



مهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة بابل - كلية الادارة والاقتصاد
قسم العلوم المالية والمصرفية



أثر السياسة النقدية على أسعار الأسهم لعينة مختارة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

رسالة تقدمت بها الطالبة

غادة رياض محمد

الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة بابل

وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

بإشراف

أ. د. جواد كاظم البكري

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ﴾

صِدْقُ اللَّهِ الْعَلِيِّ الْعَظِيمِ

سورة البقرة الآية (32)

الاهداء

إلى تلك الروح المملوءة بالعاطفة والحنان والتي لا تزال ترافق خطواتي نحو الوصول...

أبي الحبيب

إلى عبق الياسمين ولمسة الحنان الدافئ والتي لم تنقطع بالدعاء لي ليل نهار...

أمي الحنونة

إلى رفاق الخطوة الأولى وما قبل الاخيرة، من كانوا سحاباً ممطراً ...

إخوتي واخواتي

إلى من أهدتنيها الحياة أستاذاً ومعلماً...

أ.د جواد كاظم البكري

إلى كل من وسعهم قلبي ولم تسعهم ورقتي...

حبا واحتراماً



شكر وتقدير

بسم الله نبتدى واليه ننهي وعليه نعول فيما نرتجي، ونستهل بالحمد لله الذي ليس لقضائه دافع، ولا لعطائه مانع، ولا كصنعه صانع وهو الجواد الواسع، والسلام على من خصه بالنبوة سيد الأنام أبي القاسم محمد (صلى الله عليه وآله وسلم).

بعد الانتهاء من إنجاز رسالتي للماجستير اجد في نفسي ومن دواعي الوفاء والعرفان أن أقدم بالشكر المقرون بالتقدير الكبير إلى استاذي الفاضل أ. د. جواد كاظم البكري ليس لقبوله الإشراف على هذه الرسالة فحسب، وإنما لأخلاقه العالية وعلمه الغزير وسعة صدره وأفق الواسع فضلاً عن التوجيهات السديدة والجهد والمتابعة الحثيثة في إتمامها، وأشعر بالفخر والاعتزاز كون هذه الدراسة تولى الإشراف عليها استاذ ومشرف مثالي.

كما أقدم بالشكر والامتنان إلى الأساتيد مرئيس وأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم مشكورين بقبول مناقشة دراستي وإبداء ملاحظاتهم السديدة داعية من الله عز وجل أن يحفظهم ويرعاهم، كما وأقدم بشكري الجزيل إلى السيد عميد كلية الإدارة والاقتصاد الاستاذ الدكتور نزيب عبد الرزاق الهنداوي، والسيد مرئيس قسم العلوم المالية والمصرفية الأستاذ المساعد الدكتور أسعد منشد، ويلزمي واجب الأمانة العلمية أن أقدم بالشكر والامتنان إلى اساتذتي الأفاضل في قسم العلوم المالية والمصرفية الذين تتلمذت على أيديهم إثناء السنة التحضيرية لدراسة الماجستير

واعرب عن خالص شكري وتقديري إلى كل من الخبير اللغوي لما أبداه من جهود علمية جعلت الرسالة سليمة من الأخطاء اللغوية، والخبير العلمي لما أسداه من ملاحظات مهمة وقيمة ستكون مثراً اهتمامي واعتزازي، وإيضاً عرفاناً بالجميل أقدم الشكر الجزيل إلى أخي وزميلتي مصطفى حبيب لما قدمه لي من معلومات ونصائح. وبقي امتناني الأكبر إلى أفراد عائلتي، لما قدموه لي من دعم معنوي سواء بالكلمة الطيبة أو بالنوايا الصافية الصادقة - أقدم لهم هذا الجهد لتقر أعينهم.



قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	الاية
ب	الاهداء
ت	الشكر والتقدير
ث	قائمة المحتويات
ج - ح	قائمة الجداول
خ	قائمة الاشكال البيانية
د	قائمة الملاحق
ذ	المستخلص
11-1	المقدمة
51-13	الفصل الاول/ الإطار النظري للسياسة النقدية والأسواق المالية والعلاقة بينهما
14	المبحث الأول/ الإطار النظري للسياسة النقدية
29	المبحث الثاني/ الإطار النظرية للأسواق المالية
41	المبحث الثالث/ العلاقة بين السياسة النقدية والأسواق المالية
93-53	الفصل الثاني/ تحليل واقع السياسة النقدية والأسواق المالية في العراق والعلاقة بينهما
54	المبحث الأول/ تحليل واقع السياسة النقدية في العراق للمدة (2007-2021).
71	المبحث الثاني/ تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021).
84	المبحث الثالث/ تحليل العلاقة بين السياسة النقدية وأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021).
136-95	الفصل الثالث/ قياس وتحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)
96	المبحث الاول/ الاطار النظري للاساليب القياسية المستخدمة
104	المبحث الثاني/ توصيف وصياغة النموذج
108	المبحث الثالث/ تقدير وتحليل الأنموذج القياسي
140-138	الاستنتاجات والتوصيات
155-142	المصادر
165-157	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
30	مراحل تطور الأسواق المالية	1
59	عرض النقد بالمعنى الضيق في العراق للمدة (2007-2021)	2
63	سعر فائدة البنك المركزي العراقي للمدة (2007-2021)	3
65	سعر الصرف الرسمي في العراق للمدة (2007-2021)	4
69	معدل التضخم في العراق للمدة (2007-2021)	5
73	عدد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية	6
77	تفاصيل الشركات عينة الدراسة	7
78	الأسعار السوقية لأسهم شركة مصرف بغداد للمدة (2007-2021)	8
80	الأسعار السوقية لأسهم شركة فندق بابل للمدة (2007-2021)	9
82	الأسعار السوقية لأسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية للمدة (2007-2021)	10
85	الانفاق الاستثماري في العراق للمدة (2007-2021)	11
87	العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار أسهم شركة مصرف بغداد للمدة (2007-2021)	12
89	العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار أسهم شركة فندق بابل للمدة (2007-2021)	13
92	العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار أسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية للمدة (2007-2021)	14
105	متغيرات الأنموذج القياسي المستخدم	15
108	نتائج إختبار (Jarque- Bera) لاختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات النموذج	16
109	نتائج أختبار الارتباط الذاتي للنموذج الأول لشركة مصرف بغداد	17
109	نتائج أختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثاني لشركة مصرف بغداد	18
109	نتائج أختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثالث لشركة مصرف بغداد	19

111	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الرابع لشركة مصرف بغداد	20
113	نتائج اختبار الخطية لشركة مصرف بغداد	21
118	نتائج مخرجات النماذج الأربعة لشركة مصرف بغداد	22
119	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الأول لشركة فندق بابل	23
119	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثاني لشركة فندق بابل	24
120	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثالث لشركة فندق بابل	25
120	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الرابع لشركة فندق بابل	26
123	نتائج اختبار الخطية لشركة فندق بابل	27
127	نتائج مخرجات النماذج الأربعة لشركة فندق بابل	28
128	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الأول لشركة بغداد للمشروبات الغازية	29
128	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثاني لشركة بغداد للمشروبات الغازية	30
129	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثالث لشركة بغداد للمشروبات الغازية	31
129	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الرابع لشركة بغداد للمشروبات الغازية	32
132	نتائج اختبار الخطية لشركة بغداد للمشروبات الغازية	33
136	نتائج مخرجات النماذج الأربعة لشركة بغداد للمشروبات الغازية	34

قائمة الاشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
17	المربع السحري لكالدور	1
42	آلية انتقال أثر السياسة النقدية إلى سوق الأسهم	2
61	تطور عرض النقد بالمعنى الضيق في العراق للمدة (2007-2021)	3
64	تطور سعر الفائدة في العراق للمدة (2007-2021)	4
67	تطور سعر الصرف في العراق للمدة (2007-2021)	5
70	تطور معدل التضخم في العراق للمدة (2007-2021)	6
79	تطور الأسعار السوقية لأسهم شركة مصرف بغداد للمدة (2007-2021)	7
81	تطور الأسعار السوقية لأسهم فندق بابل للمدة (2007-2021)	8
83	تطور الأسعار السوقية لأسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية للمدة (2007-2021)	9
86	تطور الانفاق الاستثماري في العراق للمدة (2007-2021)	10
105	مسار العلاقات بين متغيرات النموذج	11
112	نتائج أستقرارية النموذج ككل للنماذج الأربعة لشركة مصرف بغداد	12
121	نتائج أستقرارية النموذج ككل للنماذج الأربعة لشركة فندق بابل	13
130	نتائج أستقرارية النموذج ككل للنماذج الأربعة لشركة بغداد للمشروبات الغازية	14

قائمة الملاحق

رقم الملاحق	عنوان الملحق
1	اختبار فليبس_ بيرون (pp)
2	نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الاول لشركة مصرف بغداد
3	نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثاني لشركة مصرف بغداد
4	نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثالث لشركة مصرف بغداد
5	نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الرابع لشركة مصرف بغداد
6	نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الاول لشركة فندق بابل
7	نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثاني لشركة فندق بابل
8	نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثالث لشركة فندق بابل
9	نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الرابع لشركة فندق بابل
10	نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الاول لشركة بغداد للمشروبات الغازية
11	نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثاني لشركة بغداد للمشروبات الغازية
12	نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثالث لشركة بغداد للمشروبات الغازية
13	نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الرابع لشركة بغداد للمشروبات الغازية

تؤدي السياسة النقدية دوراً مؤثراً في النشاط الاقتصادي وغالباً ما يكون ذلك متفاوتاً بين البلدان وحسب طبيعة النظام الاقتصادي ودرجة تقدمه، فضلاً عن مدى استقلالية البنك المركزي والأدوات النقدية التي يستعملها، فقد جاء هذا البحث ليركز، وحسب نظرية توبين للاستثمار، على أثر السياسة النقدية المتمثلة بقناة (عرض النقد، سعر الصرف، سعر الفائدة، ومعدل التضخم) من خلال الانفاق الاستثماري على أسعار الأسهم في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2007-2021).

وتحقيقاً لذلك قدمت الدراسة أطراً نظرياً للسياسة النقدية وأسواق المال والعلاقة بينهما، فضلاً عن تحليل وصفي لمسار تلك القنوات وتطورها ومدى تأثيرها بالنشاط الاقتصادي، وكذلك تحليلاً لأسعار الأسهم لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (مصرف بغداد، فندق بابل، شركة بغداد للمشروبات الغازية)، فضلاً عن اعتماد البرامج الإحصائية الحديثة (Eviews12, Stata15) في الجانب الكمي لقياس وتحليل قنوات انتقال أثر السياسة النقدية على أسعار الأسهم، بأستعمال بيانات فصلية سنوية بواقع (57) مشاهدة وتم اجراء اختبار التكامل المشترك والارتباط الذاتي واستقرارية النموذج ككل وتم استخدام نمذجة المعادلات الهيكلية (SEM) Structural Equations Modeling) للتقدير، وانطلق البحث من فرضية مفادها أن استخدام أدوات السياسة النقدية (سعر الصرف، سعر الفائدة، عرض النقد، معدل التضخم) لم يكن فاعلاً في نقل اثر السياسة النقدية على السوق المالية وأسعار الأسهم في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. وتوصل البحث الى مجموعة أستنتاجات من أهمها أن معدل التضخم فقط كان له تأثير معنوي على أسعار اسهم شركة مصرف بغداد، أما بقية المتغيرات فكان ليس لها تأثير، وهناك اثر معنوي لسعر الفائدة وعرض النقد على أسهم فندق بابل بينما لم يكن هنالك اثر معنوي لمتغيرات سعر الصرف والتضخم، وكذلك هنالك اثر معنوي لمعدل التضخم وسعر الفائدة وعرض النقد على اسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية في حين لم يكن لسعر الصرف اثر معنوي.

تعد السياسة النقدية واحدة من أهم السياسات الاقتصادية التي تستخدمها البلدان بأختلاف نظمها الاقتصادية، لما تمتلكه هذه السياسة من قدرة على مواجهة الازمات الاقتصادية وضبط الاختلال الذي يحصل في السوق النقدية والمالية إذ تترك أثراً جلياً في استقرار المستوى العام للأسعار وضبط التضخم ومعدلات الفائدة والحفاظ على القوة الشرائية، فضلاً عن استقرار اسعار الصرف، وهذا يؤدي الى تحقيق الاستقرار المالي، والذي يعد شرطاً أساسياً لتحقيق الكفاءة الاقتصادية.

لقد حظيت الاسواق المالية بالأهتمام من قبل صانعي القرار في مختلف بلدان العالم لما لها من دور كبير، لكونها تشكل حيزاً مهماً لتطبيق السياسات النقدية، ولاسيما باستخدام الأدوات الكمية غير المباشرة، فالإجراءات النقدية تمارس تأثيرها في السيولة الكلية للاقتصاد عبر قنوات مشتركة وأن الاقتصاد العراقي يعيش بشكل عام والاسواق المالية بشكل خاص العديد من الاضطرابات والاختلالات، ليس على صعيد العراق فقط، وانما شملت معظم دول العالم بكافة مستوياتها، إذ أدت هذه الاضطرابات الى حالة من الضبابية وانعدام الثقة بالنظام المالي، وفي ظل هذه الظروف يحاول العراق أن يكون نموذجاً للأسواق العربية والإقليمية من خلال توفير فرص استثمارية مثالية، فضلاً عن نسج العلاقات مع باقي الأسواق الأخرى وكذلك العمل على توفير سوق مالي يتسم بالشفافية والكفاءة.

أن نظرية توبين، التي ابتكرها الفائز بجائزة نوبل جيمس توبين، والتي تبين الدور الذي يمكن أن تؤديه السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرها على تقلبات أسعار أسهم الشركات، إذ تنص نظرية توبين تنص على وجود علاقة سببية بين الأستثمار وتقلبات القيمة السوقية لأسعار الأسهم الناتجة عن تغيرات السياسة النقدية بناء على نسبة (q) التي عرفها توبين ب(القيمة السوقية لأسهم الشركات) وهذا يشجع الأنفاق الأستثماري لأن الشركات يمكنها شراء الكثير من السلع فقط بإصدار قليل للأسهم، إذ تعطي زيادة أسعار الأسهم مؤشراً على توافر فرص استثمارية مربحة للشركات.

أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من مناقشة موضوع أثر السياسة النقدية على اسواق المال من خلال أسعار الأسهم في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

أهداف الدراسة

ذهب البحث إلى تحديد جملة من النقاط لتكون أهدافاً له:

- 1- دراسة القنوات التي من الممكن أن تنتقل من خلالها آثار السياسة النقدية الى أسواق المال في العراق.
- 2- تحديد المتغيرات النقدية التي تؤثر في أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، حسب نظرية توبين.
- 3- تحديد طبيعة وقوة التأثير لتلك المتغيرات في أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

مشكلة الدراسة

لم تكن السياسات النقدية المتبعة في الاقتصاد العراقي مؤثرة وفاعلة في أسواق المال بسبب عدم فاعلية أدوات السياسة النقدية التي استخدمها البنك المركزي (عرض النقد، سعر الفائدة، سعر الصرف، معدل التضخم) رغم محاولات السلطات النقدية التأثير على أسواق المال من خلال متغير الاستثمار.

فرضية الدراسة

أن استخدام أدوات السياسة النقدية (سعر الصرف، سعر الفائدة، عرض النقد، معدل التضخم) لم يكن فاعلاً في نقل اثر السياسة النقدية على السوق المالية وأسعار الأسهم في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

حدود الدراسة

1- الحدود المكانية: تمثلت بسوق العراق للأوراق المالية.

2- الحدود الزمانية: شملت المدة من 2007_2021.

عينة الدراسة

تتألف عينة البحث من ثلاث شركات يتم تداول أسهمها في سوق العراق للأوراق المالية، وهي (مصرف بغداد، فندق بابل، بغداد للمشروبات الغازية) ومن أسباب اختيار هذه الشركات هي توفر المعلومات الخاصة بمتغيرات البحث، وأن الشركات عينة البحث جميعها مدرجة ومساهمة في سوق العراق للأوراق المالية ووجود حسابات ختامية وكشوفات مالية متكاملة ودقيقة إلى حد كبير وبإشراف جهات رقابية كديوان الرقابة المالية، وأن الشركات عينة البحث كانت من أكثر الشركات تداولاً لأسهمها خلال مدة البحث وأقلها أنقطاعاً للتداول، وكذلك لم يتم تحويل نوعية ملكية الشركات خلال تلك المدة، فضلاً عن أن الشركات الثلاث عينة الدراسة مثلت ثلاث قطاعات مختلفة قطاع المصارف، قطاع السياحة، وقطاع الصناعة.

منهجية الدراسة

تم اعتماد المنهج الاستقرائي بالإضافة إلى الأسلوب التحليلي في تأطير الجانب النظري للبحث معززاً بالأسلوب الكمي القياسي المستند على تحليل النماذج القياسية.

هيكلية الدراسة

قُسم البحث إلى ثلاثة فصول، تناول الفصل الأول الأطار النظري للسياسة النقدية وأسواق المال والعلاقة بينهما، وتضمن ثلاثة مباحث، المبحث الأول الإطار النظري للسياسة النقدية، المبحث الثاني الإطار النظري لأسواق المال، والمبحث الثالث العلاقة بين السياسة النقدية وأسواق المال.

وجاء الفصل الثاني لبيان واقع السياسة النقدية وأسواق المال في العراق والعلاقة بينهما، وتضمن ثلاثة مباحث، تناول المبحث الأول واقع السياسة النقدية في العراق للمدة من (2007-2021)، والمبحث الثاني

تناول واقع سوق العراق للأوراق المالية، وأما المبحث الثالث فكان عن العلاقة بين السياسة النقدية وسوق العراق للأوراق المالية.

وأما الفصل الثالث فقد أختص بالجانب القياسي من خلال قياس علاقة أنتقال أثر قنوات السياسة النقدية الى أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، ونُضم بثلاث مباحث، الأول تناول الأساليب المستخدمة لتحليل النموذج، أما الثاني فتناول توصيف وصياغة النموذج، والثالث قياس وتحليل علاقة أنتقال أثر السياسة النقدية الى أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، وُختم البحث بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات.

الدراسات السابقة

أولاً_ الدراسات العربية

دراسة(عبد الحسين جليل الغالبي، رجاء جابر عباس، 2022) (1)	
عنوان الدراسة	صدّات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2010-2015)
هدف وأسلوب الدراسة	الدراسة تعرف صدّات عرض النقد بانها التغير في عرض النقد الفعلي بشكل يفوق أو يقل عن عرض النقد المتوقع لدى السلطات النقدية أو عند تغير اسعار الفائدة, اما صدّات سعر الصرف فإنها تعرف بانها التغير المفاجئ الذي يحدث في قيمة العملة نتيجة تغير احد العوامل المؤثرة فيها سواء كانت عوامل نقدية او حقيقية او عوامل داخلية او خارجية، مما يسبب اضطرابات كبيرة تؤثر سلباً على مختلف الانشطة الاقتصادية في البلد وتمتد هذه الاضطرابات لتشمل القطاع الخارجي كالعجز في ميزان المدفوعات،ولما كان نشاط السوق المالية جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي، فأن اي تقلب في عرض النقد واسعار الصرف سيجد صداه في سوق الاوراق المالية وتوصلت الدراسة الى ضعف اثر صدّات عرض النقد وصدّات سعر الصرف على مؤشرات سوق الاوراق المالية في العراق للمدة (2010-2015) الامر الذي يبين ضعف اداء السياسات النقدية والمالية في العراق وتعميق

(1) عبد الحسين جليل الغالبي، رجاء جابر عباس، صدّات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2010-2015)، مجلة كلية التربية للنبات للعلوم الإنسانية، العدد31، السنة السادسة عشرة : 2022.

الاختلالات الهيكلية التي يمر بها الاقتصاد العراقي خلال المدة المدروسة.

دراسة(لوره باسم بشير الساعور، أوس فخر الدين أيوب الجويجاتي، 2021) (1)	
عنوان الدراسة	أثر بعض متغيرات السياسة النقدية في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية للمدة (1990-2019) ARCH(2019) باستخدام نماذج
هدف وأسلوب الدراسة	هدفت الدراسة الى ضرورة دراسة العلاقة لبعض متغيرات السياسة النقدية في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية للمدة 1990-2019 باستخدام نماذج (ARCH) ، حيث توصل البحث من نتائج الاختبارات الإحصائية لبيانات السلسلة الزمنية امدها (29) سنة بان متغير العام لأسعار الأسهم في العراق كان مستقرا عند الفرق الأول (1) اوالى عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، وان هناك اثر الاستخدام نموذج (ARCH) الذي اثبت كفاءته في مجال التنبؤ لمؤشر السوق المالي العراقي ومن اهم الاستنتاجات التي توصل اليها البحث في النموذج المقدر الى وجود علاقات احصائية لمتغير عرض النقود وان له علاقة طردية في المؤشر المالي وانه ذات اثر معنوي ،اما بالنسبة لباقي المتغيرات لكل من(معدل التضخم وسعر الصرف) فقد كان غير معنويا في حين نجد بان سعر الفائدة كان له اثر معنوي على المؤشر العام لأسعار الأسهم وتم تفسير معالمها بحسب المفاهيم الاقتصادية.

دراسة:(عباس كاظم جاسم الدعي ،2012) (2)	
عنوان الدراسة	انعكاسات السياسات النقدية في مؤشرات تداول سوق الاوراق المالية الولايات المتحدة الامريكية دراسة قياسية للمدة 1990-2010 / وباستخدام نماذج التخلف الزمني
هدف وأسلوب الدراسة	هدفت الدراسة الى قياس اثر السياسة النقدية ومتغير التخلف الزمني في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية لسوق NYSE وباستخدام نموذج التخلف الزمني، وقد تم اختيار

(1)لوره باسم بشير الساعور، أوس فخر الدين أيوب الجويجاتي، أثر بعض متغيرات السياسة النقدية في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية للمدة(1990-2019) باستخدام نماذج (ARCH)، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد17، العدد56، 2012.

(2) عباس كاظم جاسم الدعي ، انعكاسات السياسات النقدية في مؤشرات تداول سوق الاوراق المالية (الولايات المتحدة الامريكية دراسة قياسية للمدة 1990-2010 / وباستخدام نماذج التخلف الزمني)، المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد 8، العدد 32، 2012.

النموذج الامثل ومن ثم اختبار دقة معنوية معلمات النموذج باستخدام المعايير الاحصائية والاقتصادية القياسية، وشارت النتائج الى وجود علاقة طردية ما بين عرض النقود وكل من مؤشرات اداء سوق الأورق المالية، اما بالنسبة لسعر الفائدة فهناك علاقة عكسية ما بين اسعار الفائدة واسعار الاسهم والمؤشرات الأخرى في سوق الأورق المالية.

دراسة (أسامة جبار مصلح، 2020) (1)

عنوان الدراسة	اثر تغير عرض النقود على اسعار الأسهم لسوق العراق للأوراق المالية / دراسة تحليلية
هدف وأسلوب الدراسة	<p>كان دور سوق العراق للأوراق المالية محدود جدا في تمويل النشاطات الاقتصادية للقطاع الخاص والقطاع الحكومي لضعف سوق الأسهم، فضلاً عن تركيز نشاط السوق في القطاعات الخدمية وبالذات المصارف مقابل القطاعات الإنتاجية، وان نشاطه كان تابعاً لاسعار النفط وذلك لتأثر السياسة المالية للحكومة وتأثر النشاط الاقتصادي بذلك، في حين لم يتأثر الاقتصاد العراقي وسوقه المالية بالأزمة المالية العالمية عام (2008) لكونه اقتصاد غير منفتح عالمياً من حيث تدفقات رؤوس الموال والتجارة الدولية، واطهرت نتائج التحليل القياسي للعلاقة ما بين المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة وأسعار الأسهم لسوق العراق المالي، ملائمة تحليل المدرسة النقدية لظروف العراق بوصفها من الاقتصادات النامية، و قوة تأثير مستوى النشاط الاقتصادي الحالي على اسعار الأسهم، في حين كان تأثير تغير اسعار صرف الدولار مقابل الدينار العراقي على اسعار الأسهم ضعيف، وذلك يعود الى ميل وتفضيل الأفراد الى استبدال أرصدهم المحلية بالعملات الأجنبية بدلاً من شراء الأسهم والسندات، وذلك عند انخفاض قيمة عملاتهم المحلية، كذلك ضعف تأثير معدل الفائدة للقروض على اسعار الأسهم، مما يشير الى تفضيل الأفراد العراقيين الى التحول وفي إطار الحافطة الاستثمارية من الموجودات الأقل سيولة (الأسهم والسندات) الى النقود التي تتمتع بسيولة كاملة. مما يستوجب من البنك المركزي العراقي اتخاذ العديد من الإجراءات لتحقيق التطور والاستقرار في السوق المالية.</p>

(1) أسامة جبار مصلح، اثر تغير عرض النقود على اسعار الأسهم لسوق العراق للأوراق المالية / دراسة تحليلية، مجلة الدنانير، العدد8، 2020.

دراسة (حيدر حسين آل طعمة، 2007) (1)

عنوان الدراسة	تحليل العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية مصر حالة دراسة للمدة (1991-2005)
هدف وأسلوب الدراسة	هدفت الدراسة الى تفسير تقلبات اسعار الأوراق المالية وبيان مدى تأثير العوامل الخارجية (الاقتصادية) فيها والتوصل الى افضل النماذج لقياس تأثير العوامل الاقتصادية في اسعار الأسهم، وتوصلت الدراسة في التحليل القياسي أن النموذج اللاخطي افضل النماذج تعبيراً عن واقع سوق مصر للأوراق المالية، وقد اظهرت الدراسة ان العوامل الخارجية سواء أكانت سياسية او اقتصادية في شكل مباشر أم غير مباشر تؤثر في أداء سوق الأوراق المالية، ويتباين تأثير كل عامل عن الآخر في مؤشرات الأداء فأرتفاع عرض النقد وسعر الصرف ينعكس ايجابياً، أما ارتفاع سعر الفائدة والأزمة المالية والسياسية ينعكس سلباً.

ثانياً_ الدراسات الأجنبية

(2) (Bzhar Nasradeen Majeed, 2022)

عنوان الدراسة	The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Exchange Market Performance: Iraq Stock Exchange Market as an Example
هدف وأسلوب الدراسة	كان الغرض من الدراسة هو دراسة تأثير بيانات السلاسل الزمنية الشهرية لمتغيرات الاقتصاد الكلي من كانون الثاني 2005 إلى تشرين الأول 2021 على أداء سوق الأسهم العراقية، استخدمت هذه الدراسة أربعة عوامل للاقتصاد الكلي كمتغيرات مستقلة (عرض النقود ، وسعر الفائدة ، وسعر الصرف ، ومعدل التضخم)، والقيمة السوقية كبديل لأداء سوق الأوراق المالية كمتغير تابع، وكانت جميع المتغيرات ثابتة عند (المستوى) وفقاً لاختبار ديكي فولر المعزز (ADF)، وتوصلت الى الدراسة الى أن عرض النقود له تأثير إيجابي كبير بنحو 0.50، معدلات الفائدة لها تأثير سلبي كبير 0.53، سعر الصرف له تأثير إيجابي كبير بنسبة 0.62، في حين أن معدل التضخم له تأثير سلبي ولكنه غير مهم من الناحية الإحصائية على أداء سوق الأسهم بمقدار 0.002، وفقاً لنتائج الانحدار

(1) حيدر حسين آل طعمة، تحليل العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية مصر حالة دراسة للمدة (1991-2005)، رسالة ماجستير، جامعة بغداد، 2007.

(2) Bzhar Nasradeen Majeed, The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Exchange Market Performance: Iraq Stock Exchange Market as an Example, Charmo University, Sulaimani, Iraq, 2022.

الانحدار الذاتي (ARDL)، يوضح تحليل متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأوراق المالية أن هناك علاقة طويلة الأجل، وإن المحددات الحقيقية لنجاح البورصة العراقية هي عرض النقود وسعر الصرف وسعر الفائدة ، فكلها لها تأثير كبير.

(Aditya Prasad Sahoo, 2020)⁽¹⁾

Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market –A Study Between India And America	عنوان الدراسة
تناولت هذه الدراسة متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة وتأثيرها على سوق الأوراق المالية لكل من الهند وأمريكا والعلاقات المتبادلة بينهما، لتقدير الارتباط تم أخذ العلاقة والعلاقة الفردية المهمة والعلاقة المتبادلة، والانحدار، واختبار t ونموذج ANNOVA في الاعتبار، وكانت مدة الدراسة من 2015 إلى 2019 على أساس البيانات السنوية من البنك الدولي، وفقاً للتحليل وجد أن معدل التضخم وسعر الفائدة لا يؤثران بشكل كبير على BSE SENSEX ولكن الناتج المحلي الإجمالي والناتج المحلي الإجمالي لكل رأس مال ذو دلالة إحصائية، في حين أن JHONES DOW لا تتأثر بشكل ملموس بجميع متغيرات الاقتصاد الكلي حيث أن جميعها غير ذات دلالة إحصائية. ومع ذلك ، في حالة العلاقة الفردية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وسوق الأوراق المالية لكلا البلدين ، فإن جميع متغيرات الاقتصاد الكلي لها دلالة إحصائية.	هدف وأسلوب الدراسة

(Jawad Khan, Imran Khan, 2018)⁽²⁾

The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Prices: A Case Study of Karachi Stock Exchange	عنوان الدراسة
---	---------------

⁽¹⁾ Aditya Prasad Sahoo, Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market -A Study Between India And America, European Journal of Molecular & Clinical Medicine ISSN 2515-8260 Volume 7, Issue 11, 2020.

⁽²⁾ Jawad Khan, Imran Khan, The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Prices: A Case Study of Karachi Stock Exchange, Journal of Economics and Sustainable Development, ISSN 2222-1700 (Paper) ISSN 2222-2855 (Online) Vol.9, No.13, 2018.

تتأثر قرارات الاستثمار بشكل كبير بمتغيرات الاقتصاد الكلي حيث تؤثر التغيرات في متغيرات الاقتصاد الكلي على أسواق الأسهم بشكل مختلف وفقاً للظروف الاقتصادية للدولة والسياسات الحكومية، وتساهم الدراسة من خلال تحديد تأثير مختلف متغيرات الاقتصاد الكلي على أسعار الأسهم في باكستان من خلال تحليل البيانات الشهرية من مايو 2000 إلى أغسطس 2016، نظراً لأن جميع المتغيرات ثابتة عند الاختلاف الأول، يتم تطبيق نهج ARDL المثالي للاختبار الملزم للتحقق من المدى القصير، والتكامل المشترك طويل المدى لمتغيرات الاقتصاد الكلي على أسعار الأسهم، تشير النتائج إلى أن أسعار الأسهم في بورصة كراتشي تتأثر بشكل كبير على المدى الطويل بعرض النقود وسعر الصرف وسعر الفائدة، وعلى المدى القصير تكون جميع المتغيرات غير مهمة باستثناء سعر الصرف الذي يرتبط سلباً بأسعار الأسهم، يجب أن يكون البنك المركزي يقطاً أثناء تغيير المعروض النقدي في السوق لأن الزيادة المفرطة في المعروض النقدي يمكن أن تؤثر على الاستثمار، وكذلك سوق الأوراق المالية يجب أن تحافظ الجهة التنظيمية على سعر الفائدة منخفضاً نسبياً لتشجيع الأنشطة الاقتصادية، وتحسين البيئة الاقتصادية الخارجية من خلال سياسة سعر الصرف القائمة على القواعد وتجنب التدابير التقديرية.

هدف وأسلوب
الدراسة

(Manamba EPAPHRA, Evidence SALEMA, 2018) ⁽¹⁾

The impact of macroeconomic variables on stock prices in Tanzania

عنوان الدراسة

تبحث هذه الورقة في العلاقة بين أسعار الأسهم ومتغيرات الاقتصاد الكلي وهي معدل التضخم وسعر أذون الخزانة وسعر الصرف وعرض النقود في تنزانيا. تستخدم الورقة بيانات سلاسل زمنية شهرية تمتد من يناير 2012 إلى ديسمبر 2016 عبر 10 شركات مدرجة في بورصة دار السلام. تم تطبيق نماذج جوهانسن للتكامل المشترك وتصحيح الخطأ المتجه للتحقيق في العلاقة طويلة المدى بين أسعار الأسهم ومتغيرات الاقتصاد الكلي ويكشف التحليل التجريبي أن متغيرات الاقتصاد الكلي وأسعار الأسهم متكاملين معاً، وبالتالي توجد علاقة توازن طويلة المدى بينهما. بنفس القدر من الأهمية، تظهر نتائج

هدف وأسلوب
الدراسة

⁽¹⁾ Manamba EPAPHRA, Evidence SALEMA, The impact of macroeconomic variables on stock prices in Tanzania, Journal of Economics Library, Vol 5, No 1, 2018.

الانحدار الكلي للنموذج أن عرض النقود وسعر الصرف لهما تأثير إيجابي على أسعار الأسهم، على النقيض من ذلك يميل سعر سندات الخزانة إلى أن يكون له تأثير سلبي على أسعار الأسهم، ويبدو أن معدل التضخم لا يؤثر على أسعار الأسهم الإجمالية، ومع ذلك تظهر انحدارات الشركات الفردية أن معامل التضخم سلبي وذو دلالة إحصائية في 6 نماذج ولكنه ضعيف الأهمية في نموذجين ، وإيجابي ودلالة إحصائية في نموذج واحد، ومع ذلك وجد أن المعروض النقدي هو المحدد الرئيسي للمخزون، وبالتالي، يجب استهدافه باعتباره السياسة النقدية الرئيسية التي تهدف إلى توجيه سوق الأوراق المالية في تنزانيا.

(1) (Ramin Cooper Maysami, 2004)

عنوان الدراسة
 . (Relations ship between Macroeconomic variables and stock market Indices : co-integration evidence from stock Exchange of signatures All- ssector Indices)

هدف وأسلوب الدراسة
 سعت الدراسة لبيان العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم في سوق سنغافورة، باستخدام نموذج تحليل التكامل المشترك بين المتغيرات (مؤشر العام لأسعار الاسهم سنغافورة، مؤشر قطاع المالي، مؤشر قطاع العقار، مؤشر قطاع الفنادق، عرض النقد، سعر الفائدة، سعر الصرف، التضخم) خلال المدة (2001_1995) وأثبتت النتائج ان عوائد أسهم سوق سنغافورة وعوائد جميع القطاعات تتأثر بمتغيرات الاقتصاد الكلي التي تم تحديدها بنسب متفاوتة، إذ تستجيب عوائد الأسهم بشكل كبير للتغيرات الحاصلة في عرض النقد، سعر الفائدة، سعر الصرف، بينما تكون الإستجابة لتغيرات التضخم بشكل أبطئ.

(1) Ramin cooper maysami , Lee chain Howe , Mohomd Atkin Hamzah , " Relations ship between Macroeconomic variables and stock market Indices : co-integration evidence from stock Exchange of signatures All- ssector Indices, university of North caroling at Pembroke , Journal pengurusan USA , Vol . 24, No, 1, 2004.

الاختلاف بين رسالتنا والدراسات السابقة

وتختلف دراستنا عن الدراسات السابقة في عدة أمور منها طريقة تقدير قنوات السياسة النقدية بالاعتماد على القنوات النقدية الأربعة (عرض النقد، سعر الفائدة، سعر الصرف، معدل التضخم) ومن ثم معرفة أثرها على بعض أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (مصرف بغداد، فندق بابل، وبغداد للمشروبات الغازية)، من خلال الانفاق الاستثماري، فضلاً عن أختلاف مدة البحث (2007-2021).

الإستفادة من الدراسات السابقة

- 1- إن الإطلاع على الدراسات السابقة كان بمثابة خارطة طريق للباحثة.
- 2- التعرف على المشكلات التي أثارها تلك البحوث والدراسات وأهم الإستنتاجات والتوصيات ليبدأ البحث الحالي من حيث إنتهت تلك البحوث.

الفصل الاول

الإطار النظري للسياسة النقدية والاسواق المالية والعلاقه بينهما

المبحث
الأول

الإطار النظري للسياسة النقدية

المبحث
الثاني

الإطار النظري للأسواق المالية

المبحث
الثالث

العلاقة بين السياسة النقدية والأسواق المالية

الفصل الأول - الإطار النظري للسياسة النقدية والأسواق المالية والعلاقة بينهما

تمهيد

يعد فهم آلية انتقال السياسة النقدية وطريقة عملها في التأثير في الأسواق المالية أمراً مهماً من أجل التوصل إلى تحقيق أهدافها، فضلاً عن أهميتها النسبية في التأثير في حجم النشاط الاقتصادي، على الرغم من الجدل الفكري حول تفاصيل عملها سواءً من خلال طبيعتها أم من خلال حجمها وأمد تأثيرها في المتغيرات المستهدفة بسبب اختلاف السمات الهيكلية والمؤسسية للاقتصاد من بلد إلى آخر، وانعكاس ذلك على طبيعة عمل تلك القنوات.

كما أن الأسواق المالية تؤدي دوراً بالغ الأهمية في الاقتصادات المعاصرة، وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساساً في ربط قطاعات الفئات الاقتصادية بقطاعات العجز، مما جعلها تمثل أحد المصادر المهمة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفئات ومصدراً حيوياً لتمويل قطاعات العجز، فأصبحت الوسيلة المناسبة لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والتوجيه السليم للموارد الاقتصادية، وتوفير السيولة اللازمة لها.

وعلى هذا الأساس تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية:-

المبحث الأول - الإطار النظري للسياسة النقدية.

المبحث الثاني - الإطار النظري للأسواق المالية.

المبحث الثالث - العلاقة بين السياسة النقدية والأسواق المالية.

المبحث الأول - الإطار النظري للسياسة النقدية

المطلب الأول - السياسة النقدية (مفهومها و انواعها)

أولاً - مفهوم السياسة النقدية

تعد السياسة النقدية أحد أهم أنواع السياسات الاقتصادية التي تستخدم الى جانب السياسات الأخرى للتأثير في مستوى النشاط الاقتصادي من أجل معالجة المشاكل الاقتصادية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وللسياسة النقدية معنيان:

المعنى الضيق للسياسة النقدية:- وهي الإجراءات التي تستخدمها السلطة النقدية لمراقبة عرض النقد لتحقيق أهداف اقتصادية محددة، أو هي مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد لتحقيق هدف اقتصادي محدد كالأستخدام الكامل تبعاً للأقتصادي كنت Knet، في حين عرفها شو Shaw بأنها أي عملٍ واعٍ تقوم به السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو التأثير في كلفة الحصول عليه⁽¹⁾.

المعنى الواسع للسياسة النقدية:- وتعني جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد المتيسر في الاقتصاد الوطني، وهي بذلك تعني العمل الذي يوجه للتأثير في النقد والإئتمان وكذلك الاقتراض الحكومي، أي حجم وتركيب الدين الحكومي⁽²⁾.

كما عرفها الاقتصادي G.L Bash بأنها كل ما تقوم به السلطة النقدية من نشاط يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي سواء أكانت نقدية أم ودائع أو سندات حكومية⁽³⁾. وقد أشار إليها أنزك Enizing في تعريف شامل لیتضمن كافة الإجراءات والتنظيمات النقدية وغير النقدية لغرض تحقيق أهداف نقدية أو غير نقدية وبالتالي التأثير في حجم وكلفة توفير النقود اللازمة

(1) عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية واداء سوق الاوراق المالية، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص25.
(2) عباس كاظم الدعي، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الامريكية للمدة من 1990-2006)، اطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، 2008.
(3) نزار كاظم الخيكاني، حيدر بونس الموسوي، السياسات الاقتصادية، الاطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، الطبعة الثانية، عمان، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2015، ص1.

لعمل النظام الاقتصادي⁽¹⁾. وكذلك تعرف السياسة النقدية بأنها تلك السياسة التوسعية أو الانكماشية التي يتبعها البنك المركزي لتغيير مستوى النشاط الاقتصادي بواسطة التأثير في حجم الإئتمان والمعروض النقدي بفعل عمليات السوق المفتوحة وتغيير نسبة الاحتياطي القانوني وتغيير أسعار الفائدة⁽²⁾.

وعرفت أيضاً بأنها السياسة التي لها تأثير في الاقتصاد من خلال التغييرات في احتياطات النظام المصرفي التي تؤثر في عرض النقد والإئتمان المتاح في الاقتصاد⁽³⁾.

كما عرفها آخرون بأنها مجموعة من القرارات والاجراءات التي تتخذها السلطة النقدية للسيطرة على عرض النقد من أجل تحقيق هدف معين أو مجموعة من الأهداف الاقتصادية باستخدام الأدوات النقدية المتاحة⁽⁴⁾.

وعلى هذا الأساس فإن مهمة السياسة النقدية لا تقف عند حدود الرقابة على حجم العملة المصدرة وعرض واستخدام الائتمان المصرفي، بل تمتد لتشكل السياسة الاقتراضية للقطاع الحكومي أيضاً، لما لهذه السياسة من انعكاسات واضحة على عرض النقد⁽⁵⁾.

ثانياً - أنواع السياسة النقدية

يتفق الاقتصاديون على أن السياسة النقدية تنقسم إلى نوعين من السياسات هما:

1- السياسة النقدية التوسعية: تتمثل في مجموعة الإجراءات التي تتبعها البنوك المركزية في حالة الانكماش الاقتصادي عن طريق زيادة عرض النقد⁽⁶⁾. وعند استخدام أدوات السياسة النقدية للحد من ظاهرة الانكماش تلجأ السلطة النقدية الى اتخاذ التدابير التالية:

⁽¹⁾ مهدي خليل شديد، دور السياستين المالية و النقدية في تفسير سلوك النشاط الاقتصادي باستخدام التحليل البائي /الولايات المتحدة الامريكية والعراق انموذجاً، اطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، 2011، ص 270.

⁽²⁾ Campbell R. McConnell and Stanley L. Brue, Economics Principles, problems, and policies, McGraw - Hill, 2008, p 266 – 267.

⁽³⁾ David C. Colander K, Macroeconomics, sixth edition, McGraw – Hill, 2007, p312.

⁽⁴⁾ عبد الحسين جليل الغالبي، الصيرفة المركزية (النظرية والسياسات)، الطبعة الاولى، 2015، ص173.

⁽⁵⁾ هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين تيسع ارسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر، بغداد، 2009، ص

584-583

⁽⁶⁾ فتيحة مزارشي، اثر السياسة النقدية في مستوى المعيشة دراسة حالة الجزائر، اطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة سطيف، 2018، ص3.

أ- يكون اتجاه السياسة النقدية نحو زيادة المعروض النقدي في أوقات الركود، وعليه يقوم البنك المركزي بتخفيض سعر إعادة الخصم، فتتخفض السيولة في المصارف وبالتالي انخفاض سعر الفائدة على القروض الممنوحة للزبائن، وهذا يشجع المصارف التجارية على اللجوء إلى البنك المركزي لزيادة منح الائتمان فيرتفع حجم الانفاق الكلي للدولة⁽¹⁾.

ب- في حالة الركود وانتشار ظاهرة البطالة يتبع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية وذلك بخفض نسبة الاحتياطي القانوني وزيادة قدرة البنوك التجارية على الاقراض وزيادة عرض النقد الذي يؤدي الى زيادة النشاط الاقتصادي⁽²⁾.

ت- دخول البنك المركزي مشترياً للأوراق التجارية فيزداد المعروض النقدي مما يزيد من قدرة المصارف على منح الائتمان وخلق الودائع⁽³⁾.

2- السياسة النقدية الانكماشية: يتم اللجوء إلى هذه السياسة عند وجود ارتفاع في المستوى العام للأسعار، وفيها يجري تخفيض عرض النقد⁽⁴⁾. وعند استخدام أدوات السياسة النقدية للحد من ظاهرة التضخم تلجأ السلطة النقدية الى اتخاذ التدابير التالية:

أ- زيادة سعر إعادة الخصم وهذا بدوره لا يشجع المصارف التجارية على خصم أوراقها لدى البنك المركزي بسبب زيادة الكلفة، وهنا سينخفض رصيدها من الاحتياطات النقدية وينخفض الائتمان وينخفض الاستثمار مما يؤدي إلى انخفاض التشغيل وعرض النقد والدخل والنتاج المحلي الاجمالي⁽⁵⁾.

ب- يدخل البنك المركزي بائعاً للأوراق التجارية في السوق المفتوحة، ما ينتج عنه قيام البنك المركزي بخصم حجم كبير للأوراق التجارية مقابل إمتصاصه لحجم السيولة النقدية الموجودة في السوق⁽⁶⁾.

(1) صادق راشد الشمري، ادارة العمليات المصرفية مداخل وتطبيقات، دار صفا للنشر، الطبعة الأولى، عمان الاردن، 2009، ص 122.

(2) محمد احمد الافندي، مبادئ الاقتصاد الكلي، الطبعة الثانية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، 2012، ص 260.

(3) منال جابر مرسي محمد، تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة (1990-2017)، المجلة العلمية

للاقتصاد والتجارة، جامعة سوهاج، العدد 4، 2017.

(4) كزيا عبد الرحيم، تقييم اداء السياسة النقدية في العراق واثرها في التضخم، دراسة تحليلية للمدة 1980-2003، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية،

جامعة بغداد، المجلد 13، العدد 48، 2007، ص 144.

(5) McConnell & L. Brue Campbell & Stanley, " Macroeconomics * Principles, Problems, and Policies", 16" Edition, 2005, P 274.

(6) حدادي عبد اللطيف، دور السياسة النقدية والمالية في مكافحة التضخم في الدول النامية دراسة حالة الجزائر 2000-2014، اطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة جيلالي اليابس، 2017، ص 33.

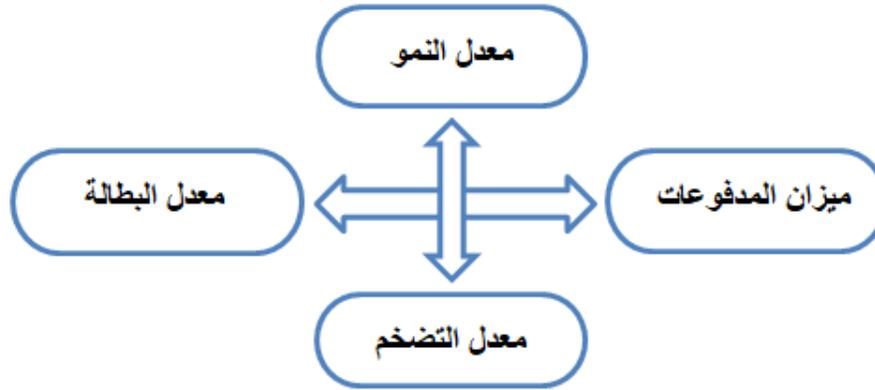
ت- إذا اتبع البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية فإنه يرفع نسبة الاحتياطي القانوني وذلك للتقليل من مقدرة المصارف العاملة على خلق النقود ومن ثم انخفاض العرض النقدي⁽¹⁾.

المطلب الثاني - أهداف وأدوات السياسة النقدية

أولاً - أهداف السياسة النقدية

تُعد السياسة النقدية من أهم السياسات في الاقتصاد الوطني وذلك لأهتمامها وعملها بالنقد، والأهداف النهائية الأربعة تعرف بأهداف المربع السحري، والتي عرفها الاقتصادي الإنجليزي "نيكولاس كالدور"^{*} من خلال الشكل التالي⁽²⁾:

الشكل (1) المربع السحري لكالدور



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على كالدور

ومن الممكن تلخيص أهم أهداف السياسة النقدية بالآتي:

(1) جوزيف دانيال، ديفيد فانهور، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسني، مراجعة، ونيس فرج عبدالعال، الطبعة الأولى، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض - السعودية، 2012.

* نيكولاس كالدور: اقتصادي واكاديمي بريطاني من أصل بلغاري ولد في 12 من أيار 1908 ينتمي كالدور فكراً إلى المدرسة الكنزبية في الاقتصاد وبعد أحد أقطابها، كما اشتهر بمربعه الاقتصادي الذي يحمل اسمه (مربع كالدور) وهو رسم تخطيطي يمكن من خلاله تفقد ادارة اقتصاد معين عبر أربع مؤشرات تمثل الاهداف النهائية للسياسة النقدية.

(2) رمضان السيد أحمد معن، وفاء بسبيوني السيد شحاته، دور الإنفاق العام في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية (المربع السحري لكالدور) دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري، مجلة الدراسات التجارية المعاصر، العدد التاسع، 2020، ص 175.

1- تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار: يُعد تحقيق هذا الهدف من أهم أهداف السياسة النقدية، إذ تسعى كل دولة إلى الحد من التضخم، والحد من ارتفاع المستوى العام للأسعار، وتحقيق توازن النشاط الاقتصادي، إذ أن استقرار الأسعار شرط أساس لحسن سير الاقتصاد وأن التقلبات التي تحصل في المستوى العام للأسعار تنعكس على الوضع الاقتصادي ككل، إذ إن ارتفاع الأسعار له مخاطر كبيرة على الاستثمار ومن ثم يقلل من فرص النمو الاقتصادي ناهيك عن الخروج باقتصاد غير كفوء مشوب بالحيرة والقلق والتوقعات، وأن استمرار الأسعار بالتصاعد يؤدي إلى الإرباك في تنفيذ مشروعات التنمية بسبب استحالة تحديد تكاليف إنشاء المشروعات بصورة نهائية⁽¹⁾.

2- تحقيق العمالة الكاملة: يوجد أجماع بين الاقتصاديين على أن يكون ضمان مستوى عالٍ من التشغيل من بين الاهداف التي تهدف اليها السياسة النقدية، ويقصد بذلك هو أن تحرص السلطات النقدية على تثبيت النشاط الاقتصادي عند أعلى مستوى ممكن من التوظيف للموارد الطبيعية والبشرية، وعلى السلطات النقدية أتباع جميع الإجراءات الكفيلة بتجنب ارتفاع معدلات البطالة في الاقتصاد وما يرافقها من عوامل أنكماشية في الإنتاج والدخل، ومن هذه الإجراءات رفع حجم الطلب الكلي الى المستوى اللازم لتشغيل الموارد الإنتاجية غير المستغلة⁽²⁾.

3- تحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي: يعني النمو الاقتصادي زيادة مستمرة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلد بمعدل أكبر من معدل نمو السكان، وهو هدف يسعى إليه الجميع من خلال زيادة حجم الناتج المحلي الإجمالي ورفع معدل دخل الفرد ورفع المستوى المعيشي وزيادة الاستثمار، فضلاً عن تهيئة الموارد من النقد الأجنبي والمحلي للمساهمة في زيادة معدلات النمو والمساهمة في التنمية الاقتصادية المطلوب تحقيقها⁽³⁾.

4- تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات: وضع ميزان المدفوعات يعكس موقف الاقتصاد الوطني إتجاه بقية الاقتصادات، وفي حالة اختلاله (حالة عجز) يؤدي إلى زيادة مديونية البلاد مما يضطرها أن

(1) رجاء خضير عبود موسى الربيعي، دور السياسات المالية والنقدية في معالجة التضخم الركودي الولايات المتحدة- العراق - دراسة حالة للمدة 1970-2008، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، 2010.
(2) زكرياء الدوري وبسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن، 2006، ص 189.
(3) نريا الخزرجي، السياسة النقدية في العراق بين تراكمات الماضي وتحديات الحاضر، جامعة بغداد، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 23، 2010، ص 1.

تعيش فوق إمكاناتها هذا من جهة، وإلى تدهور قيمة عملتها من جهة أخرى، وبالتالي فإن توازن ميزان المدفوعات يسمح باستقرار العملة وتنشيط عملية التبادل الاقتصادي⁽¹⁾.

ثانياً - أدوات السياسة النقدية

تنقسم إلى أدوات كمية وأخرى نوعية، وسنوضحها كما يأتي:

1- الأدوات الكمية: وهي الأدوات غير المباشرة التي يستطيع من خلالها البنك المركزي التأثير على كمية النقد وحجم الائتمان وذلك من خلال التأثير في الاحتياطات النقدية الموجودة لدى النظام المصرفي⁽²⁾. وسنتناول كل أداة بشكل منفصل وكالاتي:

أ- سياسة سعر إعادة الخصم: إستعملت هذه الأداة لأول مرة من قبل بنك إنكلترا المركزي في عام 1839، وتعد الأداة الوحيدة في القرن التاسع عشر، وما زالت البنوك المركزية تعتمد على هذه الأداة بالدرجة الأساس للتأثير في حجم الائتمان الذي تقدمه المصارف التجارية⁽³⁾. وسعر إعادة الخصم هو سعر الفائدة الذي يحصل عليه البنك المركزي مقابل إعادة خصمه للأوراق المالية التي تقدمها له المصارف التجارية، للحصول على أموال من أجل تدعيم احتياطياتها النقدية وتوسيع قدرتها على منح الائتمان وخلق ودائع جديدة⁽⁴⁾. وإن سياسة إعادة الخصم تؤثر في حجم الائتمان المصرفي وبالتالي في عرض النقد، ففي حالة زيادة المعروض النقدي يتبع سياسة إنكماشية فيرفع سعر إعادة الخصم⁽⁵⁾. وبالعكس في حالة إنخفاض المعروض النقدي يتبع سياسة توسعية فيخفض سعر إعادة الخصم⁽⁶⁾.

ب- عمليات السوق المفتوحة: ويقصد بها دخول البنك المركزي بائعاً أو شارباً للأوراق المالية وذلك من أجل التأثير على عرض النقد بالزيادة أو النقصان، فإذا كان الهدف هو تقليص عرض النقد للحد من

(1) سليمان سليم، مازري عبد الحفيظ، أثر الاستثمار الاجنبي المباشر على أقطاب المربع السحري لكالدور في الجزائر خلال الفترة (1997-2017)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية، المجلد 9، العدد1، 2022، ص457.

(2) عبد الحليم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، الأصدار الأول-الالكتروني، مركز ابحاث فقه المعاملات الإسلامية، 2018، ص85.

(3) طاهر فاضل البياتي، خالد توفيق الشمري، مدخل الى علم الاقتصاد (التحليل الجزئي والكلّي)، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص376.

(4) محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتوزيع مصر، 2006، ص115.

(5) أكرم محمود الحوراني، عبدالرزاق حسن حساني، النقود والمصارف، سوريا، منشورات جامعة دمشق، 2014، ص225 - 227.

(6) رضا صاحب ابو حمد، فائق مشغل قدوري، ادارة المصارف، دار ابن الاثير للطباعة والنشر، جامعة الموصل، 2005، ص97.

ظاهرة إرتفاع الأسعار، فعندئذ يطرح كمية من الأوراق المالية التي يمتلكها من أجل إمتصاص السيولة الفائضة في السوق وبالعكس⁽¹⁾. وتُعد هذه الوسيلة الأكثر شيوعاً خاصةً في الدول المتقدمة، فقد عدها "فريدمان" من أكثر الأدوات نجاحاً وفعاليةً في التأثير في المعروض النقدي، وكذلك "كينز" فإنه يعد هذه الأداة أكثر فعالية مقارنةً بأدوات السياسة النقدية الأخرى، لتأثيرها المباشر على كمية النقود المعروضة، فهي أداة غير تضخمية، إلا أنه يعترف أن استعمال هذه الأداة غير كافٍ ما لم تصحب بأدوات أخرى⁽²⁾.

ت-نسبة الاحتياطي القانوني : تمثل نسبة الإحتياطي القانوني الحدود الدنيا من النقد المركزي (الأموال الجاهزة) التي يتوجب على المؤسسات المصرفية إيداعها لدى البنك المركزي، وتعكس هذه الأداة إتجاه السياسة النقدية عن طريق التأثير في الوضع الأقتصادي السائد، ففي فترات الكساد تعمل السلطة النقدية على خفض نسبة الإحتياطي القانوني بهدف تشجيع المصارف التجارية على منح الائتمان، وبالعكس في فترات الرواج تعمل السلطة النقدية على رفع نسبة الإحتياطي القانوني فتحد من قدرة المصارف التجارية على منح الائتمان⁽³⁾.

2. الأدوات النوعية: ويمكن تلخيص هذه الأدوات النوعية كما يلي:

1- الدعاية والاعلان: وتعني جعل الحقائق والأرقام عن حالة الإقتصاد الوطني التي تصدر عن البنك المركزي معلومات متاحة لعامة الناس، فإذا كانت منزلته رفيعة فإن آراءه تصل الى الرأي العام، ويستطيع من خلالها التأثير على توقعات الأعمال، مثال ذلك قيام البنك المركزي بالتفسير مع الأدلة والاسباب التي جعلته يتبع سياسة معينة لتوجيه الائتمان مثلاً، وهذا يجعل المصارف التجارية تأخذ بآرائه ولا يمكن تجاهلها⁽⁴⁾.

2- الإقناع الأدبي: تتمتع البنوك المركزية عادةً بسلطة رسمية وسلطة أخرى غير رسمية باتجاه الجهاز المصرفي بشكل عام والمصارف التجارية بشكل خاص، فالسلطة الرسمية يتمتع بها البنك المركزي

(1) عبد الزهرة فيصل يونس، الجامع في التحليل الإقتصادي الكلي، الطبعة الأولى، دار دجلة للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص 494.
(2) بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2008، ص 125.
(3) حسن محمد جواد الدعي، أثر السياسة النقدية في بعض متغيرات الإقتصاد الكلي باستخدام نموذج FAVAR في بلدان مختارة للمدة (1990-2017)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة كربلاء كلية الإدارة والإقتصاد، 2018، ص 26.
(4) توماس ماير واخرون، النقود والبنوك والإقتصاد، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، مراجعة أحمد بديع بليح، الرياض، دار المريخ للنشر، 2002، ص 519.

بحكم كونه بنك البنوك وبحكم القانون الذي يجعله يتمتع بسلطات خاصة لتنظيم العمل المصرفي، أما السلطة غير الرسمية فتتمثل بالوسائل الأدبية التي يستخدمها البنك المركزي لإقناع البنوك بعمل شيء معين أو عدم عمله، وتستجيب المصارف عادة لتوصيات البنك المركزي حفاظاً على علاقاتها الجيدة معه وبحدود ما تسمح به امكانيات المصارف⁽¹⁾.

3- القروض الاستهلاكية: تنتشر القروض الاستهلاكية في المجتمعات المتقدمة، فيحصل الموظف أو الحرفي أو صغار المدخرين على (السيارات، السلع المعمرة، الأجهزة الإلكترونية، الكمبيوتر..) عن طريق البيع الآجل أو حسب طريقة الدفع بالتقسيط، ويقوم التاجر بالمقابل بالحصول على قرض من المصرف من أجل تمويل عمليات البيع، وتساعد هذه الطريقة صغار المدخرين وذوي الدخل المحدود والفقراء على زيادة استهلاكهم، الأمر الذي يؤدي لزيادة الطلب في الاقتصاد الوطني، فإذا كان الإنتاج مرناً فإن هذا يؤدي لتحسين ظروف العرض وزيادة أرباح المنتجين، أما إذا كان العرض غير مرن فإن هذا الطلب يؤدي لارتفاع الأسعار أو لزيادة الاستيراد، وفي مثل هذه الحالة يتدخل البنك المركزي لوضع قيود على عمليات البيع بالتقسيط ويشترط فيها عدم حصول التجار على قروض مصرفية لكي لا يؤدي ذلك لزيادة معدلات التضخم⁽²⁾.

المطلب الثالث - السياسة النقدية في المذاهب الاقتصادية

أولاً - السياسة النقدية في التحليل الكلاسيكي

تعد النظرية الكمية للنقود إحدى أهم الأفكار التي جاء بها الكلاسيك، لأنها ربطت بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، وأستطاعت أن تفسر العديد من الظواهر الاقتصادية كالتضخم والركود والنمو وحركة انتقال الذهب بين الدول وتأثيره على جميع المتغيرات الاقتصادية في كل دولة، وتعود أفكار النظرية الكمية في جذورها إلى الاقتصادي الفرنسي جان بودان⁽³⁾.

⁽¹⁾ عبد المنعم السيد علي، ونزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والاسواق المالية، الطبعة الاولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2004، ص

372.

⁽²⁾ علي كنعان، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، الطبعة الاولى، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، 2012، ص 238.

⁽³⁾ المصدر السابق نفسه، ص 91.

يؤكد أصحاب النظرية النقدية الكلاسيكية على مبدئين أساسيين يتمثل الأول في المرونة التامة للأجور والأسعار، والثاني فيتمثل في الحيادية التامة للنقود، أي الانفصال التام بين القطاع الحقيقي الذي يتم فيه تحديد قيم المتغيرات الحقيقية وحجم السلع والخدمات التي يتم إنتاجها داخل الاقتصاد، والقطاع النقدي الذي يتم فيه تحديد قيم المتغيرات النقدية والمستوى العام للأسعار، إذ أن الهدف النهائي للسياسة النقدية في النظرية الكلاسيكية يركز على تحقيق الاستقرار النقدي، من خلال الحرص على العرض النقدي في الاقتصاد، بالأعتماد على آلية السوق المفتوحة المتمثلة في بيع وشراء السندات، بما يؤدي إلى التحكم في العرض النقدي بالشكل الذي يحقق الاستقرار الاقتصادي والتشغيل الكامل⁽¹⁾.

السياسة النقدية في التحليل الكلاسيكي يمكن أستنباطها من النظرية الكمية للنقود، والتي تستند إلى مجموعة من الإفتراضات⁽²⁾ :

- 1- كمية النقود تعد العامل الفعال في تحديد قيمتها (قوتها الشرائية).
- 2- ثبات كل من سرعة تداول النقود والحجم الحقيقي للمبادلات.
- 3- تغيرات كمية النقود تؤثر على مستوى الأسعار، ولا يمكن لمستوى الأسعار أن يتغير تلقائياً ويؤثر على كمية النقود.

إن النظرية الكمية للنقود، سواء في صيغتها التقليدية كما في معادلة التبادل لفيشر والتي أكدت بأن عرض النقد هو المحدد المباشر للتغير في المستوى العام للأسعار أو كما في صيغة معادلة كمبردج والتي تؤكد بأن عرض النقد والطلب عليه أو كليهما يعد المحدد المباشر لتغير في المستوى العام للأسعار، فإن النظرية الكمية تؤكد على دور السياسة النقدية وعلى وجه الخصوص سياسة البنك المركزي كأداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، واستمرت هذه الآراء بأعتبار أن أستقرار الأسعار هو الهدف الحاسم بالنسبة للسياسة

⁽¹⁾ محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الأستقرار والتنمية الاقتصادية، دار غيداء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص67.
⁽²⁾ حاجي سمية، دور السياسة النقدية في معالجة اختلال ميزان المدفوعات حالة الجزائر (1990-2014)، اطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، 2016، ص 62.

الاقتصادية أي ان المستوى العام للأسعار هو المتغير التابع وان عرض النقد هو المتغير المستقل لحين حدوث أزمة الكساد العظيم (1929-1932)⁽¹⁾.

وهناك عدة انتقادات وجهت إلى هذه النظرية نتيجة لإهمالها سعر الفائدة، وعده ظاهرة عينية متأثرة بعوامل حقيقية صرفة هي الادخار والاستثمار، ولكن يقول جوان وروبسون (أن التغييرات في كمية النقود ذات أهمية بالغة ولكن أهميتها تكمن في تأثيراتها على سعر الفائدة، وأية نظرية نقدية لا تذكر سعر الفائدة هي ليست نظرية نقدية)⁽²⁾.

ثانياً - السياسة النقدية في التحليل الكينزي

مع بداية الثلاثينيات من القرن الماضي شهد العالم أزمة الكساد العظيم 1929-1932 والتي أثبتت فشل أفكار رواد المدرسة الكلاسيكية (النظرية النقدية الكلاسيكية)، إذ ظهرت النظرية الكينزية ممثلة في رائدها جون مينارد كينز حلاً مقترحة للأزمة إذ بدأ تحليله النقدي بنقد الفصل بين نظرية القيمة ونظرية النقود والأسعار التي أشار إليها الكلاسيك في كتابه (النظريات العامة في التشغيل والفائدة والنقود) عام 1936، ففي الوقت الذي يعتقد فيه رواد النظرية الكلاسيكية بحيادية النقود، تؤكد النظرية الكينزية على أساس أهمية الدور الذي يمكن أن تؤديه النقود على مستوى الاقتصاد الوطني، بمعنى أن التغيير في كمية النقود يصحبه تغيير في المتغيرات الأخرى في كل من العمالة، الإنتاج، الإستهلاك، الإيداع والإستثمار وعليه يحدث تغيير في الوضع الاقتصادي ككل⁽³⁾.

والتحليل الكينزي يقوم على أن كل زيادة في المعروض النقدي سيؤدي إلى زيادة في حجم الدخل الوطني نتيجة أن الموارد الاقتصادية لم تصل بعد إلى مستوى التشغيل الكامل، إذ تُطلب النقود كذلك بدافع المضاربة فضلاً عن دافع الاحتياط والمعاملات، وبصيغة أخرى فزيادة كمية النقود تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة (الذي يُعد ظاهرة نقدية وليست عينية ويتحدد على اساس التفاعل بين العرض والطلب النقديين)، مما

(1) لخديمي عبد الحميد، مدى استجابة السياسة النقدية لإجراءات الأنفاق الحكومي في الأقتصادات النفطية حالة الجزائر للفترة (2000-2012)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2015، ص27.
(2) جاسم هادي الخشيمائي، علي هادي الدلفي، تحليل السياسة النقدية ودى تأثيرها على في النمو الاقتصادي العراق انموذجاً" للمدة (2003-2015)، مجلة كلية الكوت الجامعة للعلوم الانسانية، المجلد 1 ، العدد 1، 2020.
(3) عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 28.

يشجع على الإستثمار والذي بدوره، عن طريق المضاعف، سيحدث تدفقاً جديداً في الدخل الوطني، والنتيجة الحتمية لهذا التحليل هو البرهان على أن النقود لا تُعد محايدة كما إفترض ذلك التحليل النقدي الكلاسيكي⁽¹⁾.

ثالثاً - السياسة النقدية في التحليل النقودي

مثملاً بدأ كينز أفكاره كلاسيكياً لينتهي معارضاً وبشدة للفروض والمبادئ الأساسية للتحليل الكلاسيكي، فإن الأفكار والمبادئ الأساسية للتحليل الكينزي قد تعرضت هي الأخرى لانتقادات عدة من أصحاب (مدرسة شيكاغو) والتي يتزعمها الاقتصادي الأمريكي ملتن فريدمان، وعد فريدمان أن للنقود دوراً كبيراً في النشاط الاقتصادي، فأية تقلبات في عرض النقود ستقود إلى تقلبات في النشاط الاقتصادي.

يؤكد فريدمان أنه من اجل المحافظة على تحقيق التوظيف الكامل دون التضخم يتطلب أن ينمو الناتج الوطني الصافي بمقدار الزيادة نفسها في المعروض النقدي، أي ضبط معدل التغيير في عرض النقد وبنسبة ثابتة ومستقرة تبعاً لمعدل النمو الاقتصادي والذي يحقق بدوره استقراراً نقدياً، وهذا هو دور السياسة النقدية، فالنقود إحدى وسائل الاحتفاظ بالثروة التي يمكن ان تتجسد في صور أخرى مثل السندات والأسهم العادية والسلع العينية ورأس المال البشري⁽²⁾، وتفترض النظرية ما يلي⁽³⁾:

- 1- العلاقة بين تغير كمية النقود ومستوى الأسعار هي سببية فقط، وليست تناسبية.
- 2- إمكانية تغير سرعة دوران النقود التي يمكن التنبؤ بها .
- 3- معارضة الفرضية المتعلقة بثبات حجم الإنتاج.
- 4- الطلب على النقود عديم المرونة لسعر الفائدة ومن ثم فإن دالة الطلب على النقود مستقرة.
- 5- يتكون مفهوم الثروة من الأصول (النقود، الأسهم العادية والسندات، السلع العينية و رأس المال البشري).

(1) بلعوز بن علي، مصدر سبق ذكره، ص 40.

(2) عباس كاظم جاسم الدعي، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة (٢٠٠٦-١٩٩٠)، مصدر سبق ذكره.

(3) عبد الحليم عمار الغربي، مصدر سبق ذكره، ص 48.

وقد قام فريدمان بالتمييز في التحليل بين الأجل القصير والأجل الطويل، إذ بين أن السياسة النقدية قد يكون لها تأثير على النشاط الاقتصادي في الأجل القصير من خلال تأثيرها على مستوى الدخل النقدي والحقيقي والأسعار، أما في الأجل الطويل فيقتصر تأثيرها على مستوى الأسعار ومن ثم على الدخل الحقيقي⁽¹⁾.

المطلب الرابع - قنوات انتقال أثر السياسة النقدية

تُعد آلية الانتقال النقدي واحدة من أكثر مجالات الاقتصاد النقدي تأثيراً وتدعى بـ(الصندوق الأسود) ويعود ذلك لسببين هما:-

- ✓ أنتشار التغيرات في السياسة النقدية من خلال النظام المالي الى الأسواق السندات والقروض المصرفية التي تؤثر بشكل مباشر على قرارات الانفاق للأفراد والشركات.
- ✓ أنتشار صدمات السياسة النقدية من خلال النظام المالي الى الاقتصاد الحقيقي على الناتج والأسعار.

لذلك فإن التعرف على آلية تأثير السياسة النقدية وطريقة تأثيرها أمر في منتهى الأهمية لنجاح السياسة النقدية في تحقيق أهدافها، وعلى الرغم من الاتفاق على أهمية السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي الذي يتم من خلال عرض النقد بشكل مباشر أو من خلال سعر الفائدة أو سعر الصرف أو الائتمان، لكن الخلاف ما يزال قائماً حول تفاصيل عملها من حيث طبيعة وحجم ومدى تأثيرها في المؤشرات المستهدفة، وذلك بسبب اختلاف الطبيعة الهيكلية للاقتصاد من دولة الى أخرى، وأنعكاس ذلك على طبيعة عمل هذه الآليات، وعلى الرغم من هذا الاختلاف بين عمل السياسة النقدية حول هذه القنوات وفعالية كل منها، لكن يوجد شبه اتفاق حول وجود قنوات رئيسة تنتقل من خلالها آثار تنفيذ السياسة النقدية إلى الاقتصاد وأن اختلفت هذه القنوات فيما يتعلق بالمدى الزمني لأنتقال آثار السياسة النقدية من خلالها، لكنها تتفق في قدرتها على التأثير في المؤشرات الاقتصادية الكلية⁽²⁾.

(1) فتيحة مزارشي، مصدر سبق ذكره، ص 20.

(2) منتهى زهير محسن السعدي، قياس وتحليل آليات انتقال أثر السياسة النقدية والمالية على أداء الاقتصاد الكلي في العراق للفترة (1990-2019)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، 2021، ص 24.

إن الانتقال النقدي هو موضوع معقد ومثير للجدل لأنه ليس هناك قناة واحدة بل هناك كثير من القنوات التي تعمل من خلالها السياسة النقدية، وهي على النحو الآتي :

أولاً - قناة سعر الفائدة

أكدت العديد من الدراسات على العلاقة العكسية ما بين أسعار الفائدة وأسعار الاسهم من خلال الفرضية القائلة أن النقود الرخيصة تمكن الافراد من الحصول على الائتمان المصرفي بأسعار فائدة متدنية والإتجاه نحو سوق الاسهم والاستفادة من الفرق بين العائد الناجم عن شراء الاسهم وكلفة اقتراض النقود (أسعار الفائدة المنخفضة)، وأن أندفاع الجمهور لأتباع هذا الأسلوب يدفع بأسعار الأسهم الى الأعلى بأفتراض استقرار في عرض الاسهم، والعكس صحيح، أما من ناحية الفجوة الزمنية فأن التغيرات في أسعار الفائدة تسبق التغيرات في أسعار الاسهم زمنياً بسنة⁽¹⁾.

ويتم تتحدد أسعار الفائدة عن طريق السوق المالية من خلال علاقة سعر الفائدة بأسعار الأسهم في سوق الأسهم، وتتحدد هذه العلاقات من خلال تأثير السياسة النقدية في حجم الأئتمان الممنوح للوحدات الاقتصادية⁽²⁾.

ثانياً - قناة سعر الصرف

يطلق الاقتصاديون في المعتاد على سعر الصرف بأنه سعر صرف ثنائي، لأن الثنائية تعني وجود جانبين، وعادة ما يشير سعر الصرف الثنائي إلى عدد وحدات العملة الوطنية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية⁽³⁾.

ويعد سعر الصرف أداة للربط بين الاقتصاد المفتوح وبقية اقتصادات العالم، إذ تحتل قناة سعر الصرف مكانة كبيرة ضمن السياسات النقدية لعدد كبير من الدول، بالأخص تلك التي تبحث عن استقرار وارتفاع سعر عملتها وتساعد على التحكم الجيد في التضخم، وتعمل هذه القناة إلى جانب أسعار الفائدة في استقطاب

(1) أسامة جبار مصلح، اثر تغير عرض النقود على اسعار الاسهم لسوق العراق للأوراق المالية /دراسة تحليلية، جامعة المستنصرية /مركز الدراسات العربية والدولية، مجلة الدنانير، العدد 18، 2020. ص 61.

(2) عباس كاظم جاسم الدعي، انعكاسات السياسة النقدية في مؤشرات تداول سوق الاوراق المالية (الولايات المتحدة الامريكية دراسة قياسية للمدة 1990-2010) باستخدام نموذج التخلف الزمني، المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد 8، العدد 32، 2012، ص 204.

(3) جوزيف دانيال، ديفيد فانهور، مصدر سبق ذكره، ص 64.

الأستثمار الأجنبي، إذ أن انخفاض سعر الفائدة الحقيقي داخل البلاد يقلل من أستقطاب الودائع الوطنية مقارنة بالعملات الأجنبية، وهذه العملية تتم من خلال انخفاض قيمة العملة الوطنية، وهذا يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع الوطنية مقارنة بالأجنبية وبالتالي ارتفاع الصادرات ومنه الناتج الوطني⁽¹⁾.

ثالثاً - قناة عرض النقد

يعد النقد وحدة التبادل التجاري وأداة معتمدة لقياس القيم والوفاء بالالتزامات والنقود، كما عرفها (Walk) هي اي شيء تفعله النقود وهذا تعريف واسع للنقود بمعنى اننا نستطيع أن نضيف للنقد اي شيء يؤدي وظيفتها مثل الشيكات او وصولات الصرف وغيرها، اما كينز (Keynes) فقد عرفها بأنها كل شيء يستخدم لتسوية المدفوعات باعتباره قبول عام كوسيط للمبادلة ويستخدم كحفظ للقوة الشرائية او هي الوسيلة او أداة التي تمنح لصاحبها طبقاً للمفهوم الاقتصادي (القوة الشرائية التي تمكنه من سداد التزاماته ومن هذا المنطلق فهي الأصل النقدي الوحيد الذي يمتلك قوة إجبار ومقبول قبولاً عاماً².

رابعاً - قناة معدل التضخم

يعد التضخم (الارتفاع العام في مستوى الأسعار بالأجل الطويل) كظاهرة نقدية له من الآثار الاقتصادية والاجتماعية ما يتجاوز خاصيته النقدية وكون هذه الظاهرة تعيق مسار التنمية في اقتصاديات دول العالم فإنه من الصعب حصر أثارها لذلك هي تعد مؤشراً اقتصادياً مهم تهدف من خلالها السياسات الاقتصادية الى تحقيق الاستقرار السياسي، نظراً لانعكاساته على رفاهية المستهلكين والقدرة الشرائية ونمط الإنفاق والادخار الخاصة بالأفراد وكذلك التأثير على نسبة معدلات الاستثمار لذلك تعد السياسة النقدية هي الأداة المثلى التنفيذية لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية من خلال السيطرة على مؤشرات اقتصادية عديدة ترتبط بالأوضاع والظروف للعملة المحلية فأن السياسة النقدية تمثل الأداة التنفيذية لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية من خلال التحكم في العديد من المؤشرات الاقتصادية المرتبطة بظروف وأوضاع العملة داخلياً مثل معدل التضخم أما خارجياً فأنها ترتبط بسعر الصرف.

⁽¹⁾ أرغد حقي خليل، تحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وعجز الموازنة العامة في العراق للمدة (2004 – 2017)، جامعة واسط، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 72، 2022، ص89.

² رفاه عدنان نجم، أثر عرض النقد وسعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي في التضخم في الاقتصاد التركي، جامعة تكريت/ كلية الإدارة والاقتصاد/ مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية/ المجلد 16 العدد 49، 2020، ص191.

فلو أفترضنا وجود ضغوط تضخمية، فإن آلية انتقال الآثار النقدية ستكون حسب الخطوات الآتية (1):-

- 1- بوجود الضغوط التضخمية فإن البنك المركزي يتخذ خطوات لتخفيض الاحتياطيات المصرفية بوساطة إحدى أدواته الكمية الثلاث سالفه الذكر.
- 2- إن انخفاض الاحتياطيات المصرفية سيولد إنخفاضاً في حجم الودائع تحت الطلب مما يسبب إنخفاض في حجم المعروض النقدي.
- 3- إن إنخفاض المعروض النقدي يسبب إرتفاع أسعار الفائدة والتشدد في منح الأئتمان.
- 4- مع إرتفاع أسعار الفائدة فإن الأنفاق الحساس للفائدة، خاصة الاستثمارات، سيميل للإخفاض.
- 5- سيؤدي شح النقود إلى إنخفاض الطلب الكلي، وهذا يؤدي إلى إنخفاض الدخل والمخرجات والوظائف والأسعار.

(1) بول أ. سامويلسون، ويليام د. نوردهاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبدالله، مراجعة اسامة الدباغ، الطبعة الثانية، الدار الاهلية للنشر والطباعة، عمان، 2006، ص 550.

المبحث الثاني - الإطار النظري للأسواق المالية

المطلب الأول - نشأة الأسواق المالية

أرتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء أنتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الأقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم أستقر التعامل فيما بعد في أبنية خاصة، والتي أصبحت تعرف بأسواق الأوراق المالية⁽¹⁾.

وإن تاريخ نشأة الأسواق المالية يرجع إلى الرومان حيث أنهم أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، وفي العصور الوسطى عُدت كل من بروج وأنفير وليون وأمستردام ولندن من المراكز المالية الهامة، إذ قامت فيها البورصات إلى جانب الأسواق التجارية، وتم فيها التبادل على السلع والنقود والحوالات وأسهم الشركات التجارية⁽²⁾.

إن فكرة إنشاء الأسواق المالية تستند إلى نظرية آدم سميث في العمل، وتعتمد هذه الفكرة على كُبر حجم السوق والذي بدوره يعتمد على حجم الإنتاج، الأمر الذي تترتب عليه علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج، أنعكست هذه العلاقة بالمحصلة النهائية على التطورات المالية وبصفة خاصة على الأوراق المالية، مما تترتب عليه إيجاد سوق مالي متخصص أُطلق عليه سوق الأوراق المالية⁽³⁾.

نجد أن التطور الاقتصادي في أي بلد لا بد أن يصاحبه تطوراً مالياً موازياً له في شكله وقوته، لذا يمكن القول عموماً أن فكرة الأسواق المالية ونشؤها قد مرت بخمس مراحل أرتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للبلد وهي⁽⁴⁾:-

(1) محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، 2009، ص21.
(2) أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 22.
(3) عباس كاظم الدعوي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص115.
(4) فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2006، ص18-20.

جدول (1) مراحل تطور الأسواق المالية

المرحلة الأولى	تميزت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصيرفة وأرتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في القطاعات الاقتصادية المختلفة.
المرحلة الثانية	تمتاز ببداية ظهور البنوك المركزية وسيطرتها على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تمتاز بحرية اقتصادية مطلقة.
المرحلة الثالثة	مرحلة ظهور البنوك المتخصصة في الاقراض القصير والمتوسط والطويل الأجل (المصارف الصناعية والعقارية والزراعية).
المرحلة الرابعة	أندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، وأندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الإتصالات المختلفة وظهور البورصات الدولية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.
المرحلة الخامسة	وهي مرحلة أندماج الأسواق المالية المحلية بالأسواق المالية الدولية، إذ تكمل كل سوق منها الأخرى من خلال عرض النقد أو الطلب عليه، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل البلد وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيه.

المصدر : اعداد الباحثة اعتمادا على فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2006، ص 18-20.

المطلب الثاني - مفهوم الأسواق المالية

يتكون الاقتصاد الحديث من ثلاثة أسواق رئيسة هي أسواق المواد التي يتم فيها تبادل عناصر الإنتاج، وأسواق السلع والخدمات المنتجة التي يتم فيها تبادل السلع الإستهلاكية والإنتاجية، وأخيراً الأسواق المالية⁽¹⁾. يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد، بل يكفي إنشاءه وتواجد وسائل فعالة للاتصال بين البائع والمشتري⁽¹⁾.

(1) عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مصدر سبق ذكره، ص 67.

تُعرف السوق المالية على أنها الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وتمكن هذه الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي⁽²⁾.

وعرفها فردريك مشكن بأنها السوق الذي يتم من خلالها تحويل الأموال من الوحدات التي لديها فائض في الأموال إلى الوحدات التي تعاني عجزاً في هذه الأموال، والسوق التي تعمل بشكل جيد تعد عاملاً رئيسياً في تحقيق نمو اقتصادي مرتفع، وسوء الأداء المالي هو أحد الاسباب التي تجعل العديد من البلدان في العالم لا تزال فقيرة للغاية⁽³⁾.

كما عرفها علي محيي الدين القره داغي بأنها المكان المخصص للنشاطات التجارية الخاصة بالصراف، والنقد، والأسهم، والسندات، والأوراق التجارية، وشهادات الودائع، وغيرها، فضلاً عن عقود السلع بين المنتجين والتجار⁽⁴⁾.

وتعرف بأنها أداة هامة لتوفير وتقديم الأنشطة المختلفة، وذلك من خلال الدور الأساس لكل المؤسسات المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين، الأول تعبئة المدخرات والثاني توجيه هذه المدخرات لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة⁽⁵⁾.

كما عرف مادورا (Jeff Madura) الأسواق المالية بأنها المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية مثل الأسهم والسندات، وتقوم المؤسسات المالية فيه بدور الوسيط المالي من خلال تسهيل عملية تدفق النقود من الأفراد والشركات أو الحكومة ذات الفائض النقدي إلى الجهات الأخرى ذات العجز النقدي. يلاحظ من خلال

(1) أسماء كسري، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، الطبعة الأولى، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية(رمح)، 2016، ص 26.

(2) عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 2.

(3) Frederic S. Mishkin, The Economic of Money, Banking and Financial Market, Sixth Edition, AddisonWesley, U.S.A, 2001, p2 p3.

(4) عمر محمد أدریس، المال وأستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، جمعية دار البر، الإمارات العربية المتحدة، دبي، 2013، ص 107.

(5) بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان ، 2013، ص 10.

تعريف مادورا تركيزه على أهمية السوق المالي في تأمين المال اللازم للشركات والمؤسسات ذات العجز، وأن هذه العملية لا تتم بشكل مباشر بين المقرض والمقترض بل عن طريق طرف ثالث هم الوسطاء الماليون⁽¹⁾.

كما عُرفت بأنها سوق منظمة تقام في مكان معين، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يأتيها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار والناشدين الاستفادة من تقلبات الأسعار، تُعقد جلساتها يومياً، إذ يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين⁽²⁾.

المطلب الثالث - وظائف الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية وظائف تفسر وجودها وأهميتها، من خلال هذه الوظائف يتمكن النظام من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن، وهذه الوظائف هي:-

1- تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لتمويل مشروعات التنمية، كما تقوم الأسواق المالية بتشجيع صغار المدخرين على الادخار، إذ لا يستطيعون في العادة إقامة المشاريع الاستثمارية لعدد من الأسباب، وبالتالي فإن الأفراد الذين لا يستطيعون إقامة مشاريع استثمارية يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، مما يؤدي الى توفير التمويل اللازم للشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل نمو الاستثمار وزيادة معدلات التشغيل وزيادة معدل النمو الاقتصادي⁽³⁾.

2- توفر الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصادياً من خلال شروط الأدرج لأسهم الشركات في السوق المالي ومراقبة عمليات تداول الأوراق المالية وإيجاد أدوات للتحوط ضد المخاطر كالمشتقات المالية مثلاً⁽⁴⁾.

(1) عبد الرحمن مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة دمشق، 2000، ص 5.

(2) توجان فيصل الشريده، النظام القانوني لعمل شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية الأردني-دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة عمان العربية، 2004، ص 38.

(3) اثير عباس عيادي، الازمات في الأسواق المالية وانعكاساتها في الاقتصادات العربية مع اشارة خاصة للاقتصاد العراقي، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة بغداد، 2011، ص 21.

(4) دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 42.

- 3- يظهر دور الأسواق المالية بتوفير إشكال أخرى للاحتفاظ بالثروة متمثلة بجميع الأوراق المالية المتعامل بها في تلك الأسواق (الأسهم بأنواعها والسندات المختلفة)، على الرغم من إن النقود تتمتع بصفة السيولة التامة لكنها لا تعد أفضل مستودع للقيمة أو أفضل شكل من أشكال الاحتفاظ بالثروة⁽¹⁾.
- 4- هناك معلومات دائمة تقدم في السوق المالية سواء ما يتعلق منها بالمشروع الذي يريد الدخول لتلك السوق أو الذي يريد زيادة رأس ماله، كما توفر أيضاً المعلومات عن المدخرين والمستثمرين، وأن السوق المالية تعاقب الشركات التي لا تفصح عن المعلومات المناسبة عن المدخرين والمستثمرين لأن شراء الأوراق المالية يتم على أساس التوقعات، والتوقعات تحتاج إلى معلومات⁽²⁾.
- 5- مقياس للوضع المالي والاقتصادي، إذ تزود سوق الأوراق المالية الحكومات بالمعلومات العامة عن أداء السوق ووضعه، وبذلك تمكنهم من دراسة مؤشرات أسعار السوق التي تعكس الوضع الاقتصادي، والمالي في الفترات الزمنية المقبلة، مما يسهل عملية التنبؤ بحدوث الكساد الاقتصادي، أو الخروج منه، وبالتالي يسهل خطوات اتخاذ القرارات لمواجهة الأوضاع المستقبلية⁽³⁾.
- 6- تساعد الأسواق المالية على الفصل بين قرارات الاستهلاك الحالية ومستوى الدخل الآني، إذ يتوفر لدى عدد من الأشخاص دخل يزيد عن حاجتهم بينما ينفق آخرون (ومنهم المتقاعدون) أكثر من دخولهم، والسؤال هنا، هو كيف تستطيع نقل قوتك الشرائية من الفترات التي تحقق فيها دخلاً مرتفعاً إلى الفترات التي ينخفض فيها دخلك؟ إحدى تلك الطرق هو الاحتفاظ بتلك القوة الشرائية في أصول مالية، إذ تستثمر مدخراتك في أصول مالية كالأسهم والسندات في الفترات التي يرتفع فيها دخلك وعندما ينخفض دخلك تستطيع بيع تلك الأوراق المالية لتلبية حاجاتك الاستهلاكية، أن هذه العملية تمكنك من التحكم بمستويات استهلاكك مما يحقق لك مستويات أعلى من الرفاه⁽⁴⁾.
- 7- تساهم في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها⁽⁵⁾:-

(1) عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص124.

(2) سالم صلال راهي الحساوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة الاولى، 2017، ص59.

(3) عمر محمد ادريس، مصدر سبق ذكره، ص 130.

(4) سليمان موصللي، عدنان سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2013، ص18.

(5) بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006، ص 48.

- أ- **كفاءة التسعير:** بمعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.
- ب- **كفاءة التشغيل:** بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.
- ت- **عدالة السوق:** بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
- ث- **الأمان:** يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تتجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس، وغيرها من الممارسات اللأخلاقية التي تعتمد إليها بعض الأطراف.

المطلب الرابع - المشاركون في الأسواق المالية

تتضمن الأسواق المالية ثلاثة أركان رئيسة، وحسب الآتي :

- 1- **فئة المقرضين أو المصدرين:** تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات (الخاصة والعامّة والحكومية والسلطات المحلية الأخرى) الذين تقل دخولهم عن احتياجاتهم من الأموال اللازمة إما لأغراض الأستهلاك أو لأغراض التوسع، ويتم الطلب (الاقتراض) بثلاث طرائق: الاقتراض المباشر، إصدار السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد (الديون)، إصدار الأسهم (بالمشاركة)⁽¹⁾.
- 2- **فئة المقرضين أو المستثمرين:** تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية، ويُقصد هنا بفئة الأفراد أولئك الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الأستهلاكية، وكذلك يُقصد بالمؤسسات المالية هي البنوك وبيوت السمسرة وشركات الاستثمار القادرة على أستثمار بعض أموالهم في مشاريع أستثمارية تعود عليهم بعوائد عالية وبمخاطر ضئيلة⁽²⁾.
- 3- **فئة الوسطاء الماليون:** إن من أهم الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية هي تحويل التدفقات النقدية من المدخرين إلى المستثمرين، من خلال مؤسسات عديدة نشأت لهذا الغرض، وأهمها ما يعرف

(1) محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، الاردن، 2009، ص 180.

(2) حسني علي خريوش وأحرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، 2011، ص 25.

بالوسطاء الماليين أو أجهزة الوساطة المالية، ويمكن تعريف (الوسيط المالي) بأنه مؤسسة تتوسط بين المقترضين النهائيين والمقرضين النهائيين، وعادةً ما يكون الوسيط شخص طبيعي أو شخص معنوي⁽¹⁾.

المطلب الخامس - أنواع الأسواق المالية

تتقسم الأسواق المالية إلى نوعين الأسواق الحاضرة أو الفورية، والأسواق الآجلة أو المستقبلية، وسنوضحها كما يأتي:

أولاً- الأسواق الحاضرة (الفورية)

وهي أسواق تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم، سندات)، ويتم من خلالها تصفية العملية مباشرة بتسليم البائع للثمن وتسليمه للأوراق المالية للمشتري، وبالتالي المتعامل يكون ملزم بالتسديد الفوري لثمن الأسهم المشتراة أو مستعد للتخلي عنها فور عقد الصفقة و قبض ثمنها⁽²⁾، وتنقسم هذه السوق الى أربعة أنواع هي:

1- السوق الأولي(سوق الأصدار)

وهي الأسواق التي يتم فيها إصدار جميع الأوراق المالية الجديدة، ففي هذا السوق تقوم الشركات والوحدات الحكومية بإصدار أوراقها المالية، بغرض الحصول على التمويل اللازم لعملياتها الاستثمارية، هذه الأوراق قد يتم شراؤها مباشرة سواء من قبل المنشآت المالية أو المستثمرين الآخرين الذين تتوافر لديهم أموال للاستثمار⁽³⁾. ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الاسواق من خلال البنوك الاستثمارية والمصارف التجارية وبيوت السمسة⁽⁴⁾، ويهدف السوق إلى تسهيل مهمة الحصول على رأس المال الأساس للمشاريع حديثة التأسيس، وهو السوق الذي يكون فيه البائع للورقة المالية (الأسهم و السندات) هو مصدرها الأصلي⁽⁵⁾.

2- السوق الثانوي(سوق التداول)

(1) عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مصدر سبق ذكره، ص 73.
(2) وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الوقائع والأفاق، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2003، ص 50.
(3) محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، 2013، ص 26.
(4) سرمد كوكب الجميل، مدخل الى الأسواق المالية، الطبعة الأولى، شركة دار الاكاديميون للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، 2018، ص12.
(5) Laurence M.Ball, Money-Banking And Financial Markets, Publishers Madison Aveune, New York, 2012, p127.

هو سوق لتداول الأوراق المالية الطويلة الأجل بيعاً أو شراءً بسعر السوق، والتي سبق الاكتتاب بها في السوق الأولي⁽¹⁾، وأهم ميزة للسوق الثانوي هو أنه يوفر للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي عنصر السيولة، لذا يستمد السوق الاولي فعاليته وكفاءته من فاعلية وكفاءة سوق التداول⁽²⁾، وتعد السوق الثانوية من أهم وأوسع الأسواق المالية لأنها تتضمن كافة العمليات الاستثمارية وبالذات المالية منها⁽³⁾.

وينقسم سوق التداول على قسمين، السوق المنظم والسوق غير المنظم:

أ- **السوق المنظم**⁽⁴⁾: يمتاز بوجود مكان محدد، يلتقي فيه المتعاملين للبيع و الشراء، يدير هذا المكان مجلس منتخب من أعضاء السوق، يتم التعامل في أوراق مقيدة، تعد السوق المالية المنظمة من أهم أصناف السوق الثانوي، لأنها تعد أسواق مالية رسمية تخضع للرقابة الحكومية لتنظيم عملية تداول الأوراق المالية.

ب- **السوق غير المنظم**: وفيه تتداول عادةً الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض، ولا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، إذ يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار⁽⁵⁾.

3- **السوق الثالث**: يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنتظم، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير الأعضاء في السوق المنظمة، وأن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك السوق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كانت كبيرة أو صغيرة، أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية، فضلاً عن سوق السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة⁽⁶⁾.

(1) سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009، ص 22.

(2) ابن امر بن حاسين، مصدر سبق ذكره، ص 27.

(3) فليح حسن خلف، مصدر سبق ذكره، ص 4.

(4) سالم صلال راهي الحسنوي، مصدر سبق ذكره، ص 63-64.

(5) بوكساتي رشيد، مصدر سبق ذكره، ص 45.

(6) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز دلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 109.

4- السوق الرابع: هي السوق التي تتعامل بها المؤسسات الكبرى مباشرةً دون الحاجة إلى شركات السمسرة وتجار الأوراق المالية، والهدف هو تقليص النفقات بأستبعاد عمولات وأرباح التجار والسماسرة، ويتم التعامل بين هذه الشركات من خلال شبكة اتصال الكترونية تسمى (instinct) إذ يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة اسعار الأوراق المالية و حجم المعاملات⁽¹⁾.

ثانياً - الأسواق الآجلة(المستقبلية): مع التطور الذي شهدته أسواق المال، برز تقديم مجموعة من الأدوات والوسائل المالية التي توفر المزيد من المرونة والسيولة والتغطية للمتعاملين في السوق، ولقد تحولت الأسواق المالية بفضل هذه التغيرات إلى محطة تسودها حركة لا تعرف التوقف والركود، وتعد الأسواق الآجلة من مظاهر التطور الحديث في الأسواق المالية الدولية، إذ بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق في ظل التعليمات الحادة التي شهدتها الكثير من الأسواق المالية العالمية، وخصوصاً ما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، ويتم في الأسواق الآجلة عقد الاتفاقيات ما بين مؤسستين أو ما بين مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام بيع أصل مالي او شرائه في وقت لاحق مقابل سعر معين⁽²⁾.

المطلب السادس - الأدوات المتداولة في الأسواق المالية

يتداول في سوق الأوراق المالية نوعان من الأوراق المالية، أحدهما يعبر عن ملكية، وهي الأسهم بأنواعها وأخرى تعبر عن مديونية، وهي السندات بأنواعها، وسيتم التطرق لهما كالآتي:

أولاً- الأسهم

إن السهم عبارة عن شهادة تمثل ملكية جزئية في الشركة، تصدره الشركة في السوق الأولي للحصول على أموال طويلة الأجل، أن مشتري السهم يصبح شريكاً في الشركة لا دائناً، كما في حالة القروض، وتجذب الأسهم الكثير من المساهمين الراغبين في امتلاك حصة في الشركة دون الانشغال بإدارتها، وتعطي

⁽¹⁾مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، الطبعة الأولى، كنوز أشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص82.

⁽²⁾وليد أحمد صافي، مصدر سبق ذكره، ص53.

الأسهم المساهمين ميزة الاستعادة من الزيادة في قيمة أسهم الشركة، ما لا توفره القروض للمقرضين، إلا أنها قد تعرضه أيضاً لخسائر كبيرة، كما حصل في مرات عديدة لشركات كثيرة.⁽¹⁾ والأسهم على نوعين:-

1- الأسهم العادية

تعد الأسهم العادية النوع الأكثر والأوسع استخداماً من قبل الشركات في حصولها على الموارد التمويلية، وبالذات لتكوين رأس المال عند تأسيس الشركات هذه، ولا يمكن تصور إنشاء شركة مساهمة بدون أن تقوم بإصدار أسهم عادية⁽²⁾.

تتمتع الأسهم العادية في الشركات المساهمة بالخصائص التالية⁽³⁾:

- أ- يكون المساهم مالكاً جزئياً لموجودات الشركة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.
- ب- أصحاب الأسهم العادية، يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام.
- ت- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم في المقابل مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وهذا يعني أن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها لذلك.
- ث- لأصحاب الأسهم العادية الحق في المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية، وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي.

2- الأسهم الممتازة

وهي وثيقة تحمل قيمة اسمية تُصدرها المنشأة، يحق لحاملها (بما يعادل أسهمه) ملكية جزء من المشروع، أي هي صك ملكية وله قيمة اسمية ودفترية وسوقية، ويمتاز بأنه يتمتع بدخل ثابت⁽⁴⁾.

والأسهم الممتازة تجمع ما بين خصائص الملكية والديونية، فهي تمثل حق ملكية، أي أن لحاملها الحق في الحصول على جزء من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة لهذه الاسهم، وبذلك تتشابه مع الاسهم

(1) سليمان موصللي، عدنان سليمان، مصدر سبق ذكره، ص 33.

(2) فليح حسن خلف، مصدر سبق ذكره، ص 200.

(3) بوكساني رشيد، مصدر سبق ذكره، ص 58.

(4) نزار كاظم الخيكاني، حيدر بونس الموسوي، مصدر سبق ذكره، ص 122.

العادية، كما أنها لا تحصل على عائد إذا لم تحقق الشركة مثل هذه الأرباح حالها في ذلك حال الأسهم العادية، إلا أن الأسهم الممتازة تمتاز على الأسهم العادية بحصولها على نسبة معينة من الأرباح التي تحققها الشركة، كنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز أو كحد أعلى أو كحد أدنى، وبذلك تتماثل مع السندات في حصولها على معدل عائد معين⁽¹⁾.

ثانياً- السندات

للسند تعريف عديدة من أهمها⁽²⁾:

السند هو عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومات، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقرض أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تاريخ محدد لحامل السند، ويحمل السند قيمة اسمية وتاريخ استحقاق ومعدل فائدة محدد. كذلك هو وعد مكتوب من قبل المصدر، يدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ محدد.

ايضاً يمكن ان يطلق أسم السند على الأوراق المالية التي تعطي لحاملها صفة الدائن، إذ يعد بمثابة عقد أو اتفاق بين الشركة (المقرض) والمستثمر (المقرض)، ويتم بموجبه إقراض مبلغ معين من الطرف الثاني إلى الطرف الأول، والذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ مع فوائد متفق عليها في تاريخ محدد.

والخصائص العامة التي تتميز بها السندات، نُجملها بالآتي⁽³⁾:

أ- السند وثيقة قرض تثبت أن حامله دائن تجاه المؤسسة التي أصدرته في حدود قيمته الاسمية، وتبعاً لذلك، يستفيد حامل السند من دخل ثابت ومعروف مسبقاً يتمثل في الفائدة، ويحصل عليه طوال عمر السند.

ب- السند هو عبارة عن ورقة مالية ذات أجل، أي أنها تصدر لمدة زمنية معينة، وبالتالي فالمؤسسة تلتزم في يوم ما على دفع مبلغه الى حاملة عند حلول أجل استحقاقه.

(1) فليح حسن خلف، مصدر سبق ذكره، ص 223-224.

(2) بو عبدالله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة محمد خضير - بسكرة، 2014، ص 18.

(3) الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 88.

- ت- حامل السند ليس له الحق للتدخل في شؤون تسيير الشركة.
- ث- تعتبر الفوائد على السندات من النفقات التي يجوز إزالتها من إجمالي الربح، لذا لا تخضع للضريبة.
- ج- كما هو الشأن بالنسبة للسهم، فإن السند يشكل موضوعاً للمضاربة في البورصة، إلا أن قيمة الجارية تتحدد على أساس سعر الفائدة السائد في السوق المالية عند اتخاذ قرار البيع.
- ح- في حالة تصفية الشركة أو إفلاسها، تمنح الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في أسترجاع رأس المال الموظف، بأعتبارهم دائنين للشركة.

المبحث الثالث - العلاقة بين السياسة النقدية والأسواق المالية

المطلب الأول - تأثير السياسة النقدية في الأسواق المالية

إن من بين الأنشطة التي تتأثر بالسياسة النقدية هي الأسواق المالية، إذ تمارس الأسواق المالية دوراً هاماً في تخصيص الموارد الاقتصادية، من خلال وظيفتها مثل حلقة الوصل بين المدخرين والمستثمرين، من خلال جمع وتحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، إذ تسهم عملية الاستثمار في تكوين رأس المال الذي يعمل على تحقيق النمو الاقتصادي⁽¹⁾.

تعد العلاقة والترابط بين السياسة النقدية والأسواق المالية من خلال أدوات كل منهما على قدر كبير من الأهمية في أي اقتصاد، إذ أن هذه العلاقة تأتي من التداخل والألتاق بين السوق النقدية وسوق رأس المال، فالنظام المصرفي والممثل بالبنك المركزي والبنوك التجارية والبنوك المتخصصة، يُعد من الركائز الأساسية في نمو وتطور السوق المالية في أي بلد، وأن اتساع حجم سيولة السوق المالي نسبة إلى السيولة الكلية للاقتصاد يبين زيادة مدى تأثر وترابط السوق المالية بالسياسة النقدية، وهنا تستطيع السلطة النقدية القيام بإجراءاتها المختلفة عبر أدواتها المتنوعة للتأثير على حجم السيولة الكلية للاقتصاد، وبالتالي المحافظة على الاستقرار النقدي في الاقتصاد ككل⁽²⁾. وبالإمكان انتقال آثار الاجراءات النقدية إلى الأسواق المالية عبر طريقتين اثنتين هما⁽³⁾:

أولاً_ الطريقة المباشرة : وتتم وفق هذه الطريقة عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من لدن السلطة النقدية، وتتميز هذه الطريقة بكونها تكون مقيدة لنشاط الأسواق المالية.

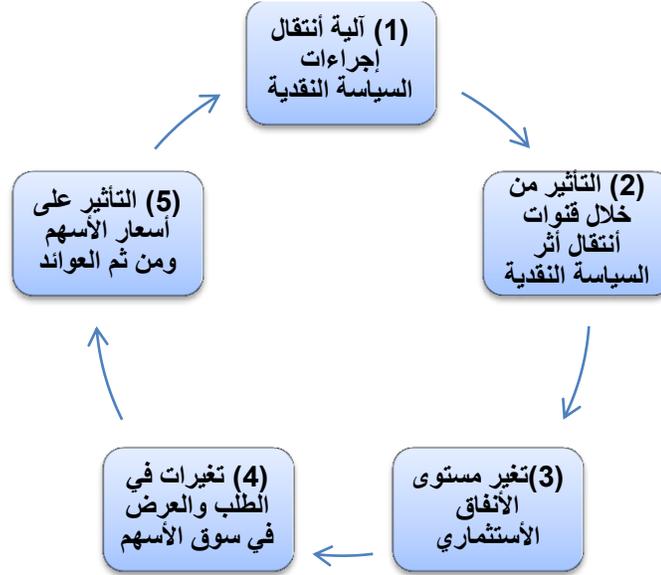
ثانياً_ الطريقة غير المباشرة : وهذه الطريقة تعمل بشكل افضل من الطريقة الأولى بالنسبة للسلطة النقدية، واستناداً إلى هذه الطريقة يكون تأثير الاجراءات النقدية من خلال أدوات مهمة للتأثير في حجم سيولة السوق.

(1) عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مصدر سبق ذكره، ص67.

(2) نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، مصدر سبق ذكره، ص136.

(3) Ming H.chen, Woo G.kim and Hyun J. kim, The impact of macroeconomics and international journal of non-macroeconomics forces an hotel stock returns, hospitality managements, 2005, p.2-8.

الشكل (2) آلية انتقال أثر السياسة النقدية إلى سوق الأسهم



المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على:

Michael Hewson, " The effects of monetary policy Shocks on stock returns, South Africa" structural Vector, error correction,model University of Johannesburg, 2005, p 1-4.

ينتقل أثر السياسة النقدية إلى سوق الأوراق المالية عن طريق قنوات الانتقال التي تقوم بالتنبؤ بأسعار الأسهم وسعر الفائدة المستقبلية المتوقع حدوثها للمستثمرين والمشاركين في هذه السوق، والتغير في أسعار الفائدة يعني تغير كلفة الاقتراض الذي سيؤثر على أنماط الاستثمار في سوق الأسهم، فعند ارتفاع سعر الفائدة يترك فائض عرض الأسهم في سوق الأوراق المالية وهذا يسبب للعارضين أن يخفضوا أسعار الأسهم للتخلص من بعض أسهمهم، والأثر النهائي هو انخفاض الأسعار ومن ثم الأرباح والعوائد. والشكل (2) يوضح آلية انتقال أثر السياسة النقدية إلى سوق الأسهم⁽¹⁾.

أشارت العلاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم أهتمام الكثير من الباحثين الاقتصاديين، وتعد ابحاث: (Homs and Jaffee, 1971)، (Palmer, 1970)، (Friedman,1988)، (Reilly and

⁽¹⁾Michael Hewson, " The effects of monetary policy Shocks on stock returns, South Africa" structural Vector, error correction,model University of Johannesburg, 2005, p 1-4.

(Lewis,1971)، الرائدة في هذا المجال، والتي اختبرت هذه العلاقة وتوصلت الى أن التحركات في المتغيرات النقدية تقود الى تحركات في اسعار الاسهم⁽¹⁾.

المطلب الثاني - نظرية توبين * Tobin's Theory

تعد (نظرية q) لجيمس توبين واحدة من أبرز نظريات الاقتصاد الكلي حول جدول طلب الشركات وتدفق الاستثمار، ووفقاً لهذه النظرية، هناك في معظم الأحيان تباين بين سعر السلع الرأسمالية الحالية، على سبيل المثال كما ينعكس في أسواق السندات والأسهم، وسعر السلع الرأسمالية المنتجة حديثاً، توبين يدعو نسبة هذين السعرين q.

أبتكر جيمس توبين نظرية (q- theory) للإستثمار في عام 1969، وهي تركز على سوق الأسهم المالية التي تحدد قيمة معينة للسهم غير المدفوع للشركة⁽²⁾، وتوضح هذه النظرية الكيفية التي تنتقل من خلالها آثار السياسة النقدية إلى المتغيرات الاقتصادية، من خلال تأثيرها على القيم المصدرة للأسهم⁽³⁾.

ونصت النظرية على وجود علاقة سببية بين الإستثمار وتقلبات القيمة السوقية لأسعار الأسهم الناتجة عن تغيرات السياسة النقدية، وبناءً على هذه النسبة أطلق عليها توبين بمعامل (q)، وتُعرف على أنها خارج قسمة القيمة السوقية للشركة على تكلفة إحلال رأس المال للشركات⁽⁴⁾، فعندما ترتفع قيمة (q) يكون سعر السوق للشركات مرتفعاً بالنسبة لتكلفة استبدال رأس المال، أي ارتفاع القيمة السوقية للشركة، وأن في أستطاعة الشركة إصدار أسهم جديدة بأسعار مرتفعة بالنسبة لتكلفة الآلات والمعدات الرأسمالية، التي ترغب في شرائها أو إحلالها محل الآلات والمعدات القديمة، وهو ما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الإستثماري، لأن

⁽¹⁾نبيل مهدي الجنابي، كفاءة سوق العراق للأوراق المالية والسياسة النقدية دراسة قياسية للمدة (2006-2012)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 15، العدد 3، 2013، ص 10.

* جيمس توبين James Tobin (ولد 5 مارس، 1918 – توفي. 11 مارس، 2002)، اقتصادي يهودي أمريكي، عمل في مجلس المستشارين الاقتصاديين، التابع لنظام الاحتياط الفدرالي، ودرس في جامعة هارفارد ويال. وقام توبين بتطوير أفكار المدرسة الكينزية، ودعا إلى تدخل الحكومة لتحقيق الاستقرار في الإنتاج وتجنب الركود.
⁽²⁾توماس ماير وآخرون، مصدر سبق ذكره، ص343.

⁽³⁾Ireland, Peter N ;" The Monetary Transmission Mechanism" , A Visiting Scholar At The Federal Reserve Bank Of Boston, 2005, p4.

⁽⁴⁾ Caporale,et.al, International portfolio flows and exchange rate volatility in emerging Asian markets, Journal of International Money and Finance,2017, p3.

الشركة ستمتكن من شراء المزيد من السلع الاستثمارية، من خلال قدر ضئيل من الأسهم مرتفعة القيمة⁽¹⁾، وعلى العكس فعندما تكون قيمة (q) منخفضة، فالشركات لن تستطيع شراء السلع الاستثمارية الجديدة لأن القيمة السوقية للشركات ستكون منخفضة نسبة إلى تكلفة رأس المال، فإذا كانت هذه الشركات ترغب بالحصول على رأس المال عندما تكون (q) منخفضة، يمكنها شراء شركة أخرى بثمن بخس والحصول راس المال القديم بدلاً من ذلك، وبالتالي الإنفاق الاستثماري وشراء السلع الاستثمارية الجديدة، سيكون منخفض جداً⁽²⁾.

تعمل هذه النظرية عن طريق المحفظة الاستثمارية للأفراد، ففي حالة انخفاض عرض النقود ستصبح المحافظ المالية في حالة عدم توازن، وسيؤدي الى ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي بسبب أتباع سياسة نقدية أنكماشية يجعل من السندات أكثر جاذبية من الأسهم، وهذا ما يؤدي الى انخفاض القيمة السوقية لأسعار الأسهم بسبب انخفاض الطلب عليها، بما أن انخفاض أسعار الأسهم يؤدي الى انخفاض نسبة (q*) وعلية سينخفض الانفاق الاستثماري الخاص على الأوراق المالية، ونتيجة كون انخفاض عرض النقود يزيد في نسبة الأوراق المالية ويقلل نسبة الأرصة النقدية في المحفظة الاستثمارية بحوزة الافراد، مما يؤدي إلى أن المستثمرين يحاولون التخلص منها، وهذه العملية تؤدي إلى انخفاض أسعارها يليها انخفاض في حجم الاستثمار ثم الناتج.



وإن جوهر نظرية توبين (q) في كونها توفر آلية للارتباط ما بين أسعار الأسهم والانفاق الاستثماري⁽³⁾، فإن السياسة النقدية التوسعية المتمثلة بزيادة عرض النقد (MS) تؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية لأسعار أسهم

⁽¹⁾ Robert Amano and Others, Financial International, Beliefs and the Transmission Mechanism, Canada, Bank of Canada, 2010, p288.

⁽²⁾ Frederic S. Mishkin: The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy, National Bureau of Economic Research (NBER), working paper (5464), February, p6.

• حسب مفهوم توبين نسبة القيمة السوقية الى كلفة الاستبدال لرأس المال في حالة كانت نسبة (q) عالية فهذا يعني ان القيمة السوقية مرتفعة نسبة الى الكلفة الاستبدال لرأس المال.

⁽³⁾ Mishkin Frederic S. Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, Journal of Economic Perspectives - Volume 9, Number 4 ,1995, P6.

الشركات وينتج عنها ارتفاع نسبة توبن (q) بسبب ارتفاع الإنفاق الاستثماري (I) ومن ثم زيادة في الطلب الكلي (Y_d) وزيادة الناتج (Y)⁽¹⁾.

$$Ms \uparrow \rightarrow \uparrow ps \rightarrow \uparrow q \rightarrow \uparrow I \rightarrow \uparrow Y_d \rightarrow \uparrow Y$$

يرى توبن أن الأستثمار الصافي يعتمد على نسبة q أو ما يسمى بنسبة توبن وكالاتي⁽²⁾:

$$q = \frac{M}{R}$$

إذ أن:

M : القيمة السوقية لرصيد رأس المال

R : تكلفة أحلال رأس المال

أن ما يحدد القيمة السوقية لرصيد رأس المال هي أسواق الأسهم، أما تكلفة أحلال رأس المال فتُمثل بسعر رأس المال وهنا سنواجه حالتين:

وهذا يعني أن أسواق الأسهم تسعر رأس المال بأكثر من سعره الحالي، مما يحفز الشركات على زيادة الاستثمار مما يزيد من القيمة السوقية لأسهمها.	$q > 1$
هذا يعني ان أسواق الأسهم تسعر رأس المال بأقل من سعره الحالي، وهذا يعني العكس.	$q < 1$

جوهر هذه المناقشة هو وجود رابط بين (q Tobin's) والإنفاق الاستثماري، ولكن كيف للسياسة النقدية أن تؤثر على أسعار الأسهم؟ بكل بساطة، عندما تكون السياسة النقدية توسعية، يجد الجمهور أن لديه المزيد من الأموال يريد التخلص منها عن طريق الإنفاق في مكان واحد هو الإنفاق العام في سوق الأوراق المالية، مما يزيد الطلب على الأسهم وبالتالي ترتفع أسعارها⁽³⁾.

⁽¹⁾أثير نجاح كامل سميسم، السياسة النقدية وأثرها على مؤشرات الاستقرار المالي عبر مؤشرات سوق رأس المال، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة كريل، 2022، ص 33-34.

⁽²⁾Lixin Sun, Monetary Transmission Mechanisms and the Macroeconomy in China –VAR/VECM Approach and Bayesian DSGE Model Simulation, PhD thesis, University of Birmingham, March, 2010, p51.

⁽³⁾Mishkin, Frederick S. Economics of Money, Banking and Financial Markets, 4th Canadian edition, Copyright Toronto, Ontario, 2011, p654.

المطلب الثالث - العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار الأسهم

إن التغير في مؤشرات السياسة النقدية تسبب تحركات في أسعار الأسهم، وذلك ما سيتم توضيحه:

أولاً - علاقة سعر الصرف بأسعار الأسهم

إن الاستقرار النسبي في عملة الدولة له تأثير مباشر على نشاط سوق الأوراق المالية، ذلك أن سعر الصرف يعد من المؤشرات الاقتصادية المهمة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم أداء سوق الأوراق المالية، وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها. أن التحركات والتقلبات في أسعار الصرف تؤثر بشكل مباشر في الصادرات والواردات والاستهلاك والاستثمار من خلال التأثير على الثروة الناشئة من تقلبات أسعار الأوراق المالية. أن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتضمن أصولاً مقومة بعملة أجنبية وهي بالتالي معرضة لمخاطر العملة (Risk Currency) والتي يقصد بها تلك المخاطر والتقلبات التي تتعرض لها عوائد المحفظة الناتجة عن تحركات أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة⁽¹⁾.

تتضح أهمية سعر الصرف من خلال مشكلات التمويل على المستوى الداخلي والخارجي وبالأخص في الدول التي تسير على طريق النمو الاقتصادي، فسعر الصرف ما هو إلا مؤشر يستجيب بقوة للمؤشرات الاقتصادية الكلية وبدرجة اقل لغيرها⁽²⁾.

يُعبّر سعر الصرف عن مركز الدولة في تعاملاتها مع العالم الخارجي إذا ما ترك حراً دون قيود، ويتحدد عندما تتساوى الكمية المعروضة من عملة ما مع المطلوب منها، فهو يعد من أهم المتغيرات المؤثرة على أسعار الأسهم، أما عن طبيعة العلاقة الموجودة بينه وبين أسعار الأسهم فعندما ينخفض سعر عملة معينة فإن من شأن ذلك أن يزيد الطلب على الموجودات المالية لتلك الدولة بما فيها الأسهم وفق علاقة سالبة على المدى القصير، وهو مقرون بوجود اقتصاد على درجة من الاندماج والفاعلية قادراً على توجيه الاستثمارات

(1) يوسف سعيد أحمد أمين، العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية "دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية" (2003 - 2012)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2014، ص53.
(2) اديب قاسم شندي، الأسواق المالية واثرها في التنمية الاقتصادية، سوق العراق للأوراق المالية -دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.

بسرعة وسهولة⁽¹⁾. وهناك العديد من المناهج التي تؤكد وجود علاقة سببية بين سعر الصرف وأسعار الأسهم، نذكر منها ما يلي⁽²⁾:

1. المنهج التقليدي: يفترض بأن أسعار الصرف تقود أسعار الأسهم، وينطوي تحت هذا المنهج آلية أنتقال تقلبات سعر الصرف، والتي تؤثر في قيمة الشركة عن طريق التغيرات التنافسية والتغيرات في قيمة أصول وخصوم الشركة المقومة بالعملة الأجنبية، والتي تؤثر مجتمعة في أرباح الشركة ومن ثم في قيمة الأسهم العادية.

2. منهج المحفظة المالية: يفترض أن التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم تؤثر في تقلبات أسعار الصرف، من خلال إجراء تعديلات على المحفظة المالية، كما يفترض هذا المنهج أن التدفق الداخلى لرأس المال الأجنبي قد يسجل ارتفاعاً متصاعداً في أسعار الأسهم، وبالنتيجة فإن انخفاض أسعار الأسهم سيؤدي الى انخفاض ثروة المستثمر المحلية، مما يؤدي الى انخفاض الطلب على النقد، وبالتالي انخفاض في أسعار الصرف مسبباً تدفقات خارجية لرأس المال وأنهيار العملة.

ثانياً - علاقة سعر الفائدة بأسعار الأسهم

إن سعر الفائدة الأساس الذي يقوم بتحديد البنك المركزي، يؤثر بشكل ملحوظ في الاقتصاد، ومن المعروف أن مراقبة أسعار الفائدة وتحليلها من أهم الخطوات في التحليل الأساس للأسهم في سوق الأوراق المالية والاقتصاد ككل، إذ يرتبط التعامل بالأسواق المالية بسعر الفائدة بدرجة وثيقة وبشكل مباشر، نظراً لأرتباط سعر الفائدة بمعظم أن لم يكن بجميع أدوات التعامل في الأسواق المالية، إذ أن سعر الفائدة يمثل كلفة الفرصة البديلة التي يتم التضحية بها، والتي تتمثل بالفائدة التي يمكن أن يحصل عليها المودع مقابل أيداع أمواله لدى المصارف⁽³⁾، إذ تؤدي أسعار الفائدة في السوق المالية دوراً أساسياً في دورة النقد ومن ثم تسهم في توجيه الأموال عبر الوسطاء من المدخرين الى المستثمرين، وبهذا يعد سعر الفائدة بمثابة المحرك

⁽¹⁾Emrah Ozbay, The relationship between stock returns and macroeconomic factors: evidence from turkey, Master of science in financial analysis and fund management, University of Exeter, 2009, p16.

⁽²⁾فايزة حسن مسجت، تحليل أثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2017)، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 14، العدد 56، 2020، ص164-165.

⁽³⁾فليح حسن خلف، مصدر سبق ذكره، ص 167.

الأساس لآلية السوق المالية⁽¹⁾. إذ يؤدي انخفاض معدلات الفائدة إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية وبخاصة السندات كبديل، مما ينعكس إيجابياً على نمو سوق الأسهم وزيادة أسعارها بعد فترة زمنية قصيرة نسبياً⁽²⁾.

إن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم حصلت على اهتمام العديد من الاقتصاديين، بكونها إحدى العوامل الأساسية المؤثرة في سلوك أسعار الأسهم، ويمكن بيان أوجه هذه العلاقة من خلال الآتي⁽³⁾:

1- إن ارتفاع أسعار الفائدة والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع المصرفية، يشجع العديد من المستثمرين ببيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة، باعتبار أن إيداع أموالهم في البنوك التجارية وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار بالأسهم.

2- يقوم عدد كبير من المتعاملين بالأسهم بالأقتراض من البنوك التجارية أو من شركات الوساطة، لأجل تمويل مشترياتهم من الأسهم، وعند ارتفاع أسعار الفائدة ترتفع تكلفة الأقتراض، وبالتالي ينخفض الطلب على القروض، وتتنخفض الأموال المخصصة لشراء الأسهم مما يخفض من الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها.

3- إن ارتفاع أسعار الفائدة من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض مستوى الأستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية، مما يؤدي إلى انخفاض حجم المبيعات والأرباح، فضلاً عن ذلك أن أكثر الشركات تمول جزءاً من عملياتها بأموال مقترضة، وأن ارتفاع أسعار الفائدة يعمل على أستنزاف جزء كبير من مواردها لتغطية الفوائد على تلك القروض، ويعمل كلا الأثرين على تخفيض مقسوم الأرباح وبالتالي انخفاض الطلب على الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها.

الأقتصادي (جون مينارد كينز) يعترض على فكرة الفترات الطويلة، مشيراً الى أننا جميعاً أموات في الأجل الطويل، وفي الأجل القصير والمتوسط تظهر أسعار الأسهم بعلاقة عكسية قوية مع التغيرات في أسعار الفائدة، فعندما تهبط أسعار الفائدة ترتفع أسعار الأسهم وبالعكس، إذ يرى بعض الباحثين مثلما

⁽¹⁾نمارق قاسم حسين، قياس العلاقة بين سعر الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية دراسة لتجربتي مصر واليابان مع اشارة خاصة للعراق للمدة 1990-2015، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة كربلاء، 2017، ص12.

⁽²⁾براق محمد، عبد الحميد حفيظ، اثر متغيرات السياسة النقدية على اسعار الأسهم في سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة معارف للعلوم الاقتصادية، العدد20، 2016، ص 12.

⁽³⁾محمود صالح عطية، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالى، العدد54، 2012.

يرى "سيجل" أن أسعار الفائدة في الأجل القصير والمتوسط هي المؤثر الوحيد الأكثر أهمية على أسعار الأسهم⁽¹⁾.

ثالثاً - علاقة عرض النقد بأسعار الأسهم

يعد عرض النقد أحد أدوات السياسة النقدية الفعالة الذي يعبر عن مجموع العملة في التداول خارج الجهاز المصرفي مضافاً إليه الودائع الجارية تحت الطلب مما يملكه القطاع الخاص اللامصرفي لدى المصارف التجارية ويطلق عليه (عرض النقد بالمعنى الضيق ويرمز له M1)، وبما إن نشاط أسواق الأوراق المالية جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي، فإن أي تغيير في عرض النقد سيكون له تأثير على هذه الأسواق⁽²⁾. تحظى العلاقة بين تغيير عرض النقود وتغيير أسعار الأسهم بأهتمام الباحثين والمستثمرين في سوق الأوراق المالية، فالتغيير في عرض النقد يمكن أن يسبب تغييراً في أسعار الأسهم بطريقتين هما⁽³⁾:

1. الطريقة المباشرة: إن التأثير المباشر للعرض النقدي على أسعار الأسهم، يتم عن طريق قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقد (ومع ثبات الطلب على النقود)، فإن الأفراد سيجدون أنفسهم أمام سيولة أكبر مما يحتاجون إليها لأغراض المعاملات المالية، فينفقون بعضاً من هذه الأموال الفائضة في شراء الأوراق المالية ومنها الأسهم، مما ينعكس إيجاباً على أسعار الأسهم فترتفع قيمتها.

2. الطريقة غير المباشرة: ينتقل فيها أثر العرض النقدي إلى أسعار الأسهم عبر قناتين، القناة غير المباشرة الأولى تتم عبر سوق السندات، فمن المعلوم أن زيادة عرض النقد تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة وبما أن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار السندات هي علاقة عكسية، فإن انخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع أسعار السندات ومنه انخفاض عوائدها، وحينها يكون العائد على السندات أقل من العائد على الأسهم، فمن المحتمل أن ينخفض الأقبال على شراء السندات ويتحول مشتري السندات إلى سوق الأسهم، ونتيجة لتوسع الطلب على الأسهم يزداد حجم تداول الأسهم وترتفع أسعارها ومنه عوائدها. أما القناة غير المباشرة الثانية

⁽¹⁾ جاري جراي وآخرون، دليلك لتقييم الأسهم - دليل المستثمر الذكي للاداء المتميز في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة جرير، المملكة العربية السعودية، 2007، ص 99.

⁽²⁾ نبيل مهدي الجنابي، أثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم: سوق العراق للأوراق المالية أمودجاً- للمدة (2004-2010)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 41، العدد 3، 2012، ص 5.

⁽³⁾ محمود صالح عطية، مصدر سبق ذكره، ص 6.

لهذا الأثر تنتقل عبر الناتج المحلي الإجمالي، كما ذكرنا سابقاً فإن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، وهذا يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري والإنفاق الاستهلاكي، الذي يعمل على زيادة الإنتاج وزيادة الدخل، مما ينعكس إيجاباً على مستوى الطلب على منتجات الشركات فيزيد الطلب على منتجاتها مما يساعد على زيادة أرباحها وبالتالي ارتفاع الأرباح الموزعة على المساهمين، الأمر الذي يحفز المستثمرين والمدخرين على شراء الأسهم، مما يؤدي بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار الأسهم.

إن النتيجة في الحالات السابقة، سواء أكانت سلسلة السبب والنتيجة المباشرة (من عرض النقد إلى أسعار الأسهم) أم غير المباشرة (عبر سوق السندات ونسبة العائد أو عبر الناتج المحلي الإجمالي)، هي نفسها، وتتمثل في أن الزيادة في عرض النقد تؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم ثم إلى ارتفاع أسعارها⁽¹⁾.

أذا ما زاد عرض النقد عن حاجة النشاط الاقتصادي، فإن ارتفاع حجم السيولة يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، ألا أنه يظهر الأثر السلبي لهذه الزيادة في عرض النقد، بعد أن يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يعني امتصاص السيولة وانخفاض أسعار الأسهم⁽²⁾.

رابعاً - علاقة التضخم بأسعار الأسهم

يُعرف التضخم بأنه الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، وطالما أن التضخم هو الارتفاع في المستوى العام للأسعار، فإن النقديين والكنزيين يتفقون بأن التضخم ظاهرة نقدية⁽³⁾.

حاول الاقتصاديون إثبات الفرضية التي تقول أنه توجد علاقة طردية بين أسعار الأسهم والتضخم، باعتبار أن ارتفاع معدلات التضخم وبداية فقدان النقود لقوتها الشرائية يدفع المستثمرين إلى حماية مدخراتهم من مخاطر تآكل القوة الشرائية، من خلال استثمارها في شراء الأسهم فترتفع أسعارها. من جانب آخر قدم عدد من الاقتصاديين تفسيراً آخر للعلاقة الطردية بين التضخم وارتفاع أسعار الأسهم، على أساس أن العديد من الشركات يؤدي الخرين السلعي فيها دوراً هاماً في تحديد مستوى الأرباح، ومن ثم يعني ارتفاع المستوى

(1) أحمد محمد فرحات، دراسة العلاقة بين تحركات أسعار الأسهم والتغير غير المتوقع في العوامل الاقتصادية الكلية دراسة تطبيقية، المجلة العلمية لقطاع كلية التجارة، المجلد 7، العدد 2، 2010، ص31.

(2) محمد فرحي، أشواق بن قدورة، اثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم -دراسة قياسية لسوق نيويورك للأوراق المالية ، مجلة الحقيقة، جامعة أدرار الجزائر، العدد 29، 2014، ص 134.

(3) نبيل مهدي الجنابي، مصدر سبق ذكره، ص 6.

العام للأسعار إمكانية بيع هذا الخزين بأسعار عالية مقارنة بأسعار الكلف، وهو ما ينعكس مباشرة على مقسوم الأرباح، لذلك اعتقد عدد كبير من الاقتصاديين بإمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط ضد مخاطر التضخم⁽¹⁾.

ظهر في الأدب الاقتصادي العديد من التفسيرات للعلاقة السلبية بين التضخم وأسعار الأسهم، من بينها أن التضخم يُعد واحداً من الأسباب التي تؤدي الى ارتفاع معدلات الفائدة، وبالتالي الإرتفاع في عوائد السندات وأنخفاض أسعارها الأمر الذي يجعل من هذه السندات أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين مقارنة بالأسهم، إلا أن إستمرار التضخم لوقت طويل وبمعدلات عالية يجعل المستثمرين يتجنبون الأوراق المالية التي تحمل إستحقاقات ثابتة ويتحولون بدلاً عن ذلك الى الأسهم والموجودات الأخرى التي يمكن أن ترتفع أسعارها وبالتالي توفر نوعاً من الوقاية أتجاه التضخم ولو بشكل جزئي، على كل حال لم تظهر الدلائل التاريخية تزامن الإرتفاع في معدلات التضخم مع الإرتفاع في أسعار الأسهم.⁽²⁾

بينت بعض الدراسات، حول علاقة التضخم بسلوك الأسهم، أن ارتفاع معدل التضخم سيشترك أثراً عكسياً على أسعار الأسهم، مما يجعل التضخم يؤثر بذلك على سلوك السوق المالية ويرجع ذلك لسببين⁽³⁾:

- 1- إن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع في معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للأسهم، أي أنه غير مستعد للشراء بسعر عالي.
 - 2- إن ارتفاع معدل التضخم يؤدي لأنخفاض القيمة الحقيقية لأرباح الشركات، وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها بأنخفاض القيمة السوقية للشركات.
- وان التضخم بالرغم من تأثيره السلبي على القوة الشرائية للدخول، فإنه في الوقت ذاته يمارس تأثيراً ايجابياً، من خلال زيادة المبيعات وأرباح الشركات ومن ثم أسعار الأسهم وعوائدها، بشكل يفوق التأثير السلبي، مما يجعل في النهاية من الأسهم أستثماراً ناجحاً في أوقات التضخم.

(1) محمود صالح عطية، مصدر سبق ذكره، ص 19.

(2) يوسف سعيد أحمد أمين، العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية "دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية" (2003 - 2012)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2014، ص 43.

(3) منذر زيدان، العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات النقدية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين، المجلد 37، العدد 4، 2015.

الفصل الثاني

تحليل واقع السياسة النقدية والأسواق المالية في العراق للمدة (2007-2021)

المبحث
الأول

واقع السياسة النقدية في العراق للمدة (2007-2021).

المبحث
الثاني

تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

المبحث
الثالث

تحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار الاسهم في
سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021).

الفصل الثاني - تحليل واقع السياسة النقدية والأسواق المالية في العراق والعلاقة بينهما

تمهيد

شهدت السياسة النقدية في العراق تبديلاً جوهرياً في عملها، وذلك بعد حصول البنك المركزي على الاستقلالية بموجب القانون رقم (56) عام 2004، وما رافقها من تطورات وأحداث اقتصادية وسياسية، ويبرز ذلك بإحداث السلطة النقدية تغييراً في فلسفتها بوساطة القنوات الوسيطة للسياسة النقدية وأهمها (قناة عرض النقد، قناة سعر الصرف، وقناة سعر الفائدة، وقناة التضخم) لغرض تحقيق أهدافها في التأثير على أسعار الاسهم.

وعلى هذا الأساس تم تقسيم الفصل الى ثلاثة مباحث رئيسية:

المبحث الأول - تحليل واقع السياسة النقدية في العراق للمدة (2007-2021).

المبحث الثاني - تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021).

المبحث الثالث - تحليل العلاقة بين السياسة النقدية وأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021).

المبحث الأول- تحليل واقع السياسة النقدية في العراق للمدة (2007-2021)

المطلب الأول- واقع السياسة النقدية في العراق

وضعت السياسة النقدية في العراق أهدافاً اقتصادية عامة وأهدافاً نقدية على وجه الخصوص وكان من أبرزها هو المحافظة على استقرار قيمة الدينار العراقي فضلاً عن المحافظة على الاستقرار النسبي في المستوى العام للأسعار وتحقيق التوازن الاقتصادي فضلاً عن سعي البنك المركزي بالاحتفاظ بغطاء العملة من النقد الاجنبي في العراق مع أهداف اقتصادية عامة تهدف إلى تحقيق توازن اقتصادي وتحقيق تنمية اقتصادية متوازنة⁽¹⁾. تُعد السياسة النقدية من أهم أنواع السياسات الاقتصادية العامة، إذ تؤدي دوراً فاعلاً في تنظيم عرض النقد والتحكم في السيولة والأئتمان، ووفقاً لهذا الدور تستطيع السلطة النقدية المتمثلة بالبنك المركزي إن تحقق أهداف حيوية محددة وفقاً لأولويات تقدرها المشكلة الاقتصادية التي يعاني منها الاقتصاد.

وفي مرحلة التسعينيات شهدت السياسة النقدية في العراق صدماتي الحرب والعقوبات الاقتصادية، مما أسفر عنها مشكلات اقتصادية واجتماعية كثيرة، كما شهدت تلك المدة خضوع السياسة النقدية الى قرارات السلطة السياسية وأتسمت بأرتباط وثيق بين البنك المركزي ووزارة المالية، إذ يقوم البنك المركزي بتمويل عجز موازنة الدولة وهو جزء لا يتجزأ من المالية العامة بسبب قوة الترابط بين الموازنة العامة والميزانية العمومية للبنك المركزي بحكم التبعية وهيمنة السلطة المالية على القرار النقدي، إذ كان هنالك حساب واحد للعملة الاجنبية وأن الإيرادات من تلك العملة التي تدخل الموازنة العامة تمثل عوائد النفط في الغالب، ويسجل ما يعادلها في الميزانية العمومية للبنك المركزي كدينار عراقي مصدر سواء بشكل حسابي في سجلات البنك أم فعلي في التداول، ليتولد بذلك النقد الاساس وأن النقد الاجنبي في هذه الحالة يدخل في بنود الميزانية العمومية للبنك المركزي⁽²⁾.

(1) فتخار محمد مناحي الرفيعي، السيولة العامة وفاعلية السياسة النقدية في السيطرة عليها مع إشارة تطبيقية للعراق، أطروحة دكتوراة، غير منشورة، جامعة بغداد، 2007.

(2) مظهر محمد صالح، الاقتصاد الريعي المركزي ومآزق انفلات السوق- رؤية في المشهد الاقتصادي العراقي الراهن، الطبعة الاولى، بيت الحكمة، بغداد، 2013، ص70.

كما ركزت هذه المرحلة على اعتماد البنك المركزي على الوسائل النقدية المباشرة والتي صاحبها إلى حد ما استخدام الوسائل الكمية غير المباشرة، أي استطاع البنك أن يعمل بطريقتين من خلال قوته وسلطته (بنك البنوك) أو غير المباشرة عن طريق تأثيره على وضع سوق النقد، ويمكن القول أن الأدوات النوعية والكمية هي أكثر استخداماً لأجل الوصول إلى تحقيق الأهداف الموسومة من قبل السياسة النقدية قبل 2003⁽¹⁾.

وقد أتسمت السياسة النقدية قبل عام 2003 بأرتباطها الوثيق بوزارة المالية وبالقرار السياسي، بحكم أن البنك المركزي كان يُعد مؤسسة نقدية تابعة للدولة أدارياً وقانونياً، وكان البنك المركزي يشكل المرجع الرئيس للإدارات والهيئات العامة والوزارات للأقتراض الواسع، وكانت السياسة النقدية تتضمن عدة أسعار صرف وذلك بغرض إعطاء مرونة أكبر لمؤسسات القطاع العام في عمليات البيع والشراء بالعملة الصعبة خاصة الدولار الأمريكي، إذ كانت دوائر الدولة تعطي أسعار تفضيلية بقصد تحفيز الإنتاج في تلك المدة والحد، ولو نسبياً، من ظاهرة (الدولة) *، إذ تحول الدولار إلى مخزن للقيمة فضلاً عن كونه عملة للتبادل⁽²⁾.

توفرت للسلطة النقدية في العراق ومع بداية عملية التغيير السياسي عام 2003 فرصه تأريخيه للإصلاح النقدي والمساهمة مع بقية المؤسسات الاقتصادية في الإصلاح الاقتصادي، فتوالت عملية رفع القيود والمحددات أمام عمل السلطة النقدية، وكان في مقدمة تلك الإجراءات صدور قانون البنك المركزي رقم 56 لعام 2004، والذي منح الاستقلالية للبنك المركزي ((نصت المادة 2 من الفقرة ثانياً يتمتع البنك المركزي العراقي باستقلالية فيما يقوم به من مساعي بغية تحقيق أهدافه وتنفيذ مهامه، ويخضع للمساءلة وفقاً لما ينص عليه القانون، ولا يتلقى أية تعليمات من أي شخص أو جهة بما في ذلك الجهات الحكومية إلا ما ورد فيه

(1) للمزيد انظر :-

- سنان الشبيبي، ملامح السياسة النقدية في العراق، صندوق النقد العربي- أبو ظبي، 2007، ص 2-7.
- ثريا عبد الرحيم الخزرجي، تقييم أداء السياسة النقدية في العراق وأثرها في التضخم دراسة تحليلية للمدة (1980-2003)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد 13 العدد 48، 2007، ص 145-146.
*الدولة: هو تعبير يطلق عند قيام مواطني دولة ما على استخدام عملة اجنبية بجانب او بدل العملة المحلية وفي اغلب الاحيان تكون العملة الاجنبية الدولار الأمريكي لذا شاع استخدام مفردة الدولة.

(2) مظهر محمد صالح، نظام معدلات الصرف في العراق، بحث منشور، البنك المركزي العراقي، 2008، ص 1.

نص يقضي بغير ذلك في القانون، ويتم احترام استقلالية البنك المركزي ولن يسعى أي شخص أو جهة من أجل التأثير على نحو غير ملائم)) وأستناداً الى هذا القانون فإن الاستقلالية تعني ثلاث نقاط جوهرية⁽¹⁾:

- 1- عدم اقراض الحكومة بشكل مباشر أو غير مباشر.
- 2- عدم تلقي أوامر من الحكومة في تسيير أدوات السياسة النقدية.
- 3- خضوع حساباتها للمدقق الخارجي وفقاً لمعايير التدقيق الدولية للبنوك المركزية. إلا ان ذلك لا يعني الانفصال التام عن الحكومة وإنما لا بد ان يكون هناك تنسيق مع السياسة المالية لتحقيق الأهداف الاقتصادية للبلد.

وهذا القانون وضع حداً للأوضاع التشريعية السابقة في أقسام الحكومة نفسها في إدارة القطاع النقدي وقرارته، الذي منع البنك المركزي من اقراض أية جهة حكومية باستثناء تسويق أدونات الخزنة الصادرة من الحكومة العراقية، باعتباره الوكيل المالي للحكومة العراقية، وفي مقابل توسيع الإطار العام الذي تعمل به السلطة النقدية، هناك مجموعه من التراكمات المنظورة وغير المنظورة، ضمن التركيبة الثقيلة للعهد السابق، مما يخلق تشوهاً في الحركة الطبيعية للمتغيرات النقدية ذات الأثر المباشر وغير المباشر على الصعيد الكلي، ومع حجم المسؤولية كان لزاماً على السلطة النقدية في العراق منح الاقتصاد العراقي نموذجاً استثنائياً في إدارة السياسة النقدية وبمواصفات عالية الجودة، تتحرك أفعالها زمنياً وبما يخلق التحولات المناسبة للاقتصاد العراقي، وتقصير الفترة الانتقالية، واسترداد الثقة المنزوعة عن هذا الاقتصاد محلياً ودولياً، وذلك بمكافحة التضخم والبطالة ووضع حدود آمنة لهما، وبلوغ سعر صرف ملائم يعزز الثقة، ومن ثم تحفيز الادخار والاستثمار، وخلق مناخ مؤاتٍ للاستثمار، وتسريع اندماج الاقتصاد العراقي مع الاقتصاد العالمي، لجلب الخبرات ورؤوس الاموال الدولية وأستغلال الميزات التنافسية للاقتصاد العراقي⁽²⁾.

إذ وضعت السياسة النقدية مجموعة من الأسس والقواعد وأتخذت العديد من الإجراءات على الصعيد النقدي كنتيجة لبرامج الإصلاح الاقتصادي، وكان الهدف منها تعزيز الاستقرار الاقتصادي والنقدي لخلق

⁽¹⁾ آلن بلندر، استقلالية البنك المركزي، ترجمة مظهر محمد صالح، بيت الحكمة، بغداد، 2008، ص1.
⁽²⁾ رعد حمود عبد الحسين تويج، الطلب على النقود وإدارة السياسة النقدية مع إشارة خاصة الى العراق، اطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، 2010، ص223.

بيئة اقتصادية تستند على آلية العرض والطلب⁽¹⁾، لذا كان الهدف الرئيس للبنك المركزي العراقي هو السعي في التصدي للتضخم وخفض معدلات الزيادة السنوية في المستوى العام للأسعار وتقوية الاستقرار في النظام المالي، ولاسيما عمليات الوساطة المالية مع ضرورات استقرار سوق التحويل الخارجي ومؤازرة استقرار القيمة الخارجية للدينار العراقي، إذ أدى توازنهما إلى تحقيق إشارتين سعريتين قويتين من إشارات السوق التي تبنتها السياسة النقدية في بلوغ أهدافها المنوه عنها وهما إشارة سعر الفائدة على الاقتراض وإشارة سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي وهو امر عزز من آلية الانتقال النقدي للتأثير في توازن السوق النقدية ومن ثم استقرار النشاط الحقيقي⁽²⁾.

أما التحديات التي واجهت السياسة النقدية بعد عام 2003 فتمثلت بتحديين أساسيين أولهما الاختناقات في جانب العرض الكلي وثانيهما الزيادات المستمرة والمتصاعدة في جانب الطلب الكلي خاصة في الجانب الحكومي حيث ازدادت النفقات الحكومية الجارية ومنها فقرة الرواتب والاجور، على سبيل المثال، والتي شكلت ما نسبته 60% من الناتج المحلي الاجمالي غير النفطي في عام 2008 بعد ما كانت نسبتها 35% في عام 2004⁽³⁾.

وامام هذه التحديات فقد اعتمد البنك المركزي مجموعة من الإجراءات وهي كما يأتي:

- 1- اعتماد مثبت اسمي تمثل بإشارة سعر الصرف للعملة إذ استعاد البنك المركزي العراقي من أحتياطياته المتزايدة من العملة الاجنبية لدعم صرف الدينار العراقي وتثبيت توقعات الجمهور التضخمية، وقد نجحت السياسة النقدية في الحد من الضغوط التضخمية خلال العامين 2006 و 2007 وقد أضاف ذلك ما مقداره 21 ترليون دينار عراقي الى القوة الشرائية للجمهور⁽⁴⁾.
- 2- اعتمد البنك المركزي سياسة تحرير سعر الفائدة التدريجي من 15%-20% ابتداءً من 2006 الى عام 2008 وقد نجحت سياسة رفع اسعار الفائدة في الحد من الانفاق الكلي في المجتمع إذ حدث من

(1) احمد إسماعيل المشهداني، حيدر حسين ال طعمة، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي العراقي للمدة (2003-2009)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية للسنة العاشرة، العدد 33، 2012، ص 137.

(2) البنك المركزي العراقي، تقرير السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي لعام 2010، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، 2011، ص 1.

(3) مظهر محمد صالح، السياسات النقدية ومتطلبات الاستقرار والنمو الاقتصادي، بحث منشور، البنك المركزي العراقي، 2008، ص 1.

(4) ثريا الخزرجي، السياسة النقدية بين تراكمات الماضي وتحديات الحاضر، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2009، ص 4.

الائتمان الاستهلاكي والذي يتوجه عادةً الى أنشطة المضاربة السريعة في البيئة التضخمية على الرغم من أن أسعار الفائدة المرتفعة هذه قد أضافت أعباء جديدة لتكلفة الاستثمار المتأثر اساساً بالبيئة المحيطة.

3- اعتمد البنك المركزي على ادوات الرقابة غير المباشرة، إذ قام بفرض نسبة احتياطي قانوني بما نسبته 25% على الودائع بالعملة المحلية والاجنبية.

4- قام البنك المركزي بأعتماد وسائل للسيطرة على مناسيب السيولة النقدية ومصادر النمو النقدي بما في ذلك إدارة الاحتياطيات المصرفية الفائضة (حسابات الايداع في التسهيلات القائمة او حوالات سندات البنك المركزي) وقد أستطاع البنك المركزي خفض نسبة التضخم من ما يقارب 32% في عام 2006 الى ما يقارب 13% في عام 2008⁽¹⁾.

المطلب الثاني - تحليل مؤشرات السياسة النقدية في العراق

سنتناول في هذه الفقرة أهم القنوات أو الآليات الرئيسية التي تنتقل عبرها أثار السياسة النقدية على أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، وتحليل أهم التطورات التي حدثت في هذه القنوات خلال مدة البحث وهي كالآتي:-

أولاً - عرض النقد: بعد عام 2004 أصبح الحفاظ على معدل مستقر من نمو عرض النقد من الأهداف الأساسية، وذلك من خلال زيادة أو خفض المعروض النقدي للتأثير في النشاط الاقتصادي، كما أن التغير في المعروض النقدي له أثار واسعة النطاق على الطلب الكلي ومن ثم الناتج المحلي الإجمالي والأسعار.

وبالنظر الى بيانات الجدول(2) والشكل(3) الخاصة بحركة عرض النقد، نلاحظ ان عرض النقد بالمعنى الضيق(M1) أرتفع طيلة مدة البحث بأستثناء عامي(2014 و 2015)، إذ ارتفع تدريجياً من (21,721,167) مليون دينار عام 2007 الى (119,944,017) مليون دينار عام 2021، وبمعدلات نمو متذبذبة بين الأرتفاع والأنخفاض، كان أعلاها عام 2010 بمعدل نمو (38.7) و أدناها عام 2015 بمعدل نمو (-10.0).

(1). مظهر محمد صالح ، السياسات النقدية ومتطلبات الاستقرار والنمو الاقتصادي، مصدر سبق ذكره ، ص6.

جدول (2) عرض النقد بالمعنى الضيق في العراق للمدة (2007-2021) مليون دينار

السنة	عرض النقد بالمعنى الضيق M1	معدل التغير السنوي %
2007	21,721,167	—
2008	28,189,934	29.8
2009	37,300,030	32.3
2010	51,743,489	38.7
2011	62,473,929	20.7
2012	63,735,871	2.0
2013	73,830,964	15.8
2014	72,692,448	-1.5
2015	65,435,425	-10.0
2016	70,733,027	8.1
2017	76,986,584	8.8
2018	77,828,984	1.1
2019	86,771,000	11.5
2020	103,353,556	19.1
2021	119,944,017	16.1

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نشرات البنك المركزي للسنوات (2007-2021).

$$\text{معدل التغير السنوي} = \frac{[\text{القيمة الحالية} - \text{القيمة السابقة}]}{\text{القيمة السابقة}} * 100$$

يلاحظ ايضاً أن عرض النقد قد أستمر بالأرتفاع ليصل الى (63,735,871) مليون دينار عام 2012، وبمعدلات نمو سنوية متزايدة محققاً بذلك معدل نمو سنوي مركب قدر (19.4%)، على الرغم من مساعي السياسة النقدية في السيطرة والتحكم بعرض النقد والتي كانت من أولى أهتمامات البنك المركزي على وفق التغييرات التي شهدها وهو صدور القانون الجديد المرقم (56) لسنة 2004 والتي تمثلت بأستقلالية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية والتي أتخذت على ضوئها حزمة من الإصلاحات، لكنه ما يزال عرض النقد يعاني من خلل في السيطرة على حجم الكتلة النقدية.

وتعود تلك المعدلات المتزايدة الى تحسن الوضع السياسي في العراق وتشكيل حكومة منتخبة من قبل الشعب، والتي قامت بتنفيذ برامج اصلاحية على كافة المستويات وأبرزها المستويان الاقتصادي والاجتماعي، بعد أتباع سياسة التوظيف الشامل في مختلف قطاعات إدارة الدولة، وزيادة حجم الأنفاق الأستهلاكي الحكومي نتيجة لإعادة تأهيل وترميم دوائر الدولة وهيأتها العامة كافة المتضررة من الحرب وما لحقها من اعمال تخريبية أدت الى دمار الكثير من تلك المؤسسات الحكومية، فضلاً عن فتح باب التطوع في صفوف الاجهزة الامنية بأعداد كبيرة ودفع مرتبات عالية لتلك العناصر بغية السيطرة على الأنفلات الامني في تلك المدة، فأزداد الأنفاق الحكومي ثم زيادة حجم العملة في التداول، فضلاً عن اقرار قانون رقم 22 لسنة 2008 القاضي بتعديل رواتب موظفي الدولة والقطاع العام ورفع المستوى المعاشي لهم، يُضاف الى ذلك التحسن في حجم الإيرادات النفطية بسبب زيادة الاسعار العالمية، إذ تجاوز سعر برميل النفط ما يقارب (75) دولار في عام 2010 بعد أن كان ما يقارب من (60) دولاراً في عام 2009 فضلاً عن (جولات التراخيص النفطية) التي عقدتها الحكومة مع الشركات النفطية العالمية لغرض زيادة اعمال التنقيب ومن ثم زيادة الانتاج النفطي⁽¹⁾.

اما العام 2013 فقد ازداد عرض النقد اذ بلغ حجمه (73,830,964) مليون دينار وبمعدل نمو سنوي (15.8%) مقارنة بالعام 2012، كما مثل نقطة انتهاء الزيادة المستمرة له خلال تلك المدة، وأما سبب تلك الزيادة فيعود الى زيادة حجم الاحتياطات الاجنبية كموجودات لدى البنك المركزي نتيجة لأرتفاع حجم الإيرادات النفطية للعراق بشكل غير مسبوق وذلك لتجاوز اسعار النفط عتبة (120) دولارا للبرميل الواحد فضلاً عن زيادة حجم الأنتاج النفطي في ذلك العام.

أما العامين 2014 و 2015 فقد شهدا أنخفاضاً في عرض النقد بمعناه الضيق وبمعدل نمو سنوي سالب قدرة (-1.5 و-10.0) على التوالي ويعزى الى حالة الركود الاقتصادي التي مر بها الأقتصاد العراقي نتيجة أنكماش السيولة العامة الناجم عن الأنخفاض الحاد والاستثنائي في الإيرادات النفطية والذي تمثلت في الأنخفاض الحاصل في أسعار النفط عالمياً ابتداء من النصف الثاني من عام 2014⁽²⁾، الامر الذي اجبر

(1) البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي عام 2010 المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، ص18.
(2) البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي عام 2015 المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، ص 31-32.

الحكومة على اتباع سياسة ضغط الانفاق العام خصوصاً الانفاق الاستثماري والانفاق الاستهلاكي الحكومي وزيادة حجم الدين العام الداخلي فضلاً عن زيادة حجم الاستقطاعات الضريبية ورفع الرسوم على الخدمات العامة من أجل سد جزء من العجز الكبير في الموازنة العامة للدولة.

أما في عام 2016 فقد أزداد عرض النقد بالمعنى الضيق إذ وصل إلى (70,733,027) مليون دينار وبمعدل نمو سنوي بلغ (8.1)، وفي عام 2017 ارتفع عرض النقد بالمعنى الضيق ليصل إلى (76,986,584) مليون دينار وبمعدل نمو (8.8)، وتعزى هذه الزيادة إلى ارتفاع رصيد صافي الموجودات الأجنبية بسبب ارتفاع سعر برميل النفط خلال هذا العام ليصل إلى (49.3) دولار للبرميل الواحد مقارنة بالعام السابق.

وخلال عام 2018 أستمّر عرض النقد بالزيادة بنسبة قليلة وبمعدل نمو سنوي بلغ (1.1) ويعزى هذا الارتفاع الضئيل بالدرجة الأساس إلى نمو الودائع الجارية وارتفاع ضئيل في العملة خارج البنوك، واما في عام 2019 فقد ارتفع عرض النقد ليصل إلى (86,771,000) مليون دينار وبمعدل نمو (11.5) ويعزى هذا الارتفاع إلى المنح التي منحتها الحكومة للعاطلين عن العمل نتيجة أثر الاحتجاجات وكذلك ارتفاع العملة خارج البنوك ونمو الودائع الجارية⁽¹⁾.

الشكل (3) تطور عرض النقد بالمعنى الضيق في العراق للمدة (2007-2021)



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (2).

(1) البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي عام 2019 المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، ص22.

وبالنسبة لعامي 2020 و 2021 فقد أرتفع عرض النقد خلال العامين وبمعدلات نمو سنوية (19.1 و 16.1) على التوالي ليصل الى (103,353,556) مليون دينار خلال عام 2020 و (119,944,017) مليون دينار خلال عام 2021، وسبب هذا الارتفاع يعود الى زيادة الأنفاق العام أثناء انتشار الأزمة الصحية على المستلزمات الطبية وتأهيل المستشفيات، فضلاً عن إعطاء منح للعوائل أثناء تطبيق الحظر الشامل.

ثانياً - سعر الفائدة: لضمان تناسب تأثيرات أسعار الفائدة مع الظروف الاقتصادية السائدة من أجل توليد الاستقرار في السوق المالي، فإن السياسة النقدية قد استندت الى تفعيل سعر فائدة السياسة الذي يعرف بأسم مؤشر (معدل فائدة البنك المركزي)، لكونه معدل فائدة تشغيلياً يستعمل في المساعدة على إطلاق إشارات قوية تؤثر باتجاهات وتطور هيكل أسعار الفائدة والشروط الزمنية لمكوناته بوساطة التسهيلات القائمة⁽¹⁾، ويتم ذلك بالأعتماد على سعر الفائدة بوصفه هدفاً تشغيلياً للتأثير في السيولة النقدية والسيطرة على مناسبتها وجعلها تصب بنهاية المطاف في مسارات الاستقرار المالي وغاياته القصيرة والبعيدة الأجل المتمثلة بمواجهة الموجات التصاعدية للأسعار وتقلباتها، ومن أجل تحقيق فاعلية وكفاءة عالية في استعمال هذا الهدف التشغيلي، فإن السياسة النقدية أرادت الاعتماد على قاعدة تايلر* بوصفها قاعدة مركزية تجعل من سعر السياسة يتكيف طردياً مع فجوة الناتج المحلي الإجمالي وفجوة الأسعار⁽²⁾.

وأستناداً إلى ذلك لا بد من ملاحظة الجدول (3) والشكل (4)، الذي يوضح تطورات أسعار الفائدة في العراق للمدة (2007-2021)، إذ يتضح أن هناك تذبذباً في أسعار الفائدة يتراوح بين (20%) عام 2007 و (4%) في عام 2021.

(1) محمود محمد داغر، اسراء عبد فرحان، السياسة النقدية في العراق من خلال تحليل الفجوتين، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 26 ، 2017 ، ص 6.
*قاعدة تايلر: تعود هذه القاعدة الى الاقتصادي (Taylor John) 1993 والتي تعمل على ربط سعر الفائدة الأساس (سعر البنك) بعلاقة طردية مع فجوة التضخم وفجوة الناتج، لمعالجة حالات الركود والتضخم التي تصيب الاقتصاد.
أنظر في ذلك:-
البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، التقرير الاقتصادي السنوي، 2008، ص43.
(2) مظهر محمد صالح، الاتجاهات الراهنة للتضخم في العراق، ندوة عن التضخم ودور السياسات المالية والاقتصادية، معهد الإصلاح الاقتصادي، بغداد 2006.

الجدول (3) سعر فائدة البنك المركزي العراقي للمدة (2007-2021)

السنة	سعر الفائدة (%)	معدل التغير السنوي (%)*
2007	20	—
2008	16.75	-16.3
2009	8.83	-47.3
2010	6.25	-29.2
2011	6	-4
2012	6	0
2013	6	0
2014	6	0
2015	6	0
2016	4.33	-27.8
2017	4	-7.6
2018	4	0
2019	4	0
2020	4	0
2021	4	0

المصدر: من إعداد الباحثة بالأعتماد على نشرات البنك المركزي للسنوات (2007-2021)

$$\text{معدل التغير السنوي} = \frac{[\text{القيمة الحالية} - \text{القيمة السابقة}]}{\text{القيمة السابقة}} * 100$$

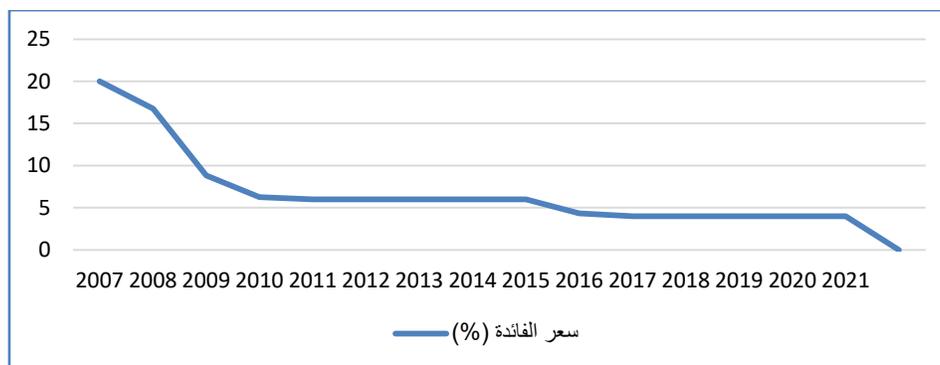
ومن أجل استقرار النظام المالي وكبح جماح التضخم وتشجيع النشاط الاقتصادي وتنظيم وتحديد الائتمانات والاستثمارات في المجالات المسموح بها بغية القيام بالعمليات المصرفية على نحو أمثل أتجه البنك المركزي نحو رفع سعر الفائدة إلى (20%) عام 2007، وقد تمكن من تقليص حجم عرض النقد بسحب السيولة النقدية، وهذا أدى إلى خفض معدل التضخم في عام 2007⁽¹⁾.

⁽¹⁾البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، التقرير الاقتصادي السنوي، 2007، ص 12.

وأن سبب هذه الزيادة في سعر الفائدة إنما تعود الى المستوى العام للأسعار الذي شهد ارتفاعاً ملحوظاً الأمر الذي دفع بالمصارف الى اعتماد هيكل مرتفع لأسعار الفائدة خلال تلك السنوات، وبالعكس أخذت تلك الأسعار تنخفض نسبياً عندما تراجع سعر السياسة وظهر النمو السالب في سعر الفائدة بصورة مستمرة إذ بلغ معدل النمو السالب فيه (16.3% - ، 47.3% - ، 29.2% -) خلال الاعوام (2008 ، 2009 ، 2010) على التوالي، وأستمر ذلك الانخفاض تدريجياً وصولاً الى معدل (6%) اعتباراً من عام 2010 وحتى عام 2015.

وأستمر البنك المركزي في خفض سعر الفائدة الى (4%) خلال المدة من 2017 الى 2021 بعد أن كان (4.33) عام 2016، نتيجة لأنخفاض المستوى العام للأسعار فضلاً عن السياسة التي أنتهجها البنك المركزي لتحقيق الاستقرار النقدي وزيادة معدلات النمو الاقتصادي من خلال تحفيز النشاط الأقتصادي للمصارف لغرض تمويل المشاريع التنموية

الشكل (4) تطور سعر الفائدة في العراق للمدة (2007-2021)



المصدر: من أعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الجدول (3).

ثالثاً_ سعر الصرف: يُعد الدينار العراقي العملة الوطنية المعتمدة في التعاملات المحلية، ونظراً لأرتباطه الوثيق بالدولار الامريكي وذلك لأن الدولار عملة ذات وزن كبير في التعاملات الاقتصادية الدولية، فمن المؤكد أن يكون للدولار دور كبير ومهم في الاقتصاد العراقي سواء على الصعيد المحلي أو على صعيد العلاقات الدولية، وتُعد نافذة بيع وشراء العملات الأجنبية واحدة من وسائل السياسة النقدية غير المباشرة التي

يتبناها البنك المركزي العراقي والتي تعد من أكبر عمليات السوق المفتوحة للتأثير في الأساس النقدي للبلد لأجل أحكام السيطرة على الطلب الكلي، ومواجهة الضغوط التضخمية والسيطرة على حجم السيولة العامة، ووضع الفائض النقدي في مساراته الصحيحة والسليمة في الموازنة العامة⁽¹⁾.

الجدول (4) سعر الصرف الرسمي في العراق للمدة (2007-2021)

السنة	سعر الصرف الرسمي	معدل النمو السنوي (%)*
2007	1217	—
2008	1172	-3.7
2009	1170	0.17
2010	1170	0
2011	1170	0
2012	1166	-0.3
2013	1166	0
2014	1166	0
2015	1190	2.0
2016	1190	0
2017	1190	0
2018	1190	0
2019	1182	-0.6
2020	1304	10.3
2021	1450	11.2

المصدر: من أعداد الباحثة بالاعتماد على نشرات البنك المركزي للمدة (2007-2021).

$$\text{معدل التغير السنوي} = \frac{[\text{القيمة الحالية} - \text{القيمة السابقة}]}{\text{القيمة السابقة}} \times 100$$

كما أن الأستقلالية التي حصل عليها البنك المركزي العراقي في القانون رقم (56) لعام 2004 الذي ينص على عدم إقراض الحكومة بشكل مباشر أو غير مباشر، وعدم تلقي أوامر من السلطة التنفيذية تخص السياسة النقدية، وخضوع حسابات السلطة النقدية للمدقق الخارجي على وفق معايير التدقيق الدولي للبنوك

⁽¹⁾البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي عام 2015 المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، ص38.

المركزية، كان لها أثر سلبي على الاحتياطات النقدية من العملة الأجنبية التي بحوزة البنك المركزي العراقي، لأعتماد الاقتصاد العراقي على مصدر واحد للعملة الأجنبية (القطاع النفطي)⁽¹⁾.

ويمكن توضيح تطورات سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار للمدة (2007-2021) من خلال متابعة الجدول (4) والشكل (5)، إذ شهدا عامي (2007-2008) انخفاضاً في معدلات أسعار صرف الدولار تجاه الدينار في المزاد مقارنة بالأعوام السابقة، إذ بلغ (1172-1217) دينار على التوالي وبنسبة نمو سنوي بلغت (-3.7)، ويعود السبب في هذا الانخفاض لأن السياسة النقدية للبنك المركزي هي تقوية ودعم سعر صرف الدينار العراقي اتجاه الدولار، والتقليل من التضخم الحاصل في البلد ودفع عجلة النمو نحو التقدم وكذلك الأستقرار النسبي في الوضع الامني على العموم في البلد⁽²⁾.

أما في المدة من (2009-2011) فقد شهد سعر الصرف أستقراراً، إذ بلغ سعر الصرف الرسمي (1170) دينار، نتيجة للسياسة النقدية التي أتبعها البنك المركزي بأستخدام سعر الصرف كأداة لتحقيق الأستقرار في القيمة الخارجية للدينار العراقي.

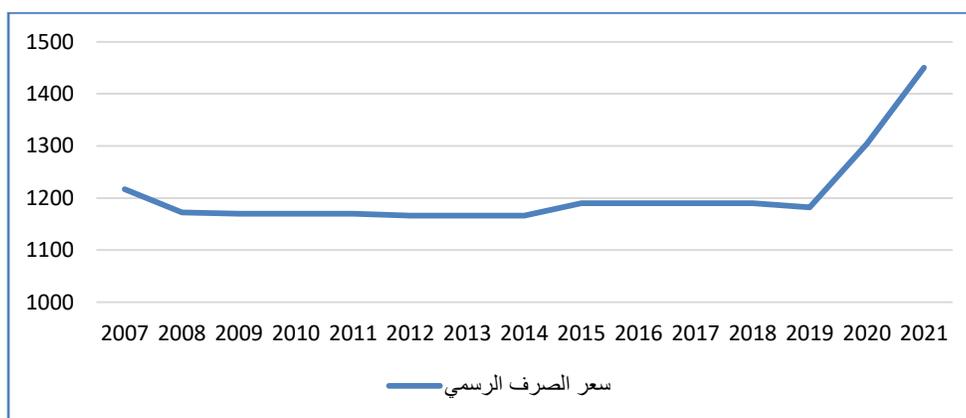
المدة ما بين (2007-2011) حقق تناسق بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الموازي، ويعود ذلك إلى زيادة حجم التدخل من قبل البنك المركزي في سوق الصرف وأنتظام عدد مرات تدخله الأسبوعي المعلن مما عد هذا التدخل أداة رئيسة للسياسة النقدية من اجل معالجة الاختلال النقدي المتمثل بالسيطرة على معدل التضخم وطمأنة لدى صناع القرار النقدي وأطراف السوق على أهمية الدور الفعال للاحتياطات النقدية الأجنبية وسلاسة العرض في توفير سعر بيع رخيص للدولار من قبل البنك المركزي العراقي وأشباع الطلب الخاص عليه من جانب وسحب جزء مهم من المعروض النقدي من جانب آخر، مؤدياً إلى تثبيت سعر الصرف الرسمي تدريجياً إلى أن وصل (1170) للمدة من (2009-2011) وهذا يستند على الاعتقاد بقوة تأثير سعر الصرف الاسمي على مؤشرات الاقتصاد الكلي في الأمد القصير الذي

(1) حسين ديكان درويش، سيف علي عبد الرزاق، قياس وتحليل أثر صدمة الإيرادات النفطية في سعر الصرف في الاقتصاد العراقي للمدة (2015-1999)، مجلة الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، المجلد 10، العدد 2، 2018، ص 40.
(2) البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي المديرية العامة للإحصاء والأبحاث. 2008-2007.

كان باعثاً على دفع السلطة النقدية إلى الاستمرار في تثبيت قيمة الدينار الأسمية مقابل الدولار، لكن لم يتم تنافس سعر الصرف السوقي مع سعر الصرف الاسمي المثبت من قبل السلطة النقدية⁽¹⁾.

أما خلال المدة (2012-2019) فقد شهدت هذه المدة استقراراً في سعر الصرف الرسمي للدينار العراقي تجاه الدولار والذي بلغ (1166-1182) على التوالي ويعزى ذلك إلى قيام البنك المركزي ببيع العملة الأجنبية عن طريق نافذة بيع العملة بشكل يومي، والذي استهدف من خلالها تحقيق الاستقرار في سعر الصرف، وتخفيض معدلات التضخم من أجل تحقيق الأستقرار في الأسعار من خلال تعقيم عرض النقد. كما ويعزى هذا التحسن في سعر الصرف إلى زيادة الاحتياطيات الأجنبية لدى البنك المركزي التي وصلت ما يقارب (66-79) مليار دينار للمدة ذاتها، إذ يعزى هذا الأرتفاع في الاحتياطيات نتيجة الفائض المتحقق في الحساب الجاري في ميزان المدفوعات الناجمة عن أرتفاع أسعار النفط مما وسعت هذه الاحتياطيات من قدرة البنك المركزي للتدخل في سوق الصرف، وخلال العامين (2020-2021) فقد شهد سعر الصرف الرسمي أرتفاعاً إذ بلغ (1304-1450) على التوالي، نتيجة الازمة المزدوجة التي مر بها الاقتصاد العراقي المتمثلة بانتشار جائحة كورونا، وأنخفاض أسعار النفط الخام⁽²⁾.

الشكل (5) تطور سعر الصرف في العراق للمدة (2007-2021)



المصدر: من أعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الجدول (4).

(1) عوض فاضل الدليمي، نحو التقارب بين سعر الصرف السوقي ومثلية الأسمى المثبت رسمياً للدينار العراقي تجاه الدولار الأمريكي، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة الثالثة عشرة، العدد 46، 2015، ص 32-33.
(2) البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي عام 2021 المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، ص 28.

رابعاً_ التضخم: تُعد ظاهرة التضخم في الاقتصاد العراقي هي ظاهرة مُركبة لم تتشكل بفعل عامل واحد وإنما تبلورت كنتيجة لتفاعل عوامل نقدية عدة وحقيقية بمرور الزمن⁽¹⁾. لقد شهد الاقتصاد العراقي منذ العام 2003 موجة تصاعدية جديدة في معدلات التضخم أثقلت كاهل المواطن العراقي وأدت الى ارتفاع كلفة المعيشة وكلف الإنتاج على السواء، وأن مصادر الظاهرة التضخمية الجديدة في العراق تنطلق من سياسات مؤثرة يمكن تفسيرها بالتحريك الجزئي لبعض أسعار السلع والخدمات المدعومة حكومياً، والتدخل الحكومي المرتبك وغير المنظم سواء من حيث إدارة البطاقة التموينية أو توزيع الطاقة عن طريق منافذ التوزيع والمحطات الحكومية، ادى الى تقلب الأسعار وظهور اسواقاً سوداء، وتوقف انتاج الكثير من المنتجات المصنعة محلياً والتي كانت ذا قدرة تنافسية وميزة مقارنة في التجارة الخارجية لأنخفاض أسعارها، الأنفاق المتزايد على الأمن، الى جانب الحجم الكبير للإنفاق على إعادة أعمار البنى الارتكازية التي أنهارت بسبب الحرب وعمليات السلب والنهب التي تعرضت له جميع مؤسسات الدولة⁽²⁾.

وللوقوف على واقع التضخم في الاقتصاد العراقي خلال المدة (2007-2021) بأعتبره أحد أهم مؤشرات السياسة النقدية الذي يسترشد به في اتخاذ القرارات المتعلقة بسياسة الأسعار، تم استخدام مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك لقياس معدل التضخم، ومثلاً يوضح الجدول (5) والشكل (6) تطور معدلات التضخم خلال مدة الدراسة، إذ انخفضت معدلات التضخم في عام 2007 بمعدلات تنازلية وبلغت (12.7) حتى نهاية 2011 ليصل الى (5.5) ويعود السبب في تراجع معدلات التضخم الى نجاح السياسة النقدية الأنكماشية التي أتبعها البنك المركزي في تحقيق الأستقرار في مستويات الاسعار عن طريق الأحتفاظ بالأحتياطيات الأجنبية التي أسهمت بشكل واضح في الحفاظ على قيمة العملة وأستقرار الأسعار، وكذلك تحسن الوضع الأمني⁽³⁾.

(1) اديب قاسم شندي، حيدر كامل نعيم، تأثير السياسة النقدية في العراق على التضخم في العراق للمدة (1970-2008) مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية، جامعة واسط، المجلد 1، العدد 5، 2011، ص 9.

(2) مظهر محمد صالح، الاتجاهات الراهنة للتضخم في العراق، البنك المركزي العراقي، 2008، ص 3.

(3) البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي عام 2011 المديرية العامة للإحصاء والأبحاث.

الجدول (5) معدل التضخم في العراق للمدة (2007-2021)

السنة	الرقم القياسي لأسعار المستهلك 2007=100	معدل التضخم (%)
2007	100	—
2008	112.7	12.7
2009	122.1	8.3
2010	125.1	2.4
2011	132.1	5.5
2012	140.1	6
2013	142.2	1.5
2014	145.9	2.6
2015	148	1.4
2016	148.1	0.1
2017	148.4	0.2
2018	149	0.4
2019	148.7	-0.2
2020	149.6	0.6
2021	158.7	6.1

المصدر: من أعداد الباحثة بالاعتماد على جمهورية العراق وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء، تقرير الأرقام القياسية لأسعار المستهلك لسنة 2021، قسم الأرقام القياسية ، ص39.

$$\text{معدل التغير السنوي} = \frac{(\text{القيمة الحالية} - \text{القيمة السابقة})}{\text{القيمة السابقة}} \times 100$$

في حين شهدت معدلات التضخم خلال المدة (2012-2019) أنخفاضاً ملحوظاً إذ بلغ مقداره (-0.2_6.0) وكان سبب هذا الانخفاض هو ظاهرة الركود التي عاشها الاقتصاد العراقي نتيجة الانخفاض الحاصل في أسعار النفط في الأسواق العالمية، فضلاً عن إجراءات السياسة النقدية لدعم السيولة المحلية

والاستمرار في تحقيق الاستقرار لسعر الصرف من خلال نافذة بيع العملة الأجنبية التي يقوم بها البنك المركزي العراقي بشكل يومي كجزء من أداة عمليات السوق المفتوحة، وأيضاً أسهمت مجموعة من المتغيرات الدولية، منها تراجع تضخم أسعار الغذاء عالمياً لأغلب السلع بسبب عدم استقرار الأسواق والاسعار العالمية لاسيما أسعار السلع الغذائية، وكما شهد الرقم القياسي لأسعار المستهلك استقراراً نسبياً في الأسواق المحلية

ويعود هذا الاستقرار بالدرجة الأساس للبنك المركزي بأعتماد آلية جديدة أظهرت أبعاد متعددة الأهداف والمهام تأتي في مقدمتها هدف تحقيق الاستقرار في الأسعار الذي انعكس في قيم التضخم. وعاد معدل التضخم بالارتفاع نسبياً في عام 2020 إذ بلغ (0.6) ، وأستمر بالارتفاع في عام 2021 ليصل الى (6.1) وذلك بسبب زيادة الكتلة النقدية المطروحة في السوق، وكذلك خفض سعر صرف الدينار العراقي أمام الدولار، فضلاً عن ارتفاع نسب البطالة بسبب تفشي جائحة كورونا خلال الفترة السابقة وأيقاف بعض المعامل الإنتاجية.

الشكل (6) تطور معدل التضخم في العراق للمدة (2007-2021)



المصدر : من أعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (5).

المبحث الثاني - تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021).

المطلب الأول- الأطار النظري لسوق العراق للأوراق المالية

أولاً- نشأة السوق وتطوره

نتيجة لتغير توجه الحكومة في منتصف الثمانينات نحو ترسيخ دور القطاع الخاص وزيادة مساهمته في البناء الاقتصادي للبلد وتحويل عدد كبير من المنشآت العامة الى شركات مساهمة، مما خلق الحاجة لوجود سوق منظم للأوراق المالية بدلاً من السوق غير المنظم الموجود فعلاً⁽¹⁾، لذلك وبتأريخ (1991/8/6) صدر قانون تأسيس سوق بغداد للأوراق المالية قانون رقم (24) لسنة (1991)، إذ كانت لهذه السوق شخصية معنوية تتمتع بالاستقلال المالي والإداري، وإنها مؤسسة ذات نفع عام وإنها تنظم تداول الأوراق المالية وتشرف على إقامة العلاقات مع الأسواق المالية العربية والدولية.

وأفتتح التداول رسمياً في تاريخ (1992 /3/23) من أجل تداول أسهم الشركات المساهمة العراقية والسندات الحكومية وحوالات الخزينة وأية أوراق مالية عراقية أو أجنبية، أما من حيث التنظيم فقد توالت القوانين والتشريعات التي تهدف إلى تنظيم وضبط التعامل وتطوير حركة التعامل في السوق، إذ أصدرت وزارة المالية النظام الداخلي للسوق عام (1986)، وكذلك قانون الإستثمارات العربية رقم (46) لعام (1988) الذي منح إعفاءات ضريبية لتلك الإستثمارات، ومنحها أيضاً حرية تحويل رأس المال الناتج عن أرباح المستثمر العربي.

كما صدر قانون الشركات رقم (21) لسنة (1997) الذي الغى القانون السابق لعام (1983)، والذي يشجع على إنشاء الشركات الخاصة والمختلطة وتطويرها، فضلاً عن صدور قانون شركات الإستثمار المالي رقم (5) لعام (1998)، والذي يسمح بإنشاء الشركات ومزاولة أعمالها في تأسيس المحافظ الإستثمارية بعد الحصول على الموافقة من البنك المركزي، خصوصاً في إصدارها سندات قرض وشهادات إيداع وفق أسعار الفائدة المقررة، وايضاً تعاملها في شراء وبيع حوالات الخزينة والأسهم والسندات وإدارة أعمال الوساطة

(1) أسامة جبار مصلح، أثر تغيرات عرض النقود على أسعار الاسهم لسوق العراق للاوراق المالية/ دراسة تحليلية، الجامعة المستنصرية، مجلة الدنانير، العدد 18، 2020، ص35.

المالية، هذا وأن أول شركة إستثمار مالية عراقية كانت هي شركة الأمين للاستثمار المالي التي تأسست سنة (1999)، وبالرغم من أن سوق بغداد للأوراق المالية أستطاعت أن تدرج (113) شركة عراقية مساهمة وخاصة ومختلطة، وأستطاعت ايضاً أن تستقطب في آخر عام لها معدلات تداول سنوية تجاوزت سبعة عشر مليون دولار ونصف المليون، ألا أنها بقيت تعاني كثير من الظواهر السلبية منها ما يتعلق بسيولة الأوراق المالية وبدائية أسلوب التداول وايضاً محدودية عدد المستثمرين واستحواذ عدد منهم على التعاملات في السوق أو أقتصار السوق على المستثمرين المحليين، كذلك ضعف الشفافية والتحليل المالي وتذبذب أسعار الأسهم وأرتفاع وأنخفاض المؤشرات خلال المدة ما بين عامي (1991-2000)، وتعد هذه الأمور بديهية كون السوق لم يستطع التواصل مع الأسواق الإقليمية والعربية والدولية كونه يعمل في بيئة سياسية وإقتصادية غير مستقرة عانت الكثير من الاختلالات، منها ظروف الحصار الاقتصادي التي كان يمر بها العراق آنذاك انعكست سلباً على عمل وتداول وإدراج الشركات وأوراقها المالية في السوق المذكورة، على الرغم من دخول شركات جديدة قيد التعامل وطرح أسهمها للتداول إلا أن ذلك لم يجد نفعاً بسبب ظروف الحصار الاقتصادي وبتاريخ (2003/3/19) وبسبب ظروف الحرب على العراق أغلق سوق بغداد للأوراق المالية بقرار من مجلس إدارته⁽¹⁾.

وتم تأسيس سوق العراق للأوراق المالية بموجب القانون المرقم (74) في نيسان 2004، وعقدت أول جلسة تداول فيه بتاريخ (2004/6/24) بأسلوب التداول اليدوي والتسجيل على لوحات بلاستيكية، إذ خصصت لوحة لكل شركة مساهمة يجري التداول على أسهمها وبأسلوب المزايدة العلنية المكتوبة والذي استمر لغاية (2009/4/19)، وبعد ان انتهت اعمال ومتطلبات العمل بأليات التداول الإلكتروني عقدت اول جلسة تداول الكتروني في سوق العراق للأوراق المالية بتاريخ (2009/4/19)، وبذلك بدء عهد جديد للتداول وأعتباراً من (2009/11/1)، أصبح عدد الجلسات الاسبوعية خمسة جلسات وهو امر يحدث لأول مرة في

(1) حسن كريم حمزه، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية نشأته - تحليل وتقييم مؤشرات، بحث منشور في مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد 1، العدد 24، 2012، ص 264-266.

تاريخ البورصة العراقية بعد قبول سجلات مساهمي أكثر من ثلثي الشركات المدرجة في السوق بعد نجاح أيداع أسهمها في مركز الأيداع⁽¹⁾.

وسوق العراق للأوراق المالية هي سوق أو كيان اقتصادي ذات استقلال مالي وأداري غير مرتبط بجهة معينة، يدار من قبل مجلس مكون من تسعة أعضاء يمثلون مختلف الشرائح الاقتصادية للقطاع الاستثماري يسمى (مجلس المحافظين)، وهو مؤسسة ذات نفع عام لا تهدف الى الربح في أعمالها، تعد الأعمال التي يقوم بها السوق في علاقته مع الشركاء غير التجاريين فيما لا يتعارض مع أحكام سوق العراق للأوراق المالية⁽²⁾.

وبلغ عدد الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية (105) شركة مساهمة (مختلطة وخاصة) يتم تداول أسهمها إلكترونياً، حسب التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية 2021، وكما موضح في الجدول (6):

الجدول (6) عدد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لعام 2021

ت	اسم القطاع	عدد الشركات
1	المصارف	44
2	الصناعة	21
3	الخدمات	10
4	الفنادق والسياحة	10
5	الزراعة	7
6	الاستثمار	6
7	التأمين	5
8	الاتصالات	2
	المجموع	105

المصدر: التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية 2021 ، ص 137-140.

⁽¹⁾ سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي السابع، 2010، ص5.

⁽²⁾ سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي الأول، 2004، ص1.

ثانياً_ أهداف سوق العراق للأوراق المالية

يهدف سوق العراق للأوراق المالية إلى تحقيق الأهداف الآتية⁽¹⁾:

- 1-تنظيم وتدريب أعضائه والشركات المدرجة فيه بطريقة تتناسب مع هدف حماية المستثمرين وتعزيز ثقة المستثمرين به.
- 2-تعزيز مصالح المستثمرين بسوق حرة، يوثق بها، أمانة، فعالة، تنافسية وتتسم بالشفافية.
- 3-تنظيم وتبسيط تعاملات الأوراق المالية بصورة عادلة وفعالة ومنتظمة وبضمنها عملية المقاصة والتسوية لهذه المعاملات.
- 4-تنظيم معاملات أعضائه بكل ما له صلة بشراء وبيع الأوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الأطراف، و وسائل حماية مصالحهم المشروعة.
- 5-تطوير سوق المال في العراق بما يخدم الاقتصاد الوطني ومساعدة الشركات في بناء رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار.
- 6-توعية المستثمرين العراقيين وغير العراقيين بشأن فرص الاستثمار في السوق.
- 7-جمع وتحليل ونشر الإحصاءات والمعلومات الضرورية لتحقيق الأهداف المنصوص عليها في النظام.
- 8-التواصل مع أسواق الأوراق المالية في العالم العربي والأسواق العالمية بهدف تطوير السوق.
- 9-القيام بخدمات ونشاطات ضرورية أخرى لدعم أهدافه.

ثالثاً_ سمات وخصائص سوق العراق للأوراق المالية

هنالك بعض السمات والخصائص لسوق العراق للأوراق والتي منها⁽²⁾:-

- 1-محدودية رؤوس أموال الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، باستثناء بعض المصارف التي حدد البنك المركزي رأسمالها بحدود(250)مليار دينار.

⁽¹⁾سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الثامن، 2011، ص1.

⁽²⁾وليد عبد النبي عيدي، السوق المالية في العراق الواقع والتطورات المستقبلية، مجلة ابحاث في السياسة النقدية، العدد الأول، البنك المركزي العراقي، 2016، ص3.

- 2-تخلف بعض التشريعات المنظمة لعمل الشركات العاملة في سوق العراق للأوراق المالية والتي يجب تحديثها لمواكبة التغيير الذي طرأ على واقع الاقتصاد العراقي الذي يتجه للعمل وفق النية السوق.
- 3-ضعف ادوات الرقابة الفعالة اللازمة لتوفير حد ادنى من الإفصاح والشفافية للمتعاملين.
- 4-عدم كفاءة القواعد القانونية الكافية لحماية وكسب ثقة المستثمرين واصحاب رؤوس الأموال المحليين والأجانب للمشاركة في هذه السوق.
- 5-هنالك ضعف في مرونة هيكل أسعار الفائدة السائدة في السوق، سواء بالنسبة للمصارف أو شركات التأمين التي تمنح القروض المتوسطة والطويلة الأجل للأغراض العقارية.
- 6-أفتقار السوق لمؤسسات الوساطة المالية والشركات صانعة السوق قياساً بالحاجة الفعلية لها.

رابعاً_ تنظيم سوق العراق للأوراق المالية

يتضمن البنود التالية⁽¹⁾:-

- 1-يكون المركز الرئيس للسوق في بغداد مع امكانية فتح فروع اخرى في المحافظات العراقية.
- 2-يتولى السوق مسؤوليه الاصول المملوكة له فقط.
- 3-لا يتحمل السوق أية التزامات واقعة أو قد تقع على سوق بغداد للأوراق المالية.
- 4-يتمتع السوق بشخصية معنوية غير تابعة للحكومة لا من الناحية المالية ولا من الناحية الادارية، كما لا يوجد هنالك اية سلطة إشرافية من قبل مسجل الشركات في وزارة التجارة على السوق.
- 5-التزام السوق المالية أتجاه هيئة الأوراق المالية من ناحية تنظيم الرقابة وفقاً لتعليمات الهيئة.
- 6-للسوق المالية الحق في تملك الاموال المنقولة وغير المنقولة بما فيها العقارات.
- 7-للسوق المالية الحق في رفع الدعاوى أمام المحاكم أو الهيئات التحقيقية بواسطة رئيس مجلس المحافظين.
- 8-السوق المالية منظم ذاتياً بعيداً عن التدخل الحكومي ووزارة المالية ويكون مملوكاً للأعضاء.
- 9-يتعامل السوق المالية مع الآخرين بطريقة تجارية تتسجم مع القوانين الدائمة والمؤقتة والنظام الداخلي للسوق.

(1) حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، 2014، ص 39.

المطلب الثاني - تحليل أسعار أسهم بعض الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

هنالك نظريتان لدراسة حركة أسعار الأسهم (نظرية الثقة والنظرية التقليدية)، إذ تُعد نظرية الثقة إلى أن العامل الأساسي في حركة أسعار الأسهم هو التغير في ثقة المستثمرين بمستقبل هذه الأسعار والعوائد ومقسوم الأرباح، ومن هذه النظرية يمكن الوصول إلى طريقة التحليل الفني، والذي يهتم بتفسير حركة أسعار الأسهم في الأجل القصير من خلال العوامل المؤثرة من داخل السوق والمرتبطة بنشاط المضاربين، وتفترض طريقة التحليل الفني أن أفضل وسيلة لتحديد التغيرات المستقبلية لأسعار الأسهم الركوز إلى ملاحظة التقلبات السابقة لهذه الأسعار.

أما النظرية التقليدية لأسعار الأسهم فتشير إلى أن السبب الأساس في حركة أو تغير أسعار الأسهم يكون في التغير المتوقع في عوائد الشركات، ومن ثم فإن العوامل الأساسية كافة التي من شأنها أن تؤثر على عوائد الشركات ستؤثر لاحقاً على مقسوم الأرباح ومن ثم على أسعار الأسهم، وهذه العوامل تتضمن العديد من المتغيرات الاقتصادية أهمها عرض النقد، التضخم، أسعار الفائدة، سعر الصرف .. الخ. ومن هذه النظرية يمكن الوصول إلى طريقة التحليل الأساسي لتفسير حركة أسعار الأسهم في إطار منهج الاقتصاد الكلي⁽¹⁾. والسعر السوقي هو السعر الذي يباع به السهم في السوق، فإن سعره في السوق قد يتساوى أو يكون أقل أو يكون أعلى من القيمة الدفترية للسهم، وذلك في ضوء ربحية المنشأة، أي عندما تحقق المنشأة أرباحاً سيكون سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كانت ربحية المنشأة أقل أو أنها تتكبد خسائر باستمرار فإن سعر السهم في السوق سينخفض ويكون أقل من القيمة الدفترية للسهم، أي تتحرك القيمة السوقية إما صعوداً أو هبوطاً حسب عامل الطلب والعرض على هذه الأسهم، وتلعب المتغيرات الاقتصادية ونتائج أعمال الشركة فضلاً عن المضاربات دور رئيسي في التأثير على أسعار الأسهم وهناك مجموعة عوامل تؤثر بالقيمة السوقية للأسهم ومنها :-

1- توقع المستثمرين لأرباح الشركة في المستقبل ومن ثم التنبؤ بربحية السهم، وغالباً ما يدخل عنصر الإشاعات في التحليل السليم.

(1) أسامة جبار مصلح، مصدر سبق ذكره، ص 51.

2- التوقع والتنبؤ بمقدار الأرباح التي يتم توزيعها.

3- الظروف السياسية والاقتصادية المتوقعة.

ويوضح الجدول (7) معلومات عن الشركات عينة البحث وكما يأتي:

جدول (7) تفاصيل الشركات عينة الدراسة

الشركة	الرمز	تاريخ التأسيس	رأس المال الحالي بالدينار العراقي	تاريخ الإدراج في السوق
مصرف بغداد	BBOB	1992/2/18	250,000,000,000	2004/6/15
فندق بابل	HBAY	1990/4/10	2,000,000,000	2004/9/4
بغداد للمشروبات الغازية	IBSD	1989/7/18	204,335,333,333	2004/6/15

المصدر: من اعداد الباحثة.

أولاً_ مصرف بغداد

عند النظر الى الجدول (8) والشكل (7) نلاحظ أن هناك تقلب واضح في السعر السوقي، إذ بلغ السعر السوقي للسهم في عام 2011 ما قيمته (3.480) وكانت في عام 2018 أقل قيمة له إذ بلغت (0.290)، وكان السعر السوقي في عام 2007 قد ارتفع ليصل الى (3.100) مقارنة بالعام السابق، وذلك بسبب ارتفاع صافي أرباح المصرف قبل التوزيع بنسبة 132%، أي حقق المصرف ارباح قدرها (22.5) مليار دينار، في حين بلغ (9.7) مليار دينار في عام 2006.

ونلاحظ خلال الاعوام (2008،2009،2010) أن هناك انخفاضاً في أسعار الأسهم وذلك بسبب تدني الأرباح الصافية عكس ما كان متوقعاً ومخططاً له نتيجة التغير الجوهري في سياسة البنك المركزي في تخفيض أسعار الفائدة لسندات الخزينة وفرض ضريبة على فوائد هذه السنوات بموجب قرار اللجنة في الهيئة العامة للضرائب.

وفي عام 2011 نلاحظ ارتفاع سعر السهم إذ بلغ أعلى قيمة له خلال مدة البحث ليصل الى (3.480) وذلك بسبب زيادة أرباح المصرف من خلال زيادة رأس ماله وإيراداته واستثماراته فضلاً عن نجاح المصرف في ما خطط له وكان هناك فائض في نشاط المصرف بنسبة 54%. ونلاحظ أنخفاض سعر السهم الى (1.800) في عام 2012 وبعدها يعود الى الأرتفاع في عام 2013 ليصل الى (2.060) وذلك من خلال زيادة رأس مال المصرف الى (250) مليار دينار وطرح أسهم جديد للأكتتاب وكذلك حقق المصرف زيادة في أرباحه بمقدار (9.159) مليون دينار عن السنة السابقة.

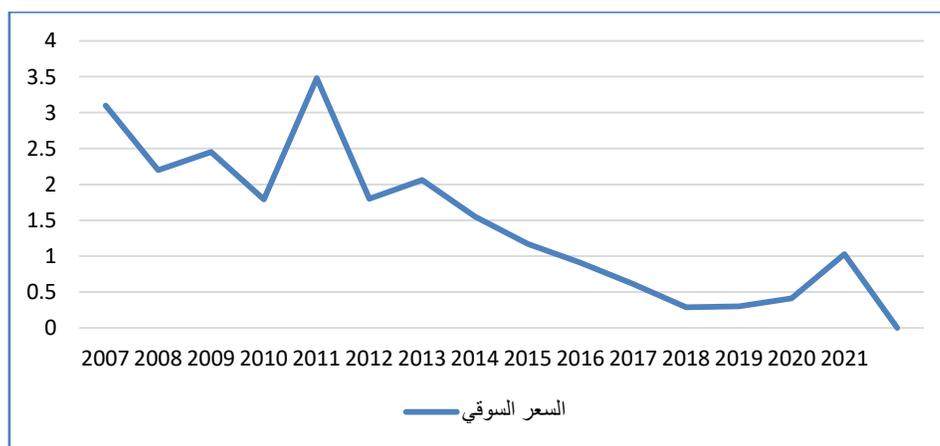
الجدول (8) الأسعار السوقية لأسهم شركة مصرف بغداد للمدة (2007-2021) دينار

السنة	السعر السوقي
2007	3.100
2008	2.200
2009	2.450
2010	1.790
2011	3.480
2012	1.800
2013	2.060
2014	1.550
2015	1.170
2016	0.910
2017	0.610
2018	0.290
2019	0.300
2020	0.410
2021	1.030

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على النشرات السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021).

وخلال الفترة (2014-2020) نلاحظ هناك انخفاض تدريجي في سعر السهم وذلك نتيجة الاوضاع الامنية التي شهدها العراق متمثلة بالهجمة التي قادها تنظيم داعش الارهابي، التي أدت الى زيادة النفقات لأدامه زخم الحرب وكذلك إعادة أعمار المناطق المحررة، فضلاً عن ارتفاع أسعار النفط في البورصات العالمية لتصل الى 65 دولاراً للبرميل الخام، وكذلك تفشي جائحة كورونا وأثارها السلبية اقتصادياً وإنسانياً وأجتماعياً، إذ طالت الإغلاقات جميع القطاعات الاقتصادية. وفي عام 2021 عاد سعر السهم للارتفاع ليصل الى (1.030) بالرغم من أن محددات النشاط الاقتصادي غير مكتملة المعالم عالمياً ومحلياً وحالة عدم اليقين المرتفعة إلا أن مصرف بغداد واصل في هذا العام تعزيز مركزه ومكانته كمصرف رائد في قطاع المصارف، وخلق فرص من هذه التحديات وتحويل الخطر الى أمكانيات والانتكاسة الى قوة إذ زادت استثماراته و أرباحه مقارنة بالعام السابق.

الشكل (7) تطور الأسعار السوقية لأسهم شركة مصرف بغداد للمدة (2007-2021)



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الجدول (8).

ثانياً_ فندق بابل

بالنظر الى الجدول (9) والشكل (8) نلاحظ أن هناك تذبذباً واضحاً في أسعار أسهم فندق بابل خلال مدة البحث، إذ سجلت اعلى سعر عامي (2014 و 2021) وقد بلغ (80.000)، وأقل سعر في عام (2008) إذ بلغ (19.000).

الجدول (9) الأسعار السوقية لأسهم شركة فندق بابل للمدة (2007-2021) دينار

السنة	السعر السوقي
2007	21.000
2008	19.000
2009	36.000
2010	40.600
2011	34.000
2012	27.500
2013	45.000
2014	80.000
2015	36.000
2016	32.500
2017	37.500
2018	44.500
2019	75.000
2020	77.600
2021	80.000

المصدر: من أعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021).

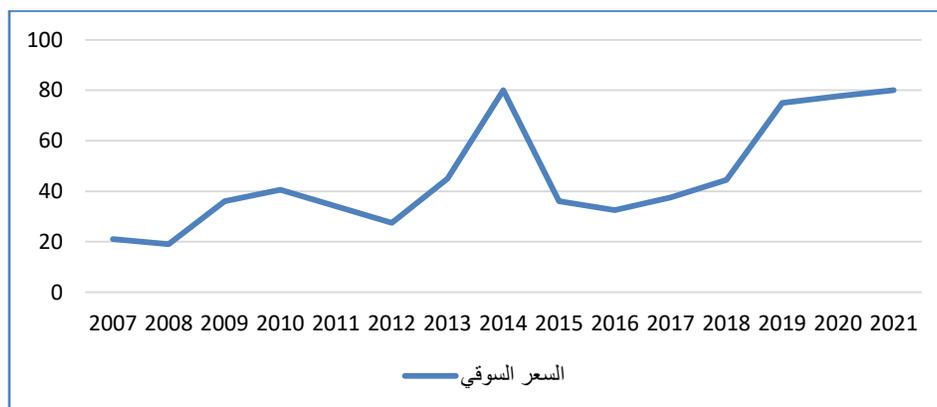
وهذا التذبذب الواضح بين الانخفاض والارتفاع البسيط في سعر السهم قد أستمّر لغاية عام 2013، وذلك لأن الشركة لم تستغل الزيادة في رأس مالها بالشكل الصحيح، وكذلك انخفاض مستوى الخدمات المقدمة من قبل الفندق للزبائن بسبب تقادم وأستهلاك معظم الاجهزة التشغيلية للفندق إذ باتت لا تفي بالغرض المطلوب لتقديم الخدمة السياحية الممتازة التي تناسب وفنادق الدرجة الأولى، مما أدى الى عزوف الزبائن عن ارتياد الفندق، وبالتالي انخفاض نسب الاشغال بشكل ملحوظ الامر الذي أثر سلباً على المردود المادي المتحقق. فضلاً عن ارتفاع الفوائد المدينة وانخفاض الفوائد الدائنة للفندق. فضلاً عن أيقاف تداول اسهم الفندق في سوق العراق للأوراق المالية في عام 2009 لمدة 4 اشهر وذلك لأن الشركة لم تتخذ أي إجراء بخصوص الفرق البالغ (13740) سهم بين أسهم الشركة في السجلات المالية البالغة

(1350000000) سهم وأرصدها في سجلات شعبة المساهمين البالغة (1349986260) سهم، وكذلك تعرض الفندق الى هجوم أرتهابي عام 2010 أدى الى أضرار كبيرة بالفندق مما أدى الى اغلاق الفندق الى نهاية السنة بقرار من مجلس الإدارة.

وأما في عام 2014 نلاحظ أرتفاع سعر السهم ليصل الى (80.000) نتيجة لتحقيق الشركة فائضاً وكذلك استمرار أعمال تأهيل الفندق ليتم افتتاحه في شهر أيلول 2014 ليكون الفندق بمستوى يضاهي الفنادق العالمية، مما أدى بدوره الى أرتفاع قيمة السهم في سوق العراق للأوراق المالية.

وخلال المدة (2015-2020) نلاحظ انخفاض في سعر السهم عما كان عليه في 2014 نتيجة العجز المتراكم ، وكذلك تعرض الفندق لتفجير أرتهابي عام 2015 أدى الى أضرار جسيمة بالفندق في البنى التحتية والهيكل العام في الفندق، فضلاً عن تأخر الشركة في أعداد البيانات المالية والافصاح عنها وفقاً للقواعد والمعايير المحاسبية المعتمدة، وايضاً عدم تحقيق الشركة اي إيرادات من أستثماراتها المالية في رؤوس اموال بعض الشركات المستثمر فيها، كما أثرت جائحة كورونا بشكل كبير على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العراقي وعلى نشاطات البلد إذ تم ايقاف كافة النشاطات اثناء فترة الجائحة وبدوره تأثرت الشركة بشكل تام بسبب توقف كافة الانشطة بناء على توجيه اللجنة العليا للصحة. وعاد سعر السهم لأرتفاع عام 2021 ليصل الى (80.000).

الشكل(8) تطور الأسعار السوقية لأسهم فندق بابل للمدة(2007-2021)



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الجدول (9).

ثالثاً_ شركة بغداد للمشروبات الغازية

بالنظر للجدول (10) والشكل (9) نلاحظ أن هناك تذبذب في سعر السهم خلال مدة البحث، فقد سجلت الشركة اعلى سعر في عام 2021 فقد بلغ (4.300) واقل سعر في عام 2010 فقد بلغ (1.100)، إذ نلاحظ استقرار سعر السهم تقريباً خلال المدة (2007-2012) وذلك نتيجة انخفاض الطاقة الانتاجية وعدم تحقيق المخطط له وأنخفاض مستوى الأرباح بسبب ارتفاع الكلف بصورة عامة أهمها (اليد العاملة، الوقود والمحروقات، المواد المساعدة والكيميائية المنتجة من قبل قطاع الدولة) وكذلك المنافسة غير العادلة

الجدول (10) الأسعار السوقية لأسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية للمدة (2007-2021) دينار

السنة	السعر السوقية
2007	1.200
2008	1.200
2009	1.300
2010	1.100
2011	1.540
2012	1.490
2013	2.990
2014	2.260
2015	2.940
2016	2.500
2017	2.680
2018	3.590
2019	3.290
2020	4.150
2021	4.300

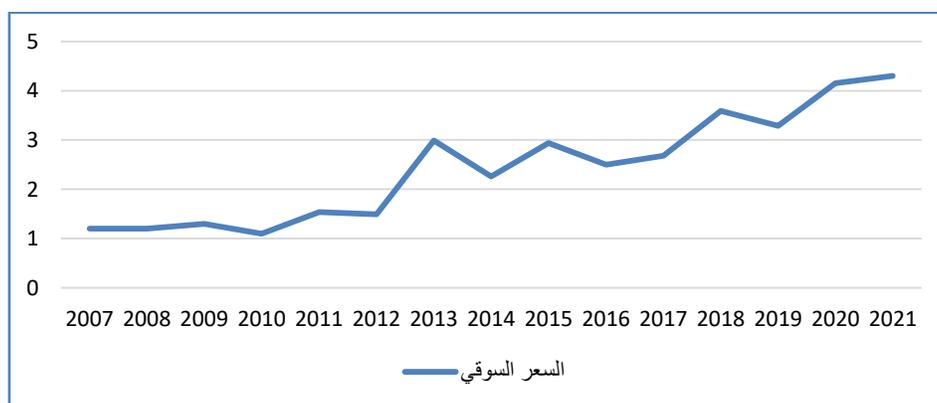
المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على النشرات السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021).

مع المنتجات المشابه (المستوردة والمحلية الصنع)، وعدم سيادة القانون في استخدام العلامة التجارية بدون امتياز من قبل شركات ومعامل مجازة رسمياً من قبل دوائر الدولة الرسمية، وفقدان الأمن الغذائي بصورة

عامة وعدم فاعلية النظم والتعليمات والقوانين، كذلك الاختناقات المرورية المستديمة وغلط الطرق ومنع وسائل النقل عن بعض المناطق، وأيضاً أنقطاعات التيار الكهربائي المستمرة في البلد وأعتتماد الشركة كلياً على توليد الطاقة ذاتياً وتحمل كلف إضافية بمليارات الدنانير لشراء الوقود وإدامة العمل ومصاريف صيانة محطة الكهرباء، فضلاً عن شمول القطاع النقدي والاقتصادي في العراق بحالة التضخم وإفرازاته

أما خلال المدة (2013-2021) فنلاحظ أن سعر السهم في ارتفاع مستمر بشكل ملحوظ، نتيجة نجاح ما مخطط له وزيادة أرباح الشركة خلال المدة المذكورة، ونجاح الشركة بالاندماج مع مجموعة من الشركات، وكذلك قيام الشركة بأبرام مجموعة من العقود لتمكين من تجاوز المعوقات وأعتتماد البرامج الزمنية في تهيئة مستلزمات الإنتاج الرئيسية والمساعدة، فضلاً عن أستمرار الشركة بتطوير وتحديث كافة مرافق الشركة الإنتاجية والتنوعية والخدمات الفنية والإدارية والانشائية والتسويقية وغيرها بما ينسجم مع أحدث التطورات العالمية في مجال الصناعة المعتمدة من قبل شركة البيبسي كولا العالمية. فضلاً عن ذلك، أستطاعت الشركة تجاوز الأزمة الراهنة والمتمثلة بجائحة كورونا، والأستمرار بالعمل وإيصال الامدادات الضرورية لأداء نشاط الشركة، وبالتالي فإن نشاط الشركة لم يتأثر بجائحة كورونا كما أنها لم تؤثر على إيرادات ونشاطات الشركة السنوية.

الشكل (9) تطور الأسعار السوقية لأسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية للمدة (2007-2021)



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الجدول (10).

المبحث الثالث - تحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021).

أن التغير في مؤشرات السياسة النقدية تسبب تحركات وتقلبات في أسعار الأسهم، وذلك يمكن توضيحه من خلال تحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار الأسهم.

المطلب الأول - تحليل واقع الانفاق الاستثماري في العراق

يتمتع الإنفاق الحكومي الاستثماري بأهمية كبيرة إذ أنه يمثل المكون الثاني للدخل بعد الاستهلاك، وأن تعرضه للتقلبات لأي سبب كان يؤدي بالتالي إلى حدوث تقلبات عدة في الاقتصاد، إذ إن الاستثمار من الآليات الفعالة في تغيير هيكل الاقتصاد الوطني، وحسب نظرية جيمس توبين يعد الانفاق الاستثماري متغير وسيط ينقل أثر قنوات السياسة النقدية الى أسعار الاسهم، وعلى هذا الأساس سنقوم بتحليل واقع الانفاق الاستثماري في العراق خلال مدة البحث.

من خلال الجدول (11) والشكل (10) نلاحظ أن الانفاق الاستثماري كان في تزايد خلال المدة (2007-2013) ويعود السبب في ذلك الى الارتفاع الذي شهدته أسعار النفط خلال هذه المدة، فضلاً عن الحاجة الملحة الى إعادة أعمار البنى التحتية المدمرة والمتهاكلة، والحاجة الماسة الى المدارس والمستشفيات والجامعات لتحقيق التنمية البشرية. مع ملاحظة التدهور النسبي للأنفاق الاستثماري في عام 2009 إذ أصبح بواقع (130919) مليار دينار وذلك بسبب تداعيات أزمة الرهن العقاري العالمية بسبب تعرض أسعار النفط الى الانخفاض نتيجة تأثرات الأزمة المالية العالمية التي انعكست على انخفاض سعر البرميل النفطي إذ أنخفض سعر البرميل من (8.88) دولار في عام 2008 الى (9.58) دولار في عام 2009، ومن ثم أدى إلى انخفاض في نسبة التخصيصات الاستثمارية في موازنة 2009، إذ تم توجيه معظم إيرادات الموازنة في هذه المدة لتغطية متطلبات الموازنة التشغيلية والنفقات الحاكمة التي تمثل (الرواتب والأجور والبطاقة التموينية والدعم الزراعي... الخ)، فضلاً عن تغطية المستلزمات الخدمية الأخرى.

جدول (11) الانفاق الاستثماري في العراق للمدة (2007-2021) مليار دينار

السنة	الانفاق الاستثماري	معدل التغير
2007	6589	—
2008	14976	127.3
2009	13091	-12.6
2010	19472	49.56
2011	13623	-30.04
2012	20756	52.4
2013	34647	66.9
2014	24931	-28.04
2015	18565	-25.5
2016	15894	-14.4
2017	16464	3.6
2018	13820	-16.06
2019	24423	76.7
2020	3209	-86.9
2021	13323	315.2

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على:

التقارير الاقتصادية السنوية للبنك المركزي العراقي للسنوات (2009-2021).

وزارة المالية العراقية / الحسابات الختامية للسنوات (2007 و 2008).

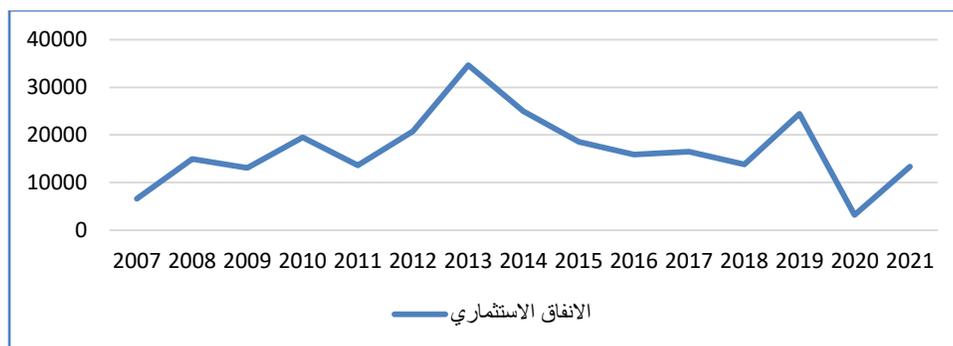
معدل التغير السنوي = [(القيمة الحالية - القيمة السابقة) / القيمة السابقة] * 100

أما خلال المدة (2014-2018) فنلاحظ أن الانفاق الاستثماري استمر بالتناقص حتى عام 2018، مع وجود ارتفاع طفيف حاصل في عام 2017 والذي كان معدل نموه موجباً إلا أنه كان بنسبة ضئيلة جداً بلغت (3.586259)، بعد أن كان في عام 2014 بواقع (24931) مليار دينار واستمر بالانخفاض ليصبح في عام 2018 بواقع (13820) مليار دينار، ويرجع السبب في ذلك الى الأوضاع الأمنية التي شهدتها العراق عام 2014 التي تمثلت بدخول المجاميع الإرهابية وسيطرتها على بعض المحافظات العراقية والتي كان لابد من خوض معارك لتحرير المناطق المحتلة وما يترتب على ذلك من نفقات تسليح وأدائه زخم

الحرب، فضلاً عن تدمير جزء كبير من البنى التحتية أدى الى استنزاف الموارد المالية في الموازنة العامة، فضلاً عن انخفاض اسعار النفط وبالتالي تدهور الإيرادات النفطية التي يعتمد عليها العراق بشكل رئيس.

أما في عام 2019 فقد بلغت النفقات الاستثمارية (24423) مليار دينار وبنسبة نمو موجب كانت (76.7)، وفي عام 2020 تراجعت النفقات الاستثمارية بشكل كبير بسبب أجتياح فيروس كورونا للعام وتوقف اغلب المشاريع، فضلاً عن انخفاض اسعار النفط العالمية، وكان الإنفاق الاستثماري قد بلغ (3209) مليار دينار⁽¹⁾، وسجل الانفاق الاستثماري خلال عام 2021 ارتفاعاً كبيراً بلغت نسبته (315.2%) ليبلغ 13323 مليار دينار، ويُعزى هذا الارتفاع لإعادة العمل بالمشاريع التي توقفت في 2020 فضلاً عن ارتفاع الإيرادات العامه ما أدى الى زيادة النفقات العامة ولا سيما الاستثمارية لجميع القطاعات⁽²⁾.

الشكل (10) تطور الانفاق الاستثماري في العراق للمدة (2007-2021)



المصدر : إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الجدول (11).

المطلب الثاني- تحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار أسهم شركة مصرف بغداد

لغرض توضيح العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية وأسعار أسهم شركة مصرف بغداد والوقوف على

التغيرات الحاصلة فيها، تم الاعتماد على بيانات الجدول (12).

⁽¹⁾ التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي العراقي، 2020، ص 48

⁽²⁾ التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي العراقي، 2021، ص 48.

جدول (12) العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار أسهم شركة مصرف بغداد للمدة (2007-2021)

السنة	عرض النقد (مليون دينار)	سعر الفائدة (%)	سعر الصرف الرسمي (دينار)	معدل التضخم (%)	الانفاق الاستثماري (مليار دينار)	السعر السوقي (دينار)
2007	21,721,167	20	1217	-	6589	3.100
2008	28,189,934	16.75	1172	12.6	14976	2.200
2009	37,300,030	8.83	1170	8.5	13091	2.450
2010	51,743,489	6.25	1170	2.4	19472	1.790
2011	62,473,929	6	1170	5.5	13623	3.480
2012	63,735,871	6	1166	6.0	20756	1.800
2013	73,830,964	6	1166	1.5	34647	2.060
2014	72,692,448	6	1166	2.6	24931	1.550
2015	65,435,425	6	1190	1.4	18565	1.170
2016	70,733,027	4.33	1190	0.1	15894	0.910
2017	76,986,584	4	1190	0.2	16464	0.610
2018	77,828,984	4	1190	0.4	13820	0.290
2019	86,771,000	4	1182	-0.2	24423	0.300
2020	103,353,556	4	1304	0.6	3209	0.410
2021	119,944,017	4	1450	6.1	13323	1.030

المصدر : اعداد الباحثة اعتماداً على:

النشرات السنوية للبنك المركزي العراقي للمدة (2007-2021).

النشرات السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة من (2007-2021).

جمهورية العراق وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء، تقرير الأرقام القياسية لأسعار المستهلك لسنة 2021 قسم الأرقام القياسية ، ص39.

بالنظر للجدول (12) نلاحظ أن المدة (2007-2010) على الرغم من ارتفاع عرض النقد ومعدل التضخم وسعر الصرف وانخفاض سعر الفائدة أدى ذلك الى ارتفاع الانفاق الاستثماري باستثناء عام 2008 بسبب الازمة العالمية، إلا أن سعر السهم انخفض، وهذا ما لا يتفق مع النظرية الاقتصادية التي تقول أن ارتفاع عرض النقد ومعدل التضخم وانخفاض سعر الفائدة وسعر الصرف يؤدي الى ارتفاع سعر السهم، ويعود ذلك الى أسباب داخلية تخص المصرف فقد أنخفض نشاط المصرف في تلك المدة بسبب انخفاض

الأيرادات وارتفاع المصروفات وكذلك انخفاض الأئتمان النقدي نتيجة الإجراءات المتشددة التي أتبعها المصرف من أجل أستحصال الديون المستحقة.

وفي عام 2011 نلاحظ أن ارتفاع كل من عرض النقد والتضخم وانخفاض سعر الفائدة وسعر الصرف أدى الى ارتفاع سعر السهم وهذا يتفق مع النظرية الأقتصادية. أما في عام(2012) نلاحظ انخفاض سعر السهم، وفي عام (2013) نلاحظ أن ارتفاع عرض النقد إذ وصل الى(73,830,964) مليون دينار، وكذلك ارتفاع التضخم مع بقاء سعر الصرف وسعر الفائدة ثابت في هذا العام أدى ذلك الى ارتفاع الانفاق الاستثماري ليصل الى(34647) مليار دينار، وكنتيجة لذلك ارتفع سعر السهم ليصل الى (2.060) إذ شهد المصرف خلال هذ العام زيادة في أرباحه وزيادة رأس ماله وكذلك طرحه أسهم جديدة للأكتتاب.

أما في عامي(2014-2015) فنلاحظ انخفاضاً في عرض النقد وكذلك ارتفاع في سعر الصرف ليصل الى(1190) دينار بعد أن كان (1166) دينار مما أدى الى انخفاض الانفاق الاستثماري خلال العامين وكنتيجة لذلك نلاحظ انخفاض أسعار الأسهم وذلك بسبب الاوضاع الامنية التي عاشها العراق في تلك المدة متمثلة بالهجوم الإرهابي الذي يقوده تنظيم داعش، وحالة الركود الأقتصادي التي يمر بها الأقتصاد العراقي نتيجة أنكماش السيولة العامة الناجم عن الأنخفاض الحاد والاستثنائي في الأيرادات النفطية، مما أجبر الحكومة على اتباع سياسة ضغط الانفاق العام وبخاصةً الانفاق الاستثماري والانفاق الاستهلاكي الحكومي، وزيادة حجم الدين العام الداخلي فضلاً عن زيادة حجم الاستقطاعات الضريبية وزيادة الرسوم على الخدمات العامة من أجل سد جزء من العجز الكبير في الموازنة العامة للدولة.

كذلك نلاحظ أنه خلال المدة(2016-2021) هناك انخفاضاً متتالياً في سعر السهم ليصل الى(0.290) دينار في عام (2018) بعد أن كان (1.170) دينار في عام 2015، على الرغم من الأرتفاع المستمر في عرض النقد ليلغ أعلى مستوى له (119,944,017) مليون دينار في عام 2021، وكذلك انخفاض أسعار الفائدة لتستقر عند (4%)، والسبب في ذلك يعود الى أن هذه الزيادة في عرض النقد تذهب الى تمويل الزيادة في النفقات لأدامة زخم الحرب، وكذلك إعادة أعمار المناطق المحررة، فضلاً عن ارتفاع أسعار النفط في البورصات العالمية لتصل الى 65 دولاراً للبرميل الخام، وكذلك تفشي جائحة كورونا وأثارها السلبية اقتصادياً

وانسانياً وأجتماعياً وزيادة الأنفاق العام على المستلزمات الطبية وتأهيل المستشفيات، فضلاً عن إعطاء منح للعوائل أثناء تطبيق الحظر الشامل، إذ طالت الإغلاقات جميع القطاعات الاقتصادية.

المطلب الثاني - تحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار أسهم شركة فندق بابل

لغرض توضيح العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية وأسعار أسهم شركة فندق بابل والوقوف على

الجدول (13) العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار أسهم شركة فندق بابل للمدة (2007-2021)

السنة	عرض النقد (مليون دينار)	سعر الفائدة (%)	سعر الصرف الرسمي (دينار)	معدل التضخم (%)	الانفاق الاستثماري (مليار دينار)	سعر السوقي (دينار)
2007	21,721,167	20	1217	-	6589	21.000
2008	28,189,934	16.75	1172	12.6	14976	19.000
2009	37,300,030	8.83	1170	8.5	13091	36.000
2010	51,743,489	6.25	1170	2.4	19472	40.600
2011	62,473,929	6	1170	5.5	13623	34.000
2012	63,735,871	6	1166	6.0	20756	27.500
2013	73,830,964	6	1166	1.5	34647	45.000
2014	72,692,448	6	1166	2.6	24931	80.000
2015	65,435,425	6	1190	1.4	18565	36.000
2016	70,733,027	4.33	1190	0.1	15894	32.500
2017	76,986,584	4	1190	0.2	16464	37.500
2018	77,828,984	4	1190	0.4	13820	44.500
2019	86,771,000	4	1182	-0.2	24423	75.000
2020	103,353,556	4	1304	0.6	3209	77.600
2021	119,944,017	4	1450	6.1	13323	80.000

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على:

النشرات السنوية للبنك المركزي العراقي للمدة (2007-2021).

النشرات السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة من (2007-2021).

جمهورية العراق وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء، تقرير الأرقام القياسية لأسعار المستهلك لسنة 2021، قسم الأرقام القياسية، ص 39.

التغيرات الحاصلة فيها، تم الاعتماد على بيانات الجدول (13). بالنظر للجدول (13) نلاحظ خلال المدة (2007-2013) على الرغم من الأرتفاع المستمر في عرض النقد وكذلك أرتفاع معدل التضخم وأنخفاض سعر الفائدة وسعر الصرف والذي أدى بدوره الى أرتفاع مستوى الأنفاق الاستثماري، إلا أن سعر السهم كان في تذبذب بين الانخفاض والأرتفاع البسيط جداً، ويعود السبب في ذلك الى أن هناك عجز متراكم في نشاط الشركة، وعدم الدقة في أعداد التقارير المالية، وأيضاً التأخر في تقديم البيانات المالية خلال المدة المذكورة وتغريم الشركة غرامة مالية قدرها (3 ملايين دينار) من قبل هيئة الأوراق المالية، فضلاً عن أنخفاض مستوى الخدمات المقدمة من قبل الفندق للزبائن بسبب تقادم وأستهلاك معظم الاجهزة التشغيلية للفندق إذ باتت لا تفي بالغرض المطلوب لتقديم الخدمة السياحية الممتازة التي تتناسب وفنادق الدرجة الاولى مما أدى الى عزوف الزبائن عن أرتياد الفندق مما أثر سلباً على المردود المادي المتحقق، وايضاً أيقاف تداول اسهم الفندق في سوق العراق للأوراق المالية في عام 2009 لمدة 4 اشهر، فضلاً عن تعرض الفندق الى هجوم أرهابي عام 2010 مما أدى الى أضرار كبيرة بالفندق وأدى الى اغلاق الفندق الى نهاية العام بقرار من مجلس الإدارة.

وأما في عام 2014 فنلاحظ أرتفاع سعر السهم ليصل الى (80.000) دينار وكذلك أرتفاع عرض النقد إذ بلغ (72,692,448) مليون دينار مع بقاء سعر الفائدة وسعر الصرف ثابتان، أدى ذلك الى تحقيق الشركة فائضاً، وكذلك استمرار أعمال تأهيل الفندق ليتم افتتاحه في شهر (9) ليكون الفندق بمستوى حضاري يضاهي الفنادق العالمية، مما أدى بدوره الى أرتفاع قيمة سهمه في سوق العراق للأوراق المالية.

وخلال المدة (2015-2020) نلاحظ أنخفاض في سعر السهم عما كان عليه في 2014 بالرغم من أرتفاع عرض النقد وكذلك سعر الصرف ومعدلات التضخم وأنخفاض سعر الفائدة ليبقى ثابتاً عند (4%) الا ان ذلك لم يؤدي الى أرتفاع مستوى الانفاق الاستثماري ويرجع السبب في ذلك الى الأوضاع الأمنية التي شهدتها العراق عام 2014 التي تمثلت بدخول المجاميع الإرهابية والتي كان لا بد من خوض معارك لتحرير المناطق المحتلة، وما يترتب على ذلك من نفقات تسليح وأدامه زخم الحرب، فضلاً عن تدمير جزء كبير من البنى التحتية أدى الى استنزاف الموارد المالية في الموازنة العامة، فضلاً عن انخفاض اسعار النفط

وبالتالي تدهور الإيرادات النفطية التي يعتمد عليها العراق بشكل رئيس، وايضاً كان المصرف يعاني من العجز المتراكم، وكذلك تعرضه لتفجير أرهابي آخر عام 2015 أدى الى أضرار جسيمة بالفندق في البنى التحتية والهيكل العام في الفندق، فضلاً عن تأخر الشركة في أعداد البيانات المالية والافصاح عنها وفقاً للقواعد والمعايير المحاسبية المعتمدة، وايضاً عدم تحقيق الشركة أية إيرادات من أستثماراتها المالية في رؤوس اموال بعض الشركات المستثمرة فيها، كما أثرت جائحة كورونا بشكل كبير على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العراقي وعلى النشاطات الاقتصادية في البلد إذ تم ايقاف كافة النشاطات اثناء فترة الجائحة وبدوره تأثرت الشركة بشكل تام بسبب توقف كافة الانشطة بناء على توجيه اللجنة العليا للصحة والسلامة.

واما في عام (2021) فقد أرتفع عرض النقد ليصل الى أعلى مستوى له خلال مدة البحث (119,944,017) مليون دينار وبقاء سعر الفائدة ثابت عند (4%) وايضاً أرتفاع سعر الصرف ومعدل التضخم، مما أدى الى أرتفاع الانفاق الاستثماري أرتفاعاً كبيراً بلغت نسبته (315.2%) ليلغ (13323) مليار دينار، ويُعزى هذا الارتفاع لإعادة العمل بالمشاريع التي توقفت في 2020 فضلاً عن أرتفاع الإيرادات العامه ما ادى الى زيادة النفقات العامة ولا سيما الاستثمارية لجميع القطاعات، وكنتيجة لذلك عاد سعر السهم للأرتفاع ليصل الى (80.000) دينار ويحقق أعلى مستوى له خلال مدة البحث، إذ حققت الشركة فائضاً في نشاطها وحققت أرتفاع في الأيرادات والفوائد والأيجارات.

المطلب الثالث - تحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار أسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية

لغرض توضيح العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية وأسعار أسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية والوقوف على التغيرات الحاصلة فيها، تم الاعتماد على بيانات الجدول (14).

بالنظر للجدول (14) نلاحظ أنه وعلى الرغم من الأرتفاع المستمر في عرض النقد وكذلك أنخفاض سعر الفائدة وأنخفاض سعر الصرف والأرتفاع البسيط في معدلات التضخم وكذلك أرتفاع الانفاق الاستثماري خلال المدة (2007-2012) إلا أن سعر السهم بقي ثابتاً تقريباً خلال تلك المدة، ويعود السبب في ذلك الى أنخفاض الطاقة الانتاجية وأنخفاض مستوى الأرباح بسبب أرتفاع الكلف بصورة عامة أهمها (اليد العاملة، الوقود والمحروقات، المواد المساعدة والكيمياوية المنتجة من قبل قطاع الدولة) وكذلك المنافسة غير العادلة مع المنتجات المشابه (المستوردة)، وايضاً الاختناقات المرورية المستديمة وغلط الطرق ومنع وسائل النقل

عن بعض المناطق، فضلاً عن انقطاعات التيار الكهربائي المستمرة واعتماد الشركة كلياً على توليد الطاقة ذاتياً وتحمل كلف إضافية بمليارات الدنانير لشراء الوقود وإدامة العمل ومصاريف صيانة محطة الكهرباء.

الجدول (14) العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار أسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية للمدة (2007-2021)

السنة	عرض النقد (مليون دينار)	سعر الفائدة (%)	سعر الصرف الرسمي (دينار)	معدل التضخم (%)	الانفاق الاستثماري (مليار دينار)	السعر السوقي (دينار)
2007	21,721,167	20	1217	-	6589	1.200
2008	28,189,934	16.75	1172	12.6	14976	1.200
2009	37,300,030	8.83	1170	8.5	13091	1.300
2010	51,743,489	6.25	1170	2.4	19472	1.100
2011	62,473,929	6	1170	5.5	13623	1.540
2012	63,735,871	6	1166	6.0	20756	1.490
2013	73,830,964	6	1166	1.5	34647	2.990
2014	72,692,448	6	1166	2.6	24931	2.260
2015	65,435,425	6	1190	1.4	18565	2.940
2016	70,733,027	4.33	1190	0.1	15894	2.500
2017	76,986,584	4	1190	0.2	16464	2.680
2018	77,828,984	4	1190	0.4	13820	3.590
2019	86,771,000	4	1182	-0.2	24423	3.290
2020	103,353,556	4	1304	0.6	3209	4.150
2021	119,944,017	4	1450	6.1	13323	4.300

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على:

النشرات السنوية للبنك المركزي العراقي للمدة (2007-2021).

النشرات السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة من (2007-2021).

جمهورية العراق وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء، تقرير الارقام القياسية لأسعار المستهلك لسنة 2021، قسم الارقام القياسية ، ص39.

أما خلال المدة (2013-2021) نلاحظ أن الارتفاع في عرض النقد والتضخم وسعر الصرف والانخفاض في سعر الفائدة، أدى الى ارتفاع سعر السهم بشكل ملحوظ، وكانت نتيجة هذا الارتفاع ان الشركة حققت أرباحاً وزيادة في الطاقة الإنتاجية، وكذلك اندماج الشركة مع شركات أخرى مثل شركة ينابيع الزوراء للتجارة العامة والمقاولات والأستثمارات العقارية وتعبئة المياه الصحية والمشروبات الغازية والعصائر وكذلك شركة زاكي للتجارة العامة والصناعات الغذائية، إذ أن تنوع إنتاج المواد الغذائية من الركائز الأساسية في دعم الاقتصاد الوطني بالمنتجات الغذائية المتفرعة، وكذلك إدخال منتج جديد للأسواق المحلية ضمن منتجات شركة بغداد للمشروبات الغازية وهو ماء الصودا يحمل علامة أكوافينا.

وكذلك التوسع في مناطق التسويق ليشمل عدة محافظات من أجل مواجهة الطلب المتوقع من أسواق هذه المحافظات، فقد أستلزم ذلك أستيراد خطين أنتاجيين جديدين لتعبئة المشروبات الغازية، الأول لتعبئة القناني الزجاجية والثاني لتعبئة القناني البلاستيكية، وهذا ما حقق زيادة في الطاقة الإنتاجية وحجم المبيعات وأنعكس إيجابياً على الأرباح.

وكذلك المساهمة في رأس مال شركة التمور العراقية بمبلغ (41,188,131) دينار ليصبح عدد الأسهم بعد الأكتتاب بزيادة رأس المال (34,590,071) سهم، وكذلك شراء جميع أسهم شركة العبور لأنتاج العصائر والألبان والمياه المعدنية البالغة (10,050) سهم. كما قامت الشركة بتحقيق اسبقية في استخدام أجهزة مكائن Fountain المتخصصة ببيع المنتج بشكل مباشر للجمهور بأقداح تحمل علامة البيبسي، وبثلاثة أحجام، وتم استيراد هذه الأجهزة وجرى نصب عدد كبير من هذه الأجهزة موزعه على المولات والمطاعم المتميزة التي لها رواج جماهيري كوسيلة متحضره في عرض وبيع منتجات الشركة، وقد حقق استخدام هذه المكائن نجاح متميز بزيادة المبيعات وبالتالي الأرباح.

الفصل الثالث

قياس وتحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار الأسهم في سوق العراق

للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

المبحث
الأول

الاطار النظري للأساليب القياسية المستخدمة

المبحث
الثاني

توصيف وصياغة الانموذج

المبحث
الثالث

تقدير وتحليل الانموذج القياسي

الفصل الثالث - قياس وتحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2021)

تمهيد

من أجل أعضاء الصيغة العلمية للبحث يجب أن تكون مفاهيم ومبادئ الاقتصاد القياسي حاضرة في البحث، وذلك لإعادة هيكلة التحليل الوصفي على نحو يجعله قابل للتقدير الكمي عبر الاستعانة بأساليب الاقتصاد القياسي التي تساعد في اختبار صحة فروض النظرية الاقتصادية لتجعلها أكثر منطقية وقرباً من الواقع وأكثر قبولاً في تفسير سلوك الوحدات الاقتصادية.

أن المهمة الأساسية في هذا الفصل تتمثل في قياس انتقال أثر قنوات السياسة النقدية (عرض النقد، سعر الفائدة، سعر الصرف، معدل التضخم) من خلال المتغير الوسيط (الأنفاق الاستثماري) على السعر السوقي لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (شركة مصرف بغداد، شركة فندق بابل، شركة بغداد للمشروبات الغازية)، باستخدام بيانات فصلية سنوية للمدة (2007-2021) بعد أخذ اللوغارتم لبيانات عرض النقد والأنفاق الاستثماري، وتم استخدام الأساليب القياسية الحديثة، وذلك عن طريق تحليل السلاسل الزمنية باستخدام اختبارات الاستقرار والتكامل المشترك والأرتباط الذاتي، ونموذج sem وتحليل المسار، بهدف الوصول الى نتائج واقعية وتحليل سليم ومنطقي للعلاقات الاقتصادية ، وعلى هذا الاساس تم تقسيم الفصل الى ثلاثة مباحث رئيسه:

المبحث الاول/ الاطار النظري للأساليب القياسية المستخدمة.

المبحث الثاني/ توصيف وصياغة الأنموذج.

المبحث الثالث/ تقدير وتحليل الأنموذج القياسي

المبحث الأول - الأطار النظري للأساليب القياسية المستخدمة

المطلب الأول - اختبار أستقرارية السلاسل الزمنية

وتعرف السلسلة الزمنية بأنها مجموعة من المشاهدات لقيم الظاهرة التي تتغير مع الزمن وهذه المشاهدات المتعاقبة تكون مأخوذة في فترات زمنية محدودة ومتساوية، وتعاني أغلب السلاسل الزمنية من عدم الاستقرار أي أنها تحتوي على جذر الوحدة، لذا يتم اللجوء الى اختبار استقراريه السلاسل الزمنية⁽¹⁾. وفي حالة غياب صفة الاستقرار فإن الانحدار الذي نتحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية غالباً ما يكون زائفاً، ومن المؤشرات الأولية التي تدل على أن الانحدار المقدر من بيانات سلسلة زمنية زائف، كُبر معامل التحديد، وزيادة المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدره بدرجة كبيرة، مع وجود ارتباط تسلسلي ذاتي يظهر في قيمة معامل دارين واتسون DW، ويرجع هذا إلى أن البيانات الزمنية غالباً ما يوجد بها عامل الاتجاه الذي يعكس ظروفاً معينة تؤثر على جميع المتغيرات فتجعلها تتغير في نفس الاتجاه بالرغم من عدم وجود علاقة حقيقية تربط بينها، ويحدث هذا غالباً في موجات الرواج وموجات الكساد أو الركود التي تجتاح المجتمعات⁽²⁾.

إذ يوجد نوعان من السلاسل الزمنية غير المستقرة هما⁽³⁾ :

1- سلاسل زمنية غير مستقرة من النوع (Tendance Stationnaire) TS في هذا النوع من السلاسل فإن أثر أي صدمة في اللحظة (t) عابراً (Transitoire)، وتستعمل عادة طريقة المربعات الصغرى من أجل أعادتها مستقرة.

2- سلاسل زمنية غير مستقرة من النوع (Difference Stationnaire) DS يعد هذا النوع الأكثر انتشاراً من النوع الأول، وعادة ما تستعمل الفروق (Filltre au Difference) من اجل اعادته

⁽¹⁾البلي بديوي خضير مطوق، الصدمات النقدية واثرها في اسعار الصرف لمصر والعراق دراسة تحليلية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، 2013، ص149.

⁽²⁾عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية الدار الجامعية للطباعة والنشر، 2005، ص643.

⁽³⁾علي حمزة، حفيظ إلياس، دراسة تحليلية وتقييمية لاستراتيجية تنمية السياحة كقطاع بديل لقطاع المحروقات : حالة الجزائر، مجلة التنظيم والعمل، العدد5، 2009، ص10-11.

مستقرة كما يتميز هذا النوع من السلاسل الزمنية بان اثر أي صدمة في لحظة معينة له انعكاسات مستمرة ومتناقصة على السلسلة الزمنية.

هناك ثلاثة شروط أساسية يجب توفرها لكي تكون السلسلة الزمنية مستقرة هي⁽¹⁾:

أ- أن تتذبذب حول متوسط حسابي ثابت عبر الزمن $E(y_t) = \mu$
أذ أن μ يمثل الوسط الحسابي.

ب- ثبات التباين عبر الزمن $Var(y_t) = E (y_t - \mu)^2 = \sigma^2$
إذ ان σ^2 يمثل التباين.

ت- أن يكون التباين المشترك بين أية قيمتين لنفس المتغير معتمداً على الفجوة الزمنية (K) بين القيمتين (Y_t) و (Y_{t-k}) وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عنده التباين المشترك.

$$COV (Y_t, Y_{t-k}) = E \{ (Y_t - \mu) (Y_{t-k} - \mu) \} = YK$$

إذ أن YK تمثل التباين المشترك.

المطلب الثاني - اختبار جذر الوحدة (Unit Root)

يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلسلة الزمنية لكل متغير من متغيرات الدراسة خلال المدة الزمنية للملاحظات والتأكد من مدى استقراريتها وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدة⁽²⁾. أن ما يميز اختبار جذر الوحدة عن غيره من الاختبارات انه لا يعمل فقط على كشف مركبة الاتجاه العام بل أنه يساعد أيضاً على تحديد الطريقة المناسبة لجعل السلسلة مستقرة⁽³⁾. إذ يُعد من الأساليب الإحصائية المعاصرة في تحديد استقراره السلاسل الزمنية لكي تؤدي الى نتائج اكثر دقة، وذلك من خلال الاستعانة بأختبار ديكي_ فولر الموسع (ADF) وأختبار فيلبس بيرون (PP).

أولاً_ أختبار ديكي_ فولر الموسع (ADF): يعد أختبار ديكي_ فولر من أشهر الاختبارات المستخدمة في أختبار استقرارية السلاسل الزمنية وتحديد درجة تكاملها وضعه كلٌ من ديكي وفولر في عام 1979 ثم قاما

⁽¹⁾Gujarati, Basic Econometric, fourth Edition, the Mc Graw Hill companies, 2004, P797.

⁽²⁾ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مصدر سبق ذكره، ص 669.

⁽³⁾ شبيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، الطبعة الاولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011، ص 206.

بتطويره وتوسيعه في عام 1981، إذ يعتمد هذا الاختبار على ثلاثة عناصر (صيغة النموذج، حجم العينة، ومستوى المعنوية) والذي يأخذ الصيغ الآتية⁽¹⁾:-

$$\Delta Y_t = \delta y_{t-1} + \mu_t \quad \checkmark \text{ الصيغة } a \text{ بدون حد ثابت وإتجاه زمني}$$

$$\Delta Y_t = C + \delta y_{t-1} + \mu_t \quad \checkmark \text{ الصيغة } b \text{ تحتوي على الحد الثابت وبدون إتجاه}$$

$$\Delta Y_t = C + bT + \delta y_{t-1} + \mu_t \quad \checkmark \text{ الصيغة } c \text{ تحتوي على حد ثابت واتجاه زمني}$$

إذ تشير Δ الى الفروق الاولى للسلسلة الزمنية، والاختبار ينصب على فرضية العدم وتتمثل فروض الأختبار لجميع الصيغ كالاتي:-

$$H_0: \delta = 0 \quad \text{فرضية العدم (السلسلة غير مستقرة)}$$

$$H_1: \delta \neq 0 \quad (H_1 \delta < 0) \quad \text{الفرضية البديلة (السلسلة مستقرة)}$$

ولكي يتم الاختبار لابد من تقدير احصائية (τ_δ) وذلك بقسمة المعلمة δ على الخطأ المعياري للمعلمة

$$\tau = \frac{\delta}{\sigma_\delta} \quad \text{أي}^{(2)}$$

ومن ثم مقارنة القيمة المحسوبة للـ (τ) مع القيمة الجدولية التي احتسبت من قبل *Mackinnon* وبذلك يكون القرار بأحد الشكلين الآتيين:

نرفض فرضية العدم ($H_0: \delta = 0$) ونقبل الفرضية البديلة ($H_1: \delta \neq 0$) وبالتالي تكون السلسلة مستقرة وعدم وجود جذر الوحدة.	τ المحسوبة $< \tau$ الجدولية
نقبل فرضية العدم ($H_0: \delta = 0$) ونرفض الفرضية البديلة ($H_1: \delta \neq 0$) ومن ثم تكون السلسلة غير مستقرة والسلسلة تحتوي على جذر الوحدة ثم نقوم بمعالجة السلسلة واختبار استقراريتها عند الفرق الأول للسلسلة واذا كان غير مستقر نكرر الاختبار للفرق من الدرجة الثانية	τ المحسوبة $> \tau$ الجدولية

⁽¹⁾ميامي صلال صاحب الشكري، استخدام نموذج البرمجة المالية في تقدير أثر السياسات المالية والنقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي: العراق دراسة حالة للمدة (1990-2013)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، 2015، ص 187.

⁽²⁾جوجارت، الاقتصاد القياسي، تعريب ومراجعة هند عبد الغفار عودة، الجزء الثاني، دار المريخ، الرياض، 2015، ص 1049.

ثانياً_ اختبار فيلبس بيرون(PP)

طور كل من فيلبس وبيرون في عام (1988) اختبار ديكي - فولر من خلال العمل على تصحيح الارتباط الذاتي في بواقي معادلة الانحدار لاختبار جذر الوحدة باستخدام طرائق إحصائية لا معلمية ليتعاملا مع المشكلة الارتباط التسلسلي في مقادير الأخطاء من دون إضافة حدود التباطؤ الزمني ليعكس الطبيعة الديناميكية في السلسلة الزمنية، فضلاً عن إن اختبار (PP) يمتلك قدرة اختبارية إحصائية أكثر دقة من اختبار (ADF) ولاسيما عند صغر حجم العينة ، إضافة إن اختبار (PP) يعطي افضل النتائج في اختبار استقراريه السلسلة لكونه قائم على افتراض أكثر عمومية وهو إن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية الانحدار الذاتي للمتوسطات المتحركة (ARIMA) بينما اختبار (ADF) قائم على فرضية إن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية الانحدار الذاتي(AR(1) ويتميز اختبار -فيلبس بيرون بأنه غير حساس باتجاه انثناء شرط التوزيع الطبيعي للخطأ العشوائي لكونه يركز على طريقة غير معيارية لتصحيح الارتباط الذاتي على العكس من اختبار ديكي فولر الموسع الذي يعتمد على طريقة معيارية (معلمية)، وكذلك لا يسمح لأخطاء عشوائية ذات تباين متغير ومرتبطة ذاتياً ، و يمكن تقدير التباين في المعادلة الآتية⁽¹⁾:

$$su^2 = T^{-1} \sum_{i=1}^T \hat{u}_i + 2T^{-1} \sum_{j=1}^L \sum_{i=1}^T \hat{u}_i \hat{u}_{i-1}$$

إذ تمثل (T) حجم العينة، ويمثل (L) معامل انتهاء التباطؤ.

وباستخدام نفس الخطوات في الاختبار السابق ADF يتم إجراء اختبار فيلبس_ بيرون. ويرى العديد من الإحصائيين أن اختبار (PP) أفضل وأدق من اختبار ADF وخصوصاً عند صغر حجم العينة، وعند حدوث تضارب أو عدم انسجام بين نتائج كلا الاختبارين فأن الأفضل الاعتماد على نتائج اختبار (PP)⁽²⁾.

⁽¹⁾ Asterious, Dimitrou and Stephen G. Hall, Applied Econometrics Amodem, Approach, revised Edition, palgrava Macmillan, 2007, p297-299.

⁽²⁾ عابد بن عابد العبدلي، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد32، 2007، ص20.

المطلب الثالث - اختبار التكامل المشترك

يعرف التكامل المشترك بأنه تصاحب سلسلتين زمنيتين أو أكثر، إذ تؤدي التقلبات في إحدهما لإلغاء التقلبات في السلسلة الزمنية الأخرى، وهذا يعني أنه يمكن أن يكون لدينا سلسلتان زمنيتان غير ساكنتين إذا ما أخذت كل منهما على حدة، ولكن إذا تم أخذهما كمجموعة أي تم إيجاد علاقة خطية من هاتين السلسلتين فإنها تكون ساكنة أو مستقرة، مثل هذه العلاقة طويلة الأجل بين مجموعة من المتغيرات تعتبر مفيدة في التنبؤ بقيم المتغير التابع بدلالة المتغير المستقل أو مجموعة من المتغيرات المستقلة، ويتطلب القول بأن السلسلتين الزمنيتين بينهما تكامل مشترك أن تكون كل منهما متكاملة من الرتبة الأولى وأن تكون البواقي الناتجة من تقدير العلاقة بينهما والتي تعبر عن علاقة خطية بينهما متكاملة من الرتبة صفر ويعبر عن ذلك كما يلي⁽¹⁾:

$$Y_t \sim I(1)$$

$$X_t \sim I(1)$$

$$Y_t = a + bX_t + u_t$$

$$u_t \sim I(0)$$

ويلاحظ في هذه الحالة أن الحد العشوائي متمثلاً في البواقي (u_t) يقيس انحراف العلاقة المقدر في

الأجل القصير عن اتجاهها التوازني في الأجل الطويل.

ومما سبق نجد أن التكامل المشترك هو التعبير الإحصائي لعلاقة التوازن طويلة الأجل، فلو أن هناك

متغيرين يتصفان بخاصية التكامل المشترك فإن العلاقة بينهما تكون متجهة لوضع التوازن في الأجل

الطويل، بالرغم من إمكانية وجود انحرافات عن هذا الاتجاه في الأجل القصير، وتنعكس هذه الانحرافات كما

$$u_t = Y_t - a - bX_t \text{ في البواقي المتمثلة في:}$$

ووفقاً لهذا المنطق فإن النظام يكون في وضع توازن عندما (u_t) = صفر، ويكون في حالة عدم توازن

عندما $u_t \neq$ صفر.

⁽¹⁾ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مصدر سبق ذكره، ص 670-671.

ومن أهم الاختبارات الأحصائية المستخدمة لإختبار التكامل المشترك للسلاسل الزمنية هو (أختبار أنجل_جرانجر) و(أختبار جوهانسون-جسليوس)، وفي هذه الدراسة سيتم الاعتماد على أختبار (جوهانسون - جسليوس)، وذلك لأنه اثبت من خلال دراسة اجرها (Ginzalo) لمقارنة اختبارات التكامل المشترك، إذ وجد أن أسلوب جوهانسون يعد الأفضل⁽¹⁾.

أختبار جوهانسون - جسليوس

يتناسب هذا الاختبار مع العينات صغيرة الحجم، وكذلك في حالة وجود أكثر من متغيرين، والاهم من ذلك أنه يكشف عن ما إذا كان هنالك تكاملاً مشتركاً فريداً، أي أن يتحقق التكامل المشترك فقط في حالة إنحدار المتغير التابع على المتغيرات المستقلة، وهذا له أهميته في نظرية التكامل المشترك، إذ يشير إلى أنه في حالة عدم وجود تكامل مشترك فريد، فإن العلاقة التوازنية بين المتغيرات تظل مثاراً للشك والتساؤل⁽²⁾، ولتحديد عدد متجهات التكامل المشترك يقترح جوهانسون - جسليوس (1990م) إختبار إحصائيتين هما⁽³⁾:

أولاً- إختبار الأثر Test Trace

يختبر فرضية العدم القائلة أن عدد متجهات التكامل المشترك يقل أو يساوي العدد (r) (r ≤ n) مقابل الفرضية البديلة التي تنص على أن عدد المتجهات يساوي (r) (r=n) ويحسب حسب الصيغة الآتية :

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \lambda_{r+1}^i)$$

إذ ان :

T: تمثل حجم العينة r: قيمة التكامل المشترك n: عدد المشاهدات i: عدد متجهات التكامل المشترك

ثانياً- أختبار القيمة العظمى Maximal Eigen value

إذ يتم اختبار فرضية العدم بأن عدد متجهات التكامل المشترك يساوي r (n=r)، مقابل الفرضية البديلة بأن عدد متجهات التكامل يساوي (n=r+1) ويحسب وفق الصيغة الآتية :

⁽¹⁾نبيل مهدي الجنابي، كريم سالم حسين، العلاقة بين اسعار النفط الخام وسعر صرف الدولار باستخدام التكامل المشترك وسببية Granger ، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، المجلد 257 ،العدد1، 2011، ص125.

⁽²⁾عابد بن عابد العبدلي، مصدر سبق ذكره، ص 24.

⁽³⁾ Erik Hjalmarsson & Par Osterholm, Testing For Cointegration Using The Johansen Methodology When Variables Are Near Integrated, Board Of Governors Of The Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper,U.S.A,2007, P4.

$$\lambda_{\max}(r, r+1) = -T \ln(1 - \lambda_{r+1}^{\wedge})$$

المطلب الرابع - اختبار الارتباط الذاتي

الارتباط الذاتي ويسمى أيضاً الارتباط التسلسلي أو الارتباط التخلفي، وهو علاقة مشاهدات السلسلة الزمنية مع قيمها الماضية أو قيمها المستقبلية، إذ أنه يشير إلى ارتباط أو علاقة بين مشاهدات السلسلة الزمنية التي تكون مرتبة ترتيباً زمنياً، إذ تؤثر الأخطاء التي تحدث في إحدى الفترات على الخطأ في فترة زمنية أخرى، وقد نجد مشكلة الارتباط الذات في بيانات المقطع العرضي لكنها أقل احتمالية، بينما تكون هذه المشكلة ملازمة للسلاسل الزمنية. وتظهر مشكلة الارتباط الذاتي إذا كانت السلاسل غير مستقرة أو هناك خطأ في توصيف النموذج أو تقدير المشاهدات المفقودة أو تحويل وتمهيد البيانات أو الإخطاء المنهجية في القياس⁽¹⁾.

ويمكن الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي في النماذج الساكنة أي نماذج $AR(1)$ باستخدام اختبار DW ، أما في النماذج الديناميكية أي نماذج $(ARMA)$ نستخدم عدة اختبارات وحسب نوع النموذج من أهمها اختبار LM أو $Breusch-Godfrey$ ، مع ملاحظة قيمة P -value فإذا كانت أكبر من 0.05 فيعني ذلك عدم وجود الارتباط الذاتي.

المطلب الخامس - اختبار إستقرارية النموذج ككل

إن هذا الإختبار يعتمد على قيم (VAR) المقدره ، فإذا كانت هذه القيم مستقرة فهذا يعني إن جميع الجذور بها معامل أقل من الواحد وفي هذه الحالة فإنها ستقع داخل دائرة الوحدة. أما إذا كانت قيم (VAR) غير مستقرة فسيكون هناك جذور تقع خارج دائرة الوحدة.

المطلب السادس - اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera)

يستخدم اختبار $(Jarque-Bera)$ لتحديد فيما إذا كانت بيانات المتغير تتبع التوزيع الطبيعي، يتم اختبار فرضية العدم التي تنص على أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي فإذا كانت قيمة $(Prob.)$ أقل من 0.05) يتم رفض فرضية العدم أي أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، أما إذا كانت قيمة $(Prob.)$ أكبر من 0.05) فلا ترفض فرضية العدم أي إن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي.

المطلب السابع - نمذجة المعادلات الهيكلية (Structural Equation Model (SEM)

(1) خالد محمد السواعي ، مبادئ الاقتصاد القياسي، الطبعة الاولى، دار الكتاب الثقافي، 2018، ص278-279.

تعد نمذجة المعادلات الهيكلية نماذج متعددة المتغيرات، وتهدف إلى تمثيل العلاقات السببية بين مجموعة من المتغيرات في نموذج نظري مقترح فضلاً عن فهم أنماط الارتباط أو التباين بين المتغيرات وتفسير أكبر قدر ممكن من تباين الأنموذج المقترح، وعلى عكس الأنموذج الخطي متعدد المتغيرات التقليدي، يظهر المتغير التابع في المعادلة الهيكلية كمتغير تنبؤي في معادلة أخرى، وقد تؤثر هذه المتغيرات في بعضها البعض بشكل مباشر أو غير مباشر عبر متغيرات أخرى وسيطة⁽¹⁾. وهي مجموعة من العلاقات المنهجية بين عدة متغيرات يمكن اختبارها عملياً⁽²⁾.

SEM هو نمط مفترض للعلاقات الخطية المباشرة وغير المباشرة بين مجموعة من المتغيرات الكامنة والمشاهدة أو هو نموذج مسار كامل للعلاقة بين مجموعة من المتغيرات يمكن وصفه أو تمثيله في شكل رسم بياني، ويعتبر نموذج المعادلة البنائية امتداد للنموذج الخطي العام الذي يعد الانحدار المتعدد جزءاً منه، وبمعنى أوسع تمثل نماذج المعادلة البنائية ترجمات لسلسلة من علاقات السبب والنتيجة المفترضة بين مجموعة من المتغيرات⁽³⁾.

تحليل المسار هو أسلوب إحصائي متعدد المتغيرات يستعمل لدراسة واختبار مجموعة العلاقات النظرية بين المتغيرات التنبؤية والمتغير التابع سواء كانت المتغيرات مستمرة أو منفصلة، وهو أحد أنواع نماذج المعادلات الهيكلية⁽⁴⁾، وقد طوره عالم الأحياء (Wright) لأول مرة في عشرينيات القرن الماضي، وتم اعتماده في العلوم الاجتماعية عام 1960، وقد ازدادت وتيرة استعماله في العام 1970 في الدراسات البيئية والعلوم الاجتماعية، ويستعمل بشكل اساس لدراسة التأثيرات المباشرة وغير المباشرة بين أكثر من إثنين من المتغيرات⁽⁵⁾.

(1) Fox, John, Structural Equation Models, 2002, p1.

(2) جوزيف ف. هار و آخرون، نمذجة المعادلات الهيكلية بالمربعات الصغرى الجزئية، ترجمة زكريا بلخامسة، مركز الكتاب الاكاديمي، الطبعة الاولى، عمان، 2020، ص24.

(3) ياسر فتحي الهنداوي، منهجية النمذجة بالمعادلة البنائية وتطبيقاتها في بحوث الإدارة التعليمية، مجلة التربية والتنمية، السنة 15، العدد40، جامعة عين شمس، القاهرة - مصر، 2007، ص11.

(4) Cramer, Duncan & Bryman , Alan, " Quantitative Data Analysis for SPSS 12 and 13 :A Guide for Social Scientists", Routledge, New York, 2005, P313.

(5) Al-Ghannam, Mohammad Taha, "Path Analysis and its Application in an Agricultural Experiment", Tikrit Journal for Administrative and Economic Sciences, Iraq, Vol. 1, No. 2, 2005, p120.

المبحث الثاني - توصيف وصياغة النموذج القياسي

الخطوة الأولى لبناء أي نموذج قياسي من اجل دراسة ظاهرة اقتصادية معينة هي التعبير عن هذه الظاهرة بصيغ رياضية (بناء النموذج) وتسمى هذه الخطوة توصيف وصياغة النموذج، إذ أن عملية التحليل الاقتصادي القياسي تذهب الى توصيف العلاقات النظرية ومن ثم الحصول على قياسات دقيقة للمتغيرات⁽¹⁾.

المطلب الأول - توصيف النموذج القياسي

ويعرف النموذج القياسي بأنه عبارة عن نموذج اقتصادي يعبر رمزياً عن طبيعة العلاقات الاقتصادية للظاهرة المدروسة وبصورة أقرب إلى الدقة مستعملاً في ذلك (العوامل) المؤثرة على سلوك الظاهرة جزئياً أو كلياً بضمنه العامل غير المحدد والمتمثل بالمتغير العشوائي⁽²⁾. لكي يكون النموذج قادراً على قياس العلاقات الاقتصادية لا بد من أن تتوفر فيه بعض المزايا المهمة والتي سيتم ايجازها بالنقاط الآتية⁽³⁾:-

- 1- تطابق متغيرات النموذج مع منطوق النظرية الاقتصادية.
- 2- تطابق تقدير معاملات النموذج وقيمها الواقعية.
- 3- إمكانية استخدام القيم المقدرة لمتغيرات النموذج في اتخاذ القرار والتنبؤ.
- 4- بساطة عرض النموذج للعلاقات الاقتصادية بمعادلات رياضية تتطابق ومنطوق النظرية الاقتصادية.

المطلب الثاني - متغيرات النموذج القياسي

لدينا أربعة متغيرات مستقلة وهي كل من (عرض النقد، سعر الفائدة، سعر الصرف الرسمي، ومعدل التضخم) وهي تؤثر على متغير وسيط واحد هو (الأنفاق الاستثماري) والمتغير الوسيط يؤثر بدوره على المتغير التابع وهو (السعر السوقي). في هذه الحالة ستصبح لدينا أربعة نماذج يتم من خلالها تحليل مسار العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات النموذج وكالاتي:

⁽¹⁾ William H.Greene, Econometric Analysis, fifth Edition, New York University, 2002,P.34.

⁽²⁾ وليد اسماعيل السيفو وآخرون، مشاكل الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة الأولى، الاهلية للنشر والتوزيع، المملكة الاردنية-عمان، 2006، ص47.

⁽³⁾ وليد اسماعيل السيفو، احمد مجد مشعل، الاقتصاد القياسي التحليلي (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دارمجلدواي للنشر والتوزيع الاردن، 2003، ص36.

النموذج الأول: أثر المتغيرات المستقلة على المتغير الوسيط.

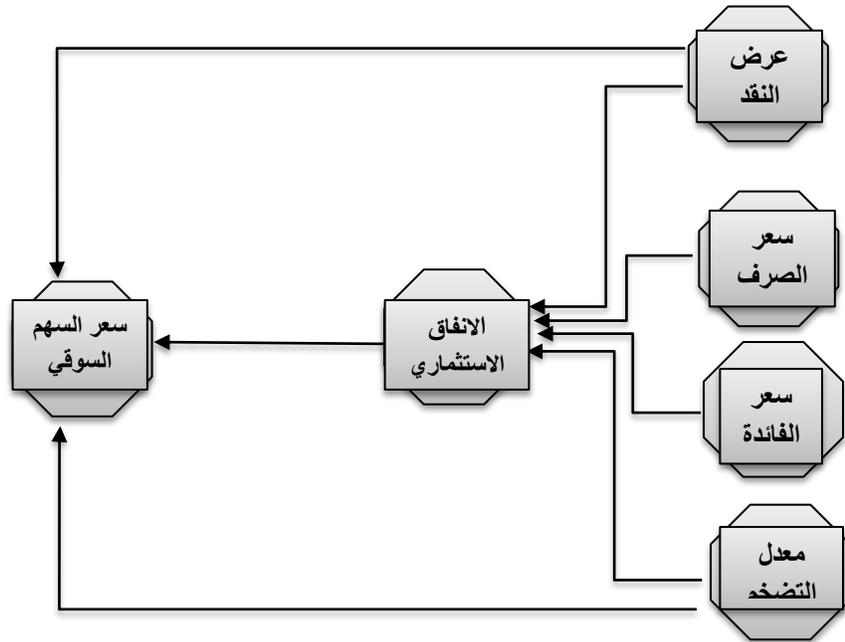
النموذج الثاني: أثر المتغير الوسيط على المتغيرات التابعة.

النموذج الثالث: أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة.

النموذج الرابع: أثر المتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط على المتغيرات التابعة.

ومن خلال النماذج السابقة يمكن توضيح العلاقة بين متغيرات الدراسة من خلال الجدول والشكل الآتيين:

الشكل (11) مسار العلاقات بين متغيرات النموذج



المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الاحصائي STATA 15.

الجدول (15) متغيرات الأنموذج القياسي المستخدم

أسم المتغير	الرمز	نوع المتغير
عرض النقد بالمعنى الضيق	M1	مستقل
معدل التضخم	UN	مستقل
سعر الصرف الرسمي	EX	مستقل
سعر الفائدة	R	مستقل

وسيط	IG	الأنفاق الاستثماري
تابع	P1	السعر السوقي لشركة مصرف بغداد
تابع	P2	السعر السوقي لشركة فندق بابل
تابع	P3	السعر السوقي لشركة بغداد للمشروبات الغازية

المصدر: من أعداد الباحثة.

المطلب الثالث - العلاقة بين متغيرات النموذج وفقاً للنظرية الاقتصادية

وفيما يخص المتغيرات التي سيتم تناولها وبحثها من حيث الوصف وعلاقتها من وجهة نظر النظرية الاقتصادية فهي كالآتي:-

أولاً_ المتغير التابع: يتضمن النموذج القياسي متغيراً تابعاً واحداً يتمثل بالسعر السوقي فقط ويرمز له بالرمز (P).

ثانياً_ المتغيرات الوسيطة: المتغير الوسيط شبيه بالمتغير المستقل ولكنه يتوسط العلاقة بين المتغيرات المستقلة من طرف والمتغير التابع من طرف آخر، لا يؤثر بالمتغير المستقل ولكنه ينقل تأثيره الى المتغير التابع فيؤثر فيه. ويتضمن النموذج القياسي متغيراً وسيطاً واحداً هو الانفاق الاستثماري ويرتبط بعلاقة طردية بالسعر السوقي، وكذلك بعرض النقد ومعدل التضخم، وعلاقة عكسية بسعر الفائدة وسعر الصرف. ويرمز له بالرمز (IG).

ثالثاً_ المتغيرات المستقلة: وتتمثل بالآتي:-

1. عرض النقد بالمعنى الضيق: يرتبط عرض النقد بعلاقة طردية مع أسعار الأسهم حسب منطق النظرية الاقتصادية، إذ كلما زاد عرض النقد أدى الى ارتفاع أسعار الأسهم، إذ أن زيادة عرض النقد (ومع ثبات الطلب على النقود)، فإن الأفراد سيجدون أنفسهم أمام سيولة أكبر مما يحتاجون إليها لأغراض المعاملات المالية، فينفقون بعضاً من هذه الأموال الفائضة في شراء الأوراق المالية ومنها الأسهم، وبما أن عرض الأسهم ثابت في الأمد القصير، فإن زيادة الطلب على الأسهم يولد ارتفاعاً في حجم تداولها مما ينعكس إيجاباً على أسعار الأسهم فترتفع قيمتها. ويرمز له بالرمز (M1).

2. معدل التضخم: وسيتم استخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك للتعبير عن معدلات التضخم، وحسب منطق النظرية الاقتصادية فإن معدل التضخم يرتبط بعلاقة طردية مع أسعار الأسهم، إذ أن ارتفاع معدلات التضخم وبداية فقدان النقود لقوتها الشرائية يدفع المستثمرين إلى حماية مدخراتهم من مخاطر تآكل القوة الشرائية، من خلال استثمارها في شراء الأسهم فترتفع أسعارها. ويرمز له بالرمز (UN).

3. سعر الصرف: يرتبط سعر الصرف بعلاقة عكسية مع أسعار الأسهم، بأفترض انخفاض قيمة العملة المحلية سوف يؤدي إلى زيادة صادرات هذه الدولة أي زيادة الطلب الخارجي على السلع المحلية، فينعكس إلى زيادة الاستثمار في سوق الأسهم وبالتالي ارتفاع مستوى أسعار وعوائد الأسهم، وهذا يعني أن سوق الأسهم مرتبطة بشكل عكسي لتغيرات سعر الصرف، وعلى العكس من ذلك عند ارتفاع قيمة العملة. يرمز له بالرمز (EX).

4. سعر الفائدة: يرتبط سعر الفائدة بعلاقة عكسية مع أسعار الأسهم، إذ يشجع ارتفاع أسعار الفائدة والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع المصرفية العديد من المستثمرين ببيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة، باعتبار أن إيداع أموالهم في البنوك التجارية وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار بالأسهم. ويرمز له بالرمز (R).

المطلب الرابع - مصادر البيانات

تم الاعتماد في أعداد البيانات على ما توافر من معلومات في المجموعات الإحصائية والنشرات السنوية المختلفة في المديرية العامة للإحصاء والأبحاث في البنك المركزي العراقي والحسابات الختامية لوزارة المالية العراقية، في الحصول على مؤشرات عرض النقد وسعر الفائدة وسعر الصرف ومعدل التضخم والانفاق الاستثماري، وكذلك تم الاعتماد في أعداد البيانات الخاصة بسوق الأوراق المالية على ماتوافر من معلومات في التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية في الحصول على أسعار الأسهم للشركات عينة البحث.

المبحث الثالث - تقدير وتحليل الأنموذج القياسي

المطلب الأول - اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

في البداية نقوم باختبار استقراريه متغيرات النموذج وتحديد رتبة التكامل للسلسلة الزمنية ومعرفة هل ان المتغيرات مستقرة ام لا، ويتم ذلك من خلال تطبيق اختبار جذر الوحدة لفيليس بيرون (PP)، وذلك لأن اختبار (PP) يمتلك قدرة اختبارية إحصائية أكثر دقة من اختبار (ADF) ولاسيما عند صغر حجم العينة، فضلاً عن أن اختبار (PP) يعطي افضل النتائج في اختبار استقراريه السلسلة لكونه قائم على افتراض أكثر عمومية وهو إن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية الانحدار الذاتي للمتوسطات المتحركة (ARIMA). وبعد إجراء الاختبار حصلنا على النتائج الموضحة في الملحق (1) الذي يشير إلى أن السلاسل الزمنية لعرض النقد (M1) وسعر الفائدة (R) قد أستقرت عند المستوى (0) وبمستوى معنوية (1%، 5%، 10%)، بينما أستقر كل من (معدل التضخم (UN)، الأنفاق الاستثماري (IG)، والسعر السوقي لشركة مصرف بغداد (P1)، والسعر السوقي لشركة فندق بابل (P2) والسعر السوقي لشركة بغداد للمشروبات الغازية (P3)) عند أخذ الفرق الأول (1) وبمستوى معنوية (1%، 5%، 10%)، أما سعر الصرف (EX) فقد أستقر عند الفرق الثاني (2) او عند مستوى معنوية (1%، 5%، 10%).

المطلب الثاني - اختبار التوزيع الطبيعي

جدول (16) نتائج إختبار (Jarque- Bera) لاختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات النموذج

النتيجة	قيمة (Prob)	(Jarque- Bera)	رمز المتغير
لا يتبع التوزيع الطبيعي	0.000000	195.3962	EX
لا يتبع التوزيع الطبيعي	0.002385	12.07683	UN
لا يتبع التوزيع الطبيعي	0.006213	10.16228	M1
لا يتبع التوزيع الطبيعي	0.000000	60.90762	R
لا يتبع التوزيع الطبيعي	0.000000	33.03343	IG
يتبع التوزيع الطبيعي	0.181119	3.417201	P1
يتبع التوزيع الطبيعي	0.050752	6.001402	P2
يتبع التوزيع الطبيعي	0.169254	3.552708	P3

المصدر: من اعداد الباحثه اعتماداً على مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews12.

بالنظر للجدول (16) نلاحظ أن نتائج إختبار Jarque- Bera لأختبار التوزيع الطبيعي فيها قيم (Prob) لاختبار المتغيرات (UN, M1, IG, P2, EX, R) اقل من (0.05) وهذا يعني أنها لا تتبع التوزيع الطبيعي لذلك نرفض فرضية العدم ($H:0$) التي تنص على أن هذه المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي، أما قيم (Prob) للمتغيرات (P1, P3) اكبر من (0.05) وهذا يعني انها تتبع التوزيع الطبيعي لك نقبل فرضية العدم ($H:0$) التي تنص على أن هذه المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي.

المطلب الثالث- أختبار التكامل المشترك والاختبارات التشخيصية وأختبار الخطية وتحليل المسار للشركات
الثالث

أولاً- شركة مصرف بغداد

1- أختبار الارتباط الذاتي

أ- أختبار الارتباط الذاتي للنموذج الأول (أثر المتغيرات المستقلة على المتغير الوسيط)

الجدول (17) نتائج أختبار الارتباط الذاتي للنموذج الأول لشركة مصرف بغداد

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/07/23 Time: 00:27						
Sample: 2007Q1 2021Q1						
Included observations: 55						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	16.9696	25	0.8829	0.662745	(25, 131.5)	0.8842
2	10.84312	25	0.9937	0.414359	(25, 131.5)	0.9938
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	16.9696	25	0.8829	0.662745	(25, 131.5)	0.8842
2	46.87324	50	0.5996	0.926383	(50, 140.2)	0.6135
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

المصدر: اعداد الباحثه اعتماداً على مخرجات البرنامج الأحصائي Eviews 12

من خلال الجدول (17) نجد أن القيمة الاحتمالية قد بلغت (0.8842) وهي أكبر من (0.05) وبذلك فإن النموذج الأول لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

ب- أختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثاني (أثر المتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

الجدول (18) نتائج أختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثاني لشركة مصرف بغداد

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/07/23 Time: 01:07						
Sample: 2007Q1 2021Q1						
Included observations: 55						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	2.86808	4	0.5801	0.720291	(4, 94.0)	0.5802
2	0.620916	4	0.9607	0.154098	(4, 94.0)	0.9607
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	2.86808	4	0.5801	0.720291	(4, 94.0)	0.5802
2	8.153467	8	0.4186	1.030834	(8, 90.0)	0.419
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews12

من خلال الجدول (18) نجد أن القيمة الاحتمالية قد بلغت (0.5802) وهي أكبر من (0.05) وبذلك فإن النموذج الأول لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

ت- أختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثالث (أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة)

الجدول (19) نتائج أختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثالث لشركة مصرف بغداد

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/07/23 Time: 01:02						
Sample: 2007Q1 2021Q1						
Included observations: 55						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	13.19019	25	0.9741	0.508261	(25, 131.5)	0.9744
2	4.772357	25	1	0.178507	(25, 131.5)	1
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	13.19019	25	0.9741	0.508261	(25, 131.5)	0.9744
2	33.47024	50	0.965	0.63398	(50, 140.2)	0.9671
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

من خلال الجدول (19) نجد أن القيمة الاحتمالية قد بلغت (0.9744) وهي أكبر من (0.05) وبذلك فإن النموذج الأول لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

ث- اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الرابع (أثر المتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

الجدول (20) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الرابع لشركة مصرف بغداد

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/07/23 Time: 01:12						
Sample: 2007Q1 2021Q1						
Included observations: 55						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	28.95666	36	0.7914	0.787514	(36, 138.9)	0.7958
2	12.27373	36	0.9999	0.316036	(36, 138.9)	0.9999
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	28.95666	36	0.7914	0.787514	(36, 138.9)	0.7958
2	75.32758	72	0.3713	1.046199	(72, 141.8)	0.404
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

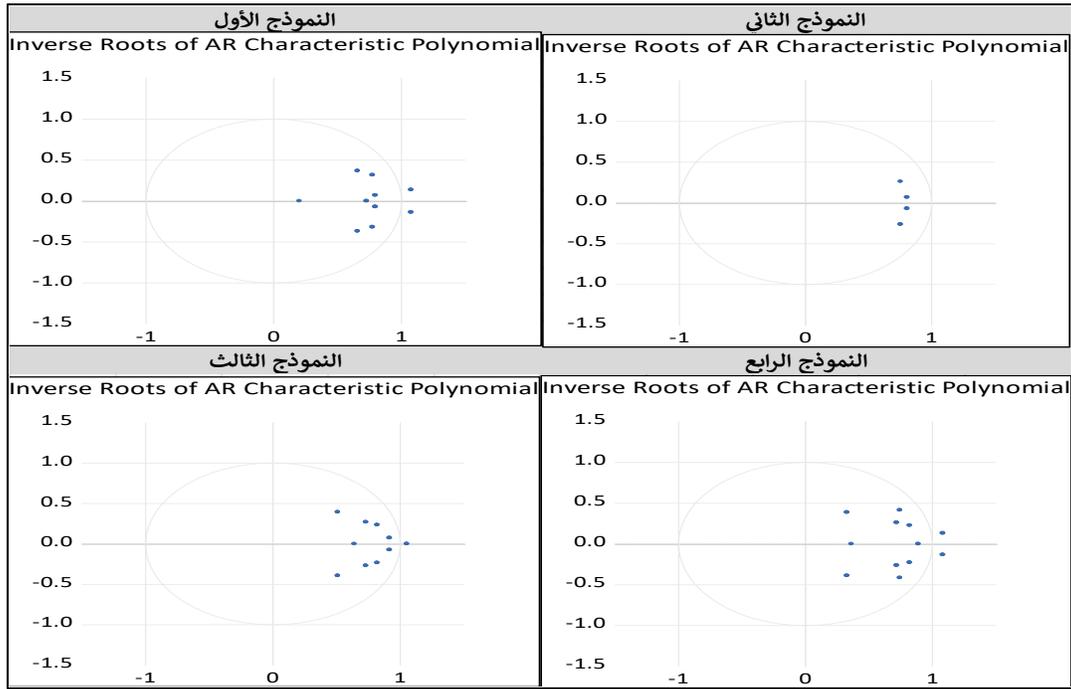
المصدر : اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الأحصائي Eviews 12

من خلال الجدول (20) نجد أن القيمة الاحتمالية قد بلغت (0.7958) وهي أكبر من (0.05) وبذلك فإن النموذج الأول لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

2- اختبار استقرارية النموذج ككل

من خلال الشكل (12) نجد أن النموذج الاول والثالث والرابع ككل غير مستقرات لذلك لم تقع جميع جذور AR داخل دائرة الوحدة، بينما نجد أن النموذج الثاني ككل مستقرًا لذلك وقعت جميع جذور AR داخل دائرة الوحدة.

الشكل (12) نتائج أستقرارية النموذج ككل للنماذج الأربعة لشركة مصرف بغداد



المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

3- اختبار التكامل المشترك

أ- اختبار التكامل المشترك للنموذج الأول (أثر المتغيرات المستقلة على المتغير الوسيط)

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الملحق (2) نجد أن هناك أكثر من متجه للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج الأول، ونلاحظ ذلك من خلال اختباري الأثر (Trace) والقيم المميزة العظمى (Maximum Eigenvalue)، إذ كانت قيمتهما أكبر من القيم الحرجة، فضلاً عن قيمة الاحتمالية (Prob) أقل من (0.05)، ونستنتج من ذلك أن هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين متغيرات النموذج.

ب- اختبار التكامل المشترك للنموذج الثاني (أثر المتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الملحق (3) نجد أنه لا يوجد تكامل مشترك بين متغيرات النموذج الأول، ونلاحظ ذلك من خلال القيمة الاحتمالية (Prob) لـ (tau-statistic) أكبر من

(0.05)، وكذلك القيمة الاحتمالية (Prob) لـ (z-statistic) أكبر من (0.05) ونستنتج من ذلك أنه لا يوجد هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين متغيرات النموذج.

ت- أختبار التكامل المشترك للنموذج الثالث (أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة)

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الملحق (4) نجد أن هناك متجه واحد للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج الثالث، ونلاحظ ذلك من خلال اختباري الأثر (Trace) والقيم المميزة العظمى (Maximum Eigenvalue)، إذ كانت قيمتهما أكبر من القيم الحرجة، فضلاً عن قيمة الاحتمالية (Prob) أقل من (0.05)، ونستنتج من ذلك أن هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين متغيرات النموذج.

ث- أختبار التكامل المشترك للنموذج الرابع (أثر المتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الملحق (5) نجد أن هناك أكثر من متجه للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج الرابع، ونلاحظ ذلك من خلال اختباري الأثر (Trace) والقيم المميزة العظمى (Maximum Eigenvalue)، إذ كانت قيمتهما أكبر من القيم الحرجة، فضلاً عن قيمة الاحتمالية (Prob) أقل من (0.05)، ونستنتج من ذلك أن هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين متغيرات النموذج.

4- أختبار الخطية:

الجدول (21) نتائج اختبار الخطية لشركة مصرف بغداد

Source	SS	Df	MS	Number of obs =	57
	F(2, 54)=	72.42			
Model	33.8300913	2	16.9150456	Prob > F =	0.0000
Residual	12.6133275	54	.233580139	R-squared =	0.7284
			Adj R-squared =	0.7184	
Total	46.4434188	56	.829346764	Root MSE =	.4833
p1	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
_hat	2.82618	.3912832	7.22	0.000	2.041705 3.610656
_hatsq	-.5112669	.1065684	-4.80	0.000	-.7249237 -.2976101
_cons	-1.338213	.3174385	-4.22	0.000	-1.974639 -.7017872

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي STAST 15.

بالنظر للجدول (21) وعند إجراء اختبار الخطية (Linktest) لمعرفة العلاقة الخطية بين المتغيرات من عدمها، نلاحظ أن قيمة (p-value) L (-hatsq) بلغت (0.000) وهي أقل من 5%، هذا يدل على أن العلاقة الخطية بين متغيرات النموذج.

5- تحليل المسار

أ- مخرجات النموذج الأول (أثر المتغيرات المستقلة على المتغير الوسيط)

الاحتمالية: من خلال الجدول (22) نجد أن المتغيرات (M1, EX, UN) معنوية في تفسير المتغير الوسيط (IG)، إذ أن قيمة (p-value) أقل من 5%، بينما المتغير (R) غير معنوي في تفسير المتغير الوسيط (IG)، إذ أن قيمة (p-value) أكبر من 5%.

المعادلة التقديرية:

$$IG = -2.800666 + 1.295723M1 + 5.516132R - 0.0070487EX + 3.772206UN$$

من خلال المعادلة التقديرية نجد أن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (M1) يؤدي إلى زيادة المتغير الوسيط (IG) بمقدار (1.295723)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (R) يؤدي إلى زيادة المتغير الوسيط (IG) بمقدار (5.516132)، وأن تغيراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير المستقل (EX) يؤدي إلى زيادة المتغير الوسيط (IG) بمقدار (0.0070487)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (UN) يؤدي إلى زيادة المتغير الوسيط (IG) بمقدار (3.772206)، إذ يتضح من خلال المعادلة التقديرية أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة (M1, R, UN) والمتغير الوسيط (IG) هي علاقة طردية، أما العلاقة بين المتغير المستقل (EX) والمتغير الوسيط (IG) هي علاقة عكسية.

التحليل الاقتصادي

من خلال المعادلة نلاحظ أن كل من عرض النقد (M1) و معدل التضخم (UN) يرتبطان بعلاقة طردية مع الانفاق الاستثماري (IG) وهذا يتفق مع مبدأ النظرية الاقتصادية، إذ أن قيام البنك المركزي بأعباءه السلطة النقدية الوحيدة المسؤولة عن التحكم في عرض النقد بأحداث زيادة في عرض النقد مما يؤدي إلى

زيادة الأرصدة النقدية لدى الوحدات الاقتصادية والافراد الامر الذي يؤدي الى تحويل جزء من هذه الأرصدة نحو الاستثمار ومن ثم ارتفاع الميل للاستثمار وارتفاع الانفاق الاستثمار تبعاً لذلك، ايضاً فإن حصول ارتفاع في معدلات التضخم فإن هذا الامر يغري رجال الاعمال وأصحاب المشروعات على التوسع في المشروعات القائمة او إقامة مشروعات جديدة وذلك لأن ارتفاع معدلات التضخم يعني أن كميات كبيرة من النقود تطارد كميات قليلة من السلع والمنتجات مما يحفز المستثمرين على زيادة الاستثمار رغبة في تحقيق أرباح مرتفعة بدوره يؤدي الى ارتفاع الانفاق الاستثماري، وايضاً هناك علاقة عكسية بين سعر الصرف (EX) والانفاق الاستثماري (IG) وهذا يتفق أيضاً مع النظرية الاقتصادية، من ناحية أخرى فإن انخفاض سعر صرف العملات الأجنبية امام العملة المحلية يعني انخفاض كلفة الاستيرادات وبخاصة المعدات الاستثمارية والمواد الأولية الداخلة في العملية الإنتاجية مما يؤدي الى ارتفاع هامش الربح للمستثمرين جراء عملية الاستثمار الامر الذي يؤدي الى زيادة الانفاق الاستثماري، أما سعر الفائدة (R) فقد ارتبط بعلاقة طردية مع الانفاق الاستثماري (IG) وهذا لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية وقد يعود السبب في ذلك الى ضعف أدوات البنك المركزي وبخاصة سياسة تغيير سعر الفائدة إذ انه حتى عندما يكون هنالك اتجاه عام نحو الزيادة في الاستثمار والتضخم فإن قيام البنك المركزي برفع سعر الفائدة فإن هذا الاجراء قد لا يكون كافي للتأثير على الانفاق الاستثماري نتيجة عدة عوامل منها تدني أسعار الفائدة الى مستويات لا تشجع الافراد والوحدات الاقتصادية على الاستثمار في الفائدة المصرفية اساساً، انخفاض الثقة في الجهاز المصرفي مما يؤدي الى ان أي ارتفاع في سعر الفائدة لن يؤثر على متغيرات الاقتصاد وبخاصة الانفاق الاستثماري، ايضاً فإن ارتفاع الفرص الاستثمارية وارتفاع هامش الربح المتحقق عن الاستثمار فإن هذا يؤدي الى ان أي محاولة للبنك المركزي لرفع سعر الفائدة لسحب جزء من الكتلة النقدية سوف تؤدي الى زيادة الاستثمار مادام معدل العائد المتحقق عن الاستثمار اعلى من سعر الفائدة المصرفية.

ب- مخرجات النموذج الثاني (أثر المتغير الوسيط على المتغيرات التابع)

الاحتمالية: من خلال الجدول (22) نجد أن المتغير الوسيط (IG) غير معنوي في تفسير المتغير التابع (P1)، إذ أن قيمة (p-value) أكبر من (5%).

المعادلة التقديرية

$$P1=29.59584+0.2234926IG$$

من خلال المعادلة التقديرية نجد أن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير الوسيط (IG) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P1) بمقدار (0.2234926)، إذ يتضح من خلال المعادلة التقديرية أن العلاقة بين المتغير الوسيط الانفاق الاستثماري (IG) والمتغير التابع السعر السوقي (P1) هي علاقة طردية، وهذا يتفق مع مبدأ النظرية الاقتصادية.

ت-مخرجات النموذج الثالث (أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة)

الاحتمالية: من خلال الجدول (22) نجد أن المتغيرات المستقلة (M1, R, EX) كانت غير معنوية في تفسير المتغير التابع (P1) إذ أن قيمة (p-value) أكبر من (5%)، بينما (UN) كان معنوي في تفسير المتغير التابع (P1) إذ أن قيمة (p-value) أقل من (5%).

المعادلة التقديرية:

$$P1=29.59584-1.07047M1-0.2894418R-0.0009849EX+10.47515UN$$

من خلال المعادلة التقديرية نجد أن تغيراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير المستقل (M1) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P1) بمقدار (1.07047)، وأن تغيراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير المستقل (R) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P1) بمقدار (0.2894418)، وأن تغيراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير المستقل (EX) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P1) بمقدار (0.0009849)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (UN) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P1) بمقدار (10.47515)، إذ يتضح من خلال المعادلة التقديرية أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة (M1, R, EX) والمتغير التابع (P1) هي علاقة عكسية، وأن العلاقة بين المتغير المستقل (UN) والمتغير التابع (P1) هي علاقة طردية.

التحليل الاقتصادي

من خلال المعادلة يتضح أن عرض النقد (M1) يرتبط بعلاقة عكسية مع السعر السوقي (P1) وهذا مخالف للنظرية الاقتصادية، وقد يعود السبب في ذلك الى أنه على الرغم من قيام البنك المركزي بسحب جزء من الكتلة النقدية سواء برفع الفائدة المصرفية او الدخول في السوق المالية كبائع للأوراق المالية وغيرها من سياسات البنك المركزي الا أن قيام الشركات الاستثمارية بتوزيع معدلات مرتفعة من الأرباح تفوق المعدل فإن ذلك يؤدي ارتفاع الطلب على أسعار أسهمها وبالتالي ارتفاع أسعارها في البورصة، أما سعر الفائدة وسعر الصرف (R, EX) فيرتبطان مع السعر السوقي بعلاقة عكسية، ومعدل التضخم (UN) كان علاقته بسعر السوقي (P1) طردية، وكلاهما يتفق مع النظرية الاقتصادية، إذ أن قيام البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة يؤدي الى التحول من الاستثمار في الفائدة المصرفية الى الاستثمار في السوق المالي مما يعني تحرير ارصدة نقدية إضافية وضخها في السوق المالية مما يؤدي الى زيادة الطلب على الأدوات المالية واهمها الأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها، من جهة أخرى فإن انخفاض سعر صرف العملات الأجنبية تجاه العملة المحلية سوف يؤدي الى زيادة القيمة الحقيقية لوحدة النقد ما يعني توجيه جزء من الدخول النقدية تجاه الاستثمار في الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها، أما بالنسبة للتضخم فإن ارتفاع معدلات التضخم سوف يؤدي الى ارتفاع الأرباح المتحققة من الاستثمار ومن ثم ارتفاع ربحية السهم مما يؤدي ارتفاع أسعار هذه الأسهم.

ث- مخرجات النموذج الرابع (أثر المتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

المعادلة التقديرية:

$$P1=29.59584-1.07047M1-0.2894418R-0.0009849EX+10.47515UN+0.2234926IG$$

من خلال المعادلة التقديرية نجد أن تغييراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير المستقل (M1) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P1) بمقدار (1.07047)، وأن تغييراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير المستقل (R) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P1) بمقدار (0.2894418)، وأن تغييراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير المستقل (EX) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P1) بمقدار (0.0009849)، وأن تغييراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (UN) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P1)

بمقدار (10.47515)، أن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في (IG) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P1) بمقدار (0.2234926)، إذ يتضح من خلال المعادلة التقديرية أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة (M1, R, EX) والمتغير التابع (P1) هي علاقة عكسية، وأن العلاقة بين المتغيرات (UN, IG) والمتغير التابع (P1) هي علاقة طردية.

الجدول (22) نتائج مخرجات النماذج الأربعة لشركة مصرف بغداد

Structural equation model		Number of obs =		57		
Estimation method = ml						
Log likelihood = -89.195636						
		OIM				
		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Structural						
ig	ml	1.295723	.3772946	3.43	0.001	.5562395 2.035207
	r	5.516132	3.155573	1.75	0.080	-.6686769 11.70094
	un	3.772206	1.485871	2.54	0.011	.8599518 6.68446
	ex	-.0070487	.0009635	-7.32	0.000	-.0089372 -.0051603
	_cons	-2.800666	11.34299	-0.25	0.805	-25.03251 19.43118
p1	ig	.2234926	.2705433	0.83	0.409	-.3067625 .7537476
	ml	-1.07047	.8466283	-1.26	0.206	-2.729831 .588891
	r	-.2894418	6.615948	-0.04	0.965	-13.25646 12.67758
	un	10.47515	3.201967	3.27	0.001	4.19941 16.75089
	ex	-.0009849	.0027404	-0.36	0.719	-.0063559 .0043862
	_cons	29.59584	23.18108	1.28	0.202	-15.83825 75.02992
	var(e.ig)	.0756478	.0141701			.0524025 .1092046
	var(e.p1)	.3156055	.0591183			.218625 .4556058
LR test of model vs. saturated: chi2(0) =		0.00, Prob > chi2 =		.		.

المصدر : اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي STAST15.

ثانياً_ شركة فندق بابل

1- اختبار الارتباط الذاتي

أ- اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الأول (أثر المتغيرات المستقلة على المتغير الوسيط)

الجدول (23) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الأول لشركة فندق بابل

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/07/23 Time: 00:27						
Sample: 2007Q1 2021Q1						
Included observations: 55						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	16.9696	25	0.8829	0.662745	(25, 131.5)	0.8842
2	10.84312	25	0.9937	0.414359	(25, 131.5)	0.9938
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	16.9696	25	0.8829	0.662745	(25, 131.5)	0.8842
2	46.87324	50	0.5996	0.926383	(50, 140.2)	0.6135
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

من خلال الجدول (23) نجد أن القيمة الاحتمالية قد بلغت (0.8842) وهي أكبر من (0.05) وبذلك فإن النموذج الأول لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

ب- اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثاني (أثر المتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

الجدول (24) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثاني لشركة فندق بابل

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/07/23 Time: 01:22						
Sample: 2007Q1 2021Q1						
Included observations: 55						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	0.343799	4	0.9868	0.085199	(4, 94.0)	0.9868
2	0.498783	4	0.9736	0.123708	(4, 94.0)	0.9736
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	0.343799	4	0.9868	0.085199	(4, 94.0)	0.9868
2	1.252485	8	0.9961	0.152535	(8, 90.0)	0.9961
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

من خلال الجدول (24) نجد أن القيمة الاحتمالية قد بلغت (0.9868) وهي أكبر من (0.05) وبذلك فإن النموذج الثاني لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

ت-أختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثالث (أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة)

الجدول (25) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثالث لشركة فندق بابل

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/07/23 Time: 01:28						
Sample: 2007Q1 2021Q1						
Included observations: 55						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	9.98727	25	0.9967	0.380499	(25, 131.5)	0.9967
2	6.549233	25	0.9999	0.246506	(25, 131.5)	0.9999
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	9.98727	25	0.9967	0.380499	(25, 131.5)	0.9967
2	28.26672	50	0.9944	0.526738	(50, 140.2)	0.9948
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

من خلال الجدول (25) نجد أن القيمة الاحتمالية قد بلغت (0.9967) وهي أكبر من (0.05) وبذلك

فإن النموذج الأول لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

ث-أختبار الارتباط الذاتي للنموذج الرابع (أثر المتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

الجدول (26) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الرابع لشركة فندق بابل

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/07/23 Time: 01:33						
Sample: 2007Q1 2021Q1						
Included observations: 55						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	23.43549	36	0.9472	0.625861	(36, 138.9)	0.9486
2	15.19645	36	0.9991	0.395032	(36, 138.9)	0.9991
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	23.43549	36	0.9472	0.625861	(36, 138.9)	0.9486
2	86.83375	72	0.1122	1.24898	(72, 141.8)	0.1317
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

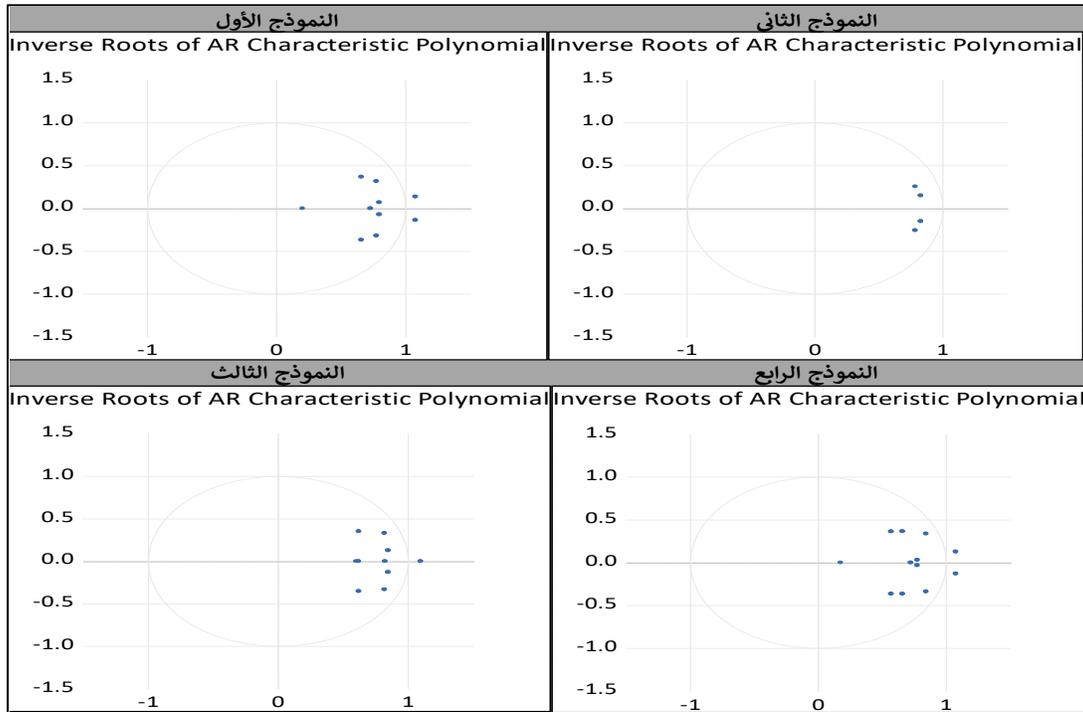
المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

من خلال الجدول (26) نجد أن القيمة الاحتمالية قد بلغت (0.9486) وهي أكبر من (0.05) وبذلك فإن النموذج الأول لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

2- اختبار استقرارية النموذج ككل

من خلال الشكل (13) نجد أن النموذج الاول والثالث والرابع ككل غير مستقرات لذلك لم تقع جميع جذور AR داخل دائرة الوحدة، بينما نجد أن النموذج الثاني ككل مستقراً لذلك وقعت جميع جذور AR داخل دائرة الوحدة.

الشكل (13) نتائج استقرارية النموذج ككل للنماذج الأربعة لشركة فندق بابل



المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

3- اختبار التكامل المشترك

أ- اختبار التكامل المشترك للنموذج الأول (أثر المتغيرات المستقلة على المتغير الوسيط)

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الملحق (6) نجد أن هناك أكثر من متجه للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج الأول، ونلاحظ ذلك من خلال اختبائي الأثر (Trace) والقيم المميزة العظمى (Maximum Eigenvalue)، إذ كانت قيمتهما أكبر من القيم الحرجة، فضلاً أن قيمة الاحتمالية (Prob) أقل من (0.05)، ونستنتج من ذلك أن هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين متغيرات النموذج.

ب- اختبار التكامل المشترك للنموذج الثاني (أثر المتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الملحق (7) نجد أنه لا يوجد تكامل مشترك بين متغيرات النموذج الأول، ونلاحظ ذلك من خلال القيمة الاحتمالية (Prob) لـ (tau-statistic) أكبر من (0.05)، وكذلك القيمة الاحتمالية (Prob) لـ (z-statistic) أكبر من (0.05) ونستنتج من ذلك أنه لا يوجد هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين متغيرات النموذج.

ت- اختبار التكامل المشترك للنموذج الثالث (أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة)

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الملحق (8) نجد أن هناك أكثر من متجه للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج الثالث، ونلاحظ ذلك من خلال اختبائي الأثر (Trace) والقيم المميزة العظمى (Maximum Eigenvalue)، إذ كانت قيمتهما أكبر من القيم الحرجة، فضلاً أن قيمة الاحتمالية (Prob) أقل من (0.05)، ونستنتج من ذلك أن هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين متغيرات النموذج.

ث- اختبار التكامل المشترك للنموذج الرابع (أثر المتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الملحق (9) نجد أن هناك أكثر من متجه للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج الرابع، ونلاحظ ذلك من خلال اختبائي الأثر (Trace) والقيم المميزة

العظمى (Maximum Eigenvalue)، إذ كانت قيمتهما أكبر من القيم الحرجة، فضلاً عن قيمة الاحتمالية (Prob) أقل من (0.05)، ونستنتج من ذلك أن هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين متغيرات النموذج.

4- اختبار الخطية:

الجدول (27) نتائج اختبار الخطية لشركة فندق بابل

Source	SS	Df	MS	Number of obs =	57
	F(2, 54) =	57.85			
Model	13750.5785	2	6875.28927	Prob > F =	0.0000
Residual	6418.20082	54	118.855571	R-squared =	0.6818
	Adj R-squared =	0.6700			
Total	20168.7794	56	360.156774	Root MSE =	10.902
p2	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
_hat	.3766689	.4206744	0.90	0.375	-.4667326 1.22007
_hatsq	.0064622	.0042512	1.52	0.034	-.0020609 .0149853
_cons	13.45519	9.934296	1.35	0.181	-6.461879 33.37225

المصدر : اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي STAST15.

بالنظر للجدول (27) وعند إجراء اختبار الخطية (Linktest) لمعرفة العلاقة الخطية بين المتغيرات من عدمها، نلاحظ أن قيمة (p-value) لـ (-hatsq) بلغت (0.034) وهي أقل من 5%، هذا يدل على أن العلاقة الخطية بين متغيرات النموذج.

5- تحليل المسار

أ- مخرجات النموذج الأول (أثر المتغيرات المستقلة على المتغير الوسيط)

الاحتمالية: من خلال الجدول (28) نجد أن المتغيرات (M1, EX, UN) معنوية في تفسير المتغير الوسيط (IG)، إذ أن قيمة (p-value) أقل من (5%)، بينما المتغير (R) غير معنوي في تفسير المتغير الوسيط (IG)، إذ أن قيمة (p-value) أكبر من (5%).

المعادلة التقديرية:

$$IG = -2.800666 + 1.295723M1 + 5.516132R - 0.0070487EX + 3.772206UN$$

من خلال المعادلة التقديرية نجد أن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (M1) يؤدي الى زيادة المتغير الوسيط (IG) بمقدار (1.295723)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (R) يؤدي الى زيادة المتغير الوسيط (IG) بمقدار (5.516132)، وأن تغيراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير المستقل (EX) يؤدي الى زيادة المتغير الوسيط (IG) بمقدار (0.0070487)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (UN) يؤدي الى زيادة المتغير الوسيط (IG) بمقدار (3.772206)، إذ يتضح من خلال المعادلة التقديرية أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة (M1, R, UN) والمتغير الوسيط (IG) هي علاقة طردية، أما العلاقة بين المتغير المستقل (EX) والمتغير الوسيط (IG) هي علاقة عكسية.

التحليل الاقتصادي

من خلال المعادلة نلاحظ أن كل من عرض النقد (M1) و معدل التضخم (UN) يرتبطان بعلاقة طردية مع الانفاق الاستثماري (IG) وهذا يتفق مع مبدأ النظرية الاقتصادية، وايضاً هناك علاقة عكسية مع سعر الصرف (EX) والانفاق الاستثماري (IG) وهذا يتفق أيضاً مع النظرية الاقتصادية، أما سعر الفائدة (R) فقد ارتبط بعلاقة طردية مع الانفاق الاستثماري (IG) وهذا لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية وقد يعود السبب في ذلك الى ضعف أدوات البنك المركزي وبخاصة سياسة تغيير سعر الفائدة إذ انه حتى عندما يكون هنالك اتجاه عام نحو الزيادة في الاستثمار والتضخم فإن قيام البنك المركزي برفع سعر الفائدة فإن هذا الاجراء قد لا يكون كافي للتأثير على الانفاق الاستثماري نتيجة عدة عوامل منها تدني أسعار الفائدة الى مستويات لا تشجع الافراد والوحدات الاقتصادية على الاستثمار في الفائدة المصرفية اساساً، انخفاض الثقة في الجهاز المصرفي مما يؤدي الى ان أي ارتفاع في سعر الفائدة لن يؤثر على متغيرات الاقتصاد وبخاصة الانفاق الاستثماري، ايضاً فإن ارتفاع الفرص الاستثمارية وارتفاع هامش الربح المتوقع عن الاستثمار فإن هذا يؤدي الى ان أي محاولة للبنك المركزي لرفع سعر الفائدة لسحب جزء من الكتلة النقدية سوف تؤدي الى زيادة الاستثمار مادام معدل العائد المتوقع عن الاستثمار اعلى من سعر الفائدة المصرفية.

ب- مخرجات النموذج الثاني (أثر المتغير الوسيط على المتغير التابع)

الاحتمالية: من خلال الجدول (28) نجد أن المتغير الوسيط (IG) غير معنوي في تفسير المتغيرات التابع (P2)، إذ أن قيمة (p-value) أكبر من (5%).

المعادلة التقديرية:

$$P2 = -1986.411 + 1.805429IG$$

من خلال المعادلة التقديرية نجد أن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير الوسيط (IG) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P2) بمقدار (1.805429)، إذ يتضح من خلال المعادلة التقديرية أن العلاقة بين المتغير الوسيط الانفاق الاستثماري (IG) والمتغير التابع السعر السوقي (P2) هي علاقة طردية، وهذا يتوافق مع مبدأ النظرية الاقتصادية، إذ أن زيادة الانفاق الاستثماري يعني ضمناً زيادة الانفاق الاستثماري سواء الحقيقي او المالي مما يؤدي الى زيادة الطلب على أسهم الشركات ومن ثم ارتفاع أسعارها في البورصات.

ت- مخرجات النموذج الثالث (أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة)

الاحتمالية: من خلال الجدول (28) نجد أن المتغيرات المستقلة (EX, UN) كانت غير معنوية في تفسير المتغير التابع (P2) إذ أن قيمة (p-value) أكبر من (5%)، بينما المتغيرات المستقلة (M1, R) معنوية في تفسير المتغير التابع (P2) إذ أن قيمة (p-value) أقل من (5%).

المعادلة التقديرية:

$$P2 = -1986.411 + 59.9327M1 + 302.8109R + 0.0438065EX - 5.95944UN$$

من خلال المعادلة التقديرية نجد أن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (M1) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P2) بمقدار (59.9327)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (R) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P2) بمقدار (302.8109)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (EX) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P2) بمقدار (0.0438065)، وأن تغيراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير المستقل (UN) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P2) بمقدار (5.95944)، إذ يتضح من

خلال المعادلة التقديرية أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة ($M1, EX, R$) والمتغير التابع ($P2$) هي علاقة طردية، وأن العلاقة بين المتغير المستقل (UN) والمتغير التابع ($P2$) هي علاقة عكسية.

التحليل الاقتصادي

من خلال المعادلة يتضح أن عرض النقد ($M1$) يرتبط بعلاقة طردية مع السعر السوقي ($P2$) وهذا مطابق للنظرية الاقتصادية، وكذلك سعر الصرف وسعر الفائدة (R, EX) يرتبطان مع السعر السوقي ($P2$) بعلاقة طردية وهذا يخالف النظرية الاقتصادية، وقد يعود السبب في ذلك الى أن فندق بابل يعتبر من الفنادق التي تقدم الخدمات الفندقية بالعملة الأجنبية للسائحين الاجانب وبالتالي فإن ارتفاع سعر صرف العملات الأجنبية امام العملة المحلية يعني ارتفاع ربحية الفندق ومن ثم ارتفاع الطلب على اسهم الفندق وارتفاع السعر السوقي لأسهم الفندق، ونجد أن معدل التضخم (UN) كانت العلاقة بينه وبين السعر السوقي ($P2$) علاقة عكسية وهذا لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وقد يعود السبب في ذلك الى أنه في حالة ارتفاع التضخم هذا يعني ارتفاع كلفة الخدمات التي يقدمها البنك وبالتالي انخفاض الأرباح المتحققة للفندق ومن ثم انخفاض أسعار الأسهم.

ث- مخرجات النموذج الرابع (أثر المتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

المعادلة التقديرية:

$$P2 = -1986.411 + 59.9327M1 + 302.8109R + 0.0438065EX - 5.95944UN + 1.805429IG$$

من خلال المعادلة التقديرية نجد أن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل ($M1$) يؤدي الى زيادة المتغير التابع ($P2$) بمقدار (59.9327)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (R) يؤدي الى زيادة المتغير التابع ($P2$) بمقدار (302.8109)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (EX) يؤدي الى زيادة المتغير التابع ($P2$) بمقدار (0.0438065)، وأن تغيراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير المستقل (UN) يؤدي الى زيادة المتغير التابع ($P2$) بمقدار (5.95944)، ونجد أن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير الوسيط (IG) يؤدي الى زيادة المتغير التابع ($P2$) بمقدار (1.805429).

بمقدار (1.805429)، إذ يتضح من خلال المعادلة التقديرية، إذ يتضح من خلال المعادلة التقديرية أن العلاقة بين المتغيرات (M1,EX, R, IG) والمتغير التابع (P2) هي علاقة طردية، وأن العلاقة بين المتغير المستقل (UN) والمتغير التابع (P2) هي علاقة عكسية.

الجدول (28) نتائج مخرجات النماذج الأربعة لشركة فندق بابل

Structural equation model		Number of obs		=		57	
Estimation method		= ml					
Log likelihood		= -257.88728					
		OIM Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Structural ig	m1	1.295723	.3772946	3.43	0.001	.5562395	2.035207
	r	5.516132	3.155573	1.75	0.080	-.6686769	11.70094
	un	3.772206	1.485871	2.54	0.011	.8599518	6.68446
	ex	-.0070487	.0009635	-7.32	0.000	-.0089372	-.0051603
	_cons	-2.800666	11.34299	-0.25	0.805	-25.03251	19.43118
	p2	ig	1.805429	5.21834	0.35	0.729	-8.422329
m1		59.9327	16.33008	3.67	0.000	27.92633	91.93908
r		302.8109	127.6109	2.37	0.018	52.69819	552.9237
un		-5.95944	61.76074	-0.10	0.923	-127.0083	115.0894
ex		.0438065	.0528575	0.83	0.407	-.0597923	.1474052
_cons		-1986.411	447.1254	-4.44	0.000	-2862.76	-1110.061
var(e.ig)	.0756478	.0141701			.0524025	.1092046	
var(e.p2)	117.4183	21.99446			81.33756	169.5042	
LR test of model vs. saturated: chi2(0)				=	0.00, Prob > chi2 =	.	

المصدر: اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي STAST15.

ثالثاً_ شركة بغداد للمشروبات الغازية

1- اختبار الارتباط الذاتي

أ- اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الأول (أثر المتغيرات المستقلة على المتغير الوسيط)

من خلال الجدول (29) نجد أن القيمة الاحتمالية قد بلغت (0.8842) وهي أكبر من (0.05) وبذلك فإن النموذج الأول لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

الجدول (29) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الأول لشركة بغداد للمشروبات الغازية

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/07/23 Time: 00:27						
Sample: 2007Q1 2021Q1						
Included observations: 55						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	16.9696	25	0.8829	0.662745	(25, 131.5)	0.8842
2	10.84312	25	0.9937	0.414359	(25, 131.5)	0.9938
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	16.9696	25	0.8829	0.662745	(25, 131.5)	0.8842
2	46.87324	50	0.5996	0.926383	(50, 140.2)	0.6135
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

المصدر : اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

ب- اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثاني (أثر المتغير الوسيط على المتغير التابع)

الجدول (30) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثاني لشركة بغداد للمشروبات الغازية

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/07/23 Time: 02:06						
Sample: 2007Q1 2021Q1						
Included observations: 55						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	3.476677	4	0.4814	0.875951	(4, 94.0)	0.4815
2	0.631674	4	0.9595	0.156777	(4, 94.0)	0.9595
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	3.476677	4	0.4814	0.875951	(4, 94.0)	0.4815
2	10.01244	8	0.2642	1.278784	(8, 90.0)	0.2646
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

المصدر : اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

من خلال الجدول (30) نجد أن القيمة الاحتمالية قد بلغت (0.4815) وهي أكبر من (0.05) وبذلك فإن

النموذج الأول لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

ت- اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثالث (أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة)

الجدول (31) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الثالث لشركة بغداد للمشروبات الغازية

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/07/23 Time: 02:17						
Sample: 2007Q1 2021Q1						
Included observations: 55						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	12.05731	25	0.9861	0.462744	(25, 131.5)	0.9863
2	5.969041	25	1	0.22421	(25, 131.5)	1
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	12.05731	25	0.9861	0.462744	(25, 131.5)	0.9863
2	31.55951	50	0.9807	0.594205	(50, 140.2)	0.9819
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

المصدر: اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

من خلال الجدول (31) نجد أن القيمة الاحتمالية قد بلغت (0.9863) وهي أكبر من (0.05) وبذلك فإن النموذج الأول لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

ث- اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الرابع (أثر المتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

الجدول (32) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج الرابع لشركة بغداد للمشروبات الغازية

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/07/23 Time: 02:39						
Sample: 2007Q1 2021Q1						
Included observations: 55						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	25.39141	36	0.9064	0.682474	(36, 138.9)	0.9087
2	13.46965	36	0.9998	0.348181	(36, 138.9)	0.9998
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	Df	Prob.
1	25.39141	36	0.9064	0.682474	(36, 138.9)	0.9087
2	65.65143	72	0.6877	0.885592	(72, 141.8)	0.7143
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

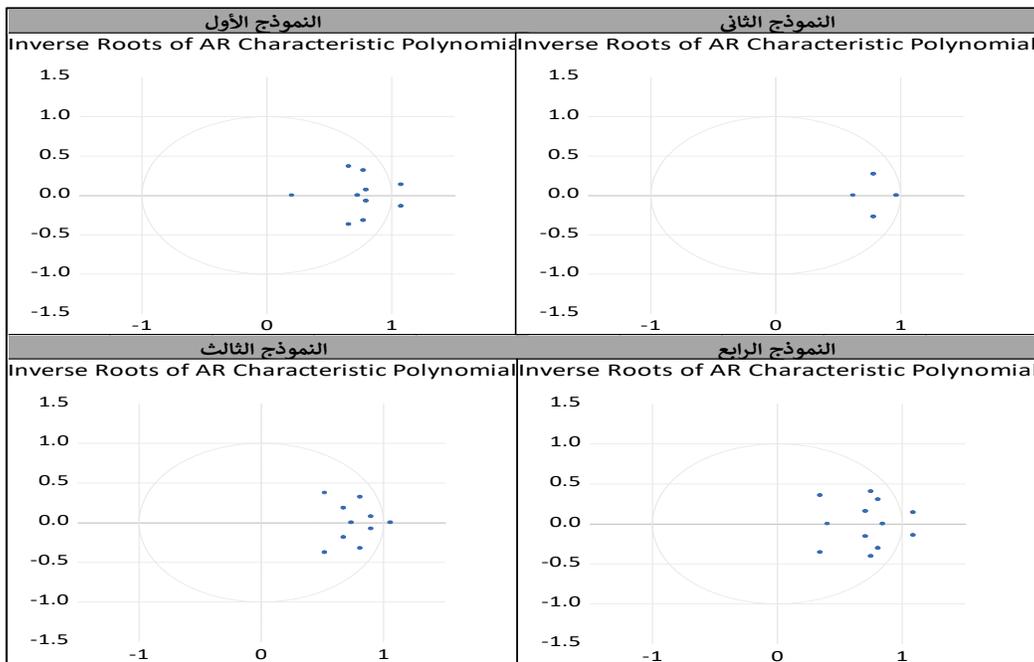
المصدر: اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

من خلال الجدول (32) نجد أن القيمة الاحتمالية قد بلغت (0.9087) وهي أكبر من (0.05) وبذلك فإن النموذج الأول لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

2- اختبار استقرارية النموذج ككل

من خلال الشكل (15) نجد أن النموذج الأول والثالث والرابع ككل غير مستقرات لذلك لم تقع جميع جذور AR داخل دائرة الوحدة، بينما نجد أن النموذج الثاني ككل مستقراً لذلك وقعت جميع جذور AR داخل دائرة الوحدة.

الشكل (14) نتائج استقرارية النموذج ككل للنماذج الأربعة لشركة بغداد للمشروبات الغازية



المصدر : اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

3- اختبار التكامل المشترك

أ- اختبار التكامل المشترك للنموذج الأول (أثر المتغيرات المستقلة على المتغير الوسيط)

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الملحق (10) نجد أن هناك أكثر من متجه للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج الأول، ونلاحظ ذلك من خلال اختبائي الأثر (Trace) والقيم

المميزة العظمى (Maximum Eigenvalue)، إذ كانت قيمتيهما أكبر من القيم الحرجة، فضلاً أن قيمة الاحتمالية (Prob) أقل من (0.05)، ونستنتج من ذلك أن هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين متغيرات النموذج.

ب- اختبار التكامل المشترك للنموذج الثاني (أثر المتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الملحق (11) نجد أنه لا يوجد تكامل مشترك بين متغيرات النموذج الأول، ونلاحظ ذلك من خلال القيمة الاحتمالية (Prob) لـ τ (statistic) أكبر من (0.05)، وكذلك القيمة الاحتمالية (Prob) لـ z (z-statistic) أكبر من (0.05) ونستنتج من ذلك أنه لا يوجد هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين متغيرات النموذج.

ت- اختبار التكامل المشترك للنموذج الثالث (أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة)

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الملحق (12) نجد أن هناك متجه للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج الثالث، ونلاحظ ذلك من خلال اختبائي الأثر (Trace) والقيم المميزة العظمى (Maximum Eigenvalue)، إذ كانت قيمتيهما أكبر من القيم الحرجة، فضلاً أن قيمة الاحتمالية (Prob) أقل من (0.05)، ونستنتج من ذلك أن هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين متغيرات النموذج.

ث- اختبار التكامل المشترك للنموذج الرابع (أثر المتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك الموضحة في الملحق (13) نجد أن هناك أكثر من متجه للتكامل المشترك بين متغيرات النموذج الرابع، ونلاحظ ذلك من خلال اختبائي الأثر (Trace) والقيم المميزة العظمى (Maximum Eigenvalue)، إذ كانت قيمتيهما أكبر من القيم الحرجة، فضلاً أن قيمة الاحتمالية (Prob) أقل من (0.05)، ونستنتج من ذلك أن هناك علاقة توازنية طويلة الأمد بين متغيرات النموذج.

4- اختبار الخطية:

الجدول (33) نتائج اختبار الخطية لشركة بغداد للمشروبات الغازية

Source	SS	df	MS	Number of obs =	57
		F(2, 54) =		206.68	
Model	50.3573505	2	25.1786753	Prob > F =	0.0000
Residual	6.57846278	54	.121823385	R-squared =	0.8845
		Adj R-squared =		0.8802	
Total	56.9358133	56	1.01671095	Root MSE =	.34903
	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
_hat	.6617126	.202048	3.28	0.00	2 .2566307 1.066795
_hatsq	.0684674	.0396541	1.73	0.009	-.0110343 .1479691
_cons	.3576221	.2435023	1.47	0.148	-.1305706 .8458148

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي STAST15.

بالنظر للجدول (33) وعند إجراء اختبار الخطية (Linktest) لمعرفة العلاقة الخطية بين المتغيرات من عدمها، نلاحظ أن قيمة (p-value) لـ (-hatsq) بلغت (0.028) وهي أقل من 5%، هذا يدل على أن العلاقة خطية بين متغيرات النموذج.

5- تحليل المسار

أ- مخرجات النموذج الأول (أثر المتغيرات المستقلة على المتغير الوسيط)

الاحتمالية: من خلال الجدول (34) نجد أن المتغيرات (M1, EX, UN) معنوية في تفسير المتغير الوسيط (IG)، إذ أن قيمة (p-value) أقل من 5%، بينما المتغير (R) غير معنوي في تفسير المتغير الوسيط (IG)، إذ أن قيمة (p-value) أكبر من 5%.

المعادلة التقديرية:

$$IG = -2.800666 + 1.295723M1 + 5.516132R - 0.0070487EX + 3.772206UN$$

من خلال المعادلة التقديرية نجد أن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (M1) يؤدي إلى زيادة المتغير الوسيط (IG) بمقدار (1.295723)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (R) يؤدي إلى زيادة المتغير الوسيط (IG) بمقدار (5.516132)، وأن تغيراً مقداره انخفاض وحدة واحدة

في المتغير المستقل (EX) يؤدي الى زيادة المتغير الوسيط (IG) بمقدار (0.0070487)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (UN) يؤدي الى زيادة المتغير الوسيط (IG) بمقدار (3.772206)، إذ يتضح من خلال المعادلة التقديرية أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة (M1, R, UN) والمتغير الوسيط (IG) هي علاقة طردية، أما العلاقة بين المتغير المستقل (EX) والمتغير الوسيط (IG) هي علاقة عكسية.

التحليل الاقتصادي

من خلال المعادلة نلاحظ أن كل من عرض النقد (M1) و معدل التضخم (UN) يرتبطان بعلاقة طردية مع الانفاق الاستثماري (IG) وهذا يتفق مع مبدأ النظرية الاقتصادية، وايضاً هناك علاقة عكسية بين سعر الصرف (EX) والانفاق الاستثماري (IG) وهذا يتفق أيضاً مع النظرية الاقتصادية، أما سعر الفائدة (R) فقد أرتبط بعلاقة طردية مع الانفاق الاستثماري (IG) وهذا لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية وقد يعود السبب في ذلك الى ضعف أدوات البنك المركزي وبخاصة سياسة تغيير سعر الفائدة إذ انه حتى عندما يكون هنالك اتجاه عام نحو الزيادة في الاستثمار والتضخم فإن قيام البنك المركزي برفع سعر الفائدة فإن هذا الاجراء قد لا يكون كافي للتأثير على الانفاق الاستثماري نتيجة عدة عوامل منها تدني أسعار الفائدة الى مستويات لا تشجع الافراد والوحدات الاقتصادية على الاستثمار في الفائدة المصرفية اساساً، انخفاض الثقة في الجهاز المصرفي مما يؤدي الى ان أي ارتفاع في سعر الفائدة لن يؤثر على متغيرات الاقتصاد وبخاصة الانفاق الاستثماري، ايضاً فإن ارتفاع الفرص الاستثمارية وارباح هامش الربح المتحقق عن الاستثمار فإن هذا يؤدي الى ان أي محاولة للبنك المركزي لرفع سعر الفائدة لسحب جزء من الكتلة النقدية سوف تؤدي الى زيادة الاستثمار ما دام معدل العائد المتحقق عن الاستثمار اعلى من سعر الفائدة المصرفية.

ب- مخرجات النموذج الثاني (أثر المتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

الاحتمالية: من خلال الجدول (34) نجد أن المتغير الوسيط (IG) غير معنوي في تفسير المتغيرات التابعة (P3)، إذ أن قيمة (p-value) أكبر من (5%).

المعادلة التقديرية:

$$P3 = -98.76225 - 0.161521IG$$

من خلال المعادلة التقديرية الثالثة للنموذج الثاني نجد أن تغيراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير الوسيط (IG) يؤدي إلى زيادة المتغير التابع (P3) بمقدار (0.161521)، إذ يتضح من خلال المعادلة التقديرية أن العلاقة بين المتغير الوسيط الانفاق الاستثماري (IG) والمتغير التابع السعر السوقي (P3) هي علاقة عكسية، وهذا لا يتفق مع مبدأ النظرية الاقتصادية، وقد يعود السبب في ذلك إلى أن معدل العائد على الاستثمار الحقيقي يكون أعلى من الأرباح التي تدرها الأسهم لذلك فإن أي زيادة في الانفاق الاستثماري سوف يتم توجيهها نحو الاستثمار الحقيقي وعليه يؤدي هذا إلى انخفاض الطلب على أسهم هذه الشركة وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها.

ت- مخرجات النموذج الثالث (أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة)

الاحتمالية: من خلال الجدول (34) نجد أن المتغيرات المستقلة (R, EX, M1) كانت معنوية في تفسير المتغير التابع (P3) إذ أن قيمة (p-value) أقل من (5%)، بينما المتغير المستقل (EX) غير معنوي في تفسير المتغير التابع (P3) إذ أن قيمة (p-value) أكبر من (5%).

المعادلة التقديرية:

$$P3 = -98.76225 + 3.228026M1 + 17.13363R + 0.0021643EX - 7.026698UN$$

من خلال المعادلة التقديرية نجد أن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (M1) يؤدي إلى زيادة المتغير التابع (P3) بمقدار (3.228026)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (R) يؤدي إلى زيادة المتغير التابع (P3) بمقدار (17.13363)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (EX) يؤدي إلى زيادة المتغير التابع (P3) بمقدار (0.0021643)، وأن تغيراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير المستقل (UN) يؤدي إلى زيادة المتغير التابع (P3) بمقدار (7.026698)، إذ يتضح من خلال المعادلة التقديرية أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة (M1, R, EX) والمتغير التابع (P3) هي علاقة طردية، وأن العلاقة بين المتغير المستقل (UN) والمتغير التابع (P3) هي علاقة عكسية.

التحليل الاقتصادي

من خلال المعادلة يتضح أن عرض النقد (M1) يرتبط بعلاقة طردية مع السعر السوقي (P3) وهذا مطابق للنظرية الاقتصادية، أما سعر الفائدة و سعر الصرف (R, EX) فيرتبطان مع السعر السوقي (P3) بعلاقة طردية وهذا لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية، ومعدل التضخم (UN) كان علاقته بسعر السوقي (P3) عكسية وهذا أيضاً لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية، إذ أن ارتفاع معدل التضخم و سعر صرف العملات الأجنبية امام العملات المحلية سوف يؤدي الى ارتفاع كلفة المواد الأولية المستخدمة في منتجات هذه الشركة وبالتالي ارتفاع أسعار منتجاتها وانخفاض الطلب عليها مما يؤدي الى انخفاض أرباح الشركة ومن ثم انخفاض أسعار أسهمها في السوق المالي.

ث- مخرجات النموذج الرابع (أثر المتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط على المتغيرات التابعة)

المعادلة التقديرية:

$$P3 = -98.76225 + 3.228026M1 + 17.13363R + 0.0021643EX - 7.026698UN - 0.161521IG$$

من خلال المعادلة التقديرية نجد أن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (M1) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P3) بمقدار (3.228026)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (R) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P3) بمقدار (17.13363)، وأن تغيراً مقداره زيادة وحدة واحدة في المتغير المستقل (EX) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P3) بمقدار (0.0021643)، وأن تغيراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير المستقل (UN) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P3) بمقدار (7.026698)، ونجد أن تغيراً مقداره انخفاض وحدة واحدة في المتغير (IG) يؤدي الى زيادة المتغير التابع (P3) بمقدار (0.161521)، إذ يتضح من خلال المعادلة التقديرية أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة (M1, R, EX) والمتغير التابع (P3) هي علاقة طردية، وأن العلاقة بين المتغيرات (UN, IG) والمتغير التابع (P3) هي علاقة عكسية.

الجدول (34) نتائج مخرجات النماذج الأربعة لشركة بغداد للمشروبات الغازية

Structural equation model		Number of obs		=		57	
Estimation method		= ml					
Log likelihood		= -62.056494					
		Coef.	OIM Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Structural							
ig							
	ml	1.295723	.3772946	3.43	0.001	.5562395	2.035207
	r	5.516132	3.155573	1.75	0.080	-.6686769	11.70094
	un	3.772206	1.485871	2.54	0.011	.8599518	6.68446
	ex	-.0070487	.0009635	-7.32	0.000	-.0089372	-.0051603
	_cons	-2.800666	11.34299	-0.25	0.805	-25.03251	19.43118
p3							
	ig	-.161521	.1680576	-0.96	0.336	-.4909078	.1678658
	ml	3.228026	.5259134	6.14	0.000	2.197255	4.258797
	r	17.13363	4.109732	4.17	0.000	9.078705	25.18856
	un	-7.026698	1.989016	-3.53	0.000	-10.9251	-3.128299
	ex	.0021643	.0017023	1.27	0.204	-.0011721	.0055007
	_cons	-98.76225	14.39976	-6.86	0.000	-126.9853	-70.53925
	var(e.ig)	.0756478	.0141701			.0524025	.1092046
	var(e.p3)	.1217832	.0228121			.0843612	.1758053
LR test of model vs. saturated:		chi2(0)		=		0.00, Prob > chi2 = .	

المصدر: اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي STAST15.

الاستنتاجات

و

التوصيات

الاستنتاجات

- 1- شهدت الأسواق المالية عبر التاريخ الاقتصادي تطورات عديدة في بنيتها وادواتها أفرزت جسوراً ابداعية لأدوات الاستثمار شكلت فيما بعد عامل جذب لكثير من المستثمرين (أفراد وشركات)، فضلاً عن قيامها بدور فاعل وقوي في المجتمعات كافة، فهي لم تنشأ تاريخياً من فراغ ولا بقرار حكومي، وإنما نشأت نتيجة لمقتضيات ومتطلبات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، وهكذا فأنا نجد أن هناك ارتباطاً وثيقاً ما بين السوق المالي ومستوى ازدهار النشاط الاقتصادي.
- 2- يلحظ أن اجراءات السياسة النقدية لا يظهر أثرها في النشاط الاقتصادي الا بعد أن يمر من خلال قواعد وقنوات او آليات خاصة بالسياسة النقدية.
- 3- أن نجاح السياسة النقدية في توجهاتها يعتمد على مدى الاستقرار في السياسة المالية وعلى وجه الخصوص سياسة الانفاق الحكومي في ظل الظروف التي تعمل فيها وأن ذلك يعد شرطاً أساسياً لرفع كفايتها في تحقيق أهدافها من خلال أدواتها المباشرة والادوات غير المباشرة.
- 4- أن التعرف على آلية تأثير السياسة النقدية وطريقة تأثيرها أمر في منتهى الأهمية لنجاح السياسة النقدية في تحقيق أهدافها، وبسبب اختلاف الطبيعة الهيكلية للاقتصاد من دولة الى أخرى، وأنعكاس ذلك على طبيعة عمل هذه الآليات، وعلى الرغم من هذا الاختلاف بين عمل السياسة النقدية حول هذه القنوات وفعالية كل منها، لكن يوجد شبة أنفاق حول وجود قنوات رئيسة تنتقل من خلالها آثار تنفيذ السياسة النقدية إلى الاقتصاد، وأن أختلفت هذه القنوات فيما يتعلق بالمدى الزمني لأنتقال آثار السياسة النقدية من خلالها، لكنها تتفق في قدرتها على التأثير في المؤشرات الاقتصادية الكلية.
- 5- إن جوهر نظرية توبين (q) هو كونها توفر آلية للارتباط ما بين أسعار الأسهم والانفاق الاستثماري ، فإن السياسة النقدية التوسعية زيادة عرض النقد تؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات بسبب ارتفاع الانفاق الاستثماري ومن ثم زيادة في الطلب الكلي وزيادة الناتج.
- 6- توفرت للسلطة النقدية في العراق ومع بداية عملية التغيير السياسي فرصه تاريخيه للإصلاح النقدي والمساهمة مع بقية المؤسسات الاقتصادية في الاصلاح الاقتصادي، فتوالت عملية رفع القيود

والمحددات أمام عمل السلطة النقدية، وكان في مقدمة تلك الإجراءات صدور قانون البنك المركزي رقم 56 لعام 2004، والذي منح الاستقلالية للبنك المركزي.

7- بعد عام 2004 أصبح الحفاظ على معدل مستقر من نمو عرض النقد من الأهداف الأساسية، وذلك من خلال زيادة أو خفض المعروض النقدي للتأثير في النشاط الاقتصادي، كما أن التغيير في المعروض النقدي له آثار واسعة النطاق على الطلب الكلي ومن ثم الناتج المحلي الإجمالي والأسعار.

8- سوق العراق للأوراق المالية هو سوق أو كيان اقتصادي ذات استقلال مالي وأداري غير مرتبط بجهة معينة، يدار من قبل مجلس مكون من تسعة أعضاء يمثلون مختلف الشرائح الاقتصادية للقطاع الاستثماري يسمى (مجلس المحافظين)، وهو مؤسسة ذات نفع عام لا تهدف الى الربح في أعمالها.

9- يتمتع الإنفاق الحكومي الاستثماري بأهمية كبيرة إذ أنه يمثل المكون الثاني للدخل بعد الاستهلاك، وأن تعرضه للتقلبات لأي سبب كان يؤدي بالتالي إلى حدوث تقلبات عدة في الاقتصاد، إذ إن الاستثمار من الآليات الفعالة في تغيير هيكل الاقتصاد الوطني، وحسب نظرية جيمس توبين يعد الإنفاق الاستثماري متغير وسيط ينقل أثر قنوات السياسة النقدية الى أسعار الاسهم.

10- من خلال نتائج التحليل القياسي تم التوصل الى النتائج الاتية:

أ- هنالك اثر معنوي لمعدل التضخم على اسهم مصرف بغداد في حين ان بقية المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، سعر الفائدة، عرض النقد) لم يكن لها أثراً معنوي على اسهم شركة مصرف بغداد.

ب- هنالك أثر معنوي لسعر الفائدة وعرض النقد على اسهم فندق بابل بينما لم يكن هنالك اثر معنوي لمتغيرات سعر الصرف والتضخم على اسهم فندق بابل.

ت- هنالك أثر معنوي لمعدل التضخم وسعر الفائدة وعرض النقد على أسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية في حين لم يكن لسعر الصرف اثر معنوي على اسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية.

11- من خلال نتائج التحليل القياسي يلاحظ أن أسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية هي اكثر شركات عينة الدراسة تأثراً بأدوات السياسة النقدية.

التوصيات

- 1- أن الاهتمام بقواعد وآليات او قنوات انتقال اثار السياسة النقدية يعد من الضروري تطويرها والقاء الضوء عليها وذلك لان تأثير السياسة النقدية لا يمكن ان يصل الى النشاط الاقتصادي الا من خلال تلك القنوات.
- 2- العمل من قبل السلطات النقدية على توفير كوادر مدربة على أسس علمية وملتحة بأحدث ادوات ووسائل التنبؤ الاقتصادي.
- 3- سن القوانين والأنظمة التي من شأنها تحقق ضمان قانوني للمستثمرين المحليين والاجانب ومن ثم حماية رؤوس اموالهم، مما يخلق الثقة داخل الأسواق المالية ويرفع من كفاءتها.
- 4- ضرورة التوجه نحو تطوير شبكة الاتصالات والمعلوماتية وتوسيعها داخل الأسواق المالية وبخاصة الاسواق الناشئة لأنها تعد العمود الفقري في خلق سوق مالية ناجحة ومستقرة.
- 5- اجراء المزيد من الدراسات والابحاث العلمية التطبيقية حول موضوع قنوات انتقال اثر السياسة النقدية حتى تصل كفاءة السياسة النقدية إلى الحد الامثل.
- 6- تحقيق قدر كاف من الاستقرار الاقتصادي والسياسي والامني داخل البلدان التي ترغب في تطوير امكاناتها المالية، إذ يعد هذا من الضرورات لتشجيع الاستثمارات عن طريق تحفيز رؤوس الاموال الأجنبية على التدفق الى الداخل.
- 7- ضرورة قيام الشركات بإيجاد حلول لمشاكلها المالية من أجل تحسين مستوى ادائها في سوق العراق للأوراق المالية، وألزام الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية إصدار بيانات مالية ختامية وفق المعايير الدولية وقواعد يتبناها ديوان الرقابة المالية.
- 8- من أجل الحصول على سوق أسهم أكثر استقراراً وكفاءة من خلال زيادة الاستثمار المحلي، فإن الشركات التي تتمتع بفرص نمو طويلة الأجل تلتزم بقدر أكبر من الاستثمار وسيصرف مخزونها بطريقة مستقرة، لذلك لكي تكون فوائد الاستثمار على المدى الطويل في سوق الأسهم ينبغي على المستثمرين، ومحلي السوق، ومديري الصناديق أن يركزوا على الشركات التي تتمتع بأساسيات قوية وفرص النمو المستدام.

المصادر

المصادر

أولاً_ القرآن الكريم

ثانياً_ الكتب

- 1- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 2- أسماء كسري، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، الطبعة الأولى، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية(رامح)، 2016.
- 3- أكرم محمود الحوراني، عبدالرزاق حسن حساني، النقود والمصارف، سوريا، منشورات جامعة دمشق، 2014.
- 4- ألن بلندر، استقلالية البنك المركزي، ترجمة مظهر محمد صالح، بيت الحكمة، بغداد، 2008.
- 5- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2008.
- 6- بول أ. سامويلسون، ويليام د. نوردهاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، مراجعة اسامة الدباغ، الطبعة الثانية، الدار الاهلية للنشر والطباعة، عمان، 2006.
- 7- توماس ماير، جيمس إس دوسينبري، روبرت زد ألبيير، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، مراجعة أحمد بديع بليح، الرياض، دار المريخ للنشر، 2002.
- 8- جاري جراي، باتريك ج. كوساتيس، ج. راندال ولوريدج، دليلك لتقييم الأسهم - دليل المستثمر الذكي للأداء المتميز في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة جرير، المملكة العربية السعودية، 2007.
- 9- جوجارت، الاقتصاد القياسي، تعريب ومراجعة هند عبد الغفار عودة، الجزء الثاني، دار المريخ، الرياض، 2015.
- 10- جوزيف دانيال، ديفيد فانهور، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسني، مراجعة، ونيس فرج عبدالعال، الطبعة الأولى، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض - السعودية، 2012.

- 11- جوزيف ف. هار، ج. توماس م هالت، كريستيان من غينكل، ماركو زارستد، نمذجة المعادلات الهيكلية بالمربعات الصغرى الجزئية، ترجمة زكريا بلخامسة ، مركز الكتاب الاكاديمي، الطبعة الاولى، عمان، 2020
- 12- حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، 2011.
- 13- خالد محمد السواعي ، مبادئ الاقتصاد القياسي، الطبعة الاولى، دار الكتاب الثقافي، 2018.
- 14- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 15- رضا صاحب ابو حمد، فائق مشغل قدوري، ادارة المصارف، دار ابن الاثير للطباعة والنشر، جامعة الموصل، 2005.
- 16- زكرياء الدوري ويسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن، 2006.
- 17- سالم صلال راهي الحسنوي، الأستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الطبعة الاولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2017.
- 18- سرمد كوكب الجميل، مدخل الى الأسواق المالية، الطبعة الأولى، شركة دار الاكاديميون للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، 2018.
- 19- سليمان موصلي، عدنان سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2013.
- 20- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009.
- 21- شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، الطبعة الاولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011.

- 22- صادق راشد الشمري، ادارة العمليات المصرفية مداخل وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار صفا للنشر، عمان الاردن، 2009.
- 23- طاهر فاضل البياتي، خالد توفيق الشمري، مدخل الى علم الاقتصاد (التحليل الجزئي والكلي)، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 24- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 25- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 26- عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية واداء سوق الاوراق المالية، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 27- عبد الحسين جليل الغالبي، الصيرفة المركزية (النظرية والسياسات)، الطبعة الاولى، 2015.
- 28- عبد الحلیم عمار الغربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، الاصدار الاول، مطبوعات كتاب الاقتصاد الاسلامي الالكتروني المجاني، 2018.
- 29- عبد الحلیم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي، الاصدار الأول-الالكتروني، مركز اجاث فقه المعاملات الإسلامية، 2018.
- 30- عبد الزهرة فيصل يونس، الجامع في التحليل الاقتصادي الكلي، الطبعة الاولى، دار دجلة للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
- 31- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية الدار الجامعية للطباعة والنشر، 2005.
- 32- عبد المنعم السيد علي، ونزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والاسواق المالية، الطبعة الاولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2004.

- 33- علي كنعان، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، الطبعة الاولى، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، 2012.
- 34- عمر محمد أدریس، المال وأستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، جمعية دار البر، الامارات العربية المتحدة، دبي، 2013.
- 35- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الاولى، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 36- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، الطبعة الأولى، كنوز أشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005.
- 37- محمد احمد الافندي، مبادئ الاقتصاد الكلي، الطبعة الثانية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، 2012.
- 38- محمد أحمد عبدالنبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، 2009.
- 39- محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتوزيع مصر، 2006.
- 40- محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الأستقرار والتنمية الأقتصادية، دار غيداء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 41- محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، 2013.
- 42- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، الاردن، 2009.
- 43- مظهر محمد صالح، الاقتصاد الريعي المركزي ومأزق انفلات السوق-رؤية في المشهد الاقتصادي العراقي الراهن، الطبعة الاولى، بيت الحكمة، بغداد، 2013.

- 44- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز دلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2012.
- 45- نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية، الاطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، الطبعة الثانية، عمان، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2015.
- 46- هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين تيسع ارسلان، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر، بغداد، 2009.
- 47- وليد اسماعيل السيفو، احمد محمد مشعل، الاقتصاد القياسي التحليلي (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار مجداوي للنشر والتوزيع الاردن، 2003.
- 48- وليد اسماعيل السيفو، فيصل مفتاح شلوف، صائب جواد إبراهيم جواد، مشاكل الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة الاولى، الاهلية للنشر والتوزيع، المملكة الاردنية-عمان، 2006.

ثالثاً_ الأطاريح

- 1- أثير نجاح كامل سميمس، السياسة النقدية وأثرها على مؤشرات الاستقرار المالي عبر مؤشرات سوق رأس المال، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة كربلاء، 2022.
- 2- بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد -تلمسان، 2013.
- 3- بو عبدالله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة محمد خضير -بسكرة، 2014.
- 4- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006.
- تلمسان، 2015.
- 5- توجان فيصل الشريده، النظام القانوني لعمل شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية الأردني-دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة عمان العربية، 2004.

- 6- حاجي سمية، دور السياسة النقدية في معالجة اختلال ميزان المدفوعات حالة الجزائر (1990-2014)، اطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، 2016.
- 7- حدادي عبد اللطيف، دور السياسة النقدية والمالية في مكافحة التضخم في الدول النامية دراسة حالة الجزائر 2000-2014، اطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة جيلالي اليابس، 2017.
- 8- حسن محمد جواد الدعي، أثر السياسة النقدية في بعض متغيرات الاقتصاد الكلي باستخدام نموذج FAVAR في بلدان مختارة للمدة (1990-2017)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة كربلاء كلية الإدارة والاقتصاد، 2018.
- 9- رجاء خضير عبود موسى الربيعي، دور السياسات المالية والنقدية في معالجة التضخم الركودي الولايات المتحدة- العراق - دراسة حالة للمدة 1970-2008، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، 2010.
- 10- رعد حمود عبد الحسين تويج، الطلب على النقود وإدارة السياسة النقدية مع اشارة خاصة الى العراق، اطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، كلية الادارة والاقتصاد، 2010.
- 11- عباس جاسم كاظم الدعي، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الامريكية للمدة من 1990-2006)، اطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، 2008.
- 12- عبد الرحمن مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة دمشق، 2000.
- 13- فتيحة مزارشي، اثر السياسة النقدية في مستوى المعيشة دراسة حالة الجزائر، اطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة سطيف، 2018.
- 14- لخديمي عبد الحميد، مدى أستجابة السياسة النقدية لإجراءات الأنفاق الحكومي في الأقتصادات النفطية حالة الجزائر للفترة (2000-2012)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد

- 15- ليلي بديوي خضير مطوق، الصدمات النقدية واثرها في اسعار الصرف لمصر والعراق دراسة تحليلية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، 2013.
- 16- منتهى زهير محسن السعدي، قياس وتحليل آليات انتقال أثر السياسة النقدية والمالية على أداء الاقتصاد الكلي في العراق للمدة (1990-2019)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، 2021.
- 17- مهدي خليل شديد، دور السياستين المالية و النقدية في تفسير سلوك النشاط الاقتصادي بأستخدام التحليل الباثي /الولايات المتحدة الامريكية والعراق انموذجاً، اطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، 2011.
- 18- ميامي صلال صاحب الشكري، استخدام نموذج البرمجة المالية في تقدير أثر السياسات المالية والنقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي: العراق دراسة حالة للمدة (1990 - 2013)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الكوفة، 2015، ص 187.
- 19- نمارق قاسم حسين، قياس العلاقة بين سعر الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية دراسة لتجربتي مصر واليابان مع اشارة خاصة للعراق للمدة 1990-2015، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة كربلاء، 2017.
- 20- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الوقائع والأفاق، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2003.
- 21- يوسف سعيد أحمد أمين، العلاقة بين أسعار الأسهم و بعض المتغيرات الإقتصادية الكلية “دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية” (2003 - 2012)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2014.

رابعاً_ الدراسات والبحوث

- 1- احمد إسماعيل المشهداني، حيدر حسين ال طعمة، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي العراقي للمدة(2003- 2009)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية للسنة العاشرة، العدد33، 2012.

- 2- أحمد محمد فرحات، دراسة العلاقة بين تحركات أسعار الأسهم والتغير غير المتوقع في العوامل الاقتصادية الكلية دراسة تطبيقية، المجلة العلمية لقطاع كلية التجارة، المجلد 7، العدد 2، 2010.
- 3- اديب قاسم شندي، الأسواق المالية واثرها في التنمية الاقتصادية، سوق العراق للأوراق المالية - دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.
- 4- اديب قاسم شندي، حيدر كامل نعيم، تأثير السياسة النقدية في العراق على التضخم في العراق للمدة (1970-2008) مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة واسط، المجلد 1، العدد 5، 2011.
- 5- أسامة جبار مصلح، اثر تغير عرض النقود على اسعار الاسهم لسوق العراق للأوراق المالية /دراسة تحليلية، جامعة المستنصرية /مركز الدراسات العربية والدولية، مجلة الدنانير، العدد 2020، 18.
- 6- أسامة جبار مصلح، أثر تغيرات عرض النقود على أسعار الاسهم لسوق العراق للأوراق المالية/دراسة تحليلية، الجامعة المستنصرية، مجلة الدنانير، العدد 18، 2020.
- 7- براق محمد، عبد الحميد حفيظ، اثر متغيرات السياسة النقدية على اسعار الأسهم في سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة معارف للعلوم الاقتصادية، العدد 20، 2016.
- 8- ثريا الخزرجي، السياسة النقدية بين تراكمات الماضي وتحديات الحاضر، مجلة كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2009.
- 9- ثريا الخزرجي، السياسة النقدية في العراق بين تراكمات الماضي وتحديات الحاضر، جامعة بغداد، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 23، 2010.
- 10- ثريا عبد الرحيم الخزرجي، تقييم أداء السياسة النقدية في العراق وأثرها في التضخم دراسة تحليلية للمدة (1980-2003)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد 13 العدد 48، 2007.
- 11- جاسم هادي الخشيمائي، علي هادي الدلفي، تحليل السياسة النقدية ودي تأثيرها على في النمو الاقتصادي العراق انموذجا" للمدة (2003-2015)، مجلة كلية الكوت الجامعة للعلوم الانسانية، المجلد 1، العدد 1، 2020.

- 12- حسن كريم حمزه، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية نشأته -تحليل وتقييم مؤشراتته، بحث منشور في مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد 1، العدد24، 2012.
- 13- حسين ديكان درويش، سيف علي عبد الرزاق، قياس وتحليل أثر صدمة الإيرادات النفطية في سعر الصرف في الاقتصاد العراقي للمدة (2015-1999)، مجلة الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، المجلد 10، العدد2، 2018.
- 14- حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، 2014.
- 15- رغد حقي خليل، تحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وعجز الموازنة العامة في العراق للمدة (2004 - 2017)، جامعة واسط، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد72، 2022.
- 16- رمضان السيد أحمد معن، وفاء بسيوني السيد شحاته، دور الإنفاق العام في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية (المربع السحري لكالدور) دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري، مجلة الدراسات التجارية المعاصر، العدد التاسع، 2020.
- 17- سليمان سليم، مازري عبد الحفيظ، أثر الاستثمار الاجنبي المباشر على أقطاب المربع السحري لكالدور في الجزائر خلال الفترة (1997-2017)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية، المجلد 9، العدد1، 2022.
- 18- سنان الشبيبي، ملامح السياسة النقدية في العراق، صندوق النقد العربي- أبو ظبي، 2007.
- 19- شلغوم عميرش، فعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية: حالة الجزائر(1990-2014)، جامعة جيجل - الجزائر، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 1، العدد 16، 2017.
- 20- عابد بن عابد العبدلي، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد32، 2007.

- 21- عباس كاظم جاسم الدعيمي، انعكاسات السياسة النقدية في مؤشرات تداول سوق الاوراق المالية (الولايات المتحدة الامريكية دراسة قياسية للمدة 1990-2010) بأستخدام نموذج التخلف الزمني، المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد 8، العدد 32، 2012.
- 22- علي حمزة، حفيظ إلياس، دراسة تحليلية وتقييمية لاستراتيجية تنمية السياحة كقطاع بديل لقطاع المحروقات : حالة الجزائر، مجلة التنظيم والعمل، العدد5، 2009.
- 23- علي ذهب، اليات أنتقال أثر السياسة النقدية الى النشاط الأقتصادي، مجلة البحوث والدراسات، العدد 24، 2017.
- 24- عوض فاضل الدليمي، نحو التقارب بين سعر الصرف السوقي ومثلية الأسمى المثبت رسمياً للدينار العراقي تجاه الدولار الأمريكي، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة الثالثة عشرة، العدد46، 2015.
- 25- فايذة حسن مسجت، تحليل أثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق العراق لأوراق المالية للمدة (2004-2017)، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 14، العدد 56، 2020.
- 26- محمد فرحي، أشواق بن قدورة، اثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم -دراسة قياسية لسوق نيويورك لأوراق المالية ، مجلة الحقيقة، جامعة أدرار الجزائر، العدد29، 2014.
- 27- محمود صالح عطية، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالى، العدد54، 2012.
- 28- محمود محمد داغر، اسراء عبد فرحان، السياسة النقدية في العراق من خلال تحليل الفجوتين، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد26، 2017.
- 29- مظهر محمد صالح،الاتجاهات الراهنة للتضخم في العراق، البنك المركزي العراقي،2008.
- 30- مظهر محمد صالح،الاتجاهات الراهنة للتضخم في العراق، ندوة عن التضخم ودور السياسات المالية والاقتصادية، معهد الاصلاح الاقتصادي، بغداد 2006.

- 31- مظهر محمد صالح، السياسات النقدية ومتطلبات الاستقرار والنمو الاقتصادي، بحث منشور، البنك المركزي العراقي ، 2008.
- 32- مظهر محمد صالح، نظام معدلات الصرف في العراق، بحث منشور، البنك المركزي العراقي، 2008.
- 33- منال جابر مرسي محمد، تقييم فاعلية السياسة النقدية في تحقيق استقرار سعر الصرف في مصر خلال الفترة (1990-2017)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة سوهاج، العدد4، 2017.
- 34- منذر زيدان، العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات النقدية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين، المجلد 37، العدد4، 2015.
- 35- نبيل مهدي الجنابي، أثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم: سوق العراق للأوراق المالية أنموذجاً- للمدة(2004-2010)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 41، العدد 3، 2012.
- 36- نبيل مهدي الجنابي، كريم سالم حسين، العلاقة بين اسعار النفط الخام وسعر صرف الدولار باستخدام التكامل المشترك وسببية Granger ، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، المجلد257، العدد1، 2011.
- 37- نبيل مهدي الجنابي، كفاءة سوق العراق للأوراق المالية والسياسة النقدية دراسة قياسية للمدة (2006-2012)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 15، العدد 3، 2013.
- 38- وليد عبد النبي عيدي، السوق المالية في العراق الواقع والتطورات المستقبلية، مجلة ابحاث في السياسة النقدية، العدد الأول، البنك المركزي العراقي، 2016.
- 39- ياسر فتحى الهنداوي، منهجية النمذجة بالمعادلة البنائية وتطبيقاتها في بحوث الإدارة التعليمية، مجلة التربية والتنمية، السنة 15، العدد40، جامعة عين شمس، القاهرة - مصر، 2007.

خامساً_ النشرات والتقارير

- 1- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، التقرير الاقتصادي السنوي للمدة(2007-2021).

- 2- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، النشرات الاحصائية السنوية للمدة (2007-2021).
- 3- جمهورية العراق وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء، تقرير الارقام القياسية لأسعار المستهلك لسنة 2021، قسم الارقام القياسية.
- 4- سوق العراق للأوراق المالية، التقارير السنوية للمدة (2007-2021).
- 5- سوق العراق للأوراق المالية، النشرات السنوية للمدة (2007-2021).
- 6- وزارة المالية العراقية، الحسابات الختامية للمدة (2007-2008).

سادساً_ المصادر الأجنبية

- 1- Aditya Prasad Sahoo, Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market -A Study Between India And America, European Journal of Molecular & Clinical Medicine ISSN 2515-8260 Volume 7, Issue 11, 2020.
- 2- Al Mashat, Rania & Billmeyer, Andreas (Dec. 2007), "The Monetary Transmission Mechanism in Egypt", IMF Working Paper, wp/07/285.
- 3- Al-Ghannam, Mohammad Taha, "Path Analysis and its Application in an Agricultural Experiment", Tikrit Journal for Administrative and Economic Sciences, Iraq, Vol. 1, No. 2, 2005.
- 4- Asterious, Dimitrios and Stephen G. Hall, Applied Econometrics A modern Approach, revised Edition, Palgrave Macmillan, 2007
- 5- Bzhar Nasrdeen Majeed, The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Exchange Market Performance: Iraq Stock Exchange Market as an Example, Charmo University, Sulaimani, Iraq, 2022.
- 6- Campbell R. McConnell and Stanley L. Brue, Economics Principles, problems, and policies, McGraw - Hill, 2008.
- 7- Caporale, et al, International portfolio flows and exchange rate volatility in emerging Asian markets, Journal of International Money and Finance, 2017.
- 8- Cramer, Duncan & Bryman, Alan, " Quantitative Data Analysis for SPSS 12 and 13 :A Guide for Social Scientists", Routledge, New York, 2005.
- 9- David C. Colander K, Macroeconomics, sixth edition, McGraw – Hill, 2007.

- 10- Emrah Ozbay, The relationship between stock returns and macroeconomic factors: evidence from turkey, Master of science in financial analysis and fund management, University of Exeter, 2009.
- 11- Erik Hjalmarsson & Par Osterholm, Testing For Cointegration Using The Johansen Methodology When Variables Are Near Integrated, Board Of Governors Of The Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper,U.S.A,2007.
- 12- Fox, John, Structural Equation Models, 2002.
- 13- Frederic S. Mishkin, The Economic of Money, Banking and Financial Market, Sixth Edition, AddisonWesley, U.S.A, 2001.
- 14- Frederic S. Mishkin: The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy, National Bureau of Economic Research(NBER), working paper (5464), February.
- 15- Gregoriou .A, et al, (2009) , "Monetary policy shock and stock returns : Evidence from the British market, Department of Economics, University of Glasgow, UK, working Paper, G12, RT 8.
- 16- Gujarati, Basic Econometric, fourth Edition, the Mc Graw Hill companies, 2004.
- 17- Ireland, Peter N ,” The Monetary Transmission Mechanism” , A Visiting Scholar At The Federal Reserve Bank Of Boston, 2005.
- 18- Jawad Khan, Imran Khan, The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Prices: A Case Study of Karachi Stock Exchange, Journal of Economics and Sustainable Development, ISSN 2222-1700 (Paper) ISSN 2222-2855 (Online) Vol.9, No.13, 2018.
- 19- Laurece M.Ball, Money-Banking And Financial Markets, Publishers Madison Aveune, New York, 2012.
- 20- Lixin Sun, Monetary Transmission Mechanisms and the Macroeconomy in China –VAR/VECM Approach and Bayesian DSGE Model Simulation, PhD thesis, University of Birmingham, March, 2010.
- 21- Manamba EPAPHRA, Evidence SALEMA, The impact of macroeconomic variables on stock prices in Tanzania, Journal of Economics Library, Vol 5, No 1, 2018.
- 22- McConnell & L. Brue Campbell & Stanley, " Macroeconomics * Principles, Problems, and Policies", 16" Edition, 2005.

- 23- Michael Hewson," The effects of monetary policy Shocks on stock returns, South Africa" structural Vector, error correction,model University of Johannesburg, 2005.
- 24- Ming H.chen,Woo G.kim and Hyun J. kim, The impact of macroeconomics and international journal of non-macroeconomics forces an hotel stock returns, hospitality managements, 2005.
- 25- Mishkin Frederic S. Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, Journal of Economic Perspectives - Volume 9, Number 4 ,1995
- 26- Mishkin, Frederick S. Economics of Money, Banking and Financial Markets, 4th Canadian edition, Copyright Toronto, Ontario, 2011.
- 27- Ramin cooper maysami , Lee chain Howe , Mohomd Atkin Hamzah, " Relations ship between Macroeconomic variables and stock market Indices : co-integration evidence from stock Exchange of signatures All- ssector Indices, university of North caroling at Pembroke , Journal pengursan USA , Vol . 24, No, 1, 2004.
- 28- Robert Amano and Others, Financial International, Beliefs and the Transmission Mechanism, Canada, Bank of Canada, 2010.
- 29- William H.Greene, Econometric_Analysis, fifth Edition, New York University, 2002.

الملاحق

الملحق (1) اختبار فليبس_ بيرون (pp)

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (PP)									
Null Hypothesis: the variable has a unit root									
At Level									
		EX	IG	M1	P1	P2	P3	R	UN
With Constant	t-Statistic	4.7802	-	-	-	-	0.0811	-5.1877	-2.1299
	Prob.	1.0000	0.0602	0.0483	0.4145	0.6600	0.9615	0.0001	0.2341
		n0	*	**	n0	n0	n0	***	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	2.9987	-	-	-	-	-	-3.2978	-3.1007
	Prob.	1.0000	0.2308	0.2430	0.6204	0.5260	0.3408	0.0771	0.1162
		n0	n0	n0	n0	n0	n0	*	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	1.2595	0.4129	3.5096	-	0.5009	2.7747	-4.4946	-1.2053
	Prob.	0.9455	0.7990	0.9998	0.0669	0.8206	0.9984	0.0000	0.2063
		n0	n0	n0	*	n0	n0	***	n0
At First Difference									
		d(EX)	d(IG)	d(M1)	d(P1)	d(P2)	d(P3)	d(R)	d(UN)
With Constant	t-Statistic	-0.4839	-	-	-	-	-	-1.9920	-3.3637
	Prob.	0.8861	0.0001	0.2669	0.0097	0.0231	0.0061	0.2895	0.0167
		n0	***	n0	***	**	***	n0	**
With Constant & Trend	t-Statistic	-1.4116	-	-	-	-	-	-2.4054	-3.1701
	Prob.	0.8466	0.0006	0.6550	0.0400	0.0931	0.0288	0.3728	0.1012
		n0	***	n0	**	*	**	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.0899	-	-	-	-	-	-1.9275	-3.4117
	Prob.	0.6482	0.0000	0.0888	0.0004	0.0021	0.0005	0.0522	0.0010
		n0	***	*	***	***	***	*	***
At Second Difference									
		d(EX)	d(IG)	d(M1)	d(P1)	d(P2)	d(P3)	d(R)	d(UN)
With Constant	t-Statistic	-	-	-	-	-	-	-	-
	Prob.	7.46254 4	13.966 43	7.3600 25	7.2241 02	7.2113 42	7.2112 95	7.23452 7	7.22569 8
		***	***	***	***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-	-	-	-	-	-	-	-
	Prob.	7.49878 6	14.457 52	7.3671 86	7.1542 78	7.1442 61	7.1440 10	7.17200 5	7.45662 8
		***	***	***	***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-	-	-	-	-	-	-	-
	Prob.	7.28011 0	14.145 17	7.4166 97	7.2801 10	7.2801 10	7.2801 10	7.28011 0	7.28011 0
		***	***	***	***	***	***	***	***
Notes:									
a: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant									
b: Lag Length based on SIC									
c: Probability based on MacKinnon (1996) one-sided p-values.									

المصدر : اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews12

الملحق (2) نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الاول لشركة مصرف بغداد

Date: 04/06/23 Time: 05:13				
Sample (adjusted): 2007Q4 2021Q1				
Included observations: 54 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: IG EX M1 R UN				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.605849	100.1068	69.81889	0
At most 1 *	0.368865	49.83161	47.85613	0.0322
At most 2	0.245096	24.97892	29.79707	0.1622
At most 3	0.164121	9.796043	15.49471	0.2968
At most 4	0.002134	0.115385	3.841465	0.7341
Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		MaxEigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.605849	50.27516	33.87687	0.0003
At most 1	0.368865	24.85269	27.58434	0.1076
At most 2	0.245096	15.18288	21.13162	0.2763
At most 3	0.164121	9.680658	14.2646	0.2337
At most 4	0.002134	0.115385	3.841465	0.7341
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

الملحق (3) نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثاني لشركة مصرف بغداد

Date: 04/07/23 Time: 04:52				
Series: P1 IG				
Sample: 2007Q1 2021Q1				
Included observations: 57				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministics: C				
Additional regressor deterministics: @TREND				
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=2)				
Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
P1	-1.88325	0.6497	-6.1446	0.715
IG	-3.13774	0.108	-18.3081	0.0678
*MacKinnon (1996) p-values.				

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

الملاحق (4) نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثالث لشركة مصرف بغداد

Date: 04/06/23 Time: 04:52				
Sample (adjusted): 2007Q4 2021Q1				
Included observations: 54 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: P1 EX M1 R UN				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.577697	89.17003	69.81889	0.0007
At most 1	0.329814	42.62027	47.85613	0.1421
At most 2	0.236959	21.00944	29.79707	0.357
At most 3	0.111622	6.405468	15.49471	0.6476
At most 4	0.000261	0.014116	3.841465	0.9052
Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.577697	46.54976	33.87687	0.0009
At most 1	0.329814	21.61083	27.58434	0.241
At most 2	0.236959	14.60398	21.13162	0.3176
At most 3	0.111622	6.391352	14.2646	0.5635
At most 4	0.000261	0.014116	3.841465	0.9052
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الأحصائي Eviews 12

الملاحق (5) نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الرابع لشركة مصرف بغداد

Date: 04/06/23 Time: 04:07				
Sample (adjusted): 2007Q4 2021Q1				
Included observations: 54 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: P1 EX IG M1 R UN				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.678157	151.7483	95.75366	0
At most 1 *	0.572787	90.52892	69.81889	0.0005
At most 2	0.320592	44.60346	47.85613	0.0979
At most 3	0.244028	23.73068	29.79707	0.212
At most 4	0.11277	8.624116	15.49471	0.4013

At most 5	0.039263	2.162959	3.841465	0.1414
Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.678157	61.21938	40.07757	0.0001
At most 1 *	0.572787	45.92546	33.87687	0.0012
At most 2	0.320592	20.87277	27.58434	0.284
At most 3	0.244028	15.10657	21.13162	0.2815
At most 4	0.11277	6.461157	14.2646	0.5548
At most 5	0.039263	2.162959	3.841465	0.1414
Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

الملحق (6) نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الاول لشركة فندق بابل

Date: 04/06/23 Time: 05:13				
Sample (adjusted): 2007Q4 2021Q1				
Included observations: 54 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: IG EX M1 R UN				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.605849	100.1068	69.81889	0
At most 1 *	0.368865	49.83161	47.85613	0.0322
At most 2	0.245096	24.97892	29.79707	0.1622
At most 3	0.164121	9.796043	15.49471	0.2968
At most 4	0.002134	0.115385	3.841465	0.7341
Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		MaxEigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.605849	50.27516	33.87687	0.0003
At most 1	0.368865	24.85269	27.58434	0.1076
At most 2	0.245096	15.18288	21.13162	0.2763
At most 3	0.164121	9.680658	14.2646	0.2337
At most 4	0.002134	0.115385	3.841465	0.7341
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

الملحق (7) نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثاني لشركة فندق بابل

Date: 04/07/23 Time: 05:00				
Series: P2 IG				
Sample: 2007Q1 2021Q1				
Included observations: 57				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministics: C				
Additional regressor deterministics: @TREND				
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=2)				
Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
P2	-2.31937	0.4167	-12.766	0.2353
IG	-3.13182	0.1093	-18.2523	0.0687
*MacKinnon (1996) p-values.				

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

الملحق (8) نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثالث لشركة فندق بابل

Date: 04/06/23 Time: 21:06				
Sample (adjusted): 2007Q4 2021Q1				
Included observations: 54 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: P2 EX M1 R UN				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.478653	88.07596	69.81889	0.0009
At most 1 *	0.351513	52.90367	47.85613	0.0156
At most 2	0.313997	29.51552	29.79707	0.0539
At most 3	0.14812	9.164365	15.49471	0.3504
At most 4	0.009357	0.507635	3.841465	0.4762
Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.478653	35.1723	33.87687	0.0349
At most 1	0.351513	23.38815	27.58434	0.1575
At most 2	0.313997	20.35115	21.13162	0.064
At most 3	0.14812	8.65673	14.2646	0.3158
At most 4	0.009357	0.507635	3.841465	0.4762
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

الملحق (9) نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الرابع لشركة فندق بابل

Date: 04/06/23 Time: 21:18				
Sample (adjusted): 2007Q4 2021Q1				
Included observations: 54 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: P2 M1 IG EX R UN				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.625452	141.199	95.75366	0
At most 1 *	0.477973	88.16904	69.81889	0.0009
At most 2 *	0.348643	53.0671	47.85613	0.015
At most 3 *	0.31812	29.91748	29.79707	0.0484
At most 4	0.155443	9.24076	15.49471	0.3436
At most 5	0.002179	0.117814	3.841465	0.7314
Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.625452	53.02992	40.07757	0.001
At most 1 *	0.477973	35.10194	33.87687	0.0356
At most 2	0.348643	23.14962	27.58434	0.1672
At most 3	0.31812	20.67672	21.13162	0.0578
At most 4	0.155443	9.122947	14.2646	0.2761
At most 5	0.002179	0.117814	3.841465	0.7314
Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

المصدر: اعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

الملحق (10) نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الاول لشركة بغداد للمشروبات الغازية

Date: 04/06/23 Time: 05:13				
Sample (adjusted): 2007Q4 2021Q1				
Included observations: 54 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: IG EX M1 R UN				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	

No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.605849	100.1068	69.81889	0
At most 1 *	0.368865	49.83161	47.85613	0.0322
At most 2	0.245096	24.97892	29.79707	0.1622
At most 3	0.164121	9.796043	15.49471	0.2968
At most 4	0.002134	0.115385	3.841465	0.7341
Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		MaxEigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.605849	50.27516	33.87687	0.0003
At most 1	0.368865	24.85269	27.58434	0.1076
At most 2	0.245096	15.18288	21.13162	0.2763
At most 3	0.164121	9.680658	14.2646	0.2337
At most 4	0.002134	0.115385	3.841465	0.7341
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

المصدر : اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

الملحق (11) نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثاني لشركة بغداد للمشروبات الغازية

Date: 04/07/23 Time: 05:03				
Series: P3 IG				
Sample: 2007Q1 2021Q1				
Included observations: 57				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministics: C				
Additional regressor deterministics: @TREND				
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=2)				
Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
P3	-0.79218	0.96	-2.14703	0.9634
IG	-3.16607	0.102	-18.2121	0.0694
*MacKinnon (1996) p-values.				

المصدر : اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

الملحق (12) نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الثالث لشركة بغداد للمشروبات الغازية

Date: 04/06/23 Time: 21:32				
Sample (adjusted): 2007Q4 2021Q1				
Included observations: 54 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: P3 EX M1 R UN				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.5484	88.97309	69.81889	0.0007
At most 1	0.333241	46.04535	47.85613	0.0733
At most 2	0.261456	24.15769	29.79707	0.1939
At most 3	0.133744	7.791698	15.49471	0.4879
At most 4	0.000715	0.038628	3.841465	0.8442
Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.5484	42.92774	33.87687	0.0032
At most 1	0.333241	21.88765	27.58434	0.2262
At most 2	0.261456	16.366	21.13162	0.2042
At most 3	0.133744	7.75307	14.2646	0.4044
At most 4	0.000715	0.038628	3.841465	0.8442
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

المصدر : اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الأحصائي Eviews 12

الملحق (13) نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج الرابع لشركة بغداد للمشروبات الغازية

Date: 04/06/23 Time: 21:25				
Sample (adjusted): 2007Q4 2021Q1				
Included observations: 54 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: P3 EX IG M1 R UN				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.637607	146.9174	95.75366	0
At most 1 *	0.570496	92.10595	69.81889	0.0003
At most 2	0.322141	46.46927	47.85613	0.0671
At most 3	0.273481	25.47321	29.79707	0.1452
At most 4	0.132474	8.220721	15.49471	0.4421
At most 5	0.010075	0.54679	3.841465	0.4596
Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.637607	54.81144	40.07757	0.0006
At most 1 *	0.570496	45.63667	33.87687	0.0013
At most 2	0.322141	20.99606	27.58434	0.2765

At most 3	0.273481	17.25249	21.13162	0.1604
At most 4	0.132474	7.673931	14.2646	0.4128
At most 5	0.010075	0.54679	3.841465	0.4596
Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

المصدر : اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 12

Abstract

Monetary policy plays an influential role in economic activity, and this often varies between countries and according to the nature of the economic system and its degree of progress, as well as the extent of the independence of the central bank and the monetary tools it uses. Tobin's theory of investment, on the channels of transmission of the impact of monetary policy represented by the channel (money supply, exchange rate, interest rate, and inflation rate) through investment spending on stock prices in a sample of companies listed on the Iraq Stock Exchange during the period (2007-2021).

To achieve this, the researcher provided a theoretical framework for monetary policy and financial markets and the relationship between them, as well as a descriptive analysis of the path of these channels, their development and the extent of their impact on economic activity, as well as an analysis of stock prices for a sample of companies listed in the Iraq Stock Exchange (Bank of Baghdad, Babel Hotel, Baghdad Soft Drinks Company) In addition to adopting modern statistical programs (Eviews12, Stata15) in the quantitative aspect to measure and analyze the channels of transmission of the impact of monetary policy on stock prices, using annual quarterly data with (57) observations, and a test of joint integration, autocorrelation and stability of the model as a whole was used, and structural equations modeling (SEM) for estimation, The research was based on the hypothesis that the monetary authorities, with their various tools, could not sufficiently influence the financial markets, and the transmission channels for the impact of monetary policy remained ineffective enough to affect stock prices in the Iraqi stock market. The research reached a set of conclusions, the most important of which is that the inflation rate is It had a significant effect on the prices of the shares of Bank of Baghdad Company, while the rest of the variables had no effect. Cash on the shares of Baghdad Soft Drinks Company, while the exchange rate had no significant effect.

**Republic of Iraq
Ministry of higher education and Scientific Research
University of Babylon - College of Administration and
Economics
Department of Banking and Financial Sciences**



***The impact of monetary policy on stock prices for
a selected sample of companies listed on the Iraqi
Stock Exchange***

Thesis Submitted

**to the Council of the College of Administration and Economics -
University of Babylon as a part of the requirements to get a Master
degree in Banking and Financial Sciences**

By

Ghada Riyadh Mohammed

Supervised By

Prof. Dr. Jawad Kadhum Al-Bakri

2023