

**تحليل اثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لاسعار الأسهم
في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2017)**

المدرس المساعد فايزة حسن مسجت

جامعة البصرة/ كلية الادارة والاقتصاد/ قسم العلوم المالية والمصرفية

**Analysis of the Impact of Monetary policy variables on the
general Index of Shares prices In the Iraqi Market of
Securities**

Faiza Hasan Mosachet

**AL -Basrah University ,Administration &Economics College , Department
of Banking & Finance**

تحليل اثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2017)

المدرس المساعد فاييزة حسن مسجت

الملخص :

تحظى الأسواق المالية باهتمام كبير من قبل الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما لها من دور كبير في حشد المدخرات وتوجيهها الى القنوات الاستثمارية المختلفة التي تدعم نمو وتطور الاقتصاد، وهذه الأسواق تؤثر وتتأثر بالعديد من المتغيرات والسياسات الاقتصادية بما فيها السياسة النقدية. وقد هدف البحث الى قياس اثر متغيرات السياسة النقدية في العراق والمتمثلة بسعر الفائدة، العرض النقدي، سعر الصرف و معدل التضخم على المؤشر العام لاسعار الأسهم، وقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لقياس هذه العلاقة وباستخدام البرنامج الاحصائي eviews95 . وقد توصلت الدراسة الى وجود اثر قوي لمعدل التضخم على المؤشر العام لاسعار الأسهم في حين كان هذا الأثر منخفضا لبقية المتغيرات ويرجع السبب لهذا الانخفاض الى الوضع الخاص لسوق الأوراق المالية في العراق والذي يتأثر بشكل كبير بعدم استقرار الأوضاع الاقتصادية والأمنية في البلد، وهذا لايعني ان هذه المتغيرات ليس لها اهمية في التأثير على تداول الأسهم والسندات في السوق المالي، ولكن هذا الأثر كان دون المستوى المطلوب، وفي الختام أوصى البحث بضرورة اجراء تقييم لادوات ومتغيرات السياسات النقدية بالشكل الذي يجعلها فاعلة ومؤثرة في الاقتصاد بشكل عام وسوق الأوراق المالية بشكل خاص.

Abstract

Developed and underdeveloped countries have great attention to financial markets because of their significant role in collecting savings and directing them to various investment channels that support the development and growth of the economy, because financial markets affect and are affected by economic policies, especially monetary policy ,The research aims to measure the impact of the variables of monetary policy in Iraq, namely interest rate, money supply, exchange rate and inflation rate on the general index of stock prices, a multiple regression model was used to measure this relationship and using the eviews95 statistical program ,The study found a strong impact of the rate of inflation on the general index of stock prices, while this impact was low for the rest of the variables, and the reason for the decline is due to the stock market situation in Iraq, which is affected by the instability of the economic and security situation in the country,

This does not mean that these variables have no significance in influencing the trading of stocks and bonds in the financial market, but the impact was substandard, and the recommendation of the researcher to evaluate the tools of monetary policy to make it effective in the economy and the stock market.

المقدمة

تشكل الاسهم جزءا مهما من سوق المال في العراق ، و بالتالي تتأثر بعدة عوامل منها السياسة النقدية و الاسواق المنافسة الاخرى. ان التقلبات التي تحدث في متغيرات السياسة النقدية تؤدي الى خلق أزمات حادة على مستوى الاقتصاد ككل وهذه الازمات تدفع بمستخدمي السياسة النقدية الى البحث عن كافة الأساليب والوسائل التي تمكنهم من السيطرة على هذه التقلبات او الحد منها. لقد شهدت السنوات الماضية منذ ٢٠٠٤ ولغاية اليوم توسعا كبيرا في حجم الاصدار النقدي وذلك لغرض سد احتياجات البلد من اوال لاعادة اعمار الخراب والتدمير في البنى التحتية الذي حدث بعد العام ٢٠٠٣، وقد مارست السياسة النقدية من خلال ادواتها دورا مؤثرا في توجيه السيولة في الاقتصاد العراقي وتوجيهها نحو المشاريع الاستثمارية التي تعود بالنفع على الاقتصاد الا انه من الملاحظ انه في سوق العراق للأوراق المالية لا يتم تخصيص الاموال بصورة مثلى، الامر الذي يتطلب الوقوف على أسباب هذا الخلل في تخصيص الموارد، و من الطبيعي ان نجد علاقة مترابطة بين كفاءة اسواق المال و متغيرات السياسة النقدية مثل العرض النقدي وأسعار الفائدة ومعدل التضخم فضلا عن سعر الفائدة. ، لذا من البديهي القول بان تطبيق السياسات النقدية بشكل سليم يسهم في تحقيق التوازن في السوق. الا أن التطبيق الخاطئ لهذه الساسية ادى الى نشوء التضخم الذي ترتب عليه ارتفاع أسعار العقارات والذهب والعملات الأجنبية لذا نلاحظ اتجاه اصحاب الفائض من الاموال الى هذه الاسواق ومنها سوق الصرف للحفاظ على القدرة الشرائية لأموالهم، الامر الذي ينتج عنه ما يعرف بظاهرة الدولار التي تؤدي الى انخفاض قيمة العملة المحلية ولتحجيم الاثار السلبية للدولرة يجب ان يشجع استخدام أدوات مالية كالأسهم والسندات.

مشكلة البحث:

تتمحور مشكلة البحث من خلال التساؤل الاتي : هل لمتغيرات السياسة النقدية أثر على المؤشر العام لاسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

اهداف البحث:

١- دراسة واقع السياسة النقدية في العراق من خلال تحليل متغيراتها كسعر الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف والمعروض النقدي.

٢- معرفة كيف اثرت السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية.

٣- بيان أي من متغيرات السياسة النقدية اكثر تأثيرا من غيرها على المؤشر العام لاسعار الأسهم.

اهمية البحث:

تتبع أهمية البحث من كونه يركز على السياسة النقدية ومالها من دور كبير في تطوير سوق الاسهم الذي يشكل جزءا اساسي من سوق العراق للأوراق المالية مما يترتب على ذلك ضخ المزيد من الاموال لتنشيط القطاع الخاص في العراق.

فرضية الدراسة:

لم تسهم السياسة النقدية بشكل كبير في التأثير بأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

منهجية البحث:

اعتمدت الباحثة على الاسلوب الوصفي لتوضيح العلاقة النظرية لمتغيرات البحث ومن ثم استخدام برنامج
views95 الاحصائي لقياس اثر متغيرات السياسة النقدية على المؤشر العام لاسعار الأسهم.

الحدود المكانية والزمنية للبحث:

الحدود المكانية: سوق العراق للأوراق المالية.

الحدود الزمنية: شملت السنوات من ٢٠٠٤ لغاية ٢٠١٧.

محاور الدراسة:

تناول المحور الاول الدراسات السابقة و الاطار المفاهيمي للسياسة النقدية و متغيراتها وعلاقتها بسوق
الاسهم ، أما المحور الثاني فقد اشتمل على تحليل مؤشرات السياسة النقدية والمؤشر العام لأسعار الاسهم في
العراق أما المحور الثالث فقد تضمن الجانب العملي من خلال وصف متغيرات الدراسة و قياسها و تحليل
النتائج، وفي الختام اهم الاستنتاجات والتوصيات.

المحور الاول: الجانب النظري للدراسة**اولا : الدراسات السابقة**

١- دراسة (يوسف، ٢٠٠٨): رسالة ماجستير بعنوان " تحديد العوامل المؤثرة على عائد الاسهم في سوق
عمان المالي"، هدفت الدراسة الى التعرف على اهم العوامل المؤثرة في عوائد الاسهم والمسببة لهذا
التذبذب الحاد ومن هذه العوامل معدل التضخم وسعر الفائدة والنتائج المحلي الاجمالي، وقد طبقت
الدراسة على الشركات كافة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٥-٢٠٠٦)، وتوصلت
الدراسة الى وجود علاقة طردية بين معدل التضخم واسعار الفائدة وعوائد الاسهم، في حين لم تكن هناك
علاقة بين عوائد الاسهم وحجم الناتج المحلي.

٢- دراسة (عطية، ٢٠١٢): بحث بعنوان " تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الاوراق المالية مع
الاشارة الى سوق العراق"، تناول البحث سوق العراق للأوراق المالية فضلا عن اهم العوامل المؤثرة فيه،
وقد توصلت الدراسة الى ان السياسة النقدية للبنك المركزي في خفض اسعار الفائدة وخفض سعر
صرف الدينار العراقي، الذي ادى الى خفض معدل التضخم كان له المردود الايجابي على مؤشر
سوق العراق للأوراق المالية، وقد اوصت الدراسة بضرورة القيام بإجراءات تقييمية تقوم بها السلطات
النقدية لبيان المنافع والتأثيرات السلبية لقرارات السياسة النقدية في اداء الاسواق المالية.

٣- دراسة (المعموري، الزبيدي، ٢٠١٣): بحث بعنوان "اثر تقلبات اسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار
الاسهم، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٥-٢٠١١)" هدف البحث الى
معرفة اثر تقلبات سعر صرف الدينار العراقي على المؤشر العام لأسعار اسهم الشركات المدرجة في
سوق العراق للأوراق المالية، وتوضيح نوع العلاقة بين تلك التقلبات والمؤشر العام لأسعار الاسهم، وقد
تم الاستعانة بمنهجية التكامل المشترك ومتجه الانحدار الذاتي وسببية (جرانجر) لاختبار العلاقة بين
سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق، وقد توصلت الدراسة الى وجود علاقة سببية

ثنائية الاتجاه بين المتغيرات المذكورة، كما بينت نتائج قيمة الانحدار الذاتي ان لتقلبات أسعار الصرف تأثير متباين وباتجاهات مختلفة في المؤشر العام لأسعار الاسهم من شهر الى اخر ، وهذا يعني امكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير بالنشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات سوق الاوراق المالية ومنها المؤشر العام للأسعار، وبالتالي توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح.

٤- دراسة (الجنابي، ٢٠١٣): بحث بعنوان " كفاءة سوق العراق للأوراق المالية والسياسة النقدية، دراسة قياسية للمدة (٢٠٠٦-٢٠١٢)"، هدف البحث الى دراسة كفاءة سوق العراق للأوراق المالية بالنسبة للسياسة النقدية ومدى تأثير هذه السياسة في سوق الاسهم بوصفه سوقا ناشئا، وذلك من خلال تطبيق نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) للتعرف على طبيعة واتجاه العلاقة بين اسعار الاسهم وعرض النقد في العراق، وقد توصل البحث الى انه نظرا لكون سوق العراق للاوراق المالية من الاسواق النامية فقد يؤثر حجم التداول فيه ومستوى تطور الوسائل على كفاءته المعلوماتية، اذ تمكن عرض النقد من التأثير على باسعار الاسهم في السوق المالية.

٥- دراسة (فرحي، بن قدور، ٢٠١٤): بحث بعنوان " أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم دراسة قياسية لسوق نيويورك للأوراق المالية"، هدف البحث الى تقديم دراسة تطبيقية بشأن القنوات الرئيسية لتأثيرات تقلبات المتغيرات الاقتصادية الكلية في حركة عوائد الاسهم في سوق نيويورك للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٣-٢٠١٢) باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ، وقد اسفرت النتائج عن وجود علاقة توازنه طويلة الاجل بين تقلبات المتغيرات الاقتصادية وعوائد الاسهم.

٦- دراسة (خليل، ٢٠١٥): رسالة ماجستير بعنوان " اثر المتغيرات النقدية في عوائد الاسهم في الاسواق الناشئة"، هدفت الدراسة الى ايضاح اثر المتغيرات النقدية في عوائد الاسهم في الاسواق المالية الناشئة (تركيا، مصر، سوريا) وبيان أي من هذه المتغيرات اكثر تأثيرا من غيرها في عوائد الاسهم، ولغرض اختبار العلاقة بين هذه المتغيرات فقد تم اخذ البيانات التاريخية لكل دولة على حدة لبعض المتغيرات النقدية الاكثر شيوعا في التأثير بعوائد الاسهم ضمن سلاسل زمنية شهرية، وقد تمثلت هذه المتغيرات بمعدل التضخم وسعر الصرف والعرض النقدي، وقد توصلت الدراسة الى انه توجد علاقة عكسية على المدى المتوسط والطويل بين سعر الصرف وعوائد الاسهم في الاسواق الناشئة ووجود علاقة طردية مع معدل التضخم وعدم وجود علاقة بين العرض النقدي وعوائد الاسهم.

٧- دراسة (محمد، حفيظ، ٢٠١٦): بحث بعنوان " اثر متغيرات السياسة النقدية على اسعار الاسهم في سوق مسقط للأوراق المالية"، تمحورت هذه الدراسة حول علاقة تأثير متغيرات السياسة النقدية المتمثلة بمعدل الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف في اسعار الأسهم في سوق مسقط للأوراق المالية خلال المدة (٢٠١١-٢٠١٤) بالاعتماد على البيانات الشهرية وذلك باستخدام جذر الوحدة على وفق اختبار ديكي فولر الموسع لمعرفة مدى استقرار السلسلة، وكذلك تحليل التكامل المشترك للوقوف على مدى العلاقة التوازنية طويلة الاجل بين متغيرات الدراسة فضلا عن استخدام نموذج تصحيح الخطأ للوصول الى العلاقة قصيرة الاجل بين المتغيرات، وتوصلت الدراسة الى ان السلاسل غير مستقرة المستوى

ولكنها مستقرة عند الفرق الاول، كما ان هناك علاقة طويلة الاجل بين المتغيرات وفق اختبار جونسن، أما عن طبيعة العلاقة بين المتغيرات فقد اتضح ان هناك علاقة طردية لكل من معدل التضخم وسعر الصرف بالقيمة السوقية، أما معدل الفائدة فقد كان له علاقة عكسية بالقيمة السوقية كمعبر عن اسعار الأسهم خلال مدة الدراسة.

٨- دراسة (النيف، ٢٠١٨): بحث بعنوان "العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية"، هدفت الدراسة الى اختبار العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق عمان للأوراق المالية وعدد من متغيرات الاقتصاد الكلي شملت عرض النقد والتضخم والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، وتم استخدام منهجية التكامل المشترك وسببية كرانجر خلال المدة من شهر كانون الثاني من عام ٢٠٠٠ الى شهر تشرين الاول من عام ٢٠١٦ وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة توازنه في الاجل الطويل بين مؤشر البورصة وعرض النقود في حين اشارت النتائج الى عدم وجود علاقة توازنه في الاجل الطويل بين مؤشر البورصة وكل من معدل التضخم والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، كما اشارت النتائج الى وجود علاقة سببية احادية الاتجاه تتجه من مؤشر البورصة الى جميع متغيرات الاقتصاد الكلي في الاجل القصير وقد اوصت الدراسة بضرورة اعادة تقييم السياسات الاقتصادية التي يتبناها صانعو القرار في الحكومة والاخذ بنظر الاعتبار طبيعة واتجاه العلاقات السببية في الاجل القصير بين مؤشر البورصة والمتغيرات الاقتصادية.

٩- دراسة (Choi & Zegnal:2002): بحث بعنوان:

" Exchange rate exposure foreign exchange rate movements"

اختبرت الدراسة العلاقة بين العوائد التي تحققها اسهم الشركة واسعار الصرف، وكانت عينة الدراسة مكونة من (١٨٨) شركة كورية، وقد توصلت الدراسة الى ان اسعار الاسهم تستجيب للتغيرات الناجمة عن اسعار الصرف اذ وجدت ان (١٠٩) من هذه الشركات تعرضت لمخاطر ايجابية زادت من قيمتها في حين عانت (٧٩) شركة من مخاطر اثرت سلبيا في عوائد اسهمها وبالتالي في قيمة هذه الشركات.

١٠- دراسة (Boyer, Fillion, 2004): بحث بعنوان:

"Common and fundamental

factors in stock returns of Canadian oil and gas companies"

هدف البحث الى تقدير العلاقة بين عوائد اسهم قطاع النفط والغاز ومتغيرات مستقلة مثل سعر الفائدة وسعر صرف الدولار الامريكي والكندي وعوائد السوق واسعار النفط، وقد توصلت الدراسة الى ان عوائد هذا القطاع ترتبط ايجابيا مع عوائد السوق واسعار النفط وعكسيا مع معدلات الفائدة وكذلك معدلات اسعار صرف العملة الكندية مقابل الدولار الامريكي.

١١- دراسة (Macmillan, 2005): بحث بعنوان:

"Time variation in the cointegrating relationship between stock prices and economic activity"

هدفت هذه الدراسة الى بيان العلاقة بين اسعار الفائدة والمؤشر السوقي للسهم وكانت عينة الدراسة هي الشركات المسجلة في سوق الاوراق المالية في الولايات المتحدة الامريكية، وقد استخدمت البيانات الشهرية للمدة (1971-2000)، وتوصلت الدراسة الى انه توجد علاقة عكسية بين سعر السهم ومعدلات الفائدة.

١٢-دراسة (Humpet,2009): بحث بعنوان:

“ Can macroecial variables explain long term stock market movements a comparison of the US and Japan”

تناولت الدراسة تأثير عدد من متغيرات الاقتصاد الكلي على أسعار الأسهم في الولايات المتحدة واليابان، وذلك من خلال تطبيق تحليل التكامل المشترك وذلك باستخدام اسعار الفائدة والعرض النقدي والتضخم، وقد توصلت الدراسة الى انه في الولايات المتحدة الامريكية ارتبطت اسعار الاسهم سلبا مع مؤشر التضخم وسعر الفائدة في الاجل الطويل، في حين ارتبطت اسعار الاسهم بعلاقة طردية ضئيلة مع العرض النقدي، اما بالنسبة لليابان فقد وجدت الدراسة ان اسعار الاسهم ترتبط بشكل عكسي مع عرض النقد، كما انها تتأثر سلبا مع معدل التضخم ومعدل الفائدة، وهذه النتائج قد تكون متناقضة وذلك بسبب الركود في الاقتصاد الياباني خلال السبعينات و ماتلاه من فخ السيولة.

نلاحظ من الدراسات التي تم ذكرها استخدام العديد من المتغيرات التي لها اثر كبير في سوق الأوراق المالية، وفي هذه الدراسة تم استخدام متغيرات السياسة النقدية كسعر الفائدة، معدل التضخم، سعر الصرف والعرض النقدي التي لم يتم استخدامها مجتمعة في الدراسات السابقة.

ثانيا: مفهوم السياسة النقدية وادواتها:

تعد السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية في الوقت الحالي وذلك لما لها من اهمية متزايدة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي. ويمكن تعريفها على انها تدخل السلطات النقدية لغرض التأثير في عرض النقود وتوجيه الائتمان باستخدام وسائل نقدية معينة والهدف من ذلك الوصول الى تحقيق بعض الاهداف الاقتصادية(الخرجي، 2010: 12).

اما ادوات السياسة النقدية فتقسم الى نوعين كمية ونوعية وكما يلي :-

١- الادوات الكمية

أ- سعر اعادة الخصم: ويسمى بسعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من المصارف التجارية مقابل اعادة خصم ما لديها من كمبيالات وادونات خزينة مقابل ما يقدمه لها من قروض مضمونه يمثل هذه الاوراق، واستنادا الى هذه الوسيلة تستطيع المصارف الحصول على القرض من البنك المركزي لدعم السيولة النقدية لديها بسعر خصم معين(الموسوي، 1993: 33).

ب- عمليات السوق المفتوحة : والتي تعني دخول البنك المركزي للسوق النقدية من اجل تخفيض او زيادة حجم الكتلة النقدية عن طريق شراء او بيع الاوراق المالية من اسهم وسندات وتعد هذه الاكثر شيوعا واستعمالا في أعراق ويؤدي استخدام هذه الاداة الى تغيير حجم النقد المتداول ويؤثر في قدرة المصارف التجارية على خلق الائتمان (بن علي، 2004: 125).

ج- الاحتياطي القانوني: يؤثر بدوره في عرض النقد، اذ تقوم المصارف التجارية بإيداع نسبة معينة من ودائع العملاء لديها، أي تقوم بتجميد جزء من الودائع على شكل احتياطي سائل لدى البنك المركزي بنسبة معينة مما يؤدي الى رفع نسبة الاحتياطي وذلك عندما يهدف الى الحد من الائتمان وعدم التوسع في عملية خلق النقود (سليمان، ٢٠٠٠: ٢٢٤).

٢- الادوات النوعية

تستخدم هذه الادوات في التحكم في انواع معينة من القروض وتنظيم الانفاق في وجوه معينة، مثل تشجيع القروض الانتاجية بدلا من القروض الاستهلاكية او تشجيع القروض قصيرة الاجل والحد من القروض طويلة الاجل ومن اهم هذه الادوات التي تستخدم من قبل السلطة النقدية ما يلي (قدي، ٢٠٠٣، ٨٠-٨١):

أ- تحديد سقف الائتمان: اجراء يقوم به البنك المركزي بوضع سقف معين لمنح القروض من قبل المصارف التجارية، على وفق نسب محددة خلال السنة، وفي حال مخالفة هذا الاجراء من قبل المصارف او تجاوزها لهذا السقف تتعرض الى العديد من العقوبات من قبل البنك المركزي.

ب- النسبة الدنيا للسيولة: اذ يقوم البنك المركزي بإجبار المصارف التجارية على الاحتفاظ بحدود دنيا للسيولة عن طريق بعض الاصول منسوبة الى مكونات الخصوم، وهذا الاجراء ينبع من خوف السلطات النقدية من خطر الافراط في الإقراض بسبب السيولة المرتفعة لدى المصارف.

ج- الودائع المشروطة من أجل الاستيراد: وهذا الاسلوب يدفع المستوردين الى ايداع المبلغ اللازم لتسديد ثمن الاستيرادات بصورة ودائع لدى البنك المركزي لمدة محددة.

د- قيام البنك المركزي ببعض العمليات المصرفية: اذ يقوم بأداء بعض الاعمال المصرفية بصورة دائمة او مؤقتة كتقديمه القروض لبعض القطاعات في الاقتصاد.

هـ- التأثير والاقناع الأدبي: وهو الوسيلة التي تستخدمها البنوك المركزية وذلك عن طريق الطلب من المصارف التجارية وبصورة غير رسمية بتنفيذ سياسات معينة في مجال منح الائتمان، ويعتمد نجاح هذا الاسلوب على طبيعة العلاقة بين المصرف والبنك المركزي.

ثالثا: علاقة سعر الفائدة بأسعار الاسهم

إن سعر الفائدة الأساسي الذي يقوم بتحديد البنك المركزي يؤثر بشكل ملحوظ بمعدل التضخم في الاقتصاد. ومن المعروف أن مراقبة أسعار الفائدة وتحليلها من أهم الخطوات في التحليل الأساسي للأسهم في سوق الأوراق المالية والاقتصاد ككل.

تأسيسا على ما تقدم عندما يكون سعر الفائدة منخفضا، يتجه الناس للمزيد من الاقتراض، وهذا بدوره يزيد الإنفاق، وبناء عليه، تزيد مبيعات الشركات وهذه الزيادة تؤدي إلى ارتفاع الأرباح في النهاية. ولكن سهولة اقتراض الأموال بسبب خفض سعر الفائدة لمدة طويلة ربما تؤدي إلى فقاعة اقتصادية والتي كلما تضخمت كان انهيارها أصعب وأشد أثرا (يوسف، ٢٠٠٨: ٣٥).

اما الارتفاع في اسعار الفائدة والعائد الذي يحققه المشروع في الودائع المصرفية يشجع العديد من المستثمرين ببيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة بوصف ايداع اموالهم في المصارف ويفوائد عالية

افضل من تحمل مخاطر الاستثمار في الاوراق المالية، أي ان ارتفاع اسعار الفائدة تدفع بالمستثمرين الى تغيير محافظهم الاستثمارية بطريقة تتلاءم مع معدلات الفائدة الخالية من المخاطر والتي تحققها الاستثمارات الاخرى وبذلك يكون الاثر النهائي لارتفاع اسعار الفائدة هروب الاموال من سوق الاسهم وانخفاض الاسعار فيه والذهاب الى المصارف والاستثمارات الاخرى (عطية، 2012: 15).

ان سعر الفائدة في سوق الاوراق المالية يتخذ ثلاثة اشكال مختلفة وهي كالاتي (غدير، 2010: 99):

1- سعر الفائدة يعد عنصرا مهما في نفقة المشروعات وترجع هذه الالهمية الى ان المشروعات عادة ما تلجأ الى الاقتراض في ظل غياب مواردها الذاتية المتاحة من الاحتياطيات والارباح المتراكمة وما تحوزه من اصول نقدية سائلة.

2- ان اسعار الاسهم تمثل القيمة الحالية لمال المستقبل والتي نعني بها الارباح الموظفة فضلا عن قيمة الاصل في نهاية التوظيف، فالقيمة المباشرة تتوقف على سعر الخصم او العائد المتوقع، هذا السعر بالطبع هو سعر الفائدة السائد في اللحظة نفسها والمتعلق بالتوظيف للمدة نفسها.

3- يمكن اضافة اثر سعر الفائدة على المنافسة بين الانواع الاخرى للتوظيفات والتي يمكن ان يتجه اليها المستثمر، فالمدخرون الراغبون في توظيف اموالهم عليهم المقارنة بين العديد من اشكال التوظيفات ذات العائد الثابت والمنخفض والمعروف مقدما دون تحمل اية مخاطر وبين تحمل المخاطر والحصول على عوائد مرتفعة ومتغيرة.

رابعا: علاقة سعر الصرف بأسعار الاسهم

تتضح اهمية سعر الصرف من خلال مشكلات التمويل على المستوى الداخلي والخارجي وبالأخص في الدول التي تسير على طريق النمو الاقتصادي فسعر الصرف ما هو الا مؤشر يستجيب بقوة للمؤشرات الاقتصادية الكلية وبدرجة اقل لغيرها (شندي، 2006: 4).

ان ادارة سعر الصرف من اهم المسائل التي يحدد من خلالها النظام الذي سيتخذه البلد اساسا في تحديد القيمة الخارجية لعملته في ظل الظروف الطبيعية (الغالبية واخرون: 2004، 73).

يؤدي التقلب في سعر الصرف للعملة الوطنية الى تغيير في القدرة الشرائية للعملة المحلية في الخارج والعملات الاجنبية في الداخل وهو ما يعني حدوث تغيير في اسعار السلع الوطنية في الخارج واسعار السلع الاجنبية في الداخل ومن ثم حدوث تغيير في الطلب الخارجي على السلع الوطنية والطلب الداخلي على السلع الاجنبية وتتأثر بذلك ارباح الشركات في السوق المالية نتيجة لهذه التغيرات وبذلك تتأثر الاستثمارات في السوق المالية بالتقلبات لسعر الصرف للعملة الوطنية تجاه العملات الاخرى (النعمي، 2009: 137). وهناك العديد من المناهج التي تؤكد وجود علاقة سببية بين سعر الصرف وأسعار الأسهم نذكر منها مايلي (خليل، 2015: 69-70):

1- المنهج التقليدي ، والذي يفترض بان اسعار الصرف تقود اسعار الاسهم وينطوي تحت هذا المنهج اليه انتقال تقلبات سعر الصرف والتي تؤثر في قيمة الشركة عن طريق التغيرات التنافسية والتغيرات في قيمة اصول وخصوم الشركة المقومة بالعملة الاجنبية، والتي تؤثر مجتمعة في ارباح الشركة ومن ثم في قيمة الاسهم العادية.

٢- منهج المحفظة المالية، الذي يفترض أن التغيرات التي تحدث في اسعار الاسهم تؤثر في تقلبات اسعار
الصرف من خلال اجراء تعديلات على المحفظة المالية، كما يفترض هذا المنهج أن التدفق الداخل لرأس
المال الاجنبي قد يسجل ارتفاعا متصاعدا في اسعار الاسهم وبالنتيجة فان انخفاض اسعار الاسهم سيؤدي
الى انخفاض ثروة المستثمر المحلية مما يؤدي الى انخفاض الطلب على النقد وبالتالي انخفاض في اسعار
الصرف مسببا تدفقات خارجية لرأس المال وانهايار العملة.

كما تبين بعض الدراسات الى انه هناك علاقة مباشرة وغير مباشرة بين اسعار الاسهم وتقلبات سعر الصرف،
فمن يرى ان هناك علاقة مباشرة يستند الى انه عندما ينخفض سعر عملة معينة من شأنه ان يزيد الطلب على
الموجودات المالية لتلك الدولة بما فيها الاسهم، أما وجهة النظر الثانية فهي تنطلق من مبدأ العلاقة غير المباشرة
بين اسعار الاسهم وسعر الصرف، فقد قام فيشر ودورنيوش بصياغة نموذج لتحديد اسعار الصرف بإدخال دور
الاسعار النسبية فتم ربط اسعار الصرف بالميزان التجاري وعد ان انخفاض او تخفيض قيمة عملة بشكل يؤدي
لانخفاض سعر صرفها من شأنه ان يزيد القدرة التنافسية للشركات وحجم صادراتها مما يجعل الطلب على
أسهمها يزداد فترتفع اسعارها (النيف، ٢٠١٨: ١٥).

خامسا: علاقة التضخم بأسعار الاسهم

اذا اردنا معرفة العلاقة بين معدل التضخم و الاسهم لابد من الحديث عن العوائد والمقصود بها مقسوم
الارباح مضافا اليها الأرباح الرأسمالية بدلا من الاسعار لأن ارتفاع الاسهم في اثناء التضخم لا يعبر عن الهدف
المنشود من الاحتفاظ بها خاصة في الاجل الطويل (محمد وحفيظ، ٢٠١٦: ١٣)، اما عن طبيعة العلاقة فهي
غير ثابتة وذلك باختلاف اراء الاقتصاديين في هذا المجال فبعضهم يرى بوجود علاقة طردية وهناك من يؤكد
ان العلاقة عكسية فبالنسبة للعلاقة الطردية التي وضحها فيشر الذي اشار الى ان معدل الفائدة الحقيقي
ينخفض في حال ارتفاع معدل التضخم المتوقع مع بقاء معدل الفائدة الاسمي في المستوى ذاته وذلك لان معدل
الفائدة الحقيقي مكون من معدل الفائدة الاسمي ناقص معدل التضخم، اذ تعرف هذه العلاقة باسم معادلة فيشر
وبذلك يتأثر المعدل الحقيقي المتوقع لعوائد الاسهم ومعدل التضخم بالمعدل الاسمي لعوائد الاسهم وعلى وفق
فرضية فيشر يمكن التحوط من التضخم من خلال الاستثمار في الاوراق المالية وعليه فان العوائد الاسمية
للاسهم تزداد بنسبة زيادة معدل التضخم المتوقع نفسها وبالتالي سيعوض المستثمر الخسارة الناجمة عن التضخم
في القوة الشرائية لثروته (خليل، ٢٠١٥: ٥٧).

اما بالنسبة للعلاقة العكسية التي نادى بها فاما والتي جاءت بعد ابحاث قام بها مع شوات سنة ١٩٧٧ على
العوائد الحقيقية للاسهم الامريكية ومعدلات التضخم، اذ اشار في دراسة صدرت له في عام ١٩٨١ ان العوائد
الحقيقية للاسهم ترتبط بعلاقة عكسية مع التضخم وحجته في ذلك ان توقع انخفاض في النشاط الحقيقي استجابة
لصدمة حقيقية سلبية ناجمة عن اثر من الاثار السلبية للتضخم يؤدي الى انخفاض عوائد الاسهم على وفق علاقة
التأثير البديل (محمد وحفيظ، ٢٠١٦: ١٤).

سادسا : علاقة عرض النقد بأسعار الاسهم

هناك العديد من النظريات التي بينت العلاقة بين عرض النقد واسعار الاسهم في السوق المالية فقد اهتمت النظرية الكمية اساسا بتحديد قيمة النقود وعلاقتها بحركات الاسعار، اذ وضع الكلاسيك نظرياتهم على اساس ان التغير في كمية النقود بنسبة معينة سيؤدي حتما الى التغير في المستوى العام للأسعار بالنسبة نفسها وبالالاتجاه نفسه، اذ ان التغير في الاسعار ومن ضمنها اسعار الاسهم هو متغير تابع للتغير في كمية النقود(مصطفى وعفر، ٢٠٠٠: ١١٥). اما الكنزويون فقد افترضوا ان تبني البنك المركزي لسياسة نقدية توسعية في ظل الموجودات المتنوعة تنتج عنه سلسلة من التفاعلات يتأثر معها الاقتصاد ككل (حيدر، ٢٠٠٢: ٢٧). وبهذا تتضح العلاقة بين عرض النقد واسعار الاسهم من خلال الية عمل البنك المركزي والذي يطلب من المصارف التجارية ايداع نسبة من الاحتياطي لديه، فاذا كانت سياسة البنك المركزي تتجه نحو زيادة الائتمان لدى الافراد فانه يخفض نسبة الاحتياطي القانوني لديه مما يزيد من الاموال السائلة لدى المصارف الامر الذي يؤدي الى انخفاض تكلفة الاقتراض اي انخفاض اسعار الفائدة وبالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم ومن ثم ارتفاع اسعارها والعكس صحيح، ومن ناحية ثانية اذا ما زاد عرض النقد عن حاجة النشاط الاقتصادي، فان ارتفاع حجم السيولة يؤدي الى ارتفاع اسعار الاسهم، الا انه يظهر الأثر السلبي لهذه الزيادة في عرض النقود بعد ان يذهب جزء منها في شكل اصدارات جديدة من الاسهم والسندات مما يعني امتصاص السيولة وانخفاض اسعار الاسهم(فرحي وبن قدور، ٢٠١٥: ١٣٤).

المحور الثاني: تحليل متغيرات السياسة النقدية في العراق والمؤشر العام لأسعار الاسهم

اولا: متغيرات السياسة النقدية

نلاحظ من الجدول (١) ارتفاع عرض النقد من (10148) الى (73830) للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٣) ويعود السبب في هذا الارتفاع الى حاجة البلد الى زيادة عرض النقد وذلك لتغطية تكلفة اعادة الاعمار نظرا لما تعرض له الاقتصاد العراقي من نهب وتدمير فضلا عن متطلبات الانفاق في الموازنة العامة، ثم استمر بعد ذلك بالتذبذب بالانخفاض والارتفاع حتى وصل الى (69432) مليار دينار عام ٢٠١٧ ومن الاسباب الاخرى في ارتفاع عرض النقد ارتفاع صافي العملة في التداول والزيادة الحاصلة في الودائع الجارية.

اما فيما يتعلق بمعدل التضخم في الاقتصاد العراقي فهو ظاهرة مركبة لم تشكل بفعل عامل واحد وهو الزيادة في أسعار المشتقات النفطية أو الزيادة في السيولة النقدية(عرض النقد) التي حصلت نتيجة الانفاق الجاري من الانفاق العام بل ظهرت نتيجة لتفاعل عوامل عديدة نقدية وحقيقية، ارتبطت في الاختلالات الهيكلية في القطاع الانتاجي وتدهور بعض القطاعات الاقتصادية كالزراعة والصناعة التحويلية، وبسبب هذه العوامل وغيرها اصبح التضخم حقيقة واقعية يمتاز بها الاقتصاد العراقي كنتيجة فعلية للتوسع بالنفقات خاصة التشغيلية منها(غيدان وحمه، ٢٠١٥: ٤٠). نلاحظ ان معدل التضخم خلال المدة (٢٠٠٤-٢٠٠٧) كان مرتفعا جدا اذ وصل الى(٥٣.٢%) عام (٢٠٠٦) ويعود السبب في هذا الارتفاع الى ازمة الوقود الحاصلة بسبب استمرار تردي الاوضاع الامنية والزخم الحاصل على محطات تعبئة الوقود مما ادى الى ارتفاع اسعارها في السوق السوداء فضلا عن الانقطاع المستمر في التيار الكهربائي اذ بلغت نسبة التضخم لمجموعة الوقود(٩٩.١%) فضلا عن العديد من العوامل الاخرى التي أسهمت في زيادة معدلات التضخم كارتفاع مستوى الانفاق الحكومي الاستثماري

الذي ادى الى زيادة السيولة ثم زيادة الطلب المحلي وبالتالي زيادة الضغوط التضخمية، كما ان ارتفاع حجم الاتفاقات الخاص المرتبط بمعدل نمو الكتلة النقدية والائتمان ادى الى ارتفاع اسعار العقارات وازجار الدور السكنية الى مستويات عالية أسهمت في ارتفاع معدلات التضخم (ياس، ٢٠١٣: ٦٨).

اما فيما بعد فقد انخفضت معدلات التضخم بشكل كبير حتى وصلت الى (0.2%) في نهاية المدة ويرجع السبب في ذلك الى انخفاض اسعار اغلب مكونات الرقم القياسي فضلا عن الاجراءات والتدابير التي جرى اعتمادها من قبل البنك المركزي وذلك من خلال استخدام الادوات غير المباشرة للسياسة النقدية (سعر اعادة الخصم، متطلبات الاحتياطي القانوني، عمليات السوق المفتوحة التي تمت من خلال مزاد العملة الاجنبية) وغيرها من الاجراءات الاخرى التي تهدف الى تحقيق الاستقرار في الاسعار المحلية (خفض معدل التضخم) والحفاظ على نظام مالي ثابت يسهم في تعزيز التنمية الاقتصادية وتوفير فرص العمل الى جانب رفع المستوى المعاشي للمواطنين. اما سعر الفائدة فقد بلغ عام ٢٠٠٤ (٩.٥%) استمر بعدها بالارتفاع حتى وصل عام ٢٠٠٧ الى (٢٠%) وكان الهدف من رفع سعر الفائدة هو كبح جماح التضخم وتشجيع النشاط الاقتصادي وتنظيم وتحديد الاستثمارات في المجالات المسموح بها كافة بغية القيام بالعمليات المصرفية على نحو امثل تنفيذاً للسياسة النقدية التي يعتمدها البنك المركزي (البنك المركزي، ٢٠٠٧: ١٢). نلاحظ بعد ذلك تخفيض سعر الفائدة حتى وصل الى (٧.١%) عام ٢٠٠٩ وكان الهدف من هذا التخفيض لعرض تحفيز المصارف للتوجه نحو السوق لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية، اذ عمد البنك المركزي من خلال العديد من الاجراءات الى تحرير اسعار الفائدة على الودائع والقروض والائتمان والاوراق المالية على وفق أوضاع السوق بما يحقق التوازن الحقيقي لقوى العرض والطلب على النقد (غيدان و حمه، ٢٠١٥: ٣٦). اما فيما يتعلق بسعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار فنلاحظ ان السياسة النقدية التي اتبعها البنك المركزي كانت تهدف الى تقوية ودعم سعر صرف الدينار العراقي تجاه الدولار. نلاحظ تذبذب معدلات سعر الصرف خلال مدة الدراسة حتى استقر سعر الصرف عام (٢٠١٧) عند (١١٩٠) دينار مقابل الدولار وكان السبب وراء استقرار سعر الصرف هو استمرار البنك المركزي بإقامة مزادات حوالات الخزينة التي تصدرها وزارة المالية وحوالات البنك المركزي فضلا عن اقامة مزادات العملة الاجنبية لغرض رفع القيمة الخارجية للدينار العراقي، أي تحسين سعر صرفه وبناء احتياطات قوية من العملة الاجنبية اذ شهد سعر صرف الدينار العراقي تحسنا واضحا خلال مدة الدراسة (البنك المركزي، ٢٠١٧: ١٠).

جدول (١)

متغيرات السياسة النقدية في العراق للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٧) ملياردينار، %

السنوات	عرض النقود	معدل التضخم	سعر الفائدة	سعر الصرف الرسمي دينار: دولار
2004	10148	27	٩.٥	1453
2005	11399	37	١٣.٧	1469
2006	15460	53.2	١٥.٥	1467
2007	21721	30.8	٢٠	1255
2008	28189	2.7	١٥	1193
2009	37300	-2.8	٧.١	1170

تحليل اثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (2004-2017).....

1170	٦.٢٥	2.4	51743	2010
1170	٦.١٥	5.6	62473	2011
1166	٦	6.1	63735	2012
1166	٦	1.9	73830	2013
1166	٦	2.2	72692	2014
1187	٦	1.4	65435	2015
1190	٨.٥	0.4	67901	2016
1190	٨.٤	0.2	69432	2017

المصدر: البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقارير السنوية للمدة (٢٠١٧-٢٠٠٤)

ثانياً: المؤشر العام لأسعار الاسهم

هو مؤشر احصائي يستخدم كمقياس للحركة العامة في السوق يتألف من مجموعة اوراق مالية تعكس حالة السوق بأكمله وفي حالة ارتفاع هذا المؤشر يفترض أن أسعار الأسهم والسندات في السوق تكون مرتفعة وعندما تنخفض فان السوق ككل ينخفض واهميته تبرز بشكل كبير من خلال استخدامه من قبل جميع الاطراف المتعاملة في السوق ويتم استخدامه في قياس الاتجاهات السوقية وحركة الاسعار ككل (شندي، ٢٠١٣: ١٦٧). ويكتسب المؤشر العام لأسعار الاسهم اهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية، اذ يمكن ان يعطي اشارات مهمة عن السوق الامر الذي يساعد المستثمرين على تحديد قراراتهم الاستثمارية سواء بالنسبة للبيع أو للشراء، فضلا عن امكانية استخدامه في معرفة التقييم الحقيقي للاستثمارات من خلال عمليات المقارنة بالسلاسل الزمنية (ال طعمة، ٢٠١٤: ٣٣).

من الجدول (٢) نلاحظ تذبذب المؤشر العام لأسعار الاسهم وهذا يعود لأسباب كثيرة اهمها الاوضاع الاقتصادية والامنية غير المستقرة التي يتعرض لها الاقتصاد العراقي والتي لها الاثر الكبير على اداء السوق المالي في العراق، فقد بلغت قيمة المؤشر (٦٤.٦٦) نقطة عام (٢٠٠٤) ثم انخفضت بعد ذلك حتى وصلت الى (٢٥.٢٩) نقطة عام ٢٠٠٦ وبمعدل تغير سنوي بلغ (٤٤.٥٩%) عن العام الذي سبقه. ومن اهم اسباب هذا الانخفاض هو تراجع اسعار النفط فضلا عن عدم الاستقرار الامني كما ذكر سابقا. اما العام (٢٠٠٧) فنلاحظ ان المؤشر ارتفع حتى وصل الى (٣٤.٥٩) نقطة وبمعدل تغير سنوي (٣٦.٧٧) عن عام ٢٠٠٦ اذ كانت قيمة المؤشر (٢٥.٢٨%)، ويعود السبب في هذا التحسن الى تطبيق قانون الاستثمار رقم (١٣) لعام ٢٠٠٦ والذي يسمح للمستثمرين الاجانب بالتداول في سوق العراق للأوراق المالية الامر الذي كان له الاثر الواضح في ارتفاع مؤشر السوق (عبادي وعبد الزهرة، ٢٠١٨: ٧). استمر هذا الارتفاع التدريجي في قيمة المؤشر حتى وصل الى (١٣٦.٠٣) نقطة عام (٢٠١١). وهذا يدل على التحسن في النشاطات الاستثمارية في الاوراق المالية. اما بعد ذلك فقد بدأت قيمة المؤشر بالانخفاض خلال السنوات اللاحقة حتى وصلت الى (٦٤٩.٤٨٠) نقطة عام (٢٠١٦) واستمرت بالانخفاض في عام ٢٠١٧ اذ بلغت (٥٨٠.٤٥) وبمعدل نمو سالب بلغ (١٠.٦٢) ومن ابرز اسباب هذا الانخفاض هو استمرار تأثير انخفاض اسعار النفط عالميا منذ العام (٢٠١٤) فضلا عن الدمار الذي الحقه الارهاب الداعشي بالبنى التحتية والمكونات الرأسمالية المادية المنتجة كان لها الاثر الكبير في مؤشرات الاقتصاد العراقي بوصفه اقتصادا احادي الجانب في اعتماده على موارد الناتج المحلي الاجمالي، وعلى الرغم من التحسن في اسعار النفط بعد ذلك الا ان التحديات التي تواجه الاقتصاد العراقي متعددة ترتبط بمتطلبات الحرب على داعش واغاثة النازحين (التقرير السنوي لسوق العراق، ٢٠١٧: ١٣).

جدول (٢)

المؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق للمدة (٢٠١٧-٢٠٠٤)

السنوات	المؤشر العام لأسعار الاسهم نقطة	معدل التغير السنوي %
٢٠٠٤	٦٤.٦٦	-
٢٠٠٥	٤٥.٦٤	(٢٩.٤١)
٢٠٠٦	٢٥.٢٨	(٤٤.٥٩)
٢٠٠٧	٣٤.٥٩	٣٦.٧٧
٢٠٠٨	٨٥.٣٦	٦٨.٧١
٢٠٠٩	١٠٠.٨٦	١٧.٨٢
٢٠١٠	١٠٠.٩٨	٠.١٢
٢٠١١	١٣٦.٠٣	٣٤.٧٠
٢٠١٢	١٢٥.٠٢	(٨.٠٩)
٢٠١٣	١١٣.١٥	(٩.٤٩)
٢٠١٤	٩٢.٩٩	(١٨.٠٧)
٢٠١٥	٧٣.٥٦	(٢٦.٨٠)
٢٠١٦	٦٤٩.٤٨٠	(١١.٠٩)
٢٠١٧	٥٨٠.٤٥	(١٠.٦٢)

المصدر: التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠١٧-٢٠٠٤)

*تم احتساب معدل التغير من قبل الباحثة.

المحور الثالث: تحليل اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية

قامت الباحثة في اجراء تقدير للعلاقة بين المؤشر العام لسوق الاوراق المالية (المتغير التابع) والذي رمز له بـ (DMINDEX) المتغيرات المستقلة التالية :

- ١- عرض النقد DM2
- ٢- سعر الفائدة DR
- ٣- معدل التضخم DINF
- ٤- سعر الصرف DEX

مستخدمة بيانات سلاسل زمنية سنوية للمدة (2004-2017) في الاقتصاد العراقي ، وقد جرى تقدير تلك العلاقة بين المتغيرات الداخلة في النموذج من خلال اسلوب الانحدار الخطي المتعدد اذ استعملت طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) في تقدير معالم الانحدار للمتغيرات المفسرة في ذلك النموذج كذلك استعمل البرنامج الاحصائي eviews95 للحصول على النتائج ، والتي كانت على الشكل التالي :

$$DMINDEX = 54.3 + 0.0266 DEX - 0.34 DR - 1.54 DINF + 0.0005 DM2$$

$$t \quad (0.56) \quad (0.41) \quad (-0.05) \quad (-1.84) \quad (0.73)$$

$$R^2=64.31, R^{-2}= 50.11, F= 4.51, d.w.= 2.74$$

نتائج التقدير :

تشير نتائج تقدير الصيغة اللوغارتمية المزدوجة الى ان العلاقة بين سعر الصرف DEX والمؤشر العام لسوق الاوراق المالية DMINDX موجبة اذ كانت اشارة المعلمة موجبة وتعني ان (مرونة المؤشر العام الى سعر الصرف موجبة) اذ ان استجابة المؤشر العام لسوق الاوراق المالية نتيجة تغير نسبي في سعر الصرف بنسبة 100% يؤدي الى حدوث تغير نسبي في المؤشر العام لسوق الاوراق المالية بنسبة (2.66%) كذلك كانت معلمة سعر الصرف غير معنوية احصائيا عند مستوى معنوية سواء (1%,5%,10%) .

اما العلاقة بين سعر الفائدة DR والمؤشر العام لسوق الاوراق المالية DMINDX فكانت سالبة وهي تتلاءم مع المنطق الاقتصادي اذ كانت اشارة معلمة سعر الفائدة سالبة اما قيمتها فتبين ان درجة استجابة المؤشر العام لسوق الاوراق المالية نتيجة تغير نسبي في سعر الفائدة بنسبة 100% يؤدي الى حصول تغير نسبي في المؤشر العام لسوق الاوراق المالية بنسبة (34%) كذلك كانت معلمة سعر الفائدة غير معنوية احصائيا عند مستوى معنوية سواء (1%,5%,10%) .

وبالنسبة الى العلاقة بين معدل التضخم DINF والمؤشر العام لسوق الاوراق المالية DMINDX كانت سالبة اذ كانت اشارة معلمة معدل التضخم سالبة ، اذ تشير قيمة معلمة معدل التضخم الى ان درجة استجابة المؤشر العام لسوق الاوراق المالية نتيجة تغير نسبي في معدل التضخم بنسبة 100% يؤدي الى حدوث تغير نسبي في المؤشر العام لسوق الاوراق المالية بنسبة (154%) ، كذلك كانت نتائج اختبار معلمة (t) توضح ان معلمة معدل التضخم ذات معنوية احصائية عند مستوى معنوية (5%,10%) .

اما العلاقة بين عرض النقد DM2 والمؤشر العام لسوق الاوراق المالية DMINDX كانت موجبة اذ كانت اشارة معلمة عرض النقد موجبة وبالتالي تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية في هذا الخصوص ، الا ان قيمتها كانت متدنية حيث ان استجابة المؤشر العام لسوق الاوراق المالية نتيجة تغير نسبي في عرض النقد بنسبة 100% يؤدي الى حدوث تغير نسبي في المؤشر العام لسوق الاوراق المالية بنسبة 0.5% فضلا عن ذلك كانت نتائج اختبار احصاء t تبين عدم المعنوية الاحصائية لتلك المعلمة سواء عند مستوى معنوية (1%,5%,10%) .

اختبار احصاء F يبين المعنوية الاجمالية لمعالم معادلة الانحدار الخطي المقدر ، اذ كانت نتائج الاختبار توضح ان قيمة F المحسوبة تساوي (4.51) والتي تتجاوز القيمة الجدولية لتوزيع F والتي تساوي ($F^c=3.48$) عند مستوى معنوية (5%) ودرجة حرية (4,10) ($df=10,4$) وبالتالي يمكن القول ان النموذج معنوي احصائيا .

وبالنسبة الى معامل التحديد المتعدد R^2 ، يوضح الاهمية النسبية للمتغيرات المفسرة في تفسير التغير الكلي للمتغير التابع (المؤشر العام لسوق الاوراق المالية) اذ كانت قيمة R^2 تساوي (64.31%) وتعني ان المتغيرات المفسرة الداخلة في النموذج تفسر ما نسبته 64.31% من التغير او الاختلاف الكلي في المتغير التابع (المؤشر العام لسوق الاوراق المالية) اما النسبة المتبقية 35.69% فتعود الى بواقي الانحدار (متغيرات او محددات اخرى للمؤشر العام لسوق الاوراق المالية تم حذفها من معادلة الانحدار الخطي المتعدد) وبالتالي يمكن القول ان جودة او اداء النموذج على المستوى الكلي جيدة .

وفيما يتعلق في احصاء ديرين - واتسون (d.w) التي تستخدم للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بين بواقي الانحدار. فقد بينت نتائج التقدير أن القيمة المحسوبة (d.w) تساوي (2.74) والتي تفوق الحد الاعلى (du) والتي تساوي (2.690) ($du=2.690$) عند مستوى معنوية (1%) ودرجة حرية (5,10) ($df=10,5$) وبالتالي يمكن القول ان

النموذج خال من مشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة الاولى ويعني هذا ان مقدرات طريقة OLS تتميز بعدم التحيز والاتساق وكذلك كفاءة .

كذلك لابد من الاشارة الى ان نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد المقدر بواسطة OLS كانت غير زائفة والسبب في ذلك عدم مطابقة قاعدة الابهام التي جاء بها (Granger , Newbold,1974) اذ كانت قيم $R^2, d.w.$ عالية وبالتالي لا يمكن القول ان النموذج يعاني من ظاهرة الانحدار الزائف Spurious Regression.

المحور الرابع : الاستنتاجات و التوصيات

أولاً: الاستنتاجات

- ١- ارتفاع المعروض النقدي في الاقتصاد كان نتيجة للحاجة الماسة لاعادة الاعمار بسبب التدمير والخراب الذي تعرضت له البنية التحتية بسبب الأوضاع الأمنية والسياسية التي مر بها العراق.
- ٢- كانت معدلات التضخم مرتفعة في بداية مدة الدراسة الا انها انخفضت بشكل كبير بسبب السياسات التي استخدمها البنك المركزي من خلال تخفيض أسعار الفائدة وتخفيض سعر الصرف التي أدت الى انخفاض معدلات التضخم.
- ٣- قام البنك المركزي باتخاذ العديد من الإجراءات التي تهدف الى تحرير سعر الفائدة على وفق أوضاع السوق، فضلا عن مزادات العملة التي يقوم بها البنك المركزي والتي كان لها الأثر الكبير في ارتفاع سعر صرف الدينار العراقي امام الدولار الأمريكي.
- ٤- بينت نتائج الدراسة القياسية وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة والمؤشر العام لاسعار الأسهم ، في حين كانت هناك علاقة طردية بين العرض النقدي والمؤشر العام لأسعار الأسهم و علاقة عكسية بين المؤشر العام لأسعار الأسهم والمؤشر العام لأسعار الأسهم .
- ٥- لم تؤثر متغيرات السياسة النقدية (سعر الصرف ، سعر الفائدة، العرض النقدي) بشكل كبير في قيمة المؤشر العام لاسعار الأسهم اذ كانت المعلومات غير معنوية وهذا يعني ان هذه المتغيرات لم يكن لها اثر كبير في التغيرات التي حدثت في المؤشر العام لاسعار الأسهم ويعود السبب الى عدم استقرار الأوضاع الاقتصادية والأمنية في العراق خلال مدة الدراسة، اما معدل التضخم فقد كان له اثر كبير في التغيرات التي تحدث في هذا المؤشر.

ثانياً: التوصيات

- ١- تعميق الوعي الاستثماري لدى المستثمرين العراقيين في السوق المالية من خلال استخدام مدخراتهم المالية واستثمارها بشكل كبير في أدوات السوق.
- ٢- استخدام جميع السياسات والأدوات التي يمكن من خلالها تطوير السوق المالية وزيادة فعاليتها بما ينعكس بشكل إيجابي على الاقتصاد وتحقيق معدلات نمو عالية.
- ٣- المحافظة على معدلات تضخم منخفضة ومستقرة لما لهذا المتغير من اثر كبير على أداء السوق.
- ٤- القيام باجراءات تقييمية لأدوات السياسة النقدية وآثارها الإيجابية والسلبية في أداء سوق الأوراق المالية.

المصادر

- ١- ال طعمة، حيدر حسين، الاسواق المالية- النشأة - المفهوم، الادوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، سلسلة كراسات استراتيجية، جامعة كربلاء، ٢٠١٤.
- ٢- بن علي، بلعزوز، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ٢٠٠٤.
- ٣- التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠١٧-٢٠٠٤)
- ٤- البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقارير السنوية للمدة (٢٠١٧-٢٠٠٤)
- ٥- الجنابي، نبيل مهدي، كفاءة سوق العراق للأوراق المالية والسياسة النقدية- دراسة قياسية للمدة (٢٠١٢-٢٠٠٦)، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد (١٥)، العدد (٣)، ٢٠١٣.
- ٦- حيدر، فاخر عبدالستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات اسعار الاسهم، دار المريخ، ٢٠٠٢.
- ٧- الخزرجي، ثريا، السياسة النقدية في العراق بين ارث الماضي وتحديات الحاضر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد (٢٣)، ٢٠١٠.
- ٨- الخفاجي، علي جيران عبد علي، قياس استجابة اسعار الاسهم لتحركات سعر الصرف- دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية، بحث متاح على الموقع الالكتروني:
<http://qu.edu.iq/repository/wp-content/uploads/2016/11/35-8.pdf>
- ٩- خليل، فاطمة صالح، اثر المتغيرات النقدية في عوائد الاسهم في الاسواق الناشئة، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ٢٠١٥.
- ١٠- سليمان، مصطفى وحسام داود، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار الميسرة، ٢٠٠٠.
- ١١- شندي، اديب قاسم، الاسواق المالية واثرها في التنمية الاقتصادية، سوق العراق للأوراق المالية- دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، ٢٠١٣.
- ١٢- عبادي، بتول مطر و هبة محمد عبد الزهرة، تحليل العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الاسهم وبعض المتغيرات النقدية، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، جامعة القادسية، ٢٠١٨ بحث متاح على الموقع الالكتروني:
<http://qu.edu.iq/repository/wp-content/uploads/2019/01>
- ١٣- عطية، محمود صالح، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الاوراق المالية، مع الاشارة الى سوق العراق، مجلة ديالى، العدد (٥٤)، ٢٠١٢.
- ١٤- الغالبي، عبدالحسين جليل واخرون، دراسة تقييمية لسياسة سعر الصرف الاجنبي في العراق، المجلة العراقية للعلوم الادارية، العدد (٢٠)، ٢٠٠٤.
- ١٥- غدير، هيفاء غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها في التنمية في الاقتصاد السوري، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، وزارة الثقافة، دمشق، ٢٠١٠.

- ١٦- غيدان، جليل كامل واستبرق اسماعيل حمه، اثر السياسة النقدية على استقرار سعر الصرف الاجنبي في العراق للمدة (١٩٩٠-٢٠٠٢)، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية، العدد(١٧)، ٢٠١٥.
- ١٧- فرحي، محمد واشواق بن قدور، اثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الاسهم -دراسة قياسية لسوق نيويورك للأوراق المالية، مجلة الحقيقة، العدد(٢٩)، ٢٠١٤.
- ١٨- قدي، عبدالمجيد، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، ٢٠٠٣.
- ١٩- محمد، براق وعبدالحاميد حفيظ، اثر متغيرات السياسة النقدية على اسعار الاسهم في سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة معارف للعلوم الاقتصادية، العدد(٢)، ٢٠١٦.
- ٢٠- مصطفى، احمد فريد ومحمد عبدالمنعم عفر، الاقتصاد النقدي والمصرفي بين النظرية والتطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، ٢٠٠٠.
- ٢١- المعموري، عامر عمران كاظم و سليم رشيد عبود الزبيدي، اثر تقلبات اسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الاسهم، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٥-٢٠١١)، مجلة كلية الادارة والاقتصاد، المجلد(٣)، العدد(١٢)، ٢٠١٣.
- ٢٢- الموسوي، ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي، دار الفكر، عمان، ١٩٩٣.
- ٢٣- النعيمي، شهاب الدين حمد، تحليل مخاطر اسعار الصرف على القيمة السوقية للاسهم العادية، دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المتفرعة محليا وخارجيا، الاردن انموذجا، المجلة العراقية للعلوم الادارية، العدد(٢٢)، ٢٠٠٧.
- ٢٤- النيف، خالد لافي، العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية، المجلة الاردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد (٥)، العدد(٢)، ٢٠١٨.
- ٢٥- ياس، اسماء خضير، تحليل معدلات التضخم في العراق (٢٠٠٠-٢٠١٠)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد(٣٦)، ٢٠١٣.
- ٢٦- يوسف، دانة بسام محمد، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الاسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى جامعة الشرق الاوسط للدراسات العليا، كلية العلوم الادارية والمالية، الاردن، ٢٠٠٨.
- ٢٧- Cohi Mun and Zeghal,D. " Exchange rate exposure to foreign exchange rate movements" Journal of International Business Studies, Vol,29.No,3,1998.
- 28- Andreas Humpet Al, "Can macroeconomic variables explain long-term stock market movements? A comparison of the US and Japan", Applied Financial Economic, Vol.19,No.2,2009.
- 29- DAVID G. MCMILLAN," Time variation in the cointegrating relationship between stock prices and economic activity", Journal International Review of Applied Economics, Volume 19, 2005 .
- 30- Boyer,M.& Filion,D., "Common and fundamental factors in stock returns of Canadian oil and gas companies", Com Cirano working papers,2004.