهذه التقلبات وبهذا القدر من الشدة لم تكن في صورتها التقليدية المتعارف عليها تاريخياً، وإنما كانت تقلبات كبيرة وحادة ومفاجئة، عُدت كمخاطر غير تقليدية متطرفة يمتد تأثيرها إلى قطاعات وأسواق أخرى.

ت. تقلبات أسعار الذهب وأثرها في أداء الأسواق المالية:

تشهد أسواق السلع بشكل عام تقلبات مستمرة وبوتيرة مختلفة تبعاً للتغيرات المختلفة، إذ أن هناك كمّاً هائلاً من المتغيرات والاحداث التي تؤثر في أسواق السلع ولكن بشكل متفاوت تبعاً لتوقعات المتعاملين والمستثمرين في تلك الأسواق، وأن العديد من الأدبيات المالية قد أكدت على وجود دور يمكن أن تمارسه تقلبات أسعار الذهب في أداء الاسواق المالية، فارتفاع أسعار الذهب وازدهار أسواقه يؤدي إلى انخفاض الاستثمار في الأسواق المالية (Gokmenoglua & Fazlollahi,2015:485).

٣. تقلبات أسعار صرف العملة:

أ. مفهوم سعر الصرف:

تعددت مفاهيم سعر الصرف وتنوعت، فقد عرفها (Mishkin,2004:435) بأنها عدد الوحدات من عملة معينة الواجب دفعها للحصول على وحدة من عملة أخرى، فهي آلية يمكن من خلالها استبدال عملة ما بعملة أخرى. ويعد سعر الصرف أداة ربط ما بين اي اقتصاد مفتوح وباقي اقتصاديات الدول، ويؤدي دوراً مهماً في تعزيز قدرة الاقتصاد التنافسية، ومن ثم وضع ميزان المدفوعات ومعدلات التضخم والنمو الاقتصادي، وكون العلاقات الاقتصادية والمالية للدولة مع دول العالم تتطلب وجود أداة قياس تعبر عن تكافؤ العملة المحلية مع عملات الدول الأخرى (Brooks & Dolan,2015:7).

ب. تقلبات سعر الصرف:

تعد تقلبات أسعار الصرف من المخاطر التي تواجه المؤسسات والشركات المدرجة في الأسواق المالية، وتؤثر بشكل مباشر في أسعار الأسهم نظراً للحساسية التي تتميز بها هذه الأسعار، وتبرز أهمية سعر الصرف بوصفه أحد العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية، وكونه أحد

محددات النشاط الاقتصادي، ولما كان نشاط السوق المالي جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي، فإن أي تقلب في أسعار الصرف سينعكس في هذه السوق (زهرة، 2020: 17)، وبعد تحول فيروس كورونا إلى جائحة تهاوت الأسواق العالمية وانخفضت أسعار النفط لمستويات قياسية، إذ كان لانخفاضها تأثيراً اقتصادياً مباشراً على الدول المنتجة للنفط والعراق على وجه التحديد كون اقتصاده ريعي معتمداً على تصدير النفط ومبني على واردات استهلاكية، مما جعل العراق أمام تحديات مالية ونقدية، وكأحد المعالجات تبنت الحكومة العراقية في 19 ديسمبر من العام 2020 سياسة تخفيض قيمة الدينار أمام الدولار (من 1190 إلى 1460 دينار لكل دولار) (البنك المركزي العراقي، 2021). ويمكن توضيح مقدار التقلب في الصرف من خلال الشكل (3).



الشكل (3) تقلبات سعر صرف الدينار العراقي أمام الدولار الأمريكي

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات البنك المركزي، الإحصاء، 2022.

وبحسب (إحسان وميثم، 2021: 47) فإن سياسة تخفيض سعر الصرف وبنسبة كبيرة تصل (20%) وبصورة غير متوقعة شكلت صدمة نقدية غير متوقعة للقطاع التجاري والمالي وانطوت على مخاطر كبيرة إذ ارتفع معدل التضخم إلى مستويات أعلى وبحدود 5.6% منذ أواخر عام 2020 حتى نهاية شهر نيسان من العام 2021 بعدما حقق معدل سالب في عام 2019، وقد تم ذلك على حساب اقتطاع جزء من القدرة الشرائية للدينار، مما أدى إلى ارتفاع مستويات الفقر إلى 27% واستمرار معدلات البطالة عند حدودها غير المقبولة، فضلاً عن أثارها السلبية في دخول الاقتصاد في مرحلة ركود قد تقف عقبة أمام أي تنشيط أو تحفيز لنمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي خاصة ان المرحلة يرافقها ركود اقتصادي عالمي نتيجة لآثار الجائحة.

وفي ضوء ذلك، صُنّف هذا التقلب (التخفيض) ضمن الاحداث المفصلية ذات التأثيرات القطرية الجوهرية التي ستمتد آثارها على المدى الطويل، فلم يكن هذا حدثاً عابراً كغيره من التقلبات التي تحصل والتي ضربت الأسواق المالية سابقاً، وانما حدثاً فريداً غير متوقفاً وخطراً متطرفاً.

ت. تقلبات أسعار الصرف وأثرها في أداء الأسواق المالية:

عرفت التقلبات في أسعار صرف العملات وما ينتج عنها من تغيرات حاصلة في تكاليف وعوائد الشركات بمخاطر اسعار الصرف، إذ ينجم عن التغير غير المتوقع لمعدلات الصرف آثار على الجانب التنافسي للمؤسسات المدرجة في السوق، بوصفه أحد العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية من خلال كونه أحد محددات النشاط الاقتصادي للشركات المدرجة في الأسواق المالية، لذا فإن عدم استقرار أسعار الصرف سيجد بالتالي صدها في تلك الأسواق (أبادير والصغير، 2021:

2). وعليه فالتغير في قيمة العملة سيؤثر في مؤشر السوق المالي وبالتحديد في أسعار الاسهم، وعلى سبيل المثال فإن ارتفاع قيمة العملة المحلية (في إطار نظام الصرف العائم) سيؤدي الى ارتفاع تكلفة الإنتاج ومنه ارتفاع أسعار السلع المنتجة مما يؤدي الى انخفاض تنافسية هذه المنتجات في السوق وثم انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة، مما ينتج عن هذا الانخفاض ارتفاع في أسعار الفائدة وزيادة معدلات التضخم، وثم تغير اتجاه مؤشر السوق من الارتفاع الى الانخفاض (درويش وآخرون، 2019: 233).

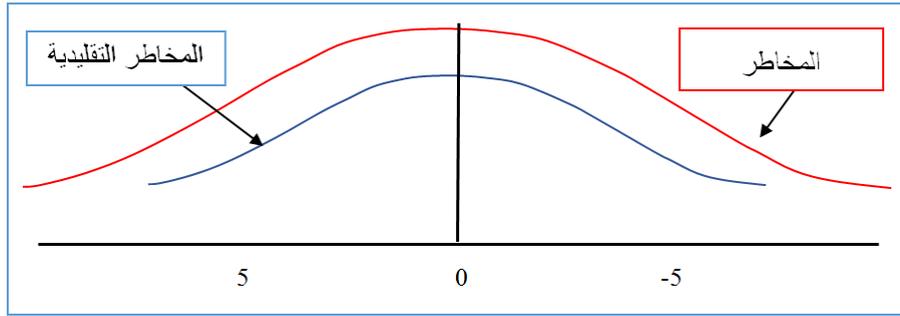
وعلى الرغم من الدور الكبير الذي يمكن أن تمارسه أسعار الصرف في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية، إلا أنه يمكن حصر التأثير بقناتين هما: (إسراء عبدالقادر، 2017: 28) **أ. قناة التأثير المباشر:** تشير العلاقة المباشرة عند انخفاض قيمة عملة بلد ما، فإن ذلك يجعل أسعار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) أقل كلفة بالنسبة للمستثمرين الأجانب الأمر الذي يزيد من الطلب عليها وثم ارتفاع أسعارها (Kose, et al., 2010: 127)، فضلاً عن ذلك فإن ارتفاع قيمة عملة بلد ما ستدفع المستثمرين المحليين والأجانب لبيع ما لديهم من الأوراق المالية؛ لتجنب خسائر أكبر من خلال تحويل أموالهم إلى العملات الأجنبية وخروجها من البلاد (Mital, 2010: 3)

ب. قناة التأثير غير المباشر: هناك علاقة غير مباشرة بين تقلبات أسعار الصرف وأسواق الأوراق المالية عبر السوق السلعية (الحساب الجاري)، ويفترض هذا الاتجاه بأن تقلبات أسعار الصرف تؤثر بشكل غير مباشر في سوق الأوراق المالية عبر السوق السلعية، وعبر تأثيرها في القيمة السوقية ككل، فضلاً عن تأثيرها في شروط المنافسة وأسعار المدخلات والمخرجات، وعليه فإن تلك التقلبات تلعب دوراً مهماً في التأثير على القدرة التنافسية للشركات وثم التدفقات المستقبلية لها وأسعار الأوراق المالية الخاصة بها، وهو ما يترك أثره من جانب آخر في الحساب الجاري وثم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلد (Abbas, 2010: 2)، فانخفاض قيمة عملة بلد ما (مع افتراض ثبات العوامل الأخرى) سينعكس في انخفاض كلف السلع والخدمات المصدرة في مقابل ارتفاع كلف السلع والخدمات المستوردة، الأمر الذي يؤدي الى زيادة القدرة التنافسية للسلع المحلية الموجهة للتصدير الى الأسواق الدولية، فيزداد الطلب على تلك السلع ويزداد حجم الإنتاج وترتفع عوائد الأسهم، ويحث الأفراد إلى التوجه نحو شراء الأسهم وزيادة التداول بها وارتفاع القيمة السوقية للأسهم، مما يؤدي الى تنمية السوق المالي (Chance & Brooks, 2010: 631).

٤. المخاطر المتطرفة:

هي عبارة عن أحداث محتملة ولكنها بعيدة الاحتمال أو من غير المرجح حدوثها، وبالتالي فهي أحداث نادرة وشديدة تسبب دماراً واسعاً ومعاناة عميقة تمتد آثارها لمدد زمنية طويلة، ويمكن أن يكون لها تأثيراً مادياً ومعنوياً على النمو الاقتصادي أو عائدات الموجودات (Watson, 2013) (1)، وبصيف (حواش، 2009: 26) بأن الخطر المتطرف هو حدث مفاجئ وغير متوقع، ومروع يسبب معاناة كبيرة أو محنة ودمار، يتميز كونه غير معهود الحدوث تمتد آثاره الى قطاعات مختلفة وذات مدد حدوث متباعدة جداً، وغير معلوم وبعيد الاحتمال، وطبيعة المخاطر المتطرفة تجعل من الصعب تقييمها ومعالجتها مقارنة بالأحداث التي تحدث بشكل أكثر انتظاماً، مثل الازمات أو الفيضانات أو الزلازل أو الهجمات الإرهابية أو الاوبئة والجوائح فهي احداث تتجاوز منطق المعالجة الظرفية والنسبية وأيضاً منطق الترميم والترقيع والتداوي، لأنها باختصار تشكل أزمة

مركبة ينتج عنها خطراً متطرفاً أعمق وأشد وطأة على الأسواق المالية من المخاطر التقليدية، وجاء في التقرير السنوي لأعلى المخاطر تطرفاً (Extreme Risks,2020) وبحسب نظرية القيمة المتطرفة (EVT)⁽¹⁾ التي هي فرع متخصص من الإحصائيات يحاول الإفادة من المعلومات القليلة المتوفرة بشأن الأحداث المتطرفة (الشديدة)، وبحكم التعريف أنها أحداث لا تحدث كثيراً، لذلك هناك القليل من المعلومات التاريخية عنها (Watson,2020:6)، وبما أن المخاطر المتطرفة ذات مدد حدوث متباعدة جداً، وغير معلومة وبعيدة الاحتمال، إذا فهي تقع خارج حدود ومقاسات نماذج اختبارات المخاطر التقليدية، والشكل (4) يوضح ذلك.



الشكل (4) التوزيع الطبيعي للمخاطر التقليدية والمخاطر المتطرفة

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على: الخفاف، لبنا خالد محمد، 2019، العلاقة بين مؤشرات الخطر القطري وبعض المؤشرات الاقتصادية والمالية لمجموعة من الدول العربية النفطية وغير النفطية للمدة (2016-1996)، رسالة ماجستير، جامعة الموصل كلية الإدارة والاقتصاد، العراق.

نظريات المخاطر المتطرفة (نظرية البجعة السوداء):

تدور نظرية البجعة السوداء⁽²⁾ (Black Swan Theory) حول فكرة أساسية وهي اعتقاد الناس بأن جميع طيور البجع بيضاء، ومن ثم فإن مشاهدة بجة سوداء لأول مرة تمثل مفاجئة وصدمة؛ لذا فإن أحداث البجعة السوداء يعتقد أنها تقع خارج نطاق المؤلف أو المحتمل (Nassim Nicholas,2009:10).

وهذه النظرية تُشير بمعناها إلى صعوبة التنبؤ بالأحداث المفاجئة، وإلى احتمال وقوع أحداث غير متوقعة، تكون كافية لتغيير كل المخططات الموضوعية، فتقلب الموازين وتدمر صورة الواقع وحقيقته، لتعطي صورة أخرى وحقيقة مختلفة، وتغير خارطة الاتجاهات والتوجهات بكاملها، فيشبهه الخطر المتطرف غير المتوقع الحدوث بالبجعة السوداء (النصراوي، 2020: 5)، وإن ما يُطلق على تسميته بالبجعة السوداء بحسب رأي الكاتب (Nassim Nicholas,2009:10) هو حدث يتمتع بثلاث خصائص:

الأولى: إنها عرضية (حدث مفاجئ) كونها تقع خارج نطاق التوقعات أو من الصعب التنبؤ بها.

(1) نظرية القيم المتطرفة (Extreme Value Theory) هي نظرية تتضمن مجموعة من المبادئ والافتراضات التي تشكل رأياً نظرياً يقول بأن للطبيعة نزوات قد تخرج عن المؤلف الذي اعتاد عليه البشر ومثال عليها الزلازل والأعاصير والأوبئة، فقد يعتاد البشر على مقاييس يمكن التصدي لها أو التعايش معها لكن البشر لا يستطيعوا الصمود أمام مقاييس متطرفة قد تؤدي إلى هلاك البشرية.

(2) نظرية للمؤلف الأمريكي الجنسية اللبناني الأصل (Nassim Nicholas) التي طرحها في كتابه الشهير (The Black Swan,2007).

الثاني: انها تتضمن تأثيرات بالغة الشدة ذات انعكاسات قوية وربما كارثية.
الثالثة: بالرغم من كونها واقعة عرضية فإننا نضع تفسيرات لها بعد حدوثها على أرض الواقع.
ولكي تشكل الأحداث غير المتوقعة والمفاجئة مخاطر متطرفة فإنه يجب أن تنطبق عليها خصائص نظرية البجعة السوداء، وبإسقاط هذه الخصائص على الاقتصاد العالمي نجد عدد غير قليل من البجعات السوداء في سماء الاقتصاد العالمي متمثلة في الأزمات الاقتصادية والمالية وانتشار الأوبئة والأمراض والهجمات الإرهابية والكوارث الطبيعية (Filis, et. al., 2011:152).

ثالثاً: الإطار التطبيقي للبحث:

بناءً على ما تقدم في الجانب النظري، وبغية تأكيد فرضيات البحث الرئيسية والوصول الى أهدافه الأساسية، ومنها تصميم نموذج كمي يمتلك القدرة على تشخيص أثر واتجاه علاقة مصفوفة متغيرات الدراسة (المتغيرات التوضيحية المتمثلة: سعر الصرف EXC، وسعر النفط OIL، وسعر الذهب GOLD) في المؤشر العام لأسعار الأسهم (المتغير المعتمد)، وفي هذا البحث تم تطبيق منهجية نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) وما تضمنته من اختبارات قياسية، إذ تعد من أهم النماذج المستخدمة في تطبيق منهجية التكامل المشترك وتصحيح الخطأ لاختبار وجود العلاقة التوازنية طويلة المدى بين المتغير التابع والمتغير المستقل، وكونها لا تشترط أن تكون السلاسل الزمنية مستقرة عند ذات الدرجة (الرتبة).

١. توصيف النموذج:

لغرض إثبات الفرضية البحثية تم الاستعانة بنموذج تحليل الانحدار المتعدد، لبيان أثر المتغيرات المستقلة المتمثلة بـ (X1-X3) في المتغيرات المعتمدة، إذ تمثل Y1 المتغير المعتمد معياراً عنه بقيمة المؤشر العام لأسعار الأسهم خلال مدة البحث، وعن المتغيرات التفسيرية والتي يتم التعبير عنها بـ (سعر الصرف X1، سعر النفط X2، سعر الذهب X3) وكما تمثلها المعادلة الآتية:

$$Y1 = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \dots + \epsilon_n$$

٢. الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة:

إن دراسة سلوك المتغيرات المفسرة والتابعة وإعطاء صورة أولية عنها، يتطلب استخدام أساليب الوصف الإحصائي للبيانات من خلال إيجاد بعض المقاييس الإحصائية، مثل: المتوسط الحسابي (Mean)، والحد الأعلى (Maximum)، والحد الأدنى (Minimum)، والانحراف المعياري (Std. Dev.)، والالتواء (Skewness)، والتقلطح (Kurtosis)، وعدد المشاهدات (Observations). وكما في الجدول (1).

الجدول (1) خصائص الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

	Mean	Maximum	Minimum	Dev Std.	Skewness	Kurtosis	Observations
SP	0.056133	7.098997	-3.770771	0.95227	1.231622	11.98053	477
EXC	0.000429	0.083774	-0.033261	0.005307	7.644572	136.5962	477
OIL	0.002971	0.235093	-0.286522	0.031702	-0.80687	25.10802	477
GOLD	0.000442	0.159906	-0.049854	0.012395	4.081777	60.15089	477

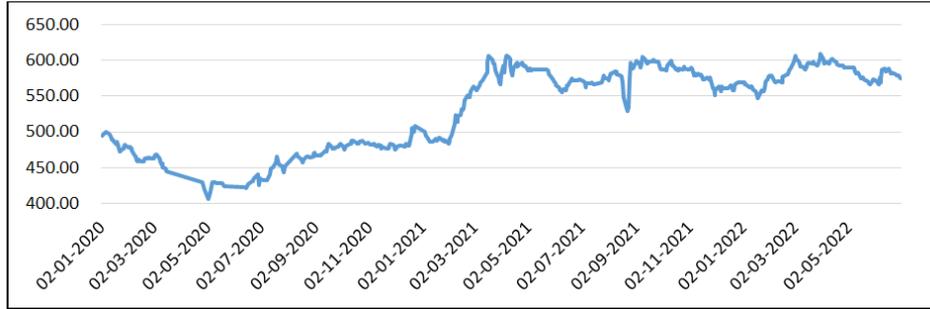
المصدر: الجدول من عمل الباحثان استناداً إلى البرنامج الإحصائي (Eviews10).

٣. متغيرات النموذج:

أولاً: المتغير المعتمد المتمثل بالمؤشر العام لأسعار الأسهم (SP):

مؤشر إحصائي يعبر عن معدل أسعار مجموعة من الأسهم المصدرة للشركات المدرجة، ويعد مقياساً للحركة العامة لسوق المالي ويعد المؤشر العام لأسعار الأسهم احد المتغيرات المعتمدة (٣٣٨)

(التابعة)، ومن الجدول (1) أعلاه يتبين ان حجم العينة (477) يوم تمثل الأيام في سنوات البحث المختارة لسوق العراق للأوراق المالية، وكان الوسط الحسابي (0.056133) نقطة الذي عبر عن معدل التغير اليومي وكان الانحراف المعياري (095227) والذي يقاس معدل التشتت بالنسبة لقيمة المتوسط من القيم، ومعامل التواء (1.231622) ومستوى تفلطح بلغ (11.98053) ومعناه أن التقلبات كبيرة جداً بسبب التفلطح، أما أقل قيمة للتغير في المؤشر العام لاسعار الأسهم في سوق العراق فقد كانت سالبة (-3.770771) نقطة وأعلى قيمة بلغت (7.098997) نقطة مما يدل على حصول تقلب واضح في المؤشر. ومن خلال الشكل (5) يتضح اتجاه قيم المؤشر العام للسوق التي يمكن الوقوف عليه ومعرفة الاتجاه العام لهذا المؤشر عبر الزمن.



الشكل (5) الاتجاه العام لمؤشر أسعار الأسهم لسوق العراق للأوراق المالية

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، التقارير.

ثانياً: المتغيرات المستقلة

تم التعبير عنها بسعر الصرف EXC، وسعر النفط OIL، وسعر الذهب GOLD وتعتبر متغيرات توضيحية (تفسيرية) في النموذج المقدر، ومن الجدول (1) أعلاه يتبين ان حجم العينة (477) يوم تمثل الأيام في سنوات البحث المختارة لسوق العراق للأوراق المالية، وكان الوسط الحسابي للمتغيرات المستقلة على التوالي هي (0.000429) و(0.002971) و(0.000442) نقطة الذي عبر عن معدل التغير اليومي وكان الانحراف المعياري للمتغيرات (0.005307) و(0.031702) و(0.012395) الذي يقاس معدل التشتت بالنسبة لقيمة المتوسط من القيم، ومعامل التواء (7.644572) و(-0.80687) و(4.081777) ومستوى تفلطح بلغ (11.98053) ومعناه أن التقلبات كبيرة جداً بسبب التفلطح، أما أقل قيمة للمتغيرات فقد كانت سالبة (-0.033326) و(-0.28652) و(-0.04985) نقطة وأعلى قيمة على التوالي بلغت (0.083774) و(0.235093) و(0.159906) نقطة مما يدل على حصول تقلب واضح في المتغيرات سعر الصرف EXC، وسعر النفط OIL، وسعر الذهب GOLD.

٤. تقدير نموذج المؤشر العام لأسعار الأسهم SP ومناقشة نتائجه:

بعد إجراء اختبار فليبس- بيرون (p-p)⁽¹⁾ على جميع متغيرات الدراسة، تشير نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية المدرجة في الجدول (2) عند مستوى معنوية (5%) أن جميع متغيرات الدراسة استقرت عند المستوى (Level) جميعها وبجميع الاتجاهات. وفي ضوء ما تقدم ونظراً لاستقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة جميعها، فإنها تستوفي شروط التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية ARDL ويتوفر هذه الشروط تمكناً من تطبيق اختبار أنموذج ARDL.

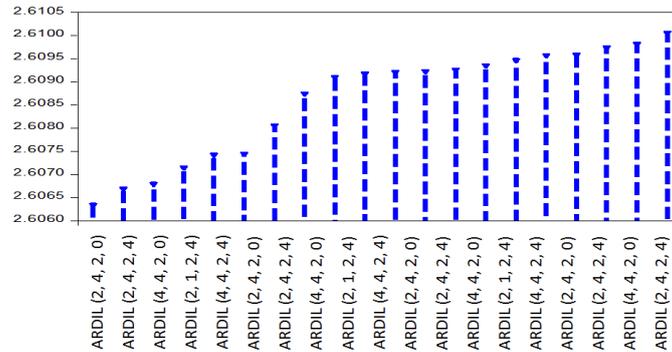
الجدول (2) نتائج اختبار فليبس بيرون لاستقرارية بيانات السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

Variables المتغيرات	Level		
	Intercept	Trend and Intercept	None
SP	-16.64169	-16.68242	-16.6205
	0.0000	0.0000	0.0000
EXC	-24.29181	-24.34954	-24.2467
	0.0000	0.0000	0.0000
OIL	-19.86403	-19.94118	-19.5193
	0.0000	0.0000	0.0000
GOLD	-23.14377	-23.26283	-23.1314
	0.0000	0.0000	0.0000

المصدر: الجدول من عمل الباحثان استناداً إلى البرنامج الاحصائي (Eviews10).

وبالاستعانة بمعيار Akaike Information Criteria (top 20 models) كونه يحدد 20 مدة ابطاء لنماذج ARDL، لتحديد عدد مدد الابطاء الزمني (Lag) واختيار المدة الأمثل للكشف عن العلاقة بين المتغيرات المستقلة المختارة والمتمثلة بـ(سعر الصرف EXC، وسعر النفط OIL، وسعر الذهب GOLD) والمتغير التابع المتمثل بالمؤشر العام لأسعار الأسهم SP، وكما مثبت في الشكل (6) الذي يوضح نتائج اختبار عدد مدد الابطاء الزمني وفقاً لمعيار (AIC) لنموذج المؤشر العام لأسعار الاسهم SP.

Akaike Information Criteria (top 20 models)



الشكل (6) نتائج اختبار عدد مدد الابطاء الزمني وفقاً لمعيار (AIC) لنموذج المؤشر العام SP

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews10).

(1) تعد اختبارات السكون للسلاسل الزمنية شرطاً أساسياً ومهماً؛ لإجراء التحليلات الاقتصادية الحديثة، ذلك للتأكد من وجود حالة السكون في السلاسل الزمنية بما يوفر الفهم بعدم تغير مستوياتها عبر الزمن، بعدها شرطاً أساسياً لإجراء التحليلات الاقتصادية، ومن أجل تفادي ظاهرة الانحراف الزائف.

الجدول (3) نتائج اختبار عدد مدد الابطاء الزمني وفقا لمعيار (AIC) لنموذج المؤشر العام SP

Model Selection Criteria Table					
Model	LogL	AIC*	BIC	Adj. R-sq.	Specification
1	-609.0401	2.625962	2.731479	0.094272	ARDL(2, 4, 2, 0)

المصدر: الجدول من عمل الباحثان استناداً إلى البرنامج الاحصائي (Eviews10).

وتشير نتائج اختبار عدد مدد الابطاء الزمني وفقا لمعيار (AIC) لنموذج المؤشر العام لأسعار الاسهم SP والمدرجة في الجدول (3) والشكل (6) الى ما يأتي:
- إن النموذج الأمثل لدراسة علاقة الأجل الطويل بين المخاطر والمؤشر العام لأسعار الأسهم هو النموذج:

Selected Model: ARDL (2, 4, 2, 0)

وذلك اعتماداً على نتائج معيار (AIC) للمعلومات إذ أن النموذج الأمثل أمتلك أقل قيمة لهذا المعيار وقد بلغت (2.625962)، وأن النموذج ARDL بني على أساس تخلف زمني بين (4 و 2) وما يعكسه ذلك من تحديد مدة الابطاء الزمني بـ(2) للمتغير التابع و(420) للمتغيرات المستقلة.
- من خلال قيمة معامل التحديد المصحح يتبين لدينا ان (0.094272%) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد سببها المتغيرات المفسرة مع إبطائها، وتم تقدير النموذج الاولي، والذي أدرجت نتائج في الجدول (4).

الجدول (4) نتائج تقدير أنموذج ARDL الاولي لنموذج المؤشر العام SP

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
SP(-1)	0.228629	0.045788	4.993225	0.0000
SP(-2)	-0.083266	0.045327	-1.837023	0.0669
EXC	17.00913	7.989726	2.128875	0.0338
EXC(-1)	19.98356	7.989988	2.501075	0.0127
EXC(-2)	-4.887135	7.970096	-0.613184	0.5401
EXC(-3)	-11.73456	7.911649	-1.483200	0.1387
EXC(-4)	16.59412	7.924832	2.093939	0.0368
OIL	2.003681	1.589829	1.260312	0.2082
OIL(-1)	1.013131	1.460044	0.693905	0.4881
OIL(-2)	3.803396	1.459421	2.606099	0.0095
GOLD	-2.834325	4.138546	-0.684860	0.4938
C	0.022934	0.042607	0.538276	0.5906
R-squared	0.115380	Mean dependent var		0.073760
Adjusted R-squared	0.094272	S.D. dependent var		0.933354
S.E. of regression	0.888271	Akaike info criterion		2.625962
Sum squared resid	363.7406	Schwarz criterion		2.731479
Log likelihood	-609.0401	Hannan-Quinn criter.		2.667464
F-statistic	5.466175	Durbin-Watson stat		2.009758
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: الجدول من عمل الباحثان استناداً إلى البرنامج الاحصائي (Eviews10).

وتشير المعطيات الاحصائية الواردة في الجدول (4) والخاصة بنتائج التقدير الأولي لنموذج ARDL للعلاقة بين المتغيرات (سعر الصرف، وسعر النفط، وسعر الذهب) والمؤشر العام، إذ

بلغت قيمة معامل التحديد المصحح ($R^2=0.09427$) وتمثل القدرة التفسيرية للنموذج، وبلغت قيمة (D-W) (2.00975) أي ان الأنموذج يخلو من الارتباط. كما عكست قيمة F-statistic معنوية النموذج ككل وهي أقل من (5%)، الأمر الذي يقتضي بالانتقال الى الخطوات اللاحقة والخاصة بالتحقق من وجود العلاقة التوازنية في المدى الطويل بين متغيرات الدراسة وفقاً لأنموذج ARDL من خلال اختبار الحدود Bound Test.

الجدول (5) نتائج اختبار الحدود Bound Test للتكامل المشترك بين متغيرات نموذج المؤشر العام SP

الاختبار الاحصائي المستخدم	القيمة المحسوبة	(عدد المتغيرات المستقلة)
F-Statistic	47.33496	3
القيمة الجدولية (Critical Value Bound)		
مستوى المعنوية	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.37	3.2
5%	2.79	3.67
2.5%	3.15	4.08
1%	3.65	4.66

المصدر: الجدول من عمل الباحثان استناداً إلى البرنامج الاحصائي (Eviews10).

وبعد إجراء الاختبار، يعرض الجدول (5) نتائج اختبار الحدود Bound Test للتكامل المشترك بين متغيرات الدراسة إذ بلغت قيمة (F-statistic) المحسوبة (47.33496) وهي أكبر من القيمة الجدولية العظمى والصغرى إذ بلغا (3.67)، (2.79) عند مستوى معنوية (5%)، مما يعني أننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وهذا يعني وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات (سعر الصرف، وسعر النفط، وسعر الذهب) كمتغيرات مستقلة والمؤشر العام كمتغير تابع، أي وجود علاقة توازنه طويلة الأجل.

وبناءً على ما أظهرته نتائج اختبار الحدود من وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، تم تقدير معاملات الأجل القصير والأجل الطويل التي أدرجت نتائجها في الجداول (6) و(7).

الجدول (6) المقدرات قصيرة الأجل لمتغيرات المخاطر المتطرفة والمؤشر العام لأسعار الأسهم SP

Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.022934	0.042607	0.538276	0.5906
SP(-1)*	-0.854636	0.056899	-15.02034	0.0000
EXC(-1)	36.96511	18.29672	2.020314	0.0439
OIL(-1)	6.820209	2.454847	2.778262	0.0057
GOLD**	-2.834325	4.138546	-0.684860	0.4938
D(SP(-1))	0.083266	0.045327	1.837023	0.0669
D(EXC)	17.00913	7.989726	2.128875	0.0338
D(EXC(-1))	0.027578	14.89427	0.001852	0.9985
D(EXC(-2))	-4.859557	11.92173	-0.407622	0.6837
D(OIL)	2.003681	1.589829	1.260312	0.2082
D(OIL(-1))	-3.803396	1.459421	-2.606099	0.0095

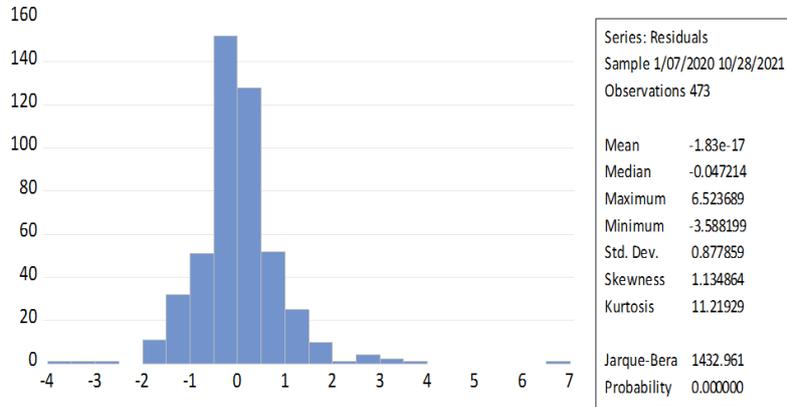
المصدر: الجدول من عمل الباحثان استناداً إلى البرنامج الاحصائي (Eviews10).

الجدول (7) المقدرات طويلة الأجل لمتغيرات المخاطر المتطرفة والمؤشر العام لأسعار الأسهم SP

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXC	43.25245	21.35842	2.025077	0.0434
OIL	7.980246	2.932115	2.721669	0.0067
GOLD	-3.316411	4.853009	-0.683372	0.4947
C	0.026835	0.049741	0.539501	0.5898
EC = SP - (43.2524*EXC + 7.9802*OIL - 3.3164*GOLD + 0.0268)				

المصدر: الجدول من عمل الباحثان استناداً إلى البرنامج الإحصائي (Eviews10).

ولغرض بيان حقيقة اتخاذ النموذج المقدر التوزيع الطبيعي من عدمه، تم اعتماد اختبار (Test Jarque-Bera) كما يوضح لنا الشكل (7) نتائج اختبار مشكلة التوزيع الطبيعي التي أكدت أن النموذج المقدر لا يتبع التوزيع الطبيعي، إذ يلاحظ بأن قيمة الاحتمالية بلغت (Prob=0.00000) ولم تتجاوز حاجز (5%) الأمر الذي يدعم قبول الفرض الذي ينص على ان البواقي لا تتوزع توزيعاً طبيعياً.



الشكل (7) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) لأنموذج المؤشر العام SP

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews10).

وللتأكد من مدى خلو الأنموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي (Autocorrelation) تم اعتماد اختبار (Serial Correlation LM Test) الذي أدرجت نتائجه في الجدول (8) التي أكدت خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، إذ تجاوزت الاحتمالية حاجز (0.05).

الجدول (8) نتائج اختبار (Serial Correlation LM Test) للارتباط الذاتي لنموذج SP

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-Statistic	0.591278	Prob. F(2,459)	0.5540
Obs*R-Squared	1.215493	Prob. Chi-Square(2)	0.5446

المصدر: الجدول من عمل الباحثان استناداً إلى البرنامج الإحصائي (Eviews10).

وللتأكد أيضاً من مدى خلو الأنموذج المقدر من مشكلة تباين حد الخطأ (Autoregressive Conditional Heteroscedastity)، تم الاستعانة باختبار (ARCH)، الذي أدرجت نتائجه في (٣٤٣)

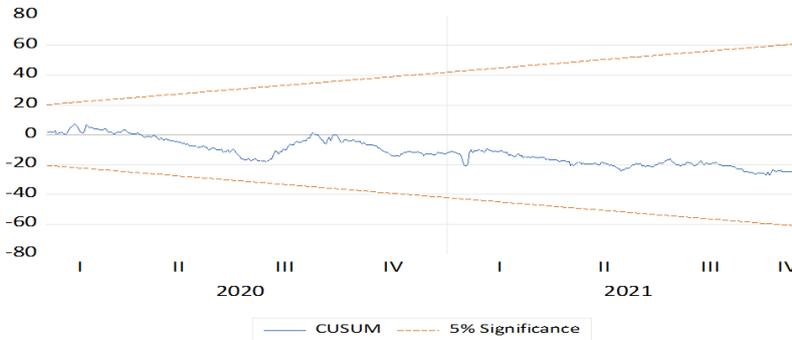
الجدول (9) والتي أكدت على خلو النموذج من مشكلة تباين حد الخطأ العشوائي إذ تجاوزت الاحتمالية حاجز (0.05).

الجدول (9) نتائج اختبار فرضية تباين حد الخطأ (ARCH) لنموذج SP

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-Statistic	12.10262	Prob. F(1,470)	0.0000
Obs*R-Squared	23.16243	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

المصدر: الجدول من عمل الباحثان استناداً إلى البرنامج الاحصائي (Eviews10).

وللكشف عن السكون الهيكلي لمعاملات النموذج خلال مدة الدراسة، والتأكد من خلو البيانات المستخدمة في الدراسة من وجود تغيرات هيكلية فيها، تم اعتماد اختبار المجموع التراكمي للبقايا (CUSUM)، المدرجة نتائجه في الشكل (8) التي تشير إلى أن المعلمات المقدرة في النموذج مستقرة طيلة مدة الدراسة مما يدعم ويبرهن على وجود الاستقرار الهيكلي بين متغيرات الدراسة فضلاً عن انسجام النموذج، وهو ما يؤكد وقوع الشكل البياني لاختبار (CUSUM) داخل الحدود الحرجة وعند مستوى (0.05)، بما يدل تمتع المقدرات طويلة الأجل للنموذج بالاستقرار والانسجام مع المعلمات قصيرة الأجل، مما يجعلها مناسبة للتحليل.



الشكل (8) نتائج اختبار استقراره النموذج الهيكلي لنموذج المؤشر العام SP

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews10).

وجاءت نتائج التقدير قصيرة الأجل في الجدول (6) وطويلة الأجل في الجدول (7) لتبين لنا

ما يأتي:

١. إن متغير سعر الصرف (EXC)، قد نجح في إثبات تأثيره المعنوي والايجابي (الطردي) في المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) وفي نتائج تقدير كلا الأجلين القصير والطويل، إذ يشير ذلك إلى ان ارتفاع سعر الصرف (EXC)، يعمل على رفع مستويات المؤشر (SP)، وبمعامل مقداره (36.96511) للأجل القصير و(43.25245) للأجل الطويل، وهو جاء مخالفاً للأطر النظرية والدراسات السابقة، وذلك مردّه وتفسيره يعود إلى أن أحد أهم الموجودات المحفظية (المالية) هي العملات الدولية فقد باتت خلال مدة البحث وتفشي كوفيد-19 أحد أهم الخيارات للمستثمرين، أو وربما يعود ذلك الى أن سعر الصرف عاملاً واحداً من ضمن العديد من العوامل المؤثرة في المؤشر العام لأسعار الأسهم.

٢. إن متغير سعر النفط (OIL)، نجح في إثبات تأثيره المعنوي والايجابي (الطردي) في المؤشر العام لأسعار الاسهم (SP) وفي نتائج تقدير كلا الأجلين القصير والطويل، إذ يشير ذلك إلى أن

انخفاض سعر النفط، يعمل على خفض مستويات المؤشر العام وبمعامل مقداره (6.820209) للأجل القصير و(7.980246) للأجل الطويل، وهو جاء موافقاً للمنطق الاقتصادي والدراسات السابقة التي أظهرت هذه العلاقة.

٣. إن متغير سعر الذهب (GOLD) قد فشل في إثبات تأثيره المعنوي في المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) وفي نتائج تقدير كلا الأجلين، وإن انعدام التأثير فإنه لا يعني انعدامه مستقبلاً أو حتى مع غيرها من عينات الأسواق العربية القريبة، وربما جاء ذلك نتيجة لفقدان العلاقة المباشرة بينه وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم وعادة ما يتحدد بقيادة عوامل أخرى كالأضطرابات المالية والأمنية والسياسية. فضلاً عن هذا فإنه أحد أجزاء مؤشر السلع الثمينة مع الفضة والبلاتين مما يشنت قوة الأثر خلال مدة البحث.

٤. وفقاً لنتائج التقدير قصيرة الأجل في الجدول (6) فإن قيمة معامل تصحيح الخطأ هي ذات إشارة سالبة، فقد بلغت (-0.854636) وهذه القيمة معنوية استناداً إلى القيمة الاحتمالية التي بلغت (0.0000) وهي أقل من (0.05)، علماً إن هذه القيمة تشير إلى أنه 8.5% من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها في وحدة الزمن؛ وذلك من أجل العودة إلى الوضع التوازني.

رابعاً: الاستنتاجات والمقترحات:

- من خلال النتائج المهمة التي توصل إليها الباحثان؛ أمكن صياغة الاستنتاجات الآتية:
١. إن للتقلبات الحادة في أسعار المتغيرات سعر الصرف (Exc) ومتغير سعر النفط (Oil) أثراً سلبية في اقتصاديات الدول وذلك من خلال تأثيرها في أسواق الأوراق المالية.
 ٢. توافق تأثير متغير سعر النفط (Oil) في المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي أطرت لهذه العلاقة وفق علاقة طردية، وهذا ما أكدته نتائج البحث التي شخصت توافقاً مع الأطر النظرية والتي أكدت على ان انخفاض أسعار النفط يعمل على تخفيض المؤشر العام.
 ٣. أستطاع متغير سعر الصرف (Exc) ومتغير سعر النفط (Oil) تفسير ما مقداره (11.5380%) من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP). وبناءً على ما تم التوصل إليه من نتائج وما صيغ من استنتاجات يقترح الباحثان الآتي:
 ١. يتعين على المتابعين والفاعلين داخل السوق والمستثمرين تعديل عملية صنع واتخاذهم لقراراتهم بموجب ما يطرأ من مخاطر غير تقليدية ومتطرفة لأفضل تحوط مالي ممكن لا يركز استراتيجية التنوع فحسب بل يمتد إلى ما هو أعمق من ذلك ليكون فعالاً مع هكذا تقلبات تشكل مخاطر متجددة ومتغيرة.
 ٢. يتعين على المستثمرين مراعات تأثير المخاطر المتطرفة في مؤشرات الأسواق المالية عند صياغة استراتيجيات الاستثمار الخاصة بهم بما يمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية أفضل.
 ٣. ينبغي على صانعي السياسات المالية مراعاة هذه الآثار عند إدارة تحركات السوق وفق سياسات اقتصادية سليمة.

المصادر والمراجع:

المصادر العربية:

١. أباديير والصغير، عطا الله أبو سيف وزينب محمد، ٢٠٢١، انعكاسات تحرير سوق الصرف الأجنبي على الميزان التجاري المصري، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، المجلد ٣٥، العدد ١، مصر.

٢. احسان جبر عاشور، ميثم العبيبي إسماعيل، 2021، متطلبات تخفيض سعر صرف الدينار على تحفيز الناتج المحلي الإجمالي في العراق أواخر 2020، مجلة الريادة للمال والاعمال، المجلد الثاني (اصدار خاص)، كلية اقتصاديات الاعمال، جامعة النهريين، العراق.
٣. إسراء عبدالقادر احمد طه، ٢٠١٧، أثر تقلبات أسعار الصرف وبعض المتغيرات الاقتصادية في عدد من مؤشرات الأسواق المالية لعينة من الدول العربية للفترة (٢٠١٢-١٩٩٠)، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق.
٤. أمين السيد أحمد لطفى ٢٠١٦، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر.
٥. تقرير صندوق النقد الدولي، 2020 <https://www.imf.org/ar/Home>
٦. حواش، جمال الدين وعزة عبدالله، ٢٠٠٩، التخطيط لإدارة الكوارث وأعمال الإغاثة، المؤسسة العربية للنشر والإعلام، القاهرة - مصر.
٧. الخفاف، ليلى خالد محمد، ٢٠١٩، العلاقة بين مؤشرات الخطر القطري وبعض المؤشرات الاقتصادية والمالية لمجموعة من الدول العربية النفطية وغير النفطية للفترة (١٩٩٦-٢٠١٦)، رسالة ماجستير، جامعة الموصل كلية الإدارة والاقتصاد، العراق.
٨. زهرة، درويش، ٢٠٢٠، أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية الناشئة دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة جيلالي ليايس- سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية.
٩. السالم، رجاء عبدالله عيسى، ٢٠١٨، العلاقة التبادلية بين أسعار النفط وأسعار الذهب وأسعار صرف الدينار العراقي مقابل دولار، مجلة الاقتصاد الخليجي، المجلد ٣٤، العدد ٣٥.
١٠. الصائغ والمعاضدي، نمير امير، محمد عصام، ٢٠٢٢، العلاقة بين مؤشرات جائحة كورونا وبعض متغيرات أداء سوق العراق للأوراق المالية، مجلة تنمية الراقدين، م ٤١، ع ١٣٣.
١١. صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2020,2021، أبو ظبي، الامارات.
١٢. طالب وقلادي، محمد الأمين وليد ونظيرة، ٢٠١٩، دراسة تحليلية لظاهرة عدوى الأزمات المالية: حالة الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٧-٢٠٠٨، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المركز، مج ٨، ع ١، الجزائر.
١٣. عمر، دينا أحمد، ٢٠٠٩، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الراقدين، العدد ٩٦، المجلد ٣١، جامعة الموصل.
١٤. العيساوي، محمد جواد جمعة، ٢٠٢٠، تحولات سوق النفط الدولية وانعكاساتها على منظمة اوبك مع إشارة خاصة للعراق، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة.
١٥. المساح، سوزانا، ٢٠٢٠، أثر تغيرات اسعار النفط اداء اسوق الاسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة السياسة والاقتصاد، القاهرة، العدد ٥، ٤٠-٦٠.
١٦. مطر، محمد، ٢٠٠٩، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، ط٥، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
١٧. نسيم طالب، ٢٠٠٩، البجعة السوداء: تداعيات الاحداث غير المتوقعة، ترجمة: حليم نسيب نصر، الدار العربية للعلوم ناشرون، بيروت، لبنان.
١٨. النصراوي، سلطان جاسم، ٢٠٢٠، أزمة كوفيد 19 ومتضمنات نظرية البجعة السوداء، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد جامعة كربلاء، العراق.
١٩. وهبية، عمراني، ٢٠١٨، تغيرات أسعار النفط وتأثيرها على الاقتصاد الوطني، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة أكلي امحمد اولحاج - البويرة، الجزائر.

ثانياً: المصادر الأجنبية:

20. Abbas, Zaheer, 2010. Dynamics of exchange rate and stock prices: A study on emerging Asian economics, PhD, Mohammad Ali Jinnah University, Islamabad.
21. Brooks & Dolan, Kathleen and Brian, 2015, Currency Trading, 3rd ed., John Wiley & Sons, Inc, 111 River Street, Hoboken, NJ 07030-5774, www.wiley.com, the United States of America.
22. Chance, Don M., Robert Brooks, 2010, An Introduction to Derivatives and Risk Management, 8th ed., South-Western, USA.
23. Filis, George, Floros, Christos and Degiannakis, Stavros A., 2011, Dynamic correlation between stock market and oil prices: The case of oil-importing and oil-exporting countries, International Review of Financial Analysis 20.

24. Gokmenoglua, Korhan K. & Fazlollahi, Negar, 2015, The Interactions among Gold, Oil, and Stock Market: Evidence from S & P500, Elsevier, Procedia Economics and Finance, 25: 478-488.
25. Kose, Yasar & Doganay, Murat and Karabacak, Hakan, 2010, on the causality between stock prices and exchange rates.
26. Mishkin s. Frederic, 2004, The economics of money, banking, and financial market, 7th ed., Person Addison Wesley, USA.
27. Mital, Ankit, 2010, Interaction between stock prices and exchange.
28. Wills Towers Watson, 2020, Extreme risks for insurance 2019-2020.

