

السياسة النقدية والمالية و أداء سوق
العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٦-
(٢٠١٧)

أ.م.د. افتخار محمد مناحي الرفيعي*

الملخص :

تُعد السياستان النقدية والمالية من أهم أدوات السياسة الاقتصادية الكلية التي تعتمد عليها الاقتصادات في التأثير على النشاط الاقتصادي بعامه وأداء الأسواق المالية بخاصة. لذا استخدمت الدراسة تحليل العلاقة بين السياستين النقدية والمالية و أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٦-٢٠١٧) مع الاستعانة بأسلوب الانحدار المتعدد بالاعتماد على البيانات السنوية.

وتهدف الدراسة إلى بيان العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية والمالية والقيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية. وقد بينت نتائج الدراسة التأثير المعنوي للمتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (سعر الصرف الأجنبي، والإيرادات العامة والنفقات العامة و الموازنة العامة) باستثناء سعر السياسة على المتغير التابع المتمثل القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية.

كما اثبتت النتائج التأثير الايجابي للمتغيرات المستقلة باستثناء النفقات العامة وفقرة الموازنة العامة على القيمة السوقية. وقد أوصت الدراسة بضرورة تفعيل دور السياسة النقدية وتصحيح دور السياسة المالية لدعم وتطوير سوق العراق للأوراق المالية. الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية والمالية، النقدية والقيمة السوقية، المالية والقيمة السوقية.

Abstract :

Monetary and fiscal policies are among the most important macroeconomic policy instruments on which economies depend to influence economic activity in general and the performance of financial markets in particular. Therefore, the study used the analysis of the relationship between monetary and financial policies and the performance of the Iraqi Stock Exchange for the period (2006 - 2017) with the use of multiple regression method based on annual data.

The study aims to indicate the relationship between the variables of monetary and fiscal policy and the market value of the Iraq Stock Exchange. The results of the study showed the significant effect of the independent variables represented by (foreign exchange rate, the general revenues, the general expenditures and the general budget)

* كلية الإدارة والاقتصاد / الجامعة العراقية ، dr.iftkhr2011@yahoo.com

with the exception of the policy price on the dependent variable represented by the market value in the Iraq Stock Exchange.

The results also proved the positive effect of the independent variables except the general expenditures and the general budget paragraph on the market value. The study recommended the need to activate the role of monetary policy and correct the role of fiscal policy to support and develop the Iraqi market for securities.

المقدمة :

حظيت دراسة العلاقة بين متغيرات السياستين النقدية والمالية و اداء سوق الأوراق المالية باهتمام كبير. لكون الأسواق المالية تضم المؤسسات الخاصة بتجميع الأموال بصورة ايداعات ذات اجال متفاوتة وإعادة استثمارها للتغلب على مشكلة العجز في الأموال الموجهة إلى الاستثمارات المنتجة التي تُعد مصدراً مهماً لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية والحد من مشكلة البطالة والتضخم.

مشكلة الدراسة: يعاني سوق العراق للأوراق المالية ، وتتخذ الجهات المسؤولة عن كل من السياستين النقدية والمالية الإجراءات والتدابير بقصد تطوير نشاط تلك السوق، ومن هنا يمكن تحديد مشكلة الدراسة بالتساؤل الآتي:

هل أن السياستين النقدية والمالية ساهمتا في تطوير سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٦-٢٠١٧)؟ وإلى أي مدى؟

هدف الدراسة: بيان علاقة السياستين النقدية و المالية بأداء سوق العراق للأوراق المالية عن طريق مؤشر القيمة السوقية لما لهاتين السياستين من تأثيرات مهمة على نشاط السوق المالية ومسيرتها.

أهمية الدراسة: تحظى السياستان النقدية والمالية باهتمام كبير لقدرتهما على توفير الشروط والظروف للأزمة لتحفيز النمو الاقتصادي بعامة ونمو وتطوير أداء الأسواق المالية بخاصة، لما تحتله من أهمية كبيرة في احداث تنمية اقتصادية شاملة ومستدامة، فالأسواق المالية وتطورها يعكس تطور الاقتصاد الذي تعمل فيه، وهذا يتطلب استخدام كل من السياسة النقدية والمالية لدعم وتحفيز بناء القاعدة الأساسية والمتمثلة بسوق العراق للأوراق المالية لتحقيق غاياته وطموحاته التنموية.

فرضية الدراسة: تفترض الدراسة أن متغيرات السياستين النقدية والمالية موضوع البحث لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٦-٢٠١٧).

منهجية الدراسة: اعتمدت الدراسة على المنهج الاستنباطي في الجانب النظري مع الاستعانة بالأسلوب الكمي لتحليل البيانات والتوصل إلى النتائج.

هيكلية الدراسة: لغرض التوصل إلى هدف الدراسة فقد قُسمت على أربعة محاور تطرق الأول إلى الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية والمالية، وعنى المحور الثاني بتوضيح الأطار المفاهيمي سوق العراق للأوراق المالية ، وكُرس المحور الثالث على أثر السياستين النقدية والمالية على السوق المالية، في حين خصص المحور الرابع لقياس وتحليل علاقة بعض

متغيرات السياسة النقدية والمالية مع مؤشر القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية، وأخيراً اختتمت الدراسة ببعض الاستنتاجات والتوصيات.

المحور الأول

الإطار المفاهيمي للسياستين النقدية والمالية والأسواق المالية

أولاً: الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية.

١. مفهوم السياسة النقدية: تمثل مجموعة من الوسائل التي تطبقها السلطة النقدية لأحداث تغيرات في كمية النقود أو في كمية وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد بما يتلاءم والظروف الاقتصادية السائدة في ذلك الاقتصاد. (١)

وتُعرف على أنها التحكم من قبل السلطة النقدية في كمية عرض النقود لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، كأن تكون المحافظة على معدلات منخفضة من التضخم، أي وجود ارتفاع طفيف في الأسعار. (٢)

كما عُرفت على أنها مجموعة القواعد والوسائل والإجراءات التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض بما يتلاءم و النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة خلال فترة زمنية معينة. (٣)

ويمكن التوصل إلى تعريف للسياسة النقدية من التعريفات السابقة، على أنها الوسيلة التي تتمكن السلطة النقدية ممثلة بالبنك المركزي من إدارة عرض النقود عن طريق توجيه النشاط المصرفي بما يحقق الأهداف الكلية للاقتصاد والمتمثلة في الاستقرار النقدي والاقتصادي والاستخدام الكامل وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.

٢. اتجاهات السياسة النقدية.

تكون اتجاهات السياسة النقدية مرهونة بنوع المشكلة الاقتصادية التي تعرض أم يتعرض لها الاقتصاد في أي بلد، وتتمثل هذه الاتجاهات بالآتي: (٤)

أ) السياسة النقدية الانكماشية.

عندما يعاني أي اقتصاد من مشكلة الضغوط التضخمية، أي بمعنى آخر أن كمية عرض النقود المتاحة في الاقتصاد تفوق كمية السلع والخدمات المنتجة المعروضة، فالأمر يتطلب معالجة هذه المشكلة من قبل البنك المركزي عن طريق لجوئه إلى اتباع سياسة نقدية انكماشية تتمثل في تقليص الانفاق والائتمان كأن يكون قيامه ببيع الأسهم والسندات للجمهور أو زيادة نسبة الاحتياطي القانوني الإلزامي على إجمالي الودائع لدى المصارف التجارية أو رفع سعر إعادة الخصم على الأوراق المالية والتجارية المقدمة من قبل المصارف التجارية لغرض الحصول على التسهيلات الاقراضية. كل هذه الإجراءات يترتب عليها سحب جزء من السيولة النقدية (كمية عرض النقود) في الاقتصاد بالمستوى الذي يتفق وكمية السلع والخدمات المنتجة، وبهذا تتمكن السلطة النقدية من معالجة الضغوط التضخمية.

ب) السياسة النقدية التوسعية.

يلجأ البنك المركزي إلى اتباع سياسة نقدية توسعية في حالة كون الاقتصاد يعاني من الركود الاقتصادي، وتتمثل تلك السياسة بخفض سعر فائدة البنك (سعر السياسة)، وفي ضوء ذلك تنخفض أسعار الفائدة المدفوعة والمقبوضة بهدف تشجيع الاستثمار، أو خفض نسبة الاحتياطي النقدي القانوني على الودائع لدى المصارف التجارية، لزيادة قدرتها على

منح القروض و / أو دخول البنك المركزي مشترياً للأوراق المالية، وذلك لضخ أو لزيادة كمية عرض النقود في الاقتصاد بما يتناسب و الزيادة الحاصلة في الناتج المحلي الاجمالي، و/ أو خفض سعر إعادة الخصم على الأوراق التجارية المقدمة من قبله المصارف لغرض الحصول على التسهيلات النقدية، والذي بدور يؤدي إلى قيام المصارف التجارية بخفض سعر الفائدة على التسهيلات الممنوحة إلى الأفراد والمشروعات، فيترتب على ذلك تشجيع الاستثمار وزيادة كمية عرض النقود بما يتناسب و الناتج المحلي الاجمالي وتقليص معدلات البطالة.

ت) السياسة النقدية المختلطة.

تلجأ البنوك المركزية لهذا النوع من السياسة النقدية بشكل خاص في الاقتصادات النامية التي تعتمد على الزراعة الموسمية وتصدير المواد الأولية. ففي مرحلة بدء الزراعة يتبع البنك المركزي على الإجراءات التي تهدف إلى زيادة كمية وسائل الدفع (عرض النقود)، وفي مرحلة تسويق المنتج الزراعي فإن البنك المركزي يتبع إجراءات من شأنها تقليص كمية عرض النقود بما يتوافق والزيادة الحاصلة الناتج المحلي الاجمالي.

٣. بعض متغيرات السياسة النقدية.

أ) **سعر الصرف:** يؤثر سعر الصرف وله تأثير كبير على اسعار الاسهم المتداولة في الاسواق المالية لأي اقتصاد، فارتفاع سعر الصرف الاجنبي تجاه العملة المحلية يترتب عليه أحد الأمرين، وهما: (٥)

- اندفاع الافراد (المستثمرون) للتخلص مما لديهم من مدخرات واستبدالها بالأسهم، الامر الذي يترتب عليه زيادة الطلب على الاسهم، ومن ثم ارتفاع اسعارها.

- يستبدل الافراد (المستثمرون) ما لديهم من أموال بالعملة المحلية الى العملة الاجنبية.

وتنتقل اثار التقلبات في سعر صرف العملة الى الاسواق المالية من خلال قناتين هما: (٦)

القناة المباشرة: ان ارتفاع سعر الصرف الاجنبي يؤدي الى انخفاض سعر صرف العملة المحلية، الامر الذي يترتب عليه اندفاع المستثمرين المحليين الى التخلص مما لديهم من ارصدة نقدية محلية والتوجه نحو اقتناء الاصول المالية الاخرى (الاسهم والسندات)، فيزداد الطلب على تلك الاصول المالية، ومن ثم ترتفع اسعارها. اما بالنسبة للمستثمرين الاجانب فيزداد توجههم نحو الاصول المالية المحلية، لكونها ارخص بالنسبة لهم من المستثمرين المحليين، الامر الذي يترتب عليه زيادة في الطلب عليها وزيادة سرعة تداولها ومن ثم ارتفاع اسعارها.

القناة غير المباشرة: تؤثر اسعار الصرف ولها تأثير غير مباشر في الاسواق المالية من خلال السوق السلعية، فانخفاض قيمة العملة المحلية لبلد ما نتيجة لارتفاع سعر صرف العملة الاجنبية، يؤدي الى زيادة الصادرات التي يترتب عليها زيادة القدرة التنافسية لمنتجات الشركات المصدرة لهذا البلد في السوق الاجنبي، الامر الذي يؤدي الى زيادة الطلب على ما تنتجه تلك الشركات المحلية، ومن ثم يزداد حجم الانتاج، وزيادة الارباح لهذه الشركات،

وهذا بدوره يؤثر على اسعار الاوراق المالية في الاسواق المالية وكخاصة أسعار الاسهم فترتفع.

(ب) سعر السياسة (سعر فائدة البنك): سعر فائدة يحدده البنك المركزي، ويكون قابل للتغيير عندما يرى البنك المركزي ضرورة ذلك وفقاً لمتطلبات رسم وتنفيذ السياسة النقدية، وفي ضوءه تتحدد أسعار فائدة على القروض والإيداعات للمصارف التجارية. ويُعد سعر تأشيرتي ينبغي على البنك المركزي الإفصاح عنه لكي يكون الجمهور على دراية بطبيعة السياسة النقدية المتبعة سواء كانت انكماشية أم توسعية. ^(٧) فخفض سعر السياسة يؤدي إلى خفض أسعار الفائدة على الايداعات والقروض، مما يدفع المستثمرين إلى التوجه نحو اقتناء الأوراق المالية، الأمر الذي يترتب عليه زيادة في الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها. ويحدث العكس في حالة زيادة سعر السياسة.

ثانياً: الإطار المفاهيمي للسياسة المالية.

١. مفهوم السياسة المالية: تُعرف على أنها برنامج العمل الذي تخطط له وتنفذه الدولة باستخدام مصادرها الإيرادية وبرامجها الانفاقية لأحداث آثار مرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوبة على متغيرات النشاط الاقتصادي والاجتماعي والسياسي كافة تحقيقاً لأهداف اقتصاد دولة ما. ^(٨)

وعُرفت السياسة المالية على أنها مجموعة إجراءات تتخذها الحكومة، ينصب اهتمامها على دراسة النشاط المالي للدولة وما يستتبعه من آثار سلبية على القطاعات كافة في الاقتصاد القومي، وتتضمن تكييفاً كميّاً لمقدار النفقات العامة والإيرادات العامة، ونوعياً لأوجه هذه النفقات ومصادر هذه الإيرادات لتحقيق أهداف معينة منها تنمية الاقتصاد القومي وتحقيق الاستقرار الاقتصادي والعدالة في توزيع الدخل والثروة. ^(٩)

ومن التعريفات السابقة يمكن التوصل إلى تعريف للسياسة المالية على أنها مجموعة الإجراءات والسياسات المدروسة والمقصودة التي تقوم بها الحكومة لإدارة الموارد المالية للموازنة العامة للدولة وكيفية إنفاقها، لتحقيق الأهداف المبتغاة منها وبما يتماشى مع السياسات الاقتصادية الكلية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

٢. بعض متغيرات السياسة المالية.

(أ) الإيرادات العامة: تمثل الإيرادات العامة إجمالي ما تحصل عليه الحكومة من أموال سواء بصيغتها السيادية أم من املاكها الذاتية وأنشطتها، أو غيرها من المصادر سواء أكانت قروضاً داخلية أم خارجية أم مصادر تضخمية الهدف منها تغطية النفقات العامة خلال مدة زمنية معينة لتحقيق عدد من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والمالية. ^(١٠)

(ب) النفقات العامة: تُعد النفقات واحدة من أهم متغيرات السياسة المالية التي تستطيع الحكومة من خلالها تحقيق أهدافها والتأثير في النشاط الاقتصادي. فاتباع الحكومة سياسة انفاقية منضبطة تهدف إلى تحقيق الاستقرار المالي والمحافظة عليه، يولد أثراً إيجابياً في على النشاط الاقتصادي في ذلك الاقتصاد. أي أن تركيز السياسة الحكومية على الاستمرار في ترشيد الانفاق العام بهدف إعادة هيكلة النفقات العامة لتحجيم الدعم الحكومي وتقليل متطلبات الإدارة الحكومية، فضلاً عن توجيه الانفاق نحو مشروعات البنى التحتية، كل هذا يساعد السلطة النقدية على تقليل الضغط المحلي على سعر الصرف لتطبيق سياسة نقدية كفاء هدفها التخلص من الاختلالات الهيكلية التي يعاني منها الاقتصاد الكلي. ^(١١)

ت) عجز الموازنة العامة: تؤدي زيادة النفقات العامة لبلد ما على إيراداته العامة الى حدوث عجز في الموازنة العامة، وهذه الزيادة في النفقات العامة قد تكون ناتجة عن السعي الى تنشيط الاقتصاد وزيادة الطلب، وفي الوقت ذاته قد يؤدي عجز الموازنة الى حدوث ضغوط تضخمية لزيادة عرض النقود، معنى ذلك انخفاض قيمة النقود، فيتوجه المستثمرون إلى سحب ايداعاتهم أو مدخراتهم نحو اقتناء الأصول المالية (أسهم وسندات) فيزداد الطلب عليها ثم ترتفع أسعارها. وان خفض النفقات العامة يترتب عليه انخفاض في عرض النقود ومن ثم انخفاض الطلب على السلع والخدمات، الامر الذي يترتب عليه حدوث اثار مباشرة أو غير مباشرة في أسعار الأوراق المالية في الأسواق المالية.

المحور الثاني

الإطار المفاهيمي لسوق العراق للأوراق المالية

أولاً: مفهوم سوق العراق للأوراق المالية.

تُعد سوق العراق للأوراق المالية مؤسسة منظمة تنظيمياً ذاتياً، مستقلة إدارياً ومادياً، ولا تهدف الى تحقيق الربح، وتعود ملكيتها للأعضاء، وتكون تعاملاتها مع الغير تجارية لا تتناقض مع القانون المؤقت (والدائم عند اقراره) والنظام الداخلي لها، والتعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية، وخاضع لرقابتها، وتأسست بموجب القانون رقم (٧٤) الصادر بتاريخ ١٨/نيسان/٢٠٠٤، وافتتح رسمياً بتاريخ ٢٤/حزيران/٢٠٠٤. (١٢)

ثانياً: اهداف سوق العراق للأوراق المالية.

تهدف سوق العراق للأوراق المالية الى تحقيق جملة أهداف من اهمها تتمثل في تنظيم وتدريب اعضاءه والشركات المدرجة فيه، وتنظيم وتبسيط تعاملات الاوراق المالية بصورة عادلة وفعالة ومنظمة ومن ضمنها عمليات المقاصة والتسوية لهذه التعاملات، كما تهدف إلى تعزيز مصالح المستثمرين بسوق حرة امينة ذات فاعلية تنافسية، وتتسم بالشفافية، و تنظيم تعاملات اعضاءه بكل ما له من صلة بشراء وبيع الاوراق المالية، وتحديد حقوق والتزامات الاطراف ووسائل حماية مصالحهم المشروعة، فضلاً عن توعية المستثمرين العراقيين وغير العراقيين بشأن توافر فرص الاستثمار في السوق.

ثالثاً: مؤشرات التداول سوق العراق للأوراق المالية .

تتمثل اهم مؤشرات التداول في سوق العراق للأوراق المالية بالآتي:

١. **مؤشر القيمة المتداولة:** ويقصد به قيمة ما يتم تداوله من اسهم وسندات بأسعار مختلفة خلال مدة زمنية معينة، والذي يعكس القيمة الاجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويعكس مقدار السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويُعد مؤشر مكمل لمؤشر رسملة السوق اي القيمة السوقية. (١٣)

٢. **مؤشر الاسعار العام (مؤشر السوق):** أن التوصل إلى احتساب مؤشر الأسعار العام لكل سوق مالية كان نتيجة لوجود عدد كبير من الأسهم في كل سوق، وصعوبة تحديد الاتجاه العام لنشاطه، فضلاً عن تزامن ارتفاع أسعار بعض الأسهم وانخفاض البعض الآخر. ويُعبر عنه بمتوسط أسعار الأسهم يومياً، ويُعتمد عليه في عمليات التداول اليومي للأسهم، لهذا فإن كل سوق مالية لها مؤشرها الخاص بها مثل؛ مؤشر داو جونز (Daw Jones) في سوق نيويورك، ومؤشر كاك (CAC) في سوق فرنسا، ومؤشر البورصة (ISX60) في سوق العراق للأوراق المالية. ويُعتمد عليه في مراقبة نشاط السوق، وتمكين المستثمرين من بناء

توقعات خاصة عن إدارة محافظهم الاستثمارية. ويستخدم مؤشر الأسعار العام في سوق العراق للأوراق المالية لرصد التطورات التي تشهدها السوق ودرجة فاعليتها. (١٤)

ويستخدم سوق العراق للأوراق المالية مؤشر قياس مئوي، يعتمد على قياس حركة التغير في أسعار أسهم عينة من الشركات المساهمة التي تتداول أسهمها بصورة منتظمة، وعددها (٦٠) شركة تمثل القطاعات الاقتصادية، إذ تثبت أوراق جلسة الأساس وقياسها على أنها تمثل (١٠٠%)، وبعدها يتم قياس المؤشر في كل جلسة استناداً إلى مقارنة قيمته بتلك القيمة، ومن ثم مقارنة قيمته في جلسة اليوم الحالي بقيمته والجلسة التي سبقتها لتحديد عدد الارتفاعات أو الانخفاضات في قيمة المؤشر بالنقاط. (١٥)

٣. معدل دوران السهم: يمثل أحد مؤشرات سيولة السوق التي تعني قدرة السوق على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة، ويقاس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو شركات عدة داخل قطاع واحد معين للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ويتم احتسابه من قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على القيمة السوقية (رسملة السوق) خلال مدة زمنية معينة عادةً ما تكون سنة، وهي كالآتي: (١٦)

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{القيمة المتداولة}}{\text{القيمة السوقية}} = \frac{\text{القيمة المتداولة}}{\text{(رسملة السوق)}}$$

ويستخدم هذا المؤشر كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات في الغالب، ويعمل مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق) في توضيح درجة نشاطه، حيث قد تكون هنالك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة عندما تكون قيمها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض.

٤. مؤشر القيمة السوقية: يُقصد به رسملة السوق المالية، ويعرف على أنه يمثل قيمة اسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعاً لسعر السوق المالية. وتعكس القيمة السوقية مستوى نشاط السوق، فزيادة القيمة السوقية تعني كبر حجم السوق المالية، سواء كان من حيث زيادة عدد الأسهم المدرجة في السوق المالية وعدد الشركات المدرجة فيها أو ارتفاع أسعار السوق الذي قد يكون انعكاساً لاتساع حجم المعاملات أو كليهما معاً، وتعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى جملة من الأسباب أهمها: (١٧)

(أ) درجة تطور نشاط السوق المالية من حيث ادخال الابتكارات المالية الحديثة التي تحفز المستثمرين على التوجه نحو السوق للحصول على التمويل عن طريق اصدار ادوات مالية متنوعة، الامر الذي ينعكس على زيادة عدد الاسهم المدرجة في السوق.

(ب) زيادة التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار، يترتب عليها زيادة الطلب على الاوراق المالية، كل هذا يؤدي الى زيادة فاعلية مؤشرات السوق، ومن ثم زيادة القيمة السوقية.

(ج) التطور في مجال الاتصالات والابتكارات الالكترونية التي تساهم بشكل كبير في عملية التداول ورصد التغيرات التي قد تحدث في السوق المالية.

المحور الثالث

أثر السياستين النقدية والمالية في السوق المالية
أولاً: أثر السياسة النقدية في السوق المالية

أن التداخل واتساق العلاقة بين أسواق النقود وأسواق المال يولد علاقة وثيقة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية وتنميتها، وبهذا فإن إجراءات كل من البنك المركزي والمصارف التجارية والتخصيصية تمثل دعامة رئيسة لسوق الأوراق المالية المتطورة. فتعكس زيادة كمية السيولة في السوق المالية نسبة إلى السيولة الكلية في اقتصاد ما الترابط بين السوق المالية والسياسة النقدية، الأمر الذي يتطلب ضرورة توسيع دور السلطة النقدية واهتمامها بهدف السيطرة على سيولة السوق المالية والتأثير فيها.

فتستطيع السلطة النقدية ورغبة منها في تحقيق هدف الاستقرار النقدي والحفاظ عليه في الاقتصاد القيام بإجراءاتها المختلفة، والتي عن طريقها يمكن التأثير في السيولة الكلية في الاقتصاد والمتمثلة في الأدوات النوعية و الكمية أما بطريقة مباشرة أم بطريقة غير مباشرة، وكالاتي: (١٨)

- الطريقة المباشرة: يكون تأثير إجراءات السياسة النقدية في كمية سيولة السوق المالية عن طريق كل من:

(أ) قناة مستوى أسعار الفائدة (ب) قناة منح الائتمان (القروض)
وتتحدد أسعار الفائدة في السوق المالية عن طريق علاقة سعر الفائدة بأسعار السندات والأسهم في سوق السندات وسوق الأسهم، وهذه العلاقات تتحدد عن طريق تأثير السياسة النقدية في كمية الائتمان الممنوح للوحدات الاقتصادية.

فعند أتباع السلطة النقدية سياسة توسعية تتمثل في خفض سعر فائدة البنك (سعر السياسة)، سوف يؤدي إلى انخفاض كلفة الائتمان، فيزداد الطلب على الاقتراض من قبل المصارف التجارية نتيجة توجه الأفراد والمستثمرين في السوق المالية نحو الاقتراض من المصارف، فينعكس ذلك على انخفاض الكمية المعروضة من السندات ومن ثم ارتفاع أسعارها. وكذلك الحال مع سوق الأسهم. مما تقدم تتضح أن طبيعة العلاقة بين السياسة النقدية سواء التوسعية أم الانكماشية و سوق الأوراق المالية عكسية.

- الطريقة غير المباشرة: يكون تأثير إجراءات السياسة النقدية في كمية سيولة السوق المالية عن طريق القنوات المتمثلة في: (١٩)

(أ) سعر إعادة الخصم (ب) عمليات السوق المفتوحة (ت) نسبة الاحتياطي النقدي القانوني

يؤثر البنك المركزي في الاستثمارات المالية عن طريق هذه القنوات، فعندما يستخدم سعر إعادة الخصم تنتقل أثارها إلى السوق المالية عن طريق سوق النقود وسوق رأس المال للتغيير في شروط اقتراض المصارف التجارية من البنك المركزي، أي التأثير في كمية الاحتياطيات النقدية لدى المصارف التجارية. أما عند تطبيق عمليات السوق المفتوحة فينتقل تأثير السياسة النقدية في نشاط السوق المالية إلى عمليات البيع والشراء للأوراق المالية الحكومية المتفاوتة الآجال، وعن طريق التأثير في قناة أسعار الفائدة و الاحتياطيات النقدية. في حين تستطيع السلطة النقدية التحكم في كمية السيولة في السوق المالية عن طريق تحكمها في قناة نسبة الاحتياطي النقدي القانوني فتتوجه المصارف التجارية التي بحوزتها أوراق مالية إلى السوق المالية بدلاً من البنك المركزي للحصول على الائتمان (التمويل).

مما تقدم نستنتج أن الأدوات النوعية للسياسة النقدية تُعد إجراءات معرقة لنشاط السوق المالية، لكونها تعتمد على أسعار الفائدة التمييزية والمتطلبات الحدية (هامش الضمان) والأوامر واللوائح الصادرة عن البنك المركزي. لكونها تُعنى بقطاع على حساب القطاعات الأخرى.

ثانياً: أثر السياسة المالية في السوق المالية.

أن التوسع في مهام الحكومة الذي شهده القرن العشرين ترتب عليه زيادة في مقدار النفقات الحكومية من دون أن يواكبها زيادة في مقدار الإيرادات العامة، وتتولد نتيجة لذلك عجزاً في موازنتها العامة. دفع بالحكومات إلى الاقتراض (طلب الائتمان) الداخلي والخارجي لتغطية هذا العجز من الأفراد والمؤسسات المالية والمصرفية والبنك المركزي، الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة قوية بين السياسة المالية والسوق المالية، وتستمد قوة هذه العلاقة عن طريق المرونة العالية التي توفرها السوق المالية لتمويل احتياطات القطاع الخاص. وبهذا فإن السلطة المالية بإمكانها التحرك بحرية عند تطبيق سياسة العجز المالي، ومن ثم التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية باستخدام الملائم للأدوات المالية التي توفرها السوق المالية. (٢٠)

وتمثل الأسواق المالية القناة الأفضل لتطبيق السياسة المالية الكلية في الاقتصاد، فتستطيع الحكومة عن طريق أحداث تغيير في السياسة الانفاقية أو السياسة الضريبية (الإيرادية) أو كليهما أن تحقق آثار مرغوبة في حجم النشاط الاقتصادي، فآثار السياسة المالية تظهر عن طريق الآتي:

في حالة حدوث عجز في الموازنة العامة سوف تضطر الحكومة إلى طلب القروض اما من البنك المركزي أو المصارف التجارية أو من الأفراد لتغطية العجز الحاصل وذلك بإصدار سندات حكومية بأنواع مختلفة وطرحها في السوق المالية لغرض التداول، وهذا يتطلب وجود سوق للأوراق المالية متطورة كما في البلدان المتقدمة. لأن السوق المالية في هذه الحالة تُعد واحدة من القنوات الرئيسية لتمويل النفقات العامة، الأمر الذي يتطلب من الحكومة إصدار العديد من الأوراق المالية (السندات الحكومية) ولأجل متفاوتة. وتُعد سياسة العجز المالي من أبرز الوسائل التي تستخدمها السلطة المالية لاستعادة التوازن الاقتصادي وزيادة معدلات النمو الاقتصادي، ويستخدم في حل الأزمات والاضطرابات الاقتصادية في الاقتصادات المتقدمة. و تمارس هذه السياسة تأثيرها على السوق المالية عن طريق:

(أ) **زيادة المعروض من السندات الحكومية:** فإصدار السندات الحكومية للاكتتاب عن طريق السوق المالية بصفتها وسيلة لتمويل العجز، ينعكس في انخفاض أسعارها مما يشكل حافزاً للمستثمرين والمضاربين بحيازتها لاعتقادهم أن هذا النوع من الاستثمار أقل مخاطرة.

(ب) **التأثير في هيكل أسعار الفائدة:** أن اتباع سياسة العجز المالي في السوق المالية عن طريق التأثير في هيكل أسعار الفائدة والمتمثلة في استمرار الحكومة بزيادة الكمية المعروضة من السندات الحكومية يؤدي إلى انخفاض أسعارها، ونظراً لكون طبيعة العلاقة بين سعر السند وسعر الفائدة عكسية، الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع في سعر الفائدة في السوق المالية، والذي بدوره يؤثر في إجمالي عمليات السوق المالية عن طريق تأثيره في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، ومن الممكن انتقال أثر التغيير إلى كلفة الائتمان وكميته و إلى عملية تكوين المحفظة الاستثمارية وعملية إعادة توزيعها. أما في حالة حدوث

فائض في الموازنة العامة فإنه يستخدم في إطفاء جزء من الدين الحكومي العام، وذلك بدخول الحكومة في السوق المالية بصفة المستثمرين لسنداتها. ومما تقدم يتضح أن العلاقة بين سياسة العجز أو الفائض في الموازنة العامة لا تكون باتجاه واحد وإنما باتجاهين، بمعنى وجود علاقة تبادلية قوية بينهما، فالسوق المالية تعمل على تسيير عمل السلطة المالية في تطبيق سياستها المالية عن طريق ما توفره هذه السوق من أمكانية وسهولة في عملية الاقتراض والاقتراض لتمويل الموازنة العامة.

المحور الرابع

قياس وتحليل العلاقة بين بعض متغيرات السياستين النقدية والمالية مع القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٦-٢٠١٧)

نتناول في هذا المبحث قياس وتحليل علاقة بعض متغيرات السياستين النقدية والمالية مع مؤشر القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٦-٢٠١٧) بهدف التعرف على طبيعة تأثير كل منهما على أداء السوق عن طريق علاقتهما بمؤشر القيمة السوقية. وهنا نكون قد حددنا أنفسنا بالهدف الذي نروم التوصل إليه، ولغرض قياس العلاقة بينهما أتمد على البيانات الاحصائية السنوية للمدة (٢٠٠٦-٢٠١٧)، كما في الجدول (١).

جدول (١)

متغيرات الأنموذج القياسي

المتغيرات المستقلة *						المتغير التابع	السنة
متغيرات السياسة المالية			متغيرات السياسة النقدية				
الموازنة العامة (عجز أو فائض) (مليار دينار)	النفقات العامة (مليار دينار)	الايادات العامة (مليار دينار)	سعر السياسة %	سعر الصرف	مؤشر سوق العراق للأوراق المالية **		
(Bud) X ₅	(EXP) X ₄	(R) X ₃	(In R) X ₂	(ER) X ₁	(M V) (Y ₁)		
١٠٩٨٦	٣٨٠٧٧	٤٩٠٦٣	١٦.٠	١٤٦٧	١٩٤٨	٢٠٠٦	
١٥٥٦٨	٣٩٠٣١	٥٤٥٩٩	٢٠.٠	١٢٥٥	٢١٢٩	٢٠٠٧	
٢٠٨٤٩	٥٩٤٠٣	٨٠٢٥٢	١٦.٧٥	١١٩٣	٢٢٨٣	٢٠٠٨	
٢٦٤٢	٥٢٥٦٧	٥٥٢٠٩	٨.٨٣	١١٧٠	٣١٢٦	٢٠٠٩	
٥٥	٧٠١٣٤	٧٠١٧٨	٦.٢٥	١١٧٠	٣٤٤٦	٢٠١٠	
٣٠٠٤٩	٧٨٧٥٨	١٠٨٨٠٧	٦.٠	١١٧٠	٤٩٣٠	٢٠١١	
١٤٦٧٧	١٠٥١٤٠	١١٩٨١٧	٦.٠	١١٦٦	٥٥٩٧	٢٠١٢	
(٥٢٨٨)	١١٩١٢٨	١١٣٨٤٠	٦.٠	١١٦٦	١١٤٧٦	٢٠١٣	
(٧٨٦٤)	١١٣٤٧٤	١٠٥٦١٠	٦.٠	١١٨٨	٩٥٤٦	٢٠١٤	
(١٠٢٦٨)	٨٢٨١٤	٧٢٥٤٦	٦.٠	١١٩٠	٩٢٦٥	٢٠١٥	
(٢٠١٥٨)	٧٣٥٧١	٥٣٤١٣	٤.٣٣	١١٩٠	٩٣٥٥	٢٠١٦	
١٨٤٦	٧٥٤٩٠	٧٧٣٣٦	٤.٠	١١٩٠	١٠٧٢١	٢٠١٧	

المصدر: * البيانات البنك المركزي العراقي، النشرة الإحصائية السنوية، دائرة الإحصاء والأبحاث، للأعوام (٢٠٠٦ - ٢٠١٧).
** سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، للأعوام (٢٠٠٦ - ٢٠١٧).
- الأرقام بين قوسين () تعني اشارتها سالبة.

المؤشرات الإحصائية	الصيغة الخطية	الصيغة نصف اللوغاريتمية	الصيغة اللوغاريتمية
R-squared	0.922955	0.978014	0.885964
Adjusted R-squared	0.858750	0.959692	0.790933
F-statistic	14.37521	53.38041	9.322947
S.E. of regression	1377.627	0.136237	0.310274
Akaike info criterion	17.60097	-0.841986	0.804131
Schwarz criterion	17.84342	-0.599532	1.046584
Hannan-Quinn criter.	17.51120	-0.931751	0.714366

أولاً: مرحلة توصيف الأنموذج.

يُقصد بتوصيف الأنموذج صياغة العلاقات الاقتصادية بين المتغيرات موضوع البحث بصورة رياضية لقياس معاملاتها باستخدام احد الاساليب القياسية، تتكون هذه المرحلة من خطوتين هما:

١- تحديد متغيرات الأنموذج والإشارات المسبقة للمعطيات:

بناءً عن مصادر النظريات الاقتصادية والمعلومات المتاحة، يمكن صياغة الانموذج القياسي وتحديد التوقعات النظرية المسبقة عن إشارات معلمات الانموذج الذي يتكون من المتغيرات المستقلة والمتمثلة بمتغيرات السياستين النقدية والمالية والمتغير التابع المتمثل بالقيمة السوقية، ويرجع سبب الاعتماد على مؤشر القيمة السوقية لكونه المؤشر الذي يُعبر بشكل إجمالي عن نشاط السوق ودرجة تأثره بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، فضلاً عن تجنب حدوث مشكلات قياسية عند القياس تتمثل بالارتباط الذاتي التسلسلي بين البواقي، والتعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة الداخلة في الأنموذج، وتكون العلاقة الدالية كالاتية:-

$$MV = f (ER, PR, R, EXP, Bud) \dots\dots\dots (1)$$

$$MV = f (X1, X2, X3, X4, X5) \dots\dots\dots (2)$$

إذ ان:

MV : يمثل القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية.

ER : يمثل سعر الصرف الأجنبي، ويرتبط بعلاقة طردية مع القيمة السوقية.

تمثل سعر السياسة (سعر فائدة البنك المركزي)، ويرتبط بعلاقة عكسية مع القيمة السوقية.

PR : الإيرادات العامة، ويرتبط بعلاقة عكسية مع القيمة السوقية. **R** :

النفقات العامة، ويرتبط بعلاقة طردية مع القيمة السوقية. **EXP** :

عجز (فائض) الموازنة العامة، ويرتبط بعلاقة طردية مع القيمة السوقية. **Bud** :

٢- اختيار الصيغة الرياضية المناسبة.

يُعد الاسلوب الكمي وسيلة مهمة في تفسير الظواهر الاقتصادية على مستوى الاقتصاد ككل، وذلك عن طريق تحويل المتغيرات الاقتصادية موضوع البحث إلى صيغة رياضية تأخذ شكل الدالة، وبعد تقدير الأنموذج وفق طريق المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS)

بالصيغة الخطية والنصف لوغاريتمية واللوغاريتمية المزدوجة، وقد اختيرت الصيغة النصف لوغاريتمية، لأنها أعطت مؤشرات إحصائية أفضل من بين الصيغ الثلاث، أي اجتازت اختبارات الدرجة الأولى والثانية، فضلاً عن الدلالة الاقتصادية لمعاملاتها التي تمثل المرونات كما في الجدول (٢).

جدول (٢)

نتائج التقدير لاختبار الصيغة الرياضية المناسبة لأنموذج السياسة النقدية والمالية

المصدر: أعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews 10)

ثانياً: تقييم مقدرات معاملات الأنموذج المقدر اقتصادياً.

نستنتج من الجدول (٣) أن معامل سعر الصرف (ER) يُظهر استجابة طردية ومعنوية في انموذج القيمة السوقية (MV) لسوق العراق الأوراق المالية، إذ بلغت المرونة الجزئية للقيمة السوقية بالنسبة لسعر الصرف (٢.٨٩)، أي ان زيادة سعر الصرف بنسبة (١%) يؤدي الى زيادة القيمة السوقية بنسبة (٢.٨٩%)، وهذه النتيجة كانت متوقعة وتتفق مع منطق النظرية الاقتصادية. في حين يظهر الجدول (٢) عدم معنوية معامل سعر السياسة (سعر فائدة البنك) (PR) في الانموذج المقدر، حيث كانت قيمة (t) المحتسبة اقل من قيمتها الجدولية وكذلك قيمة الاحتمال (Prob) لكل منهما اكبر من مستوى معنوية (٥%). كما تشير نتائج الجدول الى الاثر الايجابي لسعر السياسة على القيمة السوقية، إذ بلغت مرورته الجزئية (٠.٠٠٠٦)، أي أن

جدول (٣)

نتائج تقدير اثر المتغيرات موضوع الدراسة على الناتج المحلي الاجمالي

Dependent Variable: LNY1

Method: Least Squares

Date: 09/09/19 Time: 00:04

Sample: 2006 2017

Included observations: 12

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0006	6.578668	0.962372	6.331123	C
0.0008	6.230029	4.63E-06	2.89E-05	X1
0.3894	0.927694	0.000688	0.000638	X2
0.0345	2.722748	0.013494	0.036740	X3

0.0345	-	0.013494	0.03674	X4
2.722729	-		1	
0.0345	-	0.013494	0.03675	X5
2.723326	-		0	
8.5305	Mean dependent	0.97801		R-squared
24	var	4		
0.6785	S.D. dependent	0.95969		Adjusted R-
83	var	2		squared
-	Akaike info	0.13623		S.E. of
0.8419	criterion	7		regression
86				
-	Schwarz criterion	0.11136		Sum squared
0.5995		3		resid
32				
-	Hannan-Quinn	11.0519		Log likelihood
0.9317	criter.	1		
51				
2.8283	Durbin-Watson	53.3804		F-statistic
05	stat	1		
		0.00006		Prob(F-
		8		statistic)

المصدر: أعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews 10)

زيادة سعر السياسة بنسبة (١%) يؤدي الى زيادة القيمة السوقية بنسبة (٠.٠٠٠٠٦%)، فضلاً عن ذلك تشير النتائج الى الاثر الايجابي لمتغير السياسة المالية المتمثل بالايرادات العامة على القيمة السوقية، إذ بلغت مرونته الجزئية (٠.٠٣٦)، اي ان الزيادة بنسبة (١%) في مقدار الايرادات العامة يؤدي الى زيادة في القيمة السوقية بنسبة (٠.٠٣٦%)، وهذه النتيجة غير متوقعة ولا تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، لأن العلاقة عكسية بين الاثنين.

كما نستنتج من الجدول أن مقدار النفقات العامة (EXP) يُظهر استجابة عكسية ومعنوية في الأنموذج المقدر، إذ بلغت المرونة الجزئية للقيمة السوقية بالنسبة لمقدار النفقات العامة (٠.٠٣٦٧). أي أن زيادة مقدار النفقات العامة بنسبة ١% يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية بنسبة (٠.٠٣٦٧)، وهذه النتيجة كانت متوقعة وتتفق مع منطق النظرية الاقتصادية. فضلاً عن ذلك تُشير النتائج إلى الأثر السلبي للموازنة العامة على القيمة السوقية، إذ بلغت مرونته الجزئية (٠.٠٣٦٨).

كما يتضح من الجدول ان قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت (0.97) وهذا يعني ان المتغيرات المستقلة (متغيرات السياستين النقدية والمالية) تفسر ما نسبته (97%) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (القيمة السوقية لسوق العراق الأوراق المالية)، والباقي من هذه النسبة والبالغة (3%) يرجع الى عوامل اخرى منها المتغير العشوائي. ويتبين من جدول نتائج الاختبار القياسي للمدة (2006-2017) معنوية الانموذج باعتبار ان معاملات الانموذج المجمعة معنوية، لان قيمة (F) المحتسبة بلغت (53.380) عند مستوى معنوية اقل من (1%).

ثالثاً: تقييم الانموذج المقدر قياسياً.

للتأكد من جودة الانموذج المستخدم في القياس والتحليل وخلوه من المشاكل القياسية، يستلزم اجراء الاختبارات التشخيصية الآتية:-

1- اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation):

ويتم بتطبيق اختبار مضروب لاكرانج للارتباط التسلسلي (BGLM):- يتضح من الجدول (4) ان قيمة إحصاء (F) المحتسبة بلغت (2.35983) بقيمة احتمالية (0.2104)، وهذا يدل على خلو الانموذج المقدر من مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي. وان ما يؤكد هذه النتيجة اختبار (D.W) حيث كانت قيمته (2.8283) وهي اكبر من (du) واقل من (4-du)، مما يؤكد ان الأنموذج خالٍ من مشكلة الارتباط الذاتي بين الاخطاء العشوائية.

جدول (4)

اختبار (BGLM) للأنموذج المقدر في الدراسة

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM

Test:

0.2104	Prob. F(2,4)	2.35983	F-statistic
		2	
0.0389	Prob. Chi-Square(2)	6.49520	Obs*R-squared
		0	

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews 10)
 2- اختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي (ARCH):- يلاحظ من الجدول (5) ان قيمة إحصاء (F) المحتسبة بلغت (2.944937) عند مستوى احتمال (0.1018)، وهذا يعني ثبات تباين حد الخطأ العشوائي في الانموذج المقدر.

جدول (٥)

اختبار (ARCH) للأنموذج المقدر في الدراسة

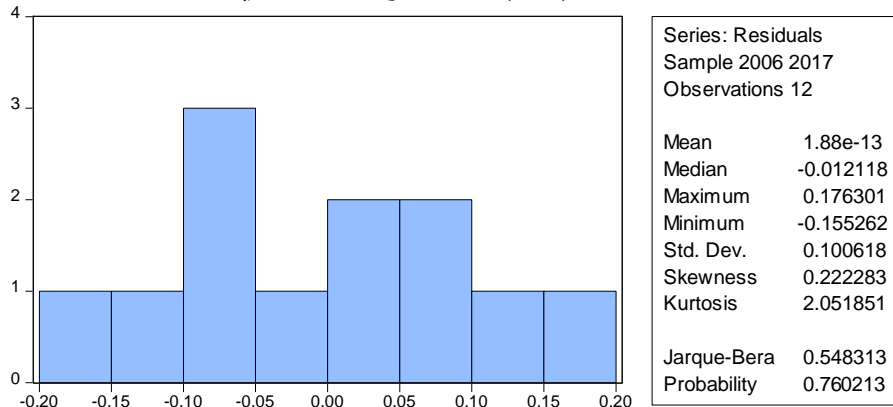
Heteroskedasticity Test: ARCH

0.1180	Prob. F(2,7)	2.94493 7	F-statistic
0.1018	Prob. Chi-Square(2)	4.56938 0	Obs*R-squared

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews 10)
٣- اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (JB):- يتضح من الشكل البياني (١) ان الاخطاء العشوائية تتوزع توزيعاً طبيعياً في الانموذج المقدر، إذ بلغت قيمة (JB) (١.٩٢٨٩) بقيمة احتمالية (٠.٣٨١).

الشكل (١)

اختبار (JB) لأنموذج المقدر في البحث



المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews 10).
٤- اختبار مدى ملائمة صحة الشكل الدالي (Ramsey-RESET):- يتضح من الجدول (٦) ان قيمة إحصاءة (F) المحسوبة بلغت (٠.٦١٣٧٧٢) عند مستوى دلالة (٠.٤٦٨٨)، وهذا يعني صحة الشكل الدالي النصف اللوغاريتمي المستخدم في الانموذج.

جدول (٦)

اختبار (Ramsey-RESET) للأنموذج المقدر في البحث

Ramsey RESET Test

Equation: UNTITLED

Specification: LNY1 C X1 X2 X3 X4 X5

Omitted Variables: Squares of fitted values

Probabil ity	Df	Value
-----------------	----	-------

0.4688	5	0.78343	t-statistic
		6	
0.4688	(1, 5)	0.61377	F-statistic
		2	
0.2385	1	1.38941	Likelihood ratio
		9	

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews 10)
 ٥- اختبار الازدواج الخطي (اختبار Kline): يستخدم للكشف عن وجود مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة، ويتم ذلك عن طريق مقارنة قيمة معامل التحديد (R^2) مع مربع معامل الارتباط بين أي متغيرين مستقلين في الأنموذج المقدر، فعندما يكون (R^2) أكبر من مربع معامل الارتباط البسيط بين أي متغيرين مستقلين يعني ذلك وجود مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة في الأنموذج المقدر ($R^2 > r_{X_i X_j}$). وعليه يتضح من الجدول (٧) الذي يمثل مصفوفة معاملات الارتباط البسيط بين المتغيرات المستقلة أن قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت (٠.٩٧٨) وهي أكبر من مربع معامل الارتباط البسيط بين أي متغيرين مستقلين في الأنموذج المقدر والذي بلغ (٠.٧٢٦٩٢).

جدول (٧)

مصفوفة معاملات الارتباط البسيط بين المتغيرات المستقلة لأنموذج القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية

Variables	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5
X_1	1.00000	-0.65649	0.59934	0.85207	-0.50581
X_2	-0.65649	1.00000	-0.49795	-0.56973	0.16474
X_3	0.59934	-0.49795	1.00000	0.84902	0.21465
X_4	0.85207	-0.56973	0.84902	1.00000	-0.33381
X_5	-0.50581	0.16474	0.21465	-0.33381	1.00000

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews 10).

رابعاً: اختبار استقرارية معاملات الأنموذج.

لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في الدراسة من وجود اي تغيرات هيكلية فيها، ومعرفة مدى استقرار وانسجام معاملات في الاجل الطويل مع تقديرات معاملات الاجل القصير يمكن استخدام أحد الاختياريين الآتيين:-

١. اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة.

Cumulative Sum of Recursive Residual (CUSUM)

٢. اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة.

Cumulative Sum of Squares Recursive Residual (CUSUM SQ)

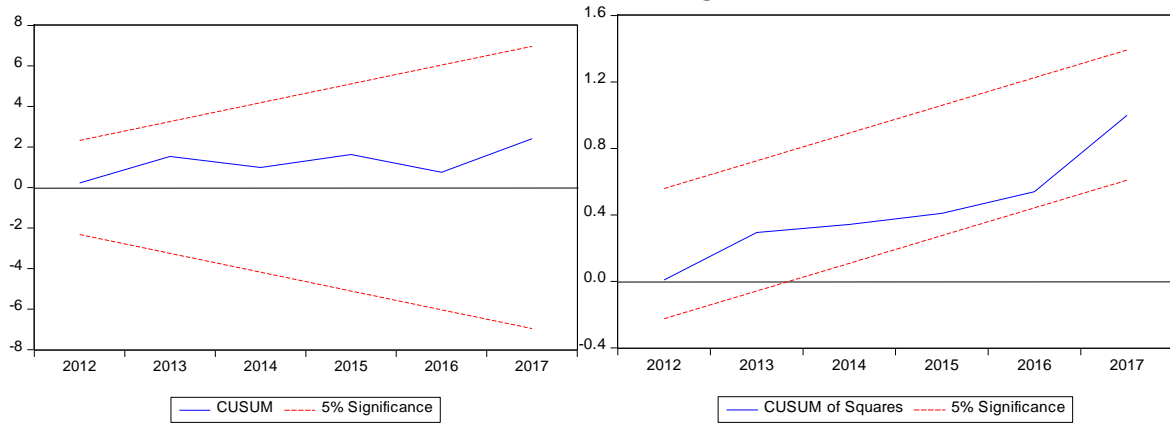
ويعد الاختباران من اهم الاختبارات في هذا المجال، لأنهما يوضحان امرين مهمين هما: مدى استقرار وانسجام المعلمات طويلة الاجل مع معلمات الاجل القصير، وكذلك توضح مدى وجود اي تغير هيكلية في البيانات. ووفقاً لهذين الاختبارين يتحقق الاستقرار الهيكلي

للمعلومات المقدرة اذا وقع الخط البياني لاختبار كل من (CUSUM) و (CUSUM SQ) داخل الحدود الحرجة (الحد الاعلى والحد الادنى) عند مستوى معنوية (5%)، في حين تكون المعلومات لا تتسم بالاستقرارية الهيكلية اذا وقع الخط البياني للاختبارات خارج الحدود الحرجة عند مستوى معنوية (5%).

يتضح من الشكل (٢) ان إحصاء اختبار كل من المجموع التراكمي للبواقي المعادة (CUSUM) و المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة (CUSUM SQ) وقع داخل الحدود الحرجة (الحد الاعلى، الحد الادنى) عند مستوى معنوية (5%)، وهذا يعني ان المعاملات المقدرة مستقرة هيكلياً عبر الفترة الزمنية للبحث. ويستدل من هذا الاختبار ان هناك استقراراً وانسجاماً في الانموذج المقدر في البحث.

الشكل (٢)

الاستقرارية الهيكلية لمعاملات الانموذج المقدر في البحث وفق الاختبارين (CUSUM- CUSUM SQ)



المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews 10)

الاستنتاجات والتوصيات:

أولاً: الاستنتاجات:

استنتاجات الجانب النظري

١. خفض سعر السياسة من قبل البنك المركزي يؤدي إلى خفض أسعار الفائدة على القروض والايداعات، الأمر الذي يدفع المستثمرين إلى التوجه نحو اقتناء الأصول المالية (الأسهم والسندات)، ومن ثم زيادة الطلب عليها، مما يترتب على ذلك ارتفاع أسعار تلك الأصول المالية في السوق المالية.

٢. أن الأدوات النوعية للسياسة النقدية تُعد إجراءات معرقة لنشاط السوق المالية، لكونها تعتمد على أسعار الفائدة التمييزية والمتطلبات الحدية (هامش الضمان) والأوامر واللوائح الصادرة عن البنك المركزي التي تُعنى بقطاع معين على حساب القطاعات الأخرى.

٣. أن العلاقة بين سياسة العجز أو الفائض في الموازنة العامة لا تكون باتجاه واحد وإنما باتجاهين، بمعنى وجود علاقة تبادلية قوية بينهما، فالسوق المالية تعمل على تسيير عمل السلطة المالية في تطبيق سياستها المالية عن طريق ما توفره هذه السوق من أمكانية وسهولة في عملية الاقراض والاقتراض لتمويل الموازنة العامة.

٤. تطور نشاط السوق المالية من حيث ادخال الابتكارات المالية الحديثة التي تحفز المستثمرين على التوجه نحو، زيادة التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار، يترتب عليها زيادة الطلب على الاوراق المالية، كل هذا يؤدي الى زيادة فاعلية مؤشرات السوق، ومن ثم زيادة القيمة السوقية.

استنتاجات الجانب العملي:

١. يُظهر معامل سعر الصرف (ER) استجابة طردية ومعنوية في أنموذج القيمة السوقية (MV) لسوق العراق للأوراق المالية، إذ بلغت المرونة الجزئية للقيمة السوقية بالنسبة لسعر الصرف (٢.٨٩)، وهذا أمر متوقع ويتفق مع المنطق الاقتصادي.

٢. يُظهر معامل سعر السياسة (PR) عدم معنويته في الأنموذج المقدر، وذلك لكون قيمة (t) المحتسبة والبالغة (٠.٩٢٧٦٩) أقل من قيمتها الجدولية البالغة (١.٧٩٦) وكذلك قيمة الاحتمالية لكل منهما أكبر من ٥% وكون تأثيره ايجابي على القيمة السوقية.

٣. أن متغير السياسة المالية المتمثل في الايرادات العامة له أثر ايجابي على القيمة السوقية، إذ بلغت مرونته الجزئية (٠.٠٣٦)، ومعنى ذلك أن زيادة نسبة الايرادات بمقدار ١% يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية بنسبة (٠.٠٣٦%)، وهي نتيجة غير متوقعة ولا تتفق مع المنطق الاقتصادي.

٤. تُظهر النفقات العامة استجابة عكسية ومعنوية الأنموذج المقدر للقيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية، إذ بلغت المرونة الجزئية للقيمة السوقية بالنسبة للنفقات العامة (٠.٠٣٦٧)، وهذا لا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية.

٥. أن المتغيرات المستقلة (متغيرات السياسة النقدية والمالية) تفسر نسبة ٩٧% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع المتمثل بالقيمة السوقية، وهذا ما توضحه قيمة معامل التحديد التي بلغت (٠.٩٧)، والباقي يعود إلى متغيرات لم تدخل في الأنموذج.

٦. يتضح من قيمة (F) المحتسبة والبالغة (٥٣.٣٨٠) معنوية الأنموذج ككل، باعتبار أن معاملات الأنموذج معنوية جميعها.

٧. أن الأنموذج المقدر خالٍ من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية، لكون قيمة مضروب لاكرانج بلغت (٢.٣٥٩٨٣٢). وتؤكد ذلك قيمة اختبار (D.W) والبالغة (٢.٨٢٨٣).

٨. أن الأخطاء العشوائية تتوزع توزيعاً طبيعياً في الأنموذج المقدر، لكون قيمة اختبار (JB) قد بلغت (١.٩٢٨٩) بقيمة احتمالية (٠.٣٨١).

٩. صحة الشكل الدالي النصف لوغاريتمي المستخدم في الأنموذج، وهذا تعمله قيمة (F) المحتسبة من اختبار (RAMSEY-RESET) والبالغة (٠.٦١٣٧٧٢) عند مستوى دلالة (٠.٤٦٨٨).

١٠. أن الأنموذج المقدر للقيمة السوقية يخلو من مشكلة التعدد (الازدواج) الخطي بين المتغيرات المستقلة، لكون قيمة معامل التحديد (R^2) والبالغة (٠.٩٧٨) أكبر من قيمة مربع معامل الارتباط البسيط بين أي متغيرين مستقلين (r^2_{xixj}) في مصفوفة معاملات الارتباط والتي بلغت (٠.٧٢٦٩٢).

١١. ان المعلمات المقدره مستقرة هيكلياً عبر الفترة الزمنية قيد الدراسة. وهذا يدل على وجود استقراراً وانسجاماً في الانموذج المقدر الذي يوضحه اختبار كل من (CUSUM) و

(CUSUM SQ)، حيث وقعت قيمتهما داخل الحدود الحرجة (الحد الاعلى و الحد الادنى) عند مستوى معنوية (5%) .

ثانياً: التوصيات.

١. العمل على تطوير نشاط سوق العراق للأوراق المالية باعتباره جزء مكمّل لفاعلية عمل السياسة النقدية، لكون أدواتها الكمية لا تكون ذات فاعلية ما لم تتوفر سوق مالية متطورة.
٢. الاعتماد على النتائج القياسية التي توصلت إليها الدراسة حول علاقة السياسة النقدية والمالية و سوق العراق للأوراق المالية عن طريق مؤشر القيمة السوقية، كونها تعطي نتائج أقرب إلى الواقع من الجانب النظري.
٣. ضرورة تفعيل دور السياسة النقدية في دعم وتعزيز نشاط سوق العراق للأوراق المالية، لكون النتائج القياسية كانت في الأغلب تتفق و منطق النظرية الاقتصادية، عن طريق التقليل من عمليات السوق المفتوحة وخفض سعر إعادة الخصم وتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني لكي يكون حافز للتوجه نحو الاقتراض وزيادة عدد المقترضين ومن ثم توسع نطاق السوق النقدية، الأمر الذي يترتب عليه زيادة التعامل مع سوق الأوراق المالية سواء من قبل المصارف أو من قبل الأفراد المستثمرين.
٤. تصحيح اتجاهات السياسة المالية في علاقتها و سوق العراق للأوراق المالية، لكون النتائج القياسية التي توصلت لها الدراسة لا تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية في أغلبها، وذلك عن طريق زيادة الانفاق وخفض الإيرادات أي زيادة عجز الموازنة.

الهوامش:

- (١) جاسم. عقيل (١٩٩٩)، النقود والبنوك منهج نقدي و مصرفي، مكتبة الحامد للنشر، عمان، الاردن، ص٢٠٧.
- (٢) العصار. رشاد و الحلبي. رياض (٢٠٠٠)، النقود والبنوك، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، ص١٥١.
- (٣) عبد الحميد. عبد المطلب (٢٠٠٣) ، السياسات الاقتصادية على المستوى القومي- تحليل كلي، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، ص٩٠.
- (٤) علي. بن قدور ومحمد. بيريير (٢٠١٩)، السياسة النقدية والتوازن الاقتصادي الكلي، ط١، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٣٦-٣٧.
- (٥) الزغبي. بشير (٢٠٠٢)، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال الفترة (١٩٧٨ - ١٩٩٨)، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد السابع والعشرون، العدد الثاني، عمان، الاردن، ص٣٢٥.
- (٦) رزاق. حسن محمد جواد (٢٠١١)، أثر السياسة النقدية في الاسواق المالية الناشئة، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، ص٦١.
- (٧) البنك المركزي العراقي(٢٠٠٤)، النشرة الاحصائية السنوية، دائرة الاحصاء والأبحاث، بغداد، العراق، ١٨.
- (٨) مالك. راشد عبد الله عباس (٢٠٠٥)، فعالية السياسة النقدية في النظام الوضعي والإسلامي في السودان خلال الفترة (١٩٧٨ - ٢٠٠٤)، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة أم درمان الاسلامية، معهد بحوث ودراسات العالم الاسلامي، السودان، ص١٠.
- (٩) ذنبيات. محمد جمال (٢٠٠٣)، المالية العامة والتشريع المالي، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، ص٤٣.
- (١٠) عبد الحميد. عبد المطلب، مصدر سابق، ص٦٣.
- (١١) الدعمي. عباس كاظم (٢٠١٤)، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط٢، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، ٢٩٢-٢٩٣.
- (١٢) سوق العراق للأوراق المالية (٢٠١٦)، التقرير السنوي، بغداد، العراق، ص٥.
- (١٣) العاني. عماد محمد علي (٢٠٠٢)، اندماج الأسواق المالية الدولية - اسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، ط١ ، بيت الحكمة، بغداد، العراق، ص٥٤.

- (١٤) المصدر نفسه، ص ٥٤.
- (١٥) سوق العراق للأوراق المالية، مصدر سابق، ص ١٦.
- (١٦) حنفي عبد القهار و فرياقص. رسمية (٢٠٠٢)، الاسواق المالية وتمويل الشركات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص ٣١٣.
- (١٧) العاني. عماد محمد علي، مصدر سابق، ص ٦٢-٦٣.
- (١٨) الدعيمي. عباس كاظم، مصدر سابق، ص ١٠٣-١٠٤.
- (١٩) المصدر نفسه، ص ١٠٤-١٠٥.
- (٢٠) سعيد عفرأ هادي (٢٠٠٤)، البنك المركزي والاقتراض الحكومي، اطروحة دكتوراه، قسم الاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد. بغداد، ص ٥٠.
- (٢١) البنك المركزي العراقي (٢٠٠٦-٢٠١٧)، النشرة الاحصائية السنوية، دائرة الاحصاء والأبحاث، بغداد، العراق. صفحات متفرقة.
- (٢٢) سوق العراق للأوراق المالية (٢٠٠٦-٢٠١٧)، التقرير السنوي، بغداد، العراق، صفحات متفرقة.

المصادر:

أولاً: الكتب

١. جاسم. عقيل (١٩٩٩)، النقود والبنوك منهج نقدي و مصرفي، مكتبة الحامد للنشر، عمان، الاردن.
٢. حنفي عبد القهار و فرياقص. رسمية (٢٠٠٢)، الاسواق المالية وتمويل الشركات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
٣. الدعيمي. عباس كاظم (٢٠١٤)، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط٢، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
٤. ذنبيات. محمد جمال (٢٠٠٣)، المالية العامة والتشريع المالي، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
٥. عبد الحميد عبد المطلب (٢٠٠٣)، السياسات الاقتصادية على المستوى القومي- تحليل كلي، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر.
٦. العصار. رشاد و الحلبي. رياض (٢٠٠٠)، النقود والبنوك، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
٧. علي. بن قدور ومحمد. بيرير (٢٠١٩)، السياسة النقدية والتوازن الاقتصادي الكلي، ط١، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
٨. العاني. عماد محمد علي (٢٠٠٢)، اندماج الأسواق المالية الدولية - اسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، ط١، بيت الحكمة، بغداد، العراق.

ثانياً: الرسائل والاطاريح الجامعية.

١. رزاق. حسن محمد جواد (٢٠١١)، أثر السياسة النقدية في الاسواق المالية الناشئة، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية.

٢. سعيد. عفراء هادي (٢٠٠٤)، البنك المركزي والاقتراض الحكومي، اطروحة دكتوراه، قسم الاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد. بغداد.

٣. مالك. راشد عبد الله عباس (٢٠٠٥)، فعالية السياسة النقدية في النظام الوضعي والإسلامي في السودان خلال الفترة (١٩٧٨ - ٢٠٠٤)، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة أم درمان الإسلامية، معهد بحوث ودراسات العالم الإسلامي، السودان.

ثالثاً: المجالات والدوريات.

١. الزغبي. بشير (٢٠٠٢)، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال الفترة (١٩٧٨ - ١٩٩٨)، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد السابع والعشرون، العدد الثاني، عمان، الأردن.

رابعاً: التقارير والنشرات الإحصائية.

١. البنك المركزي العراقي (٢٠٠٦ - ٢٠١٧)، النشرة الإحصائية السنوية، دائرة الإحصاء والأبحاث، بغداد، العراق.

٢. سوق العراق للأوراق المالية (٢٠٠٦ - ٢٠١٧)، التقرير السنوي، بغداد، العراق.