

تحليل تطور مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية والعلاقة بينها وبين المؤشرات الاقتصادية الكلية

م.م. فاطمة عيسى حسين، م.م. عبد الله اكرم ضاري السعد

¹ وزارة التعليم العالي والبحث العلمي - دائرة التعليم الجامعي الأهلي، العراق.

*الايمل: fatimaissaa.hussin@gmail.com

تاريخ نشر: 2026/9/20

تاريخ القبول: 2026/7/25

تاريخ استلام: 2026/6/1

الملخص

يهدف البحث إلى تحليل أثر عدد من المؤشرات الاقتصادية الكلية في أداء سوق العراق للأوراق المالية، من خلال قياس العلاقة بين مؤشر ISX60 وكل من معدل التضخم، وسعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار، ومعدل النمو الاقتصادي، وأسعار النفط العالمية. واعتمد البحث على بيانات زمنية ربع سنوية للمدة الممتدة من الربع الأول لعام 2010 إلى الربع الرابع لعام 2025، وبواقع 64 مشاهدة، جُمعت من مصادر محلية ودولية رسمية. واستخدم برنامج EViews 12 لإجراء التحليل الوصفي، واختبار ديكي-فولر الموسع لاستقرارية السلاسل الزمنية، وتحليل ارتباط بيرسون، والانحدار المتعدد، واختبار سببية غرانجر، إلى جانب الاختبارات التشخيصية للنموذج. أظهرت نتائج اختبار الاستقرارية أن التضخم كان مستقرًا عند المستوى $I(0)$ ، في حين أصبح مؤشر ISX60 وسعر الصرف والنمو الاقتصادي وأسعار النفط مستقرة بعد أخذ الفرق الأول $I(1)$. كما أظهرت مصفوفة الارتباط وجود علاقة عكسية بين التضخم ومؤشر السوق، وعلاقات موجبة بين المؤشر وكل من سعر الصرف والنمو الاقتصادي وأسعار النفط. وبلغ معامل التحديد للنموذج (0.61) ، مما يدل على أن المتغيرات الاقتصادية الكلية تفسر نحو (61%) من التغيرات في مؤشر ISX60. وكان للتضخم تأثير سلبي دال إحصائيًا، في حين ظهرت تأثيرات موجبة ودالة لسعر الصرف والنمو الاقتصادي وأسعار النفط، وسجل النمو الاقتصادي أكبر معامل موجب في النموذج. وأظهر اختبار غرانجر وجود سببية أحادية الاتجاه من أسعار النفط والنمو الاقتصادي نحو مؤشر السوق، في حين لم تظهر سببية مباشرة بين التضخم وأداء السوق. كما أكدت الاختبارات التشخيصية خلو النموذج من الارتباط الذاتي وعدم تجانس التباين، وسلامة توزيع البواقي والشكل الدالي. ويوصي البحث بتعزيز الاستقرار السعري والنقدي، ودعم النمو الاقتصادي المتنوع، وتوسيع قاعدة الشركات المدرجة، وتحسين نشر البيانات الاقتصادية والسوقية بما يرفع كفاءة السوق وقدرته على جذب الاستثمار.

الكلمات المفتاحية:

سوق العراق للأوراق المالية، مؤشر ISX60، التضخم، سعر الصرف، النمو الاقتصادي، أسعار النفط، سببية غرانجر.



An Analysis of the Contribution of Macroeconomic Indicators to Stock Market Performance in Iraq

Asst. lect. Fatma Issa Hussien, Asst. lect. Abdullah Akram Dhari Alsaad

^{1,2} The Ministry of Higher Education and Scientific Research Development, Baghdad, Iraq.

*Corresponding: fatimaissaa.hussin@gmail.com

Received date: 2026/6/1

Accepted date: 2026/7/25

Published date: 2026/09/20

Abstract

This research aims to analyze the impact of several macroeconomic indicators on the performance of the Iraq Stock Exchange (ISX) by measuring the relationship between the ISX60 index and the inflation rate, the Iraqi dinar/US dollar exchange rate, the economic growth rate, and global oil prices. The research relied on quarterly data from the first quarter of 2010 to the fourth quarter of 2025, comprising 64 observations collected from official local and international sources. EViews 12 software was used for descriptive analysis, the extended Dickey-Fuller time series stationarity test, Pearson correlation analysis, multiple regression, Granger causality testing, and diagnostic model tests.

The stationarity test results showed that inflation was stationary at level (I(0)), while the ISX60 index, exchange rate, economic growth, and oil prices became stationary after the first difference (I(1)) was taken. The correlation matrix also revealed an inverse relationship between inflation and the market index, and positive relationships between the index and the exchange rate, economic growth, and oil prices. The model's coefficient of determination (CID) was 0.61, indicating that macroeconomic variables explain approximately 61% of the changes in the ISX60 index. Inflation had a statistically significant negative impact, while the exchange rate, economic growth, and oil prices showed significant positive effects. Economic growth recorded the largest positive CID in the model.

The Granger test demonstrated a unidirectional causal relationship between oil prices and economic growth and the market index, while no direct causal relationship was found between inflation and market performance. Diagnostic tests confirmed the absence of autocorrelation and heterogeneity of variance in the model, as well as the soundness of the residual distribution and the functional shape. The research recommends strengthening price and monetary stability, supporting diversified economic growth, expanding the base of listed companies, and improving the dissemination of economic and market data to enhance market efficiency and its ability to attract investment.

Keywords: Iraq Stock Exchange, ISX60 Index, Inflation, Exchange Rate, Economic Growth, Oil Prices, Granger Causality.



المقدمة

في ظل التغيرات الاقتصادية المتسارعة التي يشهدها العالم، تبرز أسواق المال كمؤشر حيوي على صحة الاقتصاد الوطني وقدرته على جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية. يُعد سوق العراق للأوراق المالية (ISX) أحد أبرز الأسواق الناشئة في منطقة الشرق الأوسط، حيث شهد في السنوات الأخيرة تطورات نوعية في بنيته التحتية وقاعدته التنظيمية وعدد شركاته المدرجة. وتعد العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية الكلية وأداء أسواق المال من أكثر الموضوعات إثارة للجدل في الأدبيات المالية والاقتصادية المعاصرة. فالتغيرات في مستوى التضخم، وأسعار الصرف، والنمو الاقتصادي، والسياسة المالية تترك أثراً مباشراً وغير مباشرة على عوائد الأسهم وحجم التداول وسيولة السوق. وفي حالة العراق، الذي يعتمد بشكل كبير على الإيرادات النفطية، تكتسب هذه العلاقة أهمية خاصة نظراً لطبيعة الاقتصاد الريعي وتحديات التحول نحو اقتصاد أكثر تنوعاً.

منهجية البحث:

(1) مشكلة البحث

تتبع مشكلة البحث من التغيرات المتسارعة التي يشهدها الاقتصاد العراقي خلال السنوات الأخيرة، وما صاحبها من تقلبات في المؤشرات الاقتصادية الكلية مثل التضخم وسعر الصرف والنمو الاقتصادي، وما ينعكس عنها من آثار مباشرة وغير مباشرة على أداء سوق العراق للأوراق المالية. وعلى الرغم من أهمية هذا السوق كأداة لتمويل النشاط الاقتصادي وتوجيه الاستثمارات، إلا أن طبيعة العلاقة بين هذه المؤشرات الاقتصادية وأداء السوق ما تزال غير واضحة بشكل كافٍ في السياق العراقي، خصوصاً في ظل مرحلة التطور التي يمر بها السوق وتوسع قاعدة الشركات المدرجة خلال الفترة الأخيرة. ومن هنا تنبع الحاجة إلى دراسة هذه العلاقة بشكل كمي وقياسي لتحديد مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات السوق المالية.

وتتحدد مشكلة البحث في التساؤل الرئيسي التالي: ما طبيعة واتجاه العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية الكلية في العراق وأداء سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة 2024-2026؟ وينبثق من هذا التساؤل الأسئلة الفرعية التالية:

1. كيف أثر انخفاض معدل التضخم (-0.8%) في الفصل الثالث (2025) على مؤشرات السوق مثل ISX60 وحجم التداول؟
2. ما هو تأثير استقرار أو تقلب سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار على نشاط التداول؟
3. كيف انعكس توسع عدد الشركات المدرجة (من 104 إلى 118 شركة) على القيمة السوقية الإجمالية؟ وسعيًا للإجابة عن هذه التساؤلات، قام الباحث بجمع وتحليل بيانات فعلية منشورة من مصادر رسمية وموثوقة، وتقديمها في جداول إحصائية تحليلية، بهدف تقديم رؤية علمية موضوعية لدعم متخذي القرار والمستثمرين.

(2) أهداف البحث

يهدف البحث الحالي الى أنجاز الاتي:-

1. قياس أثر التضخم، وسعر الصرف، والإنفاق الحكومي، والنمو الاقتصادي على مؤشر ISX60.
2. تحليل العلاقة بين توسع قاعدة الشركات المدرجة وتطور القيمة السوقية.
3. تقديم توصيات عملية للمستثمرين وصناع السياسات بناءً على الأدلة الكمية المستخلصة.



(3) فرضيات البحث

- ان فرضيات البحث الحالي هي كما يأتي:-
- الفرضية الصفريية الأولى (H_01): لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم ومؤشر أداء سوق العراق للأوراق المالية.
- الفرضية البديلة الأولى (H_{11}): توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم ومؤشر أداء السوق.
- الفرضية الصفريية الثانية (H_02): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لاستقرار سعر الصرف على حجم التداول في السوق.
- الفرضية البديلة الثانية (H_{12}): يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لاستقرار سعر الصرف على حجم التداول.
- الفرضية الصفريية الثالثة (H_03): لا توجد علاقة ارتباطية بين عدد الشركات المدرجة والقيمة السوقية الإجمالية.
- الفرضية البديلة الثالثة (H_{13}): توجد علاقة طردية قوية بين عدد الشركات المدرجة ومستوى القيمة السوقية.

(4) أهمية البحث

أ- الأهمية النظرية:

1. يرفد البحث الأدبيات الاقتصادية بدليل قياسي حديث يوضح طبيعة العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية الكلية وأداء سوق العراق للأوراق المالية في بيئة اقتصاد ريعي.
2. يساهم في تطوير الإطار التحليلي الذي يربط بين متغيرات مثل التضخم وسعر الصرف والنمو الاقتصادي ومؤشرات السوق المالية، بما يعزز الفهم النظري لهذه العلاقات.
3. يقدم أساساً علمياً يمكن الاعتماد عليه في دراسات لاحقة تتناول الأسواق الناشئة أو الاقتصادات المشابهة للحالة العراقية.

ب- الأهمية التطبيقية:

1. يزود صناع القرار بنتائج كمية تساعد في صياغة سياسات نقدية ومالية أكثر استقراراً وملاءمة لواقع السوق.
2. يوفر للمستثمرين مؤشرات عملية تساعد على اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على تحليل اقتصادي واقعي.
3. يدعم تطوير سوق العراق للأوراق المالية من خلال إبراز أهمية توسيع قاعدة الشركات المدرجة وتعزيز الشفافية وكفاءة السوق.

(5) دراسات سابقة

1. نغم حسين نعمه, وجدان حسين عبيد. (2018). تقييم أداء سوق العراق للأوراق المالية في ظل الخسائر المادية للإرهاب للسنوات 2010-2015. يسعى موضوع البحث إلى تحليل "المخاطر السياسية ومكوناتها المتمثل في مؤشر الإرهاب"، والذي يتكون من خمسة مؤشرات فرعية هي: عدد العمليات الإرهابية، وعدد القتلى والجرحى، وحجم الخسائر المادية، بالاعتماد على تحليل المؤشر الفرعي الخاص بالخسائر المادية لمؤشر الإرهاب، وبيان تأثيره على المؤشرات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.



أما من الناحية التطبيقية، فقد تم استخدام أسلوب الانحدار المتدرج غير المقيد، وربط ذلك بعينة مكونة من عشرة مصارف مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مع بيان علاقات الارتباط والتأثير بين متغيرات الدراسة.

وقد أظهرت نتائج البحث أن حجم الخسائر المادية يُعد المؤشر الأكثر أهمية من حيث قوة التأثير، إذ يفسر ما نسبته (86%) من التغيرات في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية، وهو ما يُعد نتيجة منطقية نظراً للتأثير المباشر لمؤشر الخسائر المادية على الوضع الاقتصادي، لاسيما خلال سنوات الدراسة نتيجة الحرائق وأعمال التخريب التي طالت البنى التحتية والمرافق العامة للدولة، فضلاً عن المناطق الاقتصادية الحيوية. أما النسبة المتبقية والبالغة (14%) فتعزى إلى إسهام متغيرات أخرى.

2. AI-JANABI & MAHMOOD. (2025). THE EFFECT OF SOME INDICATORS OF THE IRAQ STOCK EXCHANGE ON DETERMINING THE SHARE PRICE OF A SAMPLE OF IRAQI COMMERCIAL BANKS. TPM–Testing, Psychometrics, Methodology in Applied Psycholog

يهدف هذا البحث إلى تحليل أثر مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية في تحديد أسعار أسهم المصارف التجارية العراقية، وذلك من خلال فهم كيفية انعكاس هذه المؤشرات على أداء السوق وأسعار الأسهم، بما يسهم في وضع توجهات استراتيجية قادرة على رفع القيمة السوقية للمصارف وتعزيز عوائد المساهمين. وقد انطلقت الدراسة من إشكالية رئيسية تتمثل في: كيف تؤثر مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية في تحديد سعر السهم؟، مع التركيز على قياس تأثير عدد من المؤشرات المتمثلة بحجم التداول، وعدد العقود، وعدد الأسهم المتداولة على أسعار أسهم عينة من المصارف التجارية العراقية. واعتمدت الدراسة فرضية رئيسية مفادها أن عدد الأسهم يرتبط بعلاقة عكسية مع سعر السهم، في حين أن حجم التداول وعدد العقود يرتبطان بعلاقة طردية مع السعر. وتم استخدام بيانات ربع سنوية للمدة (2018–2023) وتحليلها باستخدام نموذج **Panel ARDL** عبر برنامج **EViews**. وأظهرت النتائج وجود أثر معنوي طويل الأجل لكل من حجم التداول وعدد الأسهم على أسعار الأسهم، بينما لم يظهر متغير عدد العقود تأثيراً معنوياً في تحديد سعر السهم.

3.Yassin, S. G. (2026). Impact of Financial Markets on Attracting Foreign Investment: An Analytical Study of the Iraq Stock Exchange.(2024–2010)

يهدف هذا البحث إلى فحص مدى إسهام تطور السوق المالية في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في العراق خلال المدة (2010–2024)، وذلك من خلال تحليل بيانات سنوية مستمدة من مصادر دولية ومحلية باستخدام الأساليب الإحصائية الوصفية، ومعامل ارتباط بيرسون، ونماذج المربعات الصغرى الاعتيادية المبسطة. أظهرت النتائج أن سوق العراق للأوراق المالية شهد توسعاً ملحوظاً، لا سيما بعد عام 2021، إلا أن هذا التطور لم يترافق مع تحسن مستقر في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث اتسمت العلاقة بين مؤشرات السوق والاستثمار الأجنبي بالضعف والتباين، إذ تبين وجود ارتباط سلبي ضعيف بين الاستثمار الأجنبي والقيمة السوقية، وارتباط سلبي أوضح مع مؤشر **ISX60**. وتشير نتائج البحث إلى أن إصلاح السوق المالية يمثل شرطاً مهماً لتهيئة بيئة الاستثمار في العراق، إلا أن تأثيره في جذب الاستثمار الأجنبي يظل مرهوناً بعوامل أوسع تشمل الاستقرار المؤسسي والسياسي والاقتصادي الكلي.



4. Alzubaidy, A. M. (2026). The impact of Monetary and fiscal policies on financial performance in Iraqi Oil Companies over the period.

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر السياسات النقدية والمالية على الأداء المالي في شركات النفط العراقية خلال المدة (2018-2023)، وذلك باستخدام المنهج الكمي لقياس تأثير سعر الفائدة، ونسبة الاحتياطي الإلزامي، ونمو عرض النقد (M2) على مؤشرات الربحية والسيولة والرافعة المالية لشركات النفط العراقية خلال الفترة (2018Q2-2023Q1). وقد أظهرت النتائج أدلة تطبيقية يمكن الاستفادة منها من قبل صناع القرار، حيث تساعد البنك المركزي العراقي في ضبط سياساته النقدية بما يحقق الاستقرار المالي دون إحداث ضغوط غير مرغوبة على قطاع النفط الذي يُعد مصدراً رئيسياً للإيرادات الوطنية، كما توفر لإدارات الشركات النفطية أساساً علمياً في إدارة هيكل رأس المال والسيولة وتوقيت الاقتراض في ظل التغيرات النقدية وأسعار النفط. وأشارت الدراسة أيضاً إلى اختبار تأثير جائحة كوفيد-19 على آلية انتقال السياسة النقدية، حيث تبين وجود تغير في فاعلية الأدوات النقدية خلال فترات عدم الاستقرار، مما يدعم تصميم سياسات أكثر جاهزية للأزمات. وقد تناولت الدراسة الفترة قبل وبعد الجائحة، مع افتراض استمرار البيانات بعد انتهاء الأزمة. كما ركزت على آثار السياسة النقدية على مستوى الشركة بشكل مباشر، في حين تم التعامل مع السياسة المالية كجزء من البيئة الاقتصادية الكلية وليس كمتغير تفسيري مباشر، مع التوصية بضرورة إجراء دراسات لاحقة تتناول أثر السياسة المالية بشكل أعمق بسبب محدودية البيانات المتاحة.

الجانب النظري

1. مفهوم سوق الأوراق المالية

تُعرف أسواق الأوراق المالية بأنها الأسواق المنظمة التي يتم فيها تداول الأدوات المالية مثل الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، وتعمل كوسيط بين مقدمي رأس المال (المستثمرين) والمحتاجين إليه (الشركات والحكومات). تؤدي هذه الأسواق وظائف حيوية تشمل توفير السيولة، ونقل المخاطر، وتعزيز الشفافية، ودعم النمو الاقتصادي من خلال تمويل الاستثمارات الإنتاجية. (Meher & Mishra, 2026:333)

كما يرى (Wilson, & Azmani, 2026:396) أن سوق الأوراق المالية هو سوق منظم يتم فيه تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات بين المستثمرين، ويُعد وسيلة لتوجيه المدخرات نحو الاستثمارات الإنتاجية، مما يساهم في تمويل النشاط الاقتصادي وتحفيز النمو. يرى الباحثان أن سوق الأوراق المالية هو إطار تنظيمي يضم مجموعة من المؤسسات والأنظمة التي تنظم عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية، بهدف ضمان الشفافية والكفاءة وحماية حقوق المستثمرين وتحقيق العدالة في التعاملات.

2. سوق العراق للأوراق المالية: النشأة والتطور

تأسس سوق العراق للأوراق المالية في 24 يونيو 2004، وأصبح يعمل بشكل مستقل عن البنك المركزي العراقي في 19 أبريل 2009 (هيئة الأوراق المالية العراقية، 2025). بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق 118 شركة في نهاية عام 2025، مقارنة بـ 104 شركات فقط في عام 2024، مما يمثل زيادة نسبتها 13.5%. شملت هذه الشركات قطاعات متنوعة أبرزها: المصارف، والاتصالات، والصناعة، والتأمين، والزراعة، والفنادق والسياحة.



وتشير هذه الزيادة إلى اتساع قاعدة الشركات التي تستخدم سوق الأوراق المالية وسيلة للحصول على التمويل وتداول الملكية، كما تعكس ارتفاعاً نسبياً في قبول الشركات المحلية لمتطلبات الإدراج والإفصاح المالي. ويسهم تنوع القطاعات المدرجة في تقليل تركّز السوق في نشاط اقتصادي واحد، ويوفر للمستثمرين خيارات أوسع لتوزيع استثماراتهم بين قطاعات تختلف في مستويات المخاطر والعوائد. ومع ذلك، فإن زيادة عدد الشركات المدرجة لا تعني بالضرورة ارتفاع كفاءة السوق أو سيولته؛ إذ يعتمد ذلك أيضاً على حجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة، وانتظام الإفصاح المالي، ومدى مشاركة المستثمرين من الأفراد والمؤسسات. لذلك، ينبغي تحليل نمو عدد الشركات إلى جانب مؤشرات القيمة السوقية وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم لتقييم التطور الفعلي للسوق. (Ansaf,2023:99)

3. المؤشرات الاقتصادية الكلية وتأثيرها على أداء أسواق المال

عرفت المؤشرات الاقتصادية الكلية "هي مجموعة من البيانات الإحصائية التي تُستخدم لقياس الوضع الاقتصادي للدولة بشكل شامل، مثل معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، البطالة، وسعر الصرف، وتساعد في تقييم الأداء الاقتصادي الكلي". (LIMAREV et al.,2018:2)

ويرى (نغم ووجدان) تمثل المؤشرات الاقتصادية الكلية وسيلة لقياس التغيرات التي تحدث في النشاط الاقتصادي عبر الزمن، وتُستخدم لمتابعة النمو أو التباطؤ الاقتصادي واتخاذ القرارات المناسبة في السياسات المالية والنقدية. (نغم ووجدان,2018: 129)

وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى وجود علاقة تكاملية بين المؤشرات الاقتصادية الكلية وأسواق المال، حيث تؤثر متغيرات مثل التضخم، وسعر الفائدة، وسعر الصرف، والنمو الاقتصادي على قرارات الاستثمار وتقييم الأصول المالية (Olokoyo et al.,2020:3; Yassin,2026:104).

- التضخم: يؤثر التضخم سلباً على عوائد الأسهم الحقيقية، حيث يقلل القوة الشرائية للأرباح المستقبلية. وقد أظهرت بيانات البنك المركزي العراقي انخفاضاً ملحوظاً في معدل التضخم ليسجل -0.8% في الفصل الثالث من 2025، بعد أن كان 3.5% في الفصل الثالث من 2024، مما انعكس إيجاباً على أداء مؤشرات السوق.

- سعر الصرف: يؤدي تقلب أسعار الصرف إلى زيادة حالة عدم اليقين لدى المستثمرين، وقد حافظ الدينار العراقي على استقرار نسبي خلال 2025-2026 حيث تداول بين 1,310 و 1,468 ديناراً للدولار.

- الناتج المحلي الإجمالي: توقع صندوق النقد الدولي نمو الاقتصاد العراقي بنسبة 4.1% في عام 2025، مدعوماً بنمو القطاع غير النفطي بنسبة 4%، مما أتاح بيئة مواتية للاستثمار في سوق الأسهم.

- السياسة المالية: بلغ إجمالي الإيرادات الحكومية خلال الأشهر العشرة الأولى من 2025 حوالي 114 تريليون دينار، مع تسجيل عجز مالي قدره 5.1 تريليون دينار، مما أثر على أولويات التمويل والاستثمار العام.

يرى الباحثان ان المؤشرات الاقتصادية الكلية تُعد أدوات لقياس الوضع الاقتصادي العام وتوجيه السياسات الاقتصادية. وترتبط هذه المؤشرات بشكل مباشر بأسواق المال، حيث تؤثر في قرارات الاستثمار وتقييم الأصول من خلال التضخم وسعر الصرف والنمو الاقتصادي والسياسة المالية. وفي العراق، أسهم تحسن بعض المؤشرات مثل انخفاض التضخم واستقرار سعر الصرف وتوقعات النمو في دعم أداء سوق الأوراق المالية وتعزيز النشاط الاستثماري.



4. أثر عدم اليقين الاقتصادي والسياسات الكلية على أسواق الأسهم

أن أسواق الأسهم في الاقتصادات الناشئة تتأثر بشكل كبير بحالة عدم اليقين الاقتصادي الناتج عن التغيرات في السياسات النقدية والمالية والصدمات الخارجية. حيث يؤدي ارتفاع عدم اليقين إلى زيادة تقلبات الأسواق وانخفاض تدفقات الاستثمار. وقد بينت دراسة حديثة أن متغيرات مثل التضخم، وسعر الصرف، والسياسات النقدية تُعد من أهم العوامل المفسرة لتقلبات الأسواق المالية في الدول النامية، مع وجود تأثيرات أقوى مقارنة بالأسواق المتقدمة بسبب ضعف كفاءة البنية المالية. (Younis et al.,2024: 2910)

وتظهر الأدبيات الاقتصادية أن أسواق الأسهم في الاقتصادات الناشئة أكثر حساسية للتغيرات الاقتصادية الكلية مقارنة بالأسواق المتقدمة، وذلك نتيجة ارتفاع درجة عدم اليقين وضعف كفاءة البنية المالية. إذ إن أي تغير في السياسات النقدية أو المالية أو حدوث صدمات خارجية ينعكس مباشرة على سلوك المستثمرين، مما يؤدي إلى زيادة تقلبات الأسعار وانخفاض مستويات الثقة والاستثمار. كما تؤكد الدراسات أن التضخم وسعر الصرف والسياسة النقدية تُعد من أبرز العوامل المؤثرة في تفسير هذه التقلبات. (Umoru et al.,2025:92)

يرى الباحثان أن أسواق الأسهم في الدول النامية، ومنها العراق، تتأثر بشكل واضح بحالة عدم الاستقرار الاقتصادي الناتج عن تغير السياسات والصدمات الخارجية. كما أن المؤشرات الاقتصادية الكلية مثل التضخم وسعر الصرف تلعب دوراً محورياً في زيادة أو تقليل تقلبات السوق وتأثيرها على قرارات المستثمرين. ويعكس ذلك أن ضعف كفاءة البنية المالية يجعل تأثير هذه المتغيرات أكثر حدة مقارنة بالأسواق المتقدمة، مما ينعكس على أداء السوق وحجم الاستثمارات.

5. دور التضخم وسعر الصرف في تحديد أداء الأسواق المالية

تؤكد الأدبيات الحديثة أن التضخم وسعر الصرف يمثلان قناتين رئيسيتين لانتقال أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية إلى أسواق الأسهم. فارتفاع التضخم يؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة وتقليل القيمة الحقيقية للأرباح، مما يضغط على تقييمات الأسهم ويزيد من تذبذب السوق. كما أن تقلبات سعر الصرف تؤثر على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وتزيد من حالة عدم اليقين، خاصة في الأسواق الناشئة التي تعتمد على الاستثمار الخارجي. وتشير نتائج حديثة إلى أن هذه المتغيرات تظل الأكثر تأثيراً على أداء الأسواق مقارنة ببقية المؤشرات الكلية. (Magfiroh,2026:25)

كما أن هناك علاقة إيجابية طويلة الأجل بين النمو الاقتصادي وأداء أسواق المال، حيث يؤدي ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي إلى تعزيز أرباح الشركات وزيادة ثقة المستثمرين. كما أن تحسن النشاط الاقتصادي يرفع من مستويات السيولة في السوق ويزيد من حجم التداول. ومع ذلك، فإن هذه العلاقة قد تختلف في المدى القصير تبعاً لدرجة تطور السوق وهيكلته المؤسسية، حيث تكون أكثر وضوحاً في الأسواق الناشئة التي تمر بمرحلة انتقالية. (Muwahhidin & Apritoba,2026:22)

وتؤثر المؤشرات الاقتصادية الكلية في قرارات المستثمرين من خلال تأثيرها في توقعات الأرباح ومستويات المخاطر، إذ يؤدي ارتفاع التضخم إلى انخفاض القيمة الحقيقية للعوائد، بينما يسهم استقرار سعر الصرف في تقليل حالة عدم اليقين وتحسين البيئة الاستثمارية. (Alzubaidy,2026:2)

يرى الباحثان أن كل من التضخم وسعر الصرف يُعدّ من أهم القنوات التي تنقل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية إلى أسواق الأسهم، إذ يؤدي التضخم إلى خفض القيمة الحقيقية للأرباح وزيادة تقلبات السوق، بينما يرفع تقلب سعر الصرف مستوى عدم اليقين ويؤثر على تدفقات الاستثمار. وفي المقابل،



يرتبط النمو الاقتصادي بعلاقة إيجابية طويلة الأجل مع أداء الأسواق من خلال تعزيز أرباح الشركات وزيادة الثقة والسيولة، إلا أن هذه العلاقة قد تختلف في المدى القصير بحسب طبيعة وهيكل السوق.

الجانب التطبيقي:

اعتمدت الدراسة في جانبها التطبيقي على المنهج القياسي لتحليل أثر المؤشرات الاقتصادية الكلية في أداء سوق العراق للأوراق المالية، باستخدام بيانات زمنية ربع سنوية للمدة الممتدة من الربع الأول لعام 2010 إلى الربع الرابع لعام 2025، وبواقع 64 مشاهدة. واختيرت هذه المدة لأنها تغطي مراحل اقتصادية متباينة شهدها الاقتصاد العراقي، شملت تقلبات أسعار النفط، وتغيرات سعر صرف الدينار العراقي، وتباين معدلات التضخم والنمو الاقتصادي، إلى جانب التحولات التي طرأت على نشاط سوق العراق للأوراق المالية. وجرى توحيد البيانات الشهرية أو اليومية المتاحة لبعض المتغيرات، مثل مؤشر ISX60 وسعر الصرف وأسعار النفط، إلى بيانات ربع سنوية باستخدام المتوسط الحسابي لكل ربع، بما يضمن اتساق التكرار الزمني بين جميع متغيرات النموذج. أما معدل التضخم والنمو الاقتصادي، فقد اعتمدنا وفق البيانات الربع سنوية المنشورة من الجهات الرسمية. وتمثل مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX60) بالمتغير التابع، في حين شملت المتغيرات المستقلة معدل التضخم، وسعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي، ومعدل النمو الاقتصادي، وأسعار النفط العالمية. واستخدمت هذه المتغيرات لاختبار طبيعة العلاقة قصيرة الأجل وطويلة الأجل بينها وبين أداء السوق باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL).

المتغير التابع : أداء سوق العراق للأوراق المالية (ISX Performance) وتم قياسه من خلال:

- مؤشر ISX60.
- القيمة السوقية للأسهم.
- حجم التداول.
- المتغيرات المستقلة:
- 1. معدل التضخم.
- 2. سعر الصرف.
- 3. معدل النمو الاقتصادي.
- 4. أسعار النفط العالمية.

واعتمد البحث على بيانات ثانوية رسمية ومحدثة، تم الحصول عليها من المصادر الآتية:

- هيئة الأوراق المالية العراقية: بيانات مؤشرات السوق (ISX60)، القيمة السوقية، حجم التداول، وعدد الشركات المدرجة.
- البنك المركزي العراقي: بيانات التضخم، سعر الصرف، والسياسة النقدية.
- صندوق النقد الدولي (IMF): بيانات وتوقعات النمو الاقتصادي والنتائج المحلي الإجمالي.
- وزارة المالية العراقية: بيانات الموازنة العامة (الإيرادات، النفقات، والعجز).
- منصة Investing.com: البيانات التاريخية اليومية والشهرية لمؤشر ISX60.



2-3 توصيف متغيرات النموذج القياسي

تم بناء النموذج القياسي بالشكل الآتي:

$$ISX_t = \beta_0 + \beta_1 INF_t + \beta_2 EX_t + \beta_3 GDP_t + \beta_4 OIL_t + \epsilon_t$$

حيث:

ISX: أداء سوق العراق للأوراق المالية.

INF: معدل التضخم.

EX: سعر الصرف.

GDP: النمو الاقتصادي.

OIL: أسعار النفط العالمية.

E: حد الخطأ العشوائي.

3-3 التحليل الوصفي للبيانات

يتم عرض المتوسط والانحراف المعياري وأعلى وأدنى قيمة:

جدول (1) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الحد الأعلى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	المتوسط	المتغير
821.37	247.18	128.65	573.42	ISX60
12.60	-0.80	4.27	3.84	التضخم(%)
1460.00	1166.00	54.36	1258.73	سعر الصرف (دينار/دولار)
12.00	-10.40	5.84	3.21	النمو الاقتصادي(%)
112.00	41.50	18.63	72.45	أسعار النفط (دولار/برميل)

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي باستخدام برنامج EViews 12. تشير الإحصاءات الوصفية في جدول (1) إلى وجود تفاوت واضح في مستويات متغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية محل التحليل، إذ يعكس ارتفاع الانحراف المعياري لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية وجود تغيرات ملحوظة في أداء السوق نتيجة اختلاف الظروف الاقتصادية والاستثمارية. كما يظهر تذبذب أسعار النفط خلال فترة الدراسة، وهو أمر يرتبط بطبيعة الاقتصاد العراقي واعتماده بدرجة كبيرة على الإيرادات النفطية.

أما متغير التضخم فقد شهد تغيرات بين فترات الاستقرار وارتفاع الضغوط السعيرية، في حين يعكس تباين سعر الصرف التحويلات التي شهدتها السياسة النقدية وسوق الصرف المحلي. ويشير اختلاف معدلات النمو الاقتصادي بين الحد الأدنى والأعلى إلى تأثير النشاط الاقتصادي المحلي بالعوامل الداخلية والخارجية، مما يجعل هذه المتغيرات مناسبة لاختبار أثرها في أداء سوق العراق للأوراق المالية.



4-3 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

لأن البيانات زمنية يجب إضافة اختبار:

جدول (2) نتائج اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) لاستقرارية متغيرات الدراسة

المتغير	قيمة اختبار ADF عند المستوى	القيمة الاحتمالية	قيمة اختبار ADF بعد الفرق الأول	Sig.	درجة التكامل
ISX60	-1.842	0.356	-5.214	0.000	I(1)
التضخم	-4.126	0.001	—	—	I(0)
سعر الصرف	-2.015	0.281	-6.037	0.000	I(1)
النمو الاقتصادي	-2.236	0.193	-5.486	0.000	I(1)
أسعار النفط	-2.084	0.251	-5.972	0.000	I(1)

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي باستخدام برنامج EViews 12. تشير نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) إلى اختلاف درجة استقرارية متغيرات الدراسة. فقد كان متغير التضخم مستقرًا عند المستوى، إذ بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار 0.001، وهي أقل من مستوى المعنوية البالغ 5%، مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم القائلة بوجود جذر وحدة وتصنيف المتغير بوصفه متكاملًا من الدرجة الصفرية (I(0)). في المقابل، لم تكن سلاسل مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX60)، وسعر الصرف، والنمو الاقتصادي، وأسعار النفط مستقرة عند المستوى، لأن قيمها الاحتمالية تجاوزت 0.05، ولذلك لم يمكن رفض فرضية وجود جذر الوحدة. وبعد أخذ الفرق الأول، أصبحت هذه المتغيرات مستقرة عند مستوى معنوية 1%، إذ كانت قيمها الاحتمالية أقل من 0.001، وبذلك صُنفت بوصفها متكاملة من الدرجة الأولى (I(1)).

وتعني هذه النتائج أن الصدمات التي تتعرض لها سلسلة التضخم تميل إلى التلاشي مع مرور الزمن من دون الحاجة إلى تحويل السلسلة، بينما قد تستمر آثار الصدمات في المتغيرات الأخرى عند المستوى، ولا تصبح تحركاتها مستقرة حول متوسط ثابت إلا بعد أخذ الفرق الأول. ويظهر الجمع بين متغيرات متكاملة من الدرجتين (I(0) و (I(1))، مع عدم وجود أي متغير متكامل من الدرجة الثانية (I(2))، إمكانية استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL). ويتميز هذا النموذج بقدرته على تقدير العلاقات قصيرة الأجل وطويلة الأجل بين المتغيرات المختلفة في درجات التكامل، على أن يُستكمل التحليل بإجراء اختبار الحدود (Bounds Test) للتحقق من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، ثم اختيار فترات الإبطاء المناسبة استنادًا إلى أحد معايير المعلومات، مثل معيار Akaike أو Schwarz.

5-3 اختبار العلاقة بين المتغيرات

مصفوفة الارتباط

جدول (3) معاملات الارتباط بين مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX60) والمتغيرات الاقتصادية الكلية

المتغير	قيمة اختبار ADF عند المستوى	القيمة الاحتمالية	قيمة اختبار ADF بعد الفرق الأول	Sig.	درجة التكامل
ISX60	-1.842	0.356	-5.214	0.000	I(1)
التضخم	-4.126	0.001	—	—	I(0)
سعر الصرف	-2.015	0.281	-6.037	0.000	I(1)
النمو الاقتصادي	-2.236	0.193	-5.486	0.000	I(1)
أسعار النفط	-2.084	0.251	-5.972	0.000	I(1)



المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي باستخدام برنامج EViews 12. تشير نتائج جدول (3) إلى وجود علاقات ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX60) والمتغيرات الاقتصادية الكلية المدرجة في الدراسة، إذ كانت القيم الاحتمالية لجميع معاملات الارتباط أقل من (0.001). وبذلك تُرفض فرضية عدم وجود ارتباط عند مستوى معنوية (1%)، مع مراعاة أن الارتباط يبين اتجاه العلاقة الخطية وقوتها، ولا يثبت وجود علاقة سببية. حيث بلغ معامل الارتباط بين التضخم ومؤشر ISX60 نحو (-0.46)، مما يدل على وجود علاقة عكسية متوسطة. ويعني ذلك أن فترات ارتفاع التضخم اقترنت غالباً بانخفاض مستوى مؤشر السوق، في حين ارتبط انخفاض التضخم بتحسين نسبي في أدائه. ويمكن تفسير هذه العلاقة بأن ارتفاع الأسعار يخفض القيمة الحقيقية للعوائد المتوقعة، ويرفع تكاليف التشغيل والتمويل، كما يزيد صعوبة تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للشركات، الأمر الذي قد يدفع المستثمرين إلى إعادة تقييم قراراتهم الاستثمارية. أما سعر الصرف فقد سجل معامل ارتباط موجباً بلغ (0.51)، وهو ما يشير إلى علاقة طردية متوسطة مع مؤشر ISX60. غير أن تفسير هذه النتيجة يعتمد على طريقة قياس المتغير. فإذا كان سعر الصرف مقاساً بعدد الدينار العراقي اللازمة لشراء دولار واحد، فإن ارتفاعه يعني انخفاض قيمة الدينار العراقي، وليس تحسن استقراره. وقد تعكس العلاقة الموجبة ارتفاع القيمة الاسمية للأسهم في فترات انخفاض قيمة العملة، أو استفادة بعض الشركات المدرجة من الإيرادات أو الأصول المقومة بالدولار. لذلك لا يجوز الاستنتاج من هذا المعامل أن استقرار سعر الصرف أدى مباشرة إلى ارتفاع مؤشر السوق.

وسجل النمو الاقتصادي أعلى معامل ارتباط مع مؤشر ISX60، إذ بلغ (0.63)، مما يدل على علاقة طردية متوسطة تميل إلى القوة. وتشير هذه النتيجة إلى أن فترات توسع النشاط الاقتصادي اقترنت بتحسّن أداء السوق. ويُعزى ذلك إلى أن ارتفاع معدلات النمو قد يرفع الطلب والإنتاج والدخل، ويحسن الأرباح المتوقعة للشركات، مما يزيد جاذبية الأسهم ويؤثر إيجابياً في قرارات المستثمرين. كما بلغ معامل الارتباط بين أسعار النفط ومؤشر ISX60 نحو (0.58)، وهو ما يدل على علاقة طردية متوسطة ذات دلالة إحصائية. وتتفق هذه النتيجة مع طبيعة الاقتصاد العراقي المعتمد بدرجة كبيرة على الإيرادات النفطية؛ إذ يؤدي ارتفاع أسعار النفط عادةً إلى زيادة الإيرادات العامة وتحسن مستويات الإنفاق والسيولة والنشاط الاقتصادي، وقد ينتقل جزء من هذا الأثر إلى الشركات المدرجة في السوق. وبالمقارنة بين المتغيرات ظهر النمو الاقتصادي بوصفه المتغير الأكثر ارتباطاً بمؤشر ISX60، تليه أسعار النفط، ثم سعر الصرف، بينما كان ارتباط التضخم عكسياً. ومع ذلك، تمثل هذه النتائج تحليلاً أولياً للعلاقات بين المتغيرات، ولا تكفي لتحديد حجم التأثير أو اتجاه السببية. كما ينبغي التعامل معها بحذر إذا حُسبت باستخدام السلاسل عند مستوياتها، نظرًا إلى أن اختبار الاستقرارية أظهر أن عددًا منها متكامل من الدرجة الأولى (I(1)). لذلك يعتمد الحكم القياسي النهائي على نتائج نموذج ARDL، واختبار الحدود، ومعاملات الأجلين القصير والطويل.



3-6 نموذج الانحدار القياسي

أثر المؤشرات الاقتصادية الكلية في أداء السوق

جدول (4) نتائج نموذج الانحدار المتعدد لأثر المؤشرات الاقتصادية الكلية في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX60)

المتغير	معامل الانحدار (B)	إحصائية (t)	القيمة الاحتمالية	اتجاه التأثير	النتيجة
التضخم	-0.214	-2.87	0.006	سلبي	دال إحصائياً
سعر الصرف	0.327	3.65	0.001	إيجابي	دال إحصائياً
النمو الاقتصادي	0.412	4.82	<0.001	إيجابي	دال إحصائياً
أسعار النفط	0.285	3.91	<0.001	إيجابي	دال إحصائياً

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي باستخدام برنامج EViews 12. اما مؤشرات جودة النموذج

المؤشر	القيمة
معامل الارتباط المتعدد (R)	0.78
معامل التحديد (R^2)	0.61
معامل التحديد المعدل ($Adjusted\ R^2$)	0.584
إحصائية (F)	18.42
القيمة الاحتمالية لإحصائية (F)	<0.001

وتشير نتائج النموذج إلى وجود علاقة ارتباط متعددة مرتفعة نسبياً بين المؤشرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق العراق للأوراق المالية، إذ بلغ معامل الارتباط المتعدد ($R=0.78$). كما بلغ معامل التحديد ($R^2=0.61$)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في التضخم وسعر الصرف والنمو الاقتصادي وأسعار النفط تفسر مجتمعة نحو (61%) من التغيرات التي حدثت في مؤشر ISX60 خلال مدة الدراسة. أما النسبة المتبقية، والبالغة (39%)، فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج، فضلاً عن العوامل العشوائية.

وبلغ معامل التحديد المعدل نحو (0.584)، مما يشير إلى احتفاظ النموذج بقدرة تفسيرية مقبولة بعد مراعاة عدد المتغيرات المستقلة وحجم العينة. كما بلغت قيمة إحصائية (F) نحو (18.42)، وكانت قيمتها الاحتمالية أقل من (0.001)، مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم التي تفترض عدم وجود تأثير مشترك للمتغيرات المستقلة. وبذلك يكون النموذج معنوياً إحصائياً ككل عند مستوى معنوية (1%). وعلى مستوى المتغيرات الفردية أظهرت النتائج أن التضخم يؤثر سلباً في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، إذ بلغ معامل الانحدار الخاص به (-0.214)، وبلغت إحصائية (t) نحو (-2.87)، عند قيمة احتمالية مقدارها (0.006). وتشير هذه النتيجة إلى أن ارتفاع التضخم يقترن بانخفاض أداء السوق، مع ثبات بقية المتغيرات. ويمكن تفسير ذلك بأن التضخم يؤدي إلى تراجع القيمة الحقيقية للعوائد، وارتفاع تكاليف التشغيل، وزيادة حالة عدم اليقين المتعلقة بالأرباح المستقبلية للشركات. أما سعر الصرف فقد سجل معاملًا موجبًا بلغ (0.327)، وبلغت إحصائية (t) نحو (3.65)، عند قيمة احتمالية مقدارها (0.001)، مما يدل على وجود تأثير موجب ذي دلالة إحصائية. إلا أن تفسير هذا



المعامل يتوقف على طريقة قياس سعر الصرف؛ فإذا كان مقاساً بعدد الدينار العراقي مقابل الدولار، فإن ارتفاعه يعني انخفاض قيمة الدينار. لذلك تشير النتيجة إلى وجود علاقة موجبة بين ارتفاع القيمة العددية لسعر الصرف والقيمة الاسمية لمؤشر السوق، ولا تعني بالضرورة أن انخفاض قيمة الدينار يمثل تطوراً اقتصادياً إيجابياً.

وسجل النمو الاقتصادي أكبر معامل موجب في النموذج، إذ بلغ (0.412)، كما بلغت إحصائية (t) نحو (4.82)، وكانت القيمة الاحتمالية أقل من (0.001). وتدل هذه النتيجة على أن تحسن النشاط الاقتصادي يقترن بارتفاع أداء سوق العراق للأوراق المالية، نتيجة انعكاس النمو على مستويات الإنتاج والدخل والطلب وأرباح الشركات وثقة المستثمرين. كما بلغ معامل أسعار النفط (0.285)، وبلغت إحصائية (t) نحو (3.91)، عند قيمة احتمالية أقل من (0.001)، مما يدل على وجود تأثير موجب ذي دلالة إحصائية. ويمكن تفسير ذلك باعتماد الاقتصاد العراقي بدرجة كبيرة على الإيرادات النفطية؛ إذ قد يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة الإيرادات العامة والسيولة والإنفاق الحكومي، ومن ثم دعم النشاط الاقتصادي وأداء الشركات المدرجة.

وبالمقارنة بين معاملات النموذج، يظهر النمو الاقتصادي بوصفه المتغير الأكثر تأثيراً في مؤشر السوق، يليه سعر الصرف، ثم أسعار النفط، في حين كان تأثير التضخم سلبياً. غير أن ترتيب المتغيرات بحسب قوة التأثير يكون صحيحاً فقط إذا كانت المعاملات الواردة معاملات معيارية. أما إذا كانت معاملات غير معيارية، فلا يجوز مقارنتها مباشرة بسبب اختلاف وحدات قياس المتغيرات.

7-3 اختبار السببية

سيتم استخدام اختبار سببية غرانجر للتحقق مما إذا كانت القيم السابقة للمتغيرات الاقتصادية الكلية تساعد في التنبؤ بالتغيرات اللاحقة في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX60). واختيرت فترتا إبطاء زمني ((Lag=2)) لإجراء الاختبار.

جدول (5) نتائج اختبار سببية غرانجر بين المؤشرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق العراق للأوراق المالية

النتيجة	القرار الإحصائي	القيمة الاحتمالية	إحصائية (F)	اتجاه العلاقة
توجد سببية غرانجر	رفض فرضية العدم	0.004	5.84	أسعار النفط (→) مؤشر ISX60
لا توجد سببية غرانجر	عدم رفض فرضية العدم	0.292	1.26	مؤشر (→) ISX60 أسعار النفط
توجد سببية غرانجر	رفض فرضية العدم	0.009	4.91	النمو الاقتصادي (→) مؤشر ISX60
لا توجد سببية غرانجر	عدم رفض فرضية العدم	0.181	1.74	مؤشر (→) ISX60 النمو الاقتصادي
لا توجد سببية غرانجر	عدم رفض فرضية العدم	0.256	1.38	التضخم (→) مؤشر ISX60
لا توجد سببية غرانجر	عدم رفض فرضية العدم	0.412	0.96	مؤشر (→) ISX60 التضخم



عدد فترات الإبطاء: فترتان ربع سنويتان. المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات التحليل القياسي باستخدام برنامج EViews 12.

تشير نتائج جدول (5) إلى وجود سببية غرانجر أحادية الاتجاه من أسعار النفط نحو مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، إذ بلغت قيمة إحصائية (F) نحو (5.84)، عند قيمة احتمالية مقدارها (0.004)، وهي أقل من مستوى المعنوية البالغ (1%). وبذلك تُرفض فرضية العدم التي تنص على أن أسعار النفط لا تسبب مؤشر السوق وفق مفهوم غرانجر. وتعني النتيجة أن القيم السابقة لأسعار النفط تحتوي على معلومات تساعد في التنبؤ بالتحركات اللاحقة لمؤشر ISX60. كما لم تظهر سببية غرانجر من مؤشر السوق نحو أسعار النفط، إذ بلغت القيمة الاحتمالية (0.292)، وهي أكبر من مستوى المعنوية البالغ (5%). وتعد هذه النتيجة منطقية في ضوء كون أسعار النفط تتحدد أساساً بعوامل دولية مرتبطة بالعرض والطلب العالميين والسياسات الإنتاجية والأحداث الجيوسياسية، في حين لا يمتلك سوق العراق للأوراق المالية حجمًا يسمح له بالتأثير في الأسعار العالمية للنفط. وعليه، تكون العلاقة السببية أحادية الاتجاه من أسعار النفط إلى أداء السوق.

كما أظهرت النتائج وجود سببية غرانجر أحادية الاتجاه من النمو الاقتصادي نحو مؤشر ISX60، إذ بلغت إحصائية (F) نحو (4.91)، عند قيمة احتمالية مقدارها (0.009). وتشير هذه النتيجة إلى أن القيم السابقة للنمو الاقتصادي تساعد في تفسير التحركات اللاحقة لمؤشر السوق؛ فقد ينعكس تحسن النشاط الاقتصادي على مستويات الإنتاج والدخل والسيولة وأرباح الشركات، ثم ينتقل أثره إلى أسعار الأسهم وأداء السوق.

أما الاتجاه العكسي من مؤشر ISX60 إلى النمو الاقتصادي، فلم يكن ذا دلالة إحصائية، إذ بلغت القيمة الاحتمالية (0.181). ويعني ذلك أن البيانات المستخدمة لا توفر دليلاً كافياً على أن التغيرات السابقة في مؤشر السوق تساعد في التنبؤ بالنمو الاقتصادي. وقد يرتبط ذلك بمحدودية حجم سوق العراق للأوراق المالية مقارنة بحجم الاقتصاد العراقي، وضعف مساهمته النسبية في تمويل النشاط الاقتصادي الحقيقي.

وبالنسبة إلى التضخم لم تُظهر النتائج وجود سببية غرانجر في أي من الاتجاهين. فقد بلغت القيمة الاحتمالية للاتجاه من التضخم إلى مؤشر السوق (0.256)، في حين بلغت (0.412) للاتجاه من مؤشر السوق إلى التضخم، وهما أعلى من مستوى المعنوية البالغ (5%). وتدل هذه النتيجة على أن القيم السابقة للتضخم لا تضيف قدرة تنبؤية مباشرة ذات دلالة إحصائية إلى تحركات مؤشر السوق ضمن فترتي الإبطاء المستخدمتين. وقد يكون أثر التضخم غير مباشر، أو ينتقل من خلال أسعار الفائدة وسعر الصرف وتكاليف الشركات وتوقعات المستثمرين. كما وتوضح النتائج إجمالاً أن أسعار النفط والنمو الاقتصادي يسبقان زمنياً تحركات مؤشر سوق العراق للأوراق المالية ويساعدان في التنبؤ بها، في حين لا تظهر العلاقة العكسية. ومع ذلك، فإن سببية غرانجر لا تعني وجود علاقة سببية اقتصادية حتمية، وإنما تعني أن المعلومات السابقة لأحد المتغيرات تحسن القدرة على التنبؤ بالمتغير الآخر بعد أخذ قيمه السابقة في الحسبان.

3-8 اختبارات السلامة التشخيصية للنموذج

أُجريت مجموعة من الاختبارات التشخيصية للتحقق من سلامة النموذج القياسي ومدى خلو البواقي من المشكلات التي قد تؤثر في كفاءة التقدير وصحة الاستدلال الإحصائي. وشملت هذه الاختبارات اختبار الارتباط الذاتي للبواقي، واختبار التوزيع الطبيعي، واختبار عدم تجانس التباين.



جدول (6) نتائج الاختبارات التشخيصية للنموذج القياسي

الاختبار	إحصائية الاختبار	القيمة الاحتمالية	النتيجة
Durbin-Watson	1.92	—	لا توجد مؤشرات واضحة على الارتباط الذاتي
Jarque-Bera	0.84	0.657	البواقي تتبع التوزيع الطبيعي
Breusch-Pagan-Godfrey	—	0.310	لا توجد مشكلة عدم تجانس التباين

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات التحليل القياسي باستخدام برنامج EViews 12. تشير قيمة إحصائية **Durbin-Watson** البالغة (1.92) إلى اقترابها من القيمة المرجعية (2)، مما يدل مبدئياً على عدم وجود ارتباط ذاتي واضح من الدرجة الأولى بين بواقي النموذج. ويعني ذلك أن الأخطاء العشوائية لا تظهر نمطاً زمنياً منتظماً يمكن أن يؤثر في كفاءة معاملات النموذج. كما بلغت إحصائية **Jarque-Bera** نحو (0.84)، عند قيمة احتمالية مقدارها (0.657)، وهي أكبر من مستوى المعنوية البالغ (5%). وبذلك لا تُرفض فرضية العدم التي تنص على أن بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي، مما يدعم سلامة استخدام اختبارات (t) و (F) في الاستدلال على معنوية معاملات النموذج ومعنويته الكلية.

أما اختبار **Breusch-Pagan-Godfrey** فقد بلغت قيمته الاحتمالية (0.310)، وهي أكبر من (0.05)، مما يؤدي إلى عدم رفض فرضية العدم القائلة بثبات تباين الأخطاء. وتشير هذه النتيجة إلى عدم وجود دليل إحصائي على مشكلة عدم تجانس التباين، ومن ثم يمكن اعتبار تباين البواقي مستقرًا خلال مدة الدراسة.

و تدعم نتائج الاختبارات التشخيصية سلامة النموذج من حيث التوزيع الطبيعي للبواقي وثبات تباينها وعدم ظهور ارتباط ذاتي واضح، وهو ما يعزز موثوقية النتائج المقدرة. ومع ذلك، تُستكمل صلاحية النموذج باختبار سلامة الشكل الدالي واستقرار المعاملات خلال مدة الدراسة. ولتعزيز التحقق من صلاحية النموذج المقدر، أُجريت مجموعة من الاختبارات التشخيصية الإضافية للكشف عن المشكلات التي قد تؤثر في كفاءة التقدير ودقة النتائج. فقد استُخدم اختبار **Breusch-Godfrey LM** للتحقق من خلو بواقي النموذج من الارتباط الذاتي التسلسلي، في حين استُخدم اختبار **Ramsey RESET** لفحص سلامة الشكل الدالي للنموذج والتأكد من عدم وجود خطأ في توصيف العلاقة بين المتغيرات أو إغفال مكونات وظيفية مؤثرة. ويوضح جدول (7) نتائج هذين الاختبارين.

جدول (7) الاختبارات الإضافية لصلاحية النموذج

الاختبار	القيمة الاحتمالية	النتيجة
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM	0.284	لا يوجد ارتباط ذاتي تسلسلي
Ramsey RESET	0.416	الشكل الدالي للنموذج سليم

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي باستخدام برنامج EViews 12. أظهرت نتيجة اختبار **Breusch-Godfrey LM** أن القيمة الاحتمالية بلغت (0.284)، وهي أكبر من مستوى المعنوية البالغ (5%)، مما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي تسلسلي في بواقي النموذج. ويعد هذا الاختبار أكثر ملائمة من الاعتماد على إحصائية **Durbin-Watson** وحدها، لكون النموذج يتضمن فترات إبطاء زمنية.



كما بلغت القيمة الاحتمالية لاختبار Ramsey RESET نحو (0.416)، وهي أكبر من (0.05)، مما يؤدي إلى عدم رفض فرضية عدم المتعلقة بسلامة الشكل الدالي للنموذج. وتشير النتيجة إلى عدم وجود دليل إحصائي على إغفال شكل غير خطي جوهري أو خطأ واضح في توصيف العلاقة بين المتغيرات.

الاستنتاجات والتوصيات

أ- الاستنتاجات

1. أظهرت النتائج أن المؤشرات الاقتصادية الكلية المدرجة في النموذج تفسر نسبة مهمة من التغيرات في أداء سوق العراق للأوراق المالية، إذ بلغ معامل التحديد ($R^2=0.61$)، بما يعني أن التضخم وسعر الصرف والنمو الاقتصادي وأسعار النفط تفسر مجتمعة نحو (61%) من التغيرات في مؤشر ISX60، في حين ترتبط النسبة المتبقية بعوامل سوقية واقتصادية ومؤسسية أخرى لم يتضمنها النموذج.
2. تبين وجود تأثير سلبي ذي دلالة إحصائية للتضخم في مؤشر ISX60، إذ بلغ معامل الانحدار (-0.214) عند قيمة احتمالية مقدارها (0.006). ويشير ذلك إلى أن ارتفاع المستوى العام للأسعار يضعف القيمة الحقيقية للعوائد، ويرفع تكاليف الشركات، ويزيد حالة عدم اليقين لدى المستثمرين، مما ينعكس سلباً على أداء السوق.
3. أظهرت النتائج وجود تأثير موجب ذي دلالة إحصائية لسعر الصرف في مؤشر السوق، إذ بلغ معامل الانحدار (0.327) عند قيمة احتمالية مقدارها (0.001). غير أن هذه النتيجة لا تعني أن انخفاض قيمة الدينار يمثل أثراً اقتصادياً إيجابياً، لأن سعر الصرف مقاس بعدد الدينارين مقابل الدولار؛ وقد تعكس العلاقة ارتفاع القيم الاسمية للأسهم أو تأثر بعض الشركات بالأصول والإيرادات المقومة بالدولار.
4. سجل النمو الاقتصادي أكبر معامل موجب في النموذج بلغ (0.412)، تليه أسعار النفط بمعامل بلغ (0.285)، وكان كلا التأثيرين ذا دلالة إحصائية عند مستوى أقل من (1%). وتؤكد هذه النتيجة أهمية توسع النشاط الاقتصادي والإيرادات النفطية في دعم السيولة والأرباح المتوقعة للشركات وتحسين أداء سوق العراق للأوراق المالية.
5. أظهر اختبار سببية غرانجر وجود علاقة أحادية الاتجاه من أسعار النفط والنمو الاقتصادي نحو مؤشر ISX60، في حين لم تظهر سببية عكسية من السوق نحو هذين المتغيرين، كما لم تظهر سببية مباشرة بين التضخم ومؤشر السوق في أي من الاتجاهين. وأكدت الاختبارات التشخيصية خلو النموذج من الارتباط الذاتي وعدم تجانس التباين، إلى جانب سلامة التوزيع الطبيعي للبواقي والشكل الدالي للنموذج.

ب- التوصيات

بناءً على الاستنتاجات أعلاه فإننا نوصي بالاتي:-

1. ضرورة تطوير نظام دوري لرصد أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية في سوق العراق للأوراق المالية، على أن يشمل التضخم وسعر الصرف والنمو وأسعار النفط، إلى جانب متغيرات أخرى مثل أسعار الفائدة وعرض النقد والسيولة وحجم التداول، بما يرفع القدرة التفسيرية والتنبؤية للنماذج المستخدمة في متابعة أداء السوق.



2. العمل على المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار من خلال التنسيق بين السياستين النقدية والمالية، وضبط التوسع النقدي والإنفاق العام غير المنتج، لأن الحد من الضغوط التضخمية يساهم في حماية القيمة الحقيقية للعوائد وتقليل حالة عدم اليقين التي تواجه المستثمرين والشركات المدرجة.
3. تبني سياسة أكثر استقراراً ووضوحاً لإدارة سعر صرف الدينار، مع تقليل الفجوة بين السعر الرسمي وأسعار السوق الموازية، وتوفير أدوات تساعد الشركات والمستثمرين على إدارة مخاطر تقلب العملة، بدلاً من الاعتماد على الآثار الاسمية التي قد تنتج عن انخفاض قيمة الدينار.
4. دعم النمو الاقتصادي الحقيقي وتنويع الأنشطة الإنتاجية، مع تشجيع إدراج شركات من قطاعات الصناعة والزراعة والاتصالات والخدمات والتكنولوجيا، بهدف زيادة ارتباط أداء سوق الأوراق المالية بالنشاط الاقتصادي المتنوع وتقليل اعتماده غير المباشر على القطاع النفطي والقطاع المصرفي.
5. إنشاء آلية مؤسسية تربط بين بيانات أسعار النفط والمؤشرات الاقتصادية وأداء السوق، مع نشر قواعد بيانات ربع سنوية منتظمة وشفافة، بما يمكن المستثمرين والجهات الرقابية من بناء توقعات أدق والاستجابة المبكرة لتقلبات أسعار النفط والنمو الاقتصادي.



المصادر والمراجع

1. البيان. (2026، يناير 11). مؤشر الربع لسوق العراق للأوراق المالية يقفز 13.7% في 2025. صحيفة البيان. <https://www.albayan.ae/economy/local-market/2026-01-11-1.4567892>
2. العربية.نت. (2025، أغسطس 14). إدراج 19 شركة في البورصة العراقية خلال 2025. موقع العربية نت. <https://www.alarabiya.net/aswaq/financial-markets/2025/08/14>
3. البنك المركزي العراقي. (2025، يوليو 1). المؤشرات الإيجابية للفصل الأول من عام 2025. البنك المركزي العراقي. <https://cbi.iq/news/view/2645>
4. البنك المركزي العراقي. (2025، ديسمبر 15). المؤشرات الإيجابية للفصل الثالث 2025. البنك المركزي العراقي. <https://cbi.iq/news/view/2876>
5. البنك المركزي العراقي. (2026). التقرير الاقتصادي للربع الأول 2026. إدارة البحوث والإحصاء، البنك المركزي العراقي.
6. هيئة الأوراق المالية العراقية. (2025). التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية العراقية 2025. دائرة الدراسات والأبحاث، بغداد.
7. هيئة الأوراق المالية العراقية. (2026، يناير 7). هيئة الأوراق المالية تعلن مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية لعام 2025. <https://www.isc.gov.iq/news/2934>
8. وزارة المالية العراقية. (2025). الإحصاءات المالية 2025: تقارير الأداء الشهري. دائرة الموازنة العامة. <https://www.mof.gov.iq>
9. نعم حسين نعمه، وجدان حسين عبيد. (2018). تقييم أداء سوق العراق للأوراق المالية في ظل الخسائر المادية للإرهاب للسنوات 2010-2015. *Journal of Accounting and Financial Studies (JAFS)*, 13(42)
10. International Monetary Fund. (2025, July 9). Iraq: 2025 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report. IMF Country Report No. 25/210. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2025/07/09/Iraq-2025-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-552181>
11. Investing.com. (2026). ISX Main 60 (ISX60) Historical Data. <https://sa.investing.com/indices/isx-main-60-historical-data>
12. Trading Economics. (2026). Iraq GDP Growth Rate - Historical Data. Trading Economics. <https://tradingeconomics.com/iraq/gdp-growth>
13. AI-JANABI, W. E. K., & MAHMOOD, E. A. (2025). THE EFFECT OF SOME INDICATORS OF THE IRAQ STOCK EXCHANGE ON DETERMINING THE SHARE PRICE OF A SAMPLE OF IRAQI COMMERCIAL BANKS. *TPM-Testing, Psychometrics, Methodology in Applied Psychology*, 32(S7 (2025): Posted 10 October), 311-321.
14. Alzubaidy, A. M.(2026). The impact of Monetary and fiscal policies on financial performance in Iraqi Oil Companies over the period.



15. LIMAREV, P. V., LIMAREVA, Y. A., AKULOVA, I. S., KHAKOVA, G. S., RUBANOVA, N. Y. A., & NEMTSEV, V. N. (2018). The role of information in the system of macroeconomic indicators. *Revista Espacios*, 39.(50)
16. Magfiroh, D. (2026). Exchange Rate Fluctuations and Their Impact on Inflation: An Analysis Using National Data. *Journal of Applied Econometric*, 2(1), 24-44.
17. Meher, P., & Mishra, R. K. (2026). Assessing the influence of factors affecting stock market: an ISM approach. *Qualitative Research in Financial Markets*, 18(1), 332-355.
18. Muwahhidin, D., & Apritoba, H. Z. (2026). Uncovering the Response of Property Stock Returns to Inflation, Interest Rates, and Exchange Rate Shocks 2021–2024. *Klabat Accounting Review*, 7(1), 21-31.
19. Olokoyo, F. O., Ibhagui, O. W., & Babajide, A. (2020). Macroeconomic indicators and capital market performance: Are the links sustainable?. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1792258.
20. Umoru, D., Abu, E. I., Igbinovia, B., Asemota, G., Igbafe, A., & Idogun, H. I. (2025). Stock markets returns and interactive effects of economic policy uncertainty and exchange rate volatility: Evidence from MENA markets. *BRICS Journal of Economics*, 6(1), 91-117.
21. Wilson, D., & Azmani, A. (2026). Generative Adversarial Networks: A Systematic Review of Characteristics, Applications, and Challenges in Financial Data Generation and Market Modeling: 2019–2024. *International Journal of Engineering, Transactions B: Applications*, 39(6), 395-406.
22. Yassin, S. G. (2026). Impact of Financial Markets on Attracting Foreign Investment: An Analytical Study of the Iraq Stock Exchange (2010–2024). *Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies*, 12(1), 103-112.
23. Younis, I., Gupta, H., Shah, W. U., Sharif, A., & Tang, X. (2024). The effects of economic uncertainty and trade policy uncertainty on industry-specific stock markets equity. *Computational Economics*, 64(5), 2909-2933.
24. Ansaf, N. K. S. A. K. (2023). Analysis of Liquidity Indicators in the Iraqi Stock Market for the Period (2005-2021). *Al-Qadisiyah Journal for Administrative and Economic Sciences*, 25(4), 97-105.

