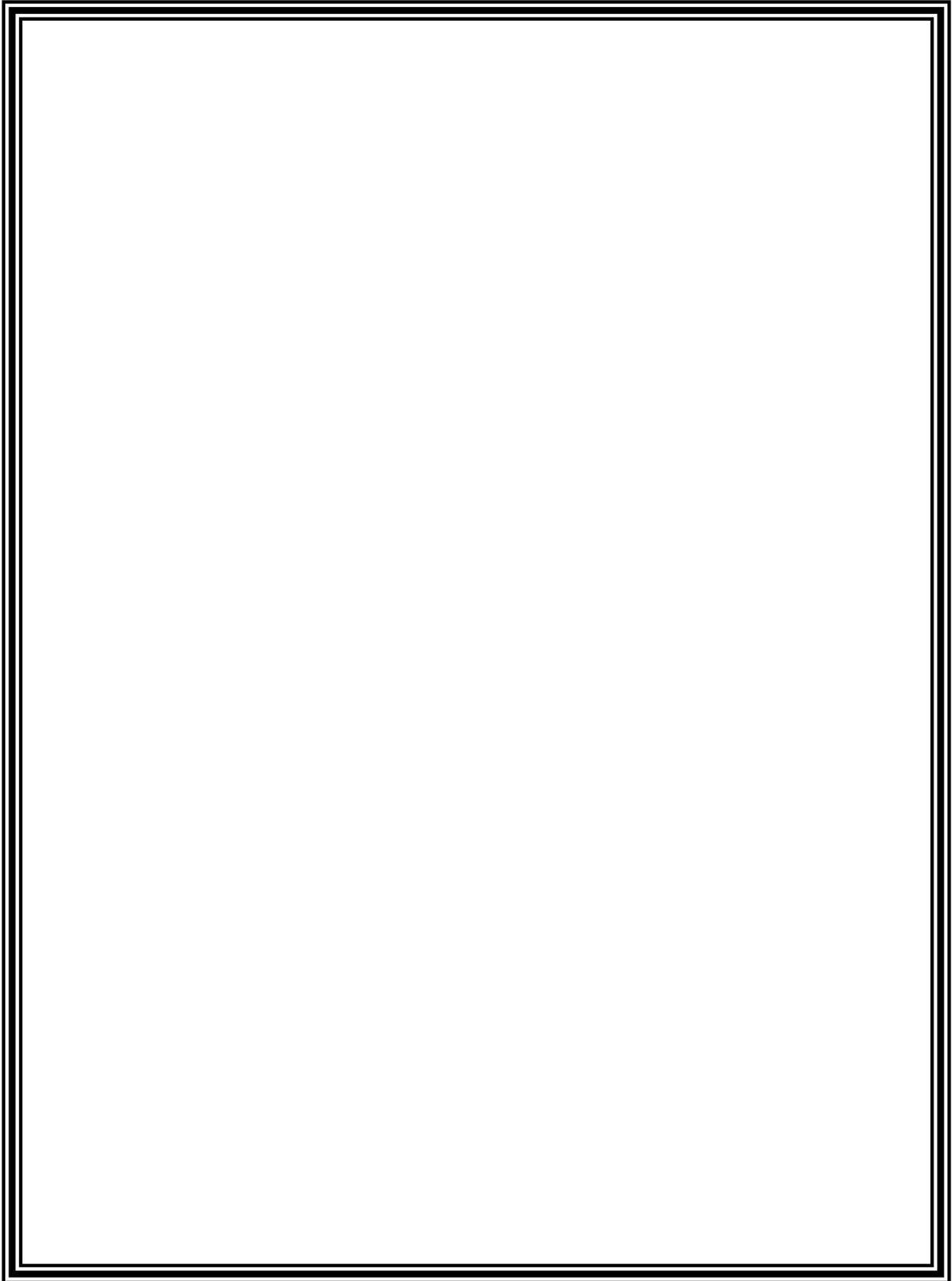


**دراسات**  
**في الإدارة والاقتصاد**



# **صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية**

**الاستاذ الدكتور  
عبد الحسين جليل الغالبي  
جامعة الكوفة - كلية الادارة والاقتصاد**

**المدرس المساعد  
رجاء جابر عباس**



# صدّات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية

The Shocks of Money Supply and the Exchange Rate and Their Impact on the Behavior of the Iraqi Stock Market Indicators.

المدرّس المساعد

رجاء جابر عباس

Rajaa Jaber Abbas

الاستاذ الدكتور

عبد الحسين جليل الغالبي

جامعة الكوفة - كلية الادارة والاقتصاد

Prof. Abdulhussein Jalil Abdulhasan Alghaliby

University Of Kufa / Faculty Of Administration And Economics

[Abdulh.jalil@uokufa.edu.iq](mailto:Abdulh.jalil@uokufa.edu.iq)

المالية جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي، فإن اي تقلب في عرض النقد واسعار الصرف سيجد صداه في سوق الاوراق المالية وتوصلت الدراسة الى ضعف اثر صدمات 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 الاختلالات الهيكلية التي يمر بها الاقتصاد العراقي خلال المدة المدروسة. الكلمات المفتاحية: صدمات عرض النقد، صدمات سعر الصرف، سوق العراق للأوراق المالية.

المستخلص:

تعرف صدمات 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 صدمات 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

## Abstract

positively and negatively on different economic activities in the country. This disorder covers also outside section such as deficit in the payments balance, When the activity of the financial market was an important part of the economic activity, so any change of money supply and rates of exchange will make effect on money, while the decline sample resulted in weak money supply and rate of exchange in Iraq .

The money supply shocks are known as the change in the current money supply in a way that is more or less than the expected money supply for the cash authorities. While the shocks of exchange rates are known as the sudden change that happen in the value of the money because of the change in the affected factors on them, whether they are financial, real , external, or internal factors, that caused disorder which affects

## المقدمة

الصدمات مثل صدمات عرض النقد وسعر الصرف التي تعد مؤشر خلل في الادارة النقدية لما لهذ الصدمات من آثار على العديد من المؤشرات في سوق الاوراق المالية، واحياناً اخرى قد تلجأ السلطات النقدية الى احداث هذه الصدمات بشكل متعمد لتحقيق اهداف معينة. وقد ركزت الدراسة على احد ابرز المشاكل النقدية الا وهي صدمات عرض النقد وصددمات سعر الصرف وأثرها على سلوك مؤشرات سوق الاوراق المالية في العراق ، لأن العلاقة بين هذه المتغيرات يشوبها الغموض وعدم الوضوح مما تطلب الوقوف عليها وتحديد اتجاهاتها وتحليل اثر هذه المتغيرات بوصفها من المتغيرات المهمة لنجاح اداء سوق الاوراق المالية في تحقيق

تلعب سوق الاوراق المالية دوراً هاماً في الاقتصاد من خلال تعبئة المواد المحلية وتوجيهها الى الاستثمارات الانتاجية، ويعد سوق الاسهم جزءاً مساهماً في الاقتصادات لأنه يتيح اعادة توزيع الموارد المالية بين الانشطة الاقتصادية المختلفة، وبالتالي من المفترض ان يوضح أداء سوق الاوراق المالية حالة اقتصاد البلد. وان السياسة النقدية هي مقياس للتأثير على معدلات النمو النقدي من اجل تحقيق الاهداف الاقتصادية المرجوة كما انها تغطي سلسلة من التدابير والحزم التي تهدف الى التأثير أو تنظيم حجم الاسعار وكذلك اتجاه اسواق المال في الاقتصاد. إلا ان الاخفاق في تحقيق التوازن النقدي يتسبب في حدوث

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

(سايمز) صدمة اسعار سندات الخزنة بدلاً من السياسة النقدية<sup>(١)</sup>. او قد تكون صدمات عرض النقد ناتجة من صدمات خارجية اهمها<sup>(٢)</sup>:

١. ارتفاع اسعار النفط الذي يمثل اهم الواردات الرئيسية للبلد المصدر وله مرونة سعرية كبيرة لذا يكون له تأثير قوي على الاقتصاد.

٢. صدمة سوق الصرف الاجنبي التي تتمثل في التدفق المفاجئ لراس المال. وهذه الظاهرة تسبب ازمة في العديد من الاقتصادات النامية.

وعلى هذا الاساس يمكن تعريف صدمات عرض النقود (Money Supply Shocks) بأنها احداث تغيير مفاجئ في عرض النقود مما يترتب عليها سواء بشكل مباشر او غير مباشر تغيرات في العديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل مستوى الناتج القومي، ومستوى العمالة الكاملة، والمستوى العام للأسعار، وسعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الاجنبية وغيرها من المتغيرات التي تمثل الاهداف الاقتصادية القومية<sup>(٣)</sup> أو بأنها تغيرات مفاجئة في العوائد والائتمان واسعار الاصول مما يحدث حركة مؤقتة في الطلب على النقود في المدى القصير<sup>(٤)</sup> او قد تكون صدمات عرض النقود مجموعة من الابتكارات التكنولوجية<sup>(٥)</sup>. او هو قيام البنك المركزي بتحديد مستوى العرض النقدي بما لا يتناسب والاحتياجات النقدية لمستوى النشاط الاقتصادي<sup>(٦)</sup>.

الاستقرار الاقتصادي من خلال تعزيز متطلبات النمو والمحافظة على قيمة العملة، وضبط معدلات النمو النقدي.

### المبحث الأول: الاطار النظري لصددمات عرض النقد

تبرز اهمية صدمات عرض النقد وصددمات سعر الصرف بوصفها احد المتغيرات المؤثرة في النشاط الاقتصادي، وتعد هذه الصدمات مؤشر لخلل السياسة النقدية لكونها انعكاساً لعدم الدقة والوضوح في تنفيذها، ولما كان نشاط السوق المالية جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي فإن أي تقلب في عرض النقد واسعار الصرف سينعكس اثرها على مؤشرات سوق الاوراق المالية.

اولاً: مفهوم صدمات عرض النقود: توصف الصدمة بانها الحدث الذي ينتج منه تغيير كبير و مفاجئ في الاقتصاد والمتغيرات الاقتصادية المختلفة، والصدمة اما ان تكون موجبة او سالبة، فالصدمة الموجبة هي التي تؤدي الى تحسن في قيمة المتغير، اما الصدمة السالبة هي التي تؤدي الى تدهور في قيمة المتغير الاقتصادي وهذا ما يسمى بالأزمات الاقتصادية. لذا فان صدمات عرض النقد تنتج عن مزيج من الخدمات المصرفية الخاصة أو سلوك البنك المركزي. وقد لا تكون صدمة عرض النقود تختص بالسياسة النقدية فقط بل قد تكون حسب

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

معدل التضخم ونسبته، ولصعوبة التحكم بها والسيطرة عليها<sup>(٨)</sup>. واهم هذه العوامل:-

(١) **التغير المفاجئ في الدخل:** في هذه الحالة يكسب الافراد الدخول النقدية بمعدل اكبر من معدل ارتفاع الاسعار ويخسر بعضهم اذ تزيد دخولهم النقدية بمعدل اقل من معدل ارتفاع الاسعار.

(٢) **التغيير المفاجئ في الثروة:** اي ان سعر بعض الاصول قد يزداد بسرعة اكبر من المستوى العام للأسعار ولذلك يستفاد ملاك هذه الاصول من الصدمة، وبالمقابل فان سعر بعض الاصول الاخرى قد يزداد بمعدل اقل من ارتفاع المستوى العام للأسعار ويتأثر ملاك هذه الاصول بطريقة عكسية من جراء هذه الصدمة<sup>(٩)</sup>.

(٣) **التغير المفاجئ في النظام الائتماني:** اذا كانت البنوك تحاول دائماً ان تساهم في تحقيق الاهداف المعلنة للبنك المركزي حرصاً منها على استمرار العلاقة الوثيقة بينهما وباعتباره المقرض الاخير في النظام الائتماني. فان الوضع يختلف تماماً بالنسبة للقطاعات غير المصرفية. إذ انها قد تتخذ مواقف معارضة تماماً لاتجاه سياسات البنك المركزي والاهداف التي يرمي الى تحقيقها وذلك عندما يتخذ سلوك هذه القطاعات صفة مفاجئة، او غير متوقعة، فانه يمكن ان يساهم بشكل مباشر، او غير مباشر في افشال هذه السياسات. فتنتقل الارصدة النقدية المستخدمة

ثانياً: تصنيف صدمات عرض النقد : يمكن ان تصنف صدمات عرض النقد الى عدة انواع مختلفة بالاستناد الى عدة اسس وكما يأتي:

١- صدمات عرض النقد المتوقعة وغير المتوقعة: يستند هذا التصنيف لصددمات عرض النقد بالاعتماد على اساس التوقع لحدوث التضخم بفعل تقلبات عرض النقد وكما يأتي:

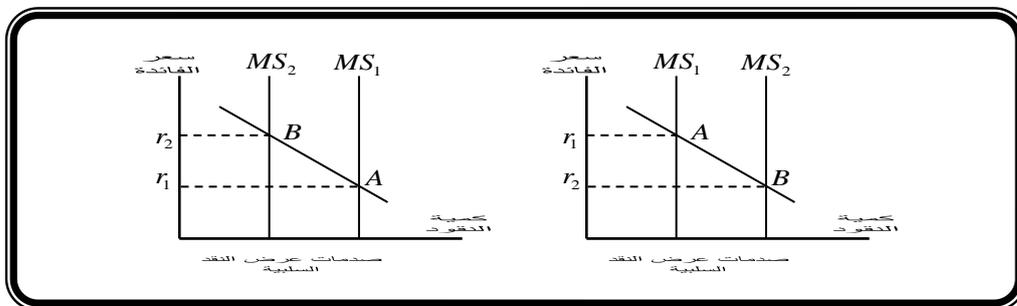
أ- **صدمات عرض النقد المتوقعة:** وتعني التغيير في المستوى العام للأسعار بالنسبة التي لا تزيد على ما كان متوقعاً على نطاق واسع. فالمؤسسات الاقتصادية في الدول تسعى من خلال معطيات الوضع الاقتصادي الحالي الى التنبؤ بنسب التضخم في المستقبل، ولهذه التوقعات دور مهم في معالجة التضخم والاصلاح الاقتصادي، والتقليل من الاضرار الناتجة عنه، فاذا زادت نسبة التضخم بالشكل الذي يفوق المتوقع او دون ذلك فانه يصنف ضمن صدمات عرض النقد المتوقع. وهذا غير موجود في الواقع، لان صدمات عرض النقد ياتي بشكل مفاجئ ولا يمكن التنبؤ به بدقة<sup>(٧)</sup>.

ب- **صدمات عرض النقد غير المتوقعة:** هي الزيادة المفاجئة في المستوى العام للأسعار بشكل اعلى من النسبة المتوقعة عند الجمهور، وفي الغالب ما يحدث من حالات صدمات عرض النقد في ظل هذا النوع، لان استشراف نسبة التضخم والتنبؤ بذلك امر يكتنفه العديد من المخاطرة، والصعوبات لكثرة العوامل المؤثرة في

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

٢- صدمات عرض النقد الايجابية والسلبية  
تعني صدمات عرض النقد الايجابية احداث  
تغيرات مفاجئة في عرض النقود بنسبة تزيد عن  
المستوى المطلوب، وبالتالي فان اثر الصدمة هو  
انتقال منحنى عرض النقود بشكل ايجابي الى  
جهة اليمين وذلك لعدة اسباب منها اتباع البنك  
المركزي سياسة نقدية توسعية، اي الانتقال من  
MS1 الى MS2 فينتقل التوازن من نقطة A  
الى B وهي نقطة تقاطع منحنى عرض النقود  
MS2 مع منحنى الطلب على النقود Md مؤدياً  
الى انخفاض سعر الفائدة r1 الى r2 كما في  
الشكل (١) A . اما صدمات عرض النقد السلبية  
تحدث عند انخفاض مفاجئ في عرض النقد  
بنسبة تقل عن ما كان متوقفاً نتيجة اتباع سياسة  
نقدية انكماشية مؤدية الى انتقال منحنى عرض  
النقود الى جهة اليسار اي الانتقال من MS1  
الى MS2 مؤدياً الى انتقال نقطة التوازن من A  
الى B رافعاً سعر الفائدة من r1 الى r2 كما  
في الشكل (١) B.

شكل (١) صدمات عرض النقد الايجابية والسلبية



Source: Frederic Mishkin, The Economics Money, Banking Financial Markets, (San Francisco New York, 2004)p110.

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

تكون فقط على الاسعار الاسمية وليس القيمة الحقيقية للنتائج.

٢- صدمات عرض النقد التوسعية والانكماشية<sup>(١٣)</sup>: يستند هذا التقسيم للصددمات الى طبيعة عرض النقد من حيث التوسع والانكماش. تحدث صدمات عرض النقد التوسعية عند قيام البنك المركزي بشراء السندات الحكومية وهذا يؤدي الى زيادة حجم السيولة المكونة للقاعدة النقدية وبالتالي زيادة في الارصدة النقدية داخل الاقتصاد ومن ثم زيادة العملة في التداول وزيادة الاحتياطيات لدى المصارف مما يؤدي الى زيادة الاموال المعدة للإقراض وانخفاض اسعار الفائدة على القروض وزيادة الطلب عليها وبالتالي احداث صدمة عرض النقد. اما صدمات عرض النقد الانكماشية فتحدث عند قيام البنك المركزي ببيع السندات الحكومية والذي يؤدي الى الانخفاض في حجم السيولة المكونة للقاعدة النقدية وبالتالي تنقلص الارصدة النقدية داخل الاقتصاد ومن ثم انخفاض العملة في التداول وانخفاض الاحتياطيات لدى المصارف مما يؤدي الى انخفاض الاموال المعدة للإقراض وارتفاع اسعار الفائدة على القروض ومن ثم انخفاض الطلب على القروض وبالتالي احداث صدمة سلبية في عرض النقود. المبحث الثاني: التأصيل النظري لصددمات سعر الصرف

ان صدمة عرض النقد السلبية من المحتمل ان يكون لها تاثير اقوى من الصدمة الايجابية . وهذا يعود الى عدة اسباب اهمها<sup>(١٢)</sup>.

١. الصدمة السلبية لعرض النقد يمثل انخفاض الائتمان في الاقتصاد بحيث يضطر المقترضين للحد من الانشطة الاقتصادية مما يقلل الانتاج في الاقتصاد، بالمقابل الصدمة الايجابية لعرض النقد تعني استعداد اكبر من الوسطاء الماليين للاقراض. بحيث تكون غير مضطرة في سداد النقص في القروض.

٢. في فترات الازدهار مع العمالة الكاملة وارتفاع الطلب على الاستثمار وزيادة منح الائتمان يستوجب اتباع صدمة سلبية لعرض النقود. اما في فترات الركود فيجب اتباع صدمة ايجابية عندما تواجه المنشآت عموماً عدم كفاية الطلب في منتجاتها وعندما يكون هناك فائض في الطاقة الانتاجية، وعدم وجود حافزاً كافياً في زيادة استثماراتها أو الاقتراض. وهذا يعني ان تأثير هذين النوعين من السياسات يعتمد على مرحلة الدورة الاقتصادية التي ترتبط بالبلد.

٣. مرونة الاسعار والاجور الاسمية بالاتجاه الصعودي هي اكبر من مرونة الاسعار والاجور الاسمية بالاتجاه النزولي. اذ ان الصدمة السلبية لعرض النقود تقوم بمواجهة انخفاض الاسعار والتي تكون اكثر عرضة لآثار الحقيقية للنتائج. في حين ان تأثير الصدمة الايجابية يمكن ان

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

والتوظيف<sup>(١٥)</sup> فيكون اثره كبيراً على الاقتصادات الصغيرة والمفتوحة واقل على الاقتصادات الكبيرة والمغلقة كمنطقة اليورو<sup>(١٦)</sup> وقد تنشأ صدمات سعر الصرف عن طريق التغير في الاسعار التنافسية ما بين البلدان والتي تؤثر تأثيراً كبيراً على صادراتها واستيراداتها<sup>(١٧)</sup> او تنشأ من التقدم التكنولوجي، او المضاربة على العملات او تحرير حساب رأس المال هذه الاسباب كلها تؤدي الى تقلب سعر الصرف بدرجة كبيرة جداً وعدم الاستقرار في تحركات سعر الصرف، وبالتالي هي وجود مخاطر مرتبطة بتحركات غير متوقعة في سعر الصرف. فالمتغيرات الاقتصادية كالتضخم ومعدل الفائدة وميزان المدفوعات، التي اصبحت اكثر تقلباً في حد ذاتها هي مصادر من سعر الصرف<sup>(١٨)</sup>. وعلى هذا الاساس تعرف صدمات سعر الصرف Exchange rate shocks بأنها التغير المفاجئ الذي يحدث في قيمة العملة نتيجة تغير احد العوامل الاقتصادية سواء كانت عوامل نقدية او حقيقية او عوامل داخلية او خارجية، مما يسبب اضطرابات كبيرة تؤثر سلباً على مختلف الأنشطة الاقتصادية في البلد وتمتد هذه الاضطرابات لتشمل القطاع الخارجي كالعجز في ميزان المدفوعات.

ثانياً: مصادر صدمات سعر الصرف: تنشأ صدمات سعر الصرف من خلال العديد من العوامل العشوائية بافتراض ان اسعار الصرف

ان نظام النقد الدولي الذي وضعت أسسه اتفاقية بريتون وودز والذي يدور في الاساس حول نظام للمبادلات الاجنبية جاء ليمزج بين الاسعار الثابتة والعائمة، ويوصف هذا النظام بانه ثابت ولكنه قابل للتعديل، ويعني الجزء الثابت ان العملات حددت بقيمة اسمية، اما الجزء القابل للتعديل فيعني السماح للعملات بالتقلب حول تلك القيمة الاسمية، غير انه اذا تحركت اسعار هذه العملات بعيداً عن القيمة الاسمية فانه يفترض ان تعمد الحكومات صاحبة هذه العملات الى تعديلها. الا ان المشكلة تكمن في انه ليس لدى الحكومات اي حافز مغر لتعديل اسعار العملات اذا هي تحركت في مصلحتها، وتتخوف الحكومات من التعديل اذا تحركت العملات في غير مصلحتها. ونتيجة ذلك تقف الحكومات في انتظار حدوث ازمة لتعديل الوضع<sup>(١٤)</sup>.

اولاً: مفهوم صدمات سعر الصرف: تنشأ صدمات سعر الصرف من التقلبات في العرض والطلب على العملة الاجنبية و تحدث هذه الصدمات بفعل التغيرات في العديد من العوامل الاقتصادية. فاذا ترك سعر الصرف الاجنبي يتحدد بفعل عوامل العرض والطلب الدائمة التغير فان اثر الصدمة هو احداث تقلبات كبيرة مما يولد انعكاسات خطيرة على أنشطة التصدير والاستيراد داخل البلد فتصيبها بعدم الاستقرار مما يؤثر سلباً على معدلات الانتاج

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

والعلاقة التي تربطها هي علاقة عكسية فالتغير في الناتج يتبعه تغير معاكس في سعر الصرف الاجنبي<sup>(٢١)</sup>.

وبشكل عام ان اسباب صدمات سعر الصرف تكمن جميعها في الصدمات الحقيقية المحلية والصدمات الاسمية الخارجية التي تعكس التغيرات في عرض النقود، فالسياسة النقدية غير المتوقعة تولد تغيرات كبيرة في سعر الصرف وتؤثر الصدمات الاسمية على سعر الصرف الحقيقي ولكن على المدى القصير فقط. لان سعر الصرف الحقيقي ينحرف عن مساره التوازني على المدى الطويل<sup>(٢٢)</sup>. ووفقاً لنموذج *Dornbusch* الذي يوضح ان سعر الصرف يعتبر قناة هامة لانتقال آثار السياسة النقدية ومن ثم فان سلوك الناتج الحقيقي يؤثر على السياسة النقدية واسعار الفائدة واسعار الصرف بافتراض<sup>(٢٣)</sup>:

- ١- الانتقال التام لرؤوس الاموال .
- ٢- التعديل البطيء للسعر الامثل.
- ٣- اليقين التام.

والاوراق المالية يمكن تعديلها بشكل اسرع من سوق السلع<sup>(١٩)</sup> لذا تنشأ صدمات سعر الصرف من خلال جانبين وهي:-

١- **الجانب النقدي والمالي:** وذلك عندما يقوم البنك المركزي بالتدخل في سوق الصرف الاجنبي من خلال بيع وشراء العملة الاجنبية فانه سوف يؤثر على القاعدة النقدية انخفاضاً او ارتفاعاً. فاذا قام البنك بشراء السندات يؤدي ذلك الى خفض اسعار الفائدة مما يدفع المستثمرين الى التحول الى اسواق السندات الخارجية ويستبدلون العملة المحلية بعملات اجنبية، فان اثر الصدمة هو تدهور العملة الوطنية وارتفاع سعر الصرف<sup>(٢٠)</sup>.

٢- **الجانب الحقيقي:** والذي يعني ان نمو الناتج يولد طلب اضافي على عملة البلد ويحسن الحساب الجاري، وبالتالي يقلل من سعر الصرف الاجنبي مقابل العملة المحلية، ويكون دعم العملة المحلية اكبر عندما يزداد الفارق بين الناتج المحلي والناتج العالمي بشكل ايجابي لصالح الناتج المحلي فالأثر الذي يتركه الناتج على سعر الصرف الاجنبي هو اثر عكسي

فاذا كانت حركة رؤوس الاموال على النحو الاتي:

$$r = r^* + x \dots\dots\dots(1)$$

$r$ : معدل الفائدة المحلية.  $r^*$ : معدل الفائدة الاجنبي.  $x$ : المعدل المتوقع لانخفاض قيمة العملة.

$$X = \theta(e^- - e) \dots\dots\dots(2)$$

## خدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

تمثل الانخفاض المتوقع لسعر الصرف المحلي ( $X$ ) نسبة الى الفرق بين المدى الطويل والمدى القصير وان  $\theta$  يمثل معامل التعديل وعند الاستبدال نحصل على:

$$r - r^* = \theta(e^- - e) \dots\dots\dots(3)$$

ان فرق الفائدة يعادل الانخفاض المتوقع لسعر الصرف.

$$e_t = (m - m^*)_t + \eta(y^* - y)_t + (1/\theta)(i - i^*)_t \dots\dots\dots(4)$$

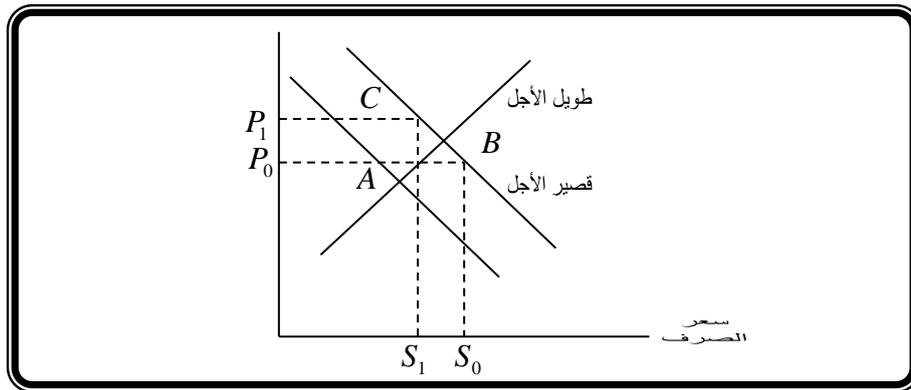
$m$  عرض النقد،  $Y$  الدخل الحقيقي،  $i$  سعر الفائدة،  $\eta$  تقلبات مستوى الدخل.

واكد *Frankel* ان نموذج *Dornbusch* يمكن تعديله ليعكس التضخم وسعر الفائدة الحقيقي وعلى النحو الاتي.

$$e_t = (m - m^*)_t + \eta(y^* - y)_t + (1/\theta)(i - i^*)_t + \varepsilon (\pi - \pi^*)_t \dots\dots\dots(5)$$

$(\pi - \pi^*)$ : معدلات التضخم المحلية والاجنبية.

شكل (٢) التغيرات العشوائية لأسعار الصرف



-Paul- Francois Muzindutsi, Exchange Rate Shocks And The Stoke Market Index: Evidence From The Johannesburg Stock Exchange, Adissertation Master, Kwazulu-Natal , 2011,P28.

النقدي بواسطة الاسواق المالية. اي ان حركة رأس المال والتوقعات وتوازن السوق على المدى القصير عند النقطة (B) وينتقل الى التوازن طويل الاجل عن طريق الزيادة في الطلب الكلي، وانخفاض في اسعار الفائدة المحلية، وبالتالي فان الطلب الكلي يؤدي الى وجود

يوضح الشكل (٢) ان التوازن في المدى القصير (B) هو اقل من التوازن في المدى الطويل (C)، فانخفاض سعر الصرف في المدى القصير يتجاوز الانخفاض على المدى الطويل والفرق هو معدل سعر الصرف المتوقع الذي يهيمن على التأثيرات قصيرة الاجل من التوسع

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

علاقة بينهما. ففي رأي Mukherjee و Naka ان تأثير الكتلة النقدية على اسعار الاوراق المالية هو مسألة تجريبية، ومن شأن الزيادة في عرض النقود ان تؤدي الى التضخم، ويمكن ان تزيد من معدل الخصم ومن ثم تقليل اسعار الاوراق المالية<sup>(٢٦)</sup>. وهناك من يرى ان نمو عرض النقود يصاحبه زيادة في الاستثمار في سوق الاوراق المالية مما يؤدي الى ارتفاع في اسعارها مستنداً الى انها تحقق حماية من التضخم بوصفها تمثل جزءاً من الخدمة المالية للشركات التي تتكون في مجموعها من اموال مادية ومعنوية، فضلا عن ان ناتج انشطتها يميل الى الارتفاع مع اتجاه التضخم أما في ظل انخفاض مستوى التضخم فأن اقبال الافراد يقل على الاستثمار في سوق الاوراق المالية، اذ ان الانكماش يكون اقل كلفة لحائز السيولة لأنه يكون مصحوباً بانخفاض في الاسعار<sup>(٢٧)</sup>. ولتوضيح اثار السياسة النقدية المترتبة على اسعار الاسهم المتمثلة في خصم الارباح يمكن اتباع النموذج الاتي:

$$= E_i \left[ \sum_{j=1}^{\infty} \left( \frac{1}{1+R_i} \right)^j D_{i,t+j} \right] P_{i,t}$$

$P_{i,t}$ : سعر السهم  $i$  في الفترة  $t$ ،  $R_i$ : هو المعدل المستخدم لخصم ارباح الاسهم،  $D_{i,t+j}$ : اي ان الشركة  $i$  ترتفع من الفترة  $t$  الى  $t+j$

ضغوط تضخمية بدلا من زيادة الانتاج<sup>(٢٤)</sup>. وتفيد نتائج التحليل لمعدلات سعر الصرف إلى سرعة الاندفاع باتجاه قيمته التي يستقر عندها في الأجل المنظور، فالزيادة المتوقعة في الرصيد النقدي تسبب تغيرا في سعر الصرف، بحيث يندفع بعيدا عن مركزه التوازني في الأجل الطويل<sup>(٢٥)</sup>.

### المبحث الثالث

#### سوق الاوراق المالية وعلاقته بصدمات عرض النقد وسعر الصرف

ثالثاً: عرض النقد وعلاقته بسوق الاوراق المالية : اوضح فريدمان وشوارتز العلاقة بين الكتلة النقدية وعوائد الاسهم بوضوح، بافتراض ان نمو عرض النقد المتوقع من شأنه أن يؤثر على الاقتصاد الكلي وبالتالي على عوائد الاسهم المتوقعة. اي ان الزيادة في نمو M2 تشير الى فائض السيولة المتاحة لشراء الاوراق المالية. مما يؤدي الى ارتفاع اسعار الاوراق المالية. واستناداً الى الدراسات السابقة وجدت علاقة قوية بين المتغيرين، بينما وجد بعضهم عدم وجود

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

ب- تراجع التوقعات المستقبلية للسيولة النقدية (الايادات و الارباح) الى درجة ان الانكماش النقدي الذي يرتبط مع زيادة النقود يعيق النشاط الاقتصادي الحقيقي.

اما في حالة معدل الخصم الخالي من المخاطر  $RP_i$  وارتفاع المخاطرة المصاحبة للشركة  $i$  فان نموذج خصم ارباح الاسهم يمكن كتابتها على النحو الاتي:

$$= E_i \left[ \sum_{j=1}^{\infty} \left( \frac{1}{1+R^F + RP_i} \right)^j D_{i,t+j} \right] P_{i,t}$$

المعمرة يمكن تعديلها بسهولة. ومن شأن محفظة الاوراق التجارية ان تستجيب للصدمة التي نتجت عن التغيرات غير المتوقعة لعرض النقد الاسمي. فاذا قام البنك المركزي بزيادة عرض النقد الاسمي بواسطة عمليات السوق المفتوحة فان الاثر الاولي لأسعار اذونات الخزينة ستنقل بسرعة الى اسعار الاوراق المالية الاخرى، ولذا نجد المستثمرين الافراد غير قادرين على الحصول على عوائدهم المتوقعة من المحفظة الخاصة بهم، مما يتطلب وقت كافي لاختيار محفظة استثمارية بديلة، أما البعض الاخر سوف يقومون ببيع الاصول (الاسهم، المنازل، السيارات) بسرعة غير متوقعة، بسعر يحتفظ من خلالها بمعدل اكبر من الارصدة النقدية او

ويمكن تفسير ذلك هو ان زيادة التمويل من قبل البنك المركزي يسبب انخفاض في سعر السهم للشركة  $i$  لسببين:

أ- ارتفاع معدل الخصم  $R_i$  وذلك لان الزيادة في معدل التمويل من قبل البنك المركزي يترافق عادةً مع الزيادة في اسعار سوق الاوراق المالية قصيرة الاجل التي تستخدم عموماً كمعدلات خصم.

يوضح هذا النموذج ان ارتفاع المخاطرة هي قناة من المحتمل ان يتم عن طريقها انتقال تقلبات عرض النقد في سوق الاوراق المالية. وان شحة النقود يمكن ان تزيد المخاطرة في الاسهم بطريقة مباشرة عن طريق رفع تكاليف الفائدة أو اضعاف الميزانية العمومية للشركات، فضلاً عن ذلك يمكن لشحة النقود ان تقلل من رغبة المستثمرين في تحمل مخاطر الاوراق المالية<sup>(٢٨)</sup>.

اما في حالة التغير المفاجئ في عرض النقود فقد افترضت الدراسات السابقة ان الارصدة النقدية هي بمثابة امتصاص للصدمة او اسهم محتجزة التي تمتص التغيرات غير المتوقعة في الدخل، وكذلك محفظة الاوراق المالية والسلع

## خدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

ويعزى تأثير الجزء غير المتوقع لنمو المعروض النقدي الى ان متخذي القرار الاقتصادي قد يفسرون خطأ التغيرات المطلقة في الاسعار على انها تغيرات في الاسعار النسبية. كما يمكن ارجاع هذا التأثير الى التوقعات بشأن التضخم ومن ثم على اسعار الاسهم والتي تعد ضمن انواع اخرى من الاستثمار ملاذاً للمستثمرين للمحافظة على دخولهم الحقيقية. ولقياس مدى استجابة اسعار الاسهم بالنسبة لتوقعات عرض النقد نقوم بتقدير المعادلة الاساسية التالية<sup>(٢٠)</sup>:

الاصول. فضلاً عن انه سوف يتيح حجم كبير من الائتمان. وكذلك السرعة في تقديم القروض مما يحدث زيادة مؤقتة في الارصدة النقدية الا انها زيادة قصيرة. والحالة معاكسة عندما يكون هناك انخفاض في عرض النقد الاسمي فان اسعار الاصول ستتخفض بشكل غير متوقع، وبالتالي سيكون هناك بطء في بيعها، مما يقيد من حجم الائتمان الامر الذي سوف يدفع الافراد الى تخفيض احتياطاتهم النقدية بشكل مؤقت. لذا فان تقلبات عرض النقود ستؤثر على عملية التزامن بين بيع وشراء الاصول مما يولد رغبة مؤقتة لاحتجاز كمية اكثر او اقل من النقود<sup>(٢٩)</sup>.

$$RSP_{it} = C_i(L) RSP_{it-1} + a_{0i} DMA_t + a_{1i} DMR_t + b_i Trend + E_{it}$$

$RSP_{it}$ : الفروق الاولية للوغاريتيم سعر السهم (عائد السهم) لقطاع  $i$  في شهر  $t$

$DMA_t$ : السياسة النقدية المتوقعة.

$DMR_t$ : السياسة النقدية غير المتوقعة.

$Trend$ : اتجاه زمني.

$E_{it}$ : حد عشوائي بمتوسط حسابي صفر وتباين ثابت.

$C_i(L)$ : مجموع معاملات الابطاء التي تعبر عن مقياس التأثير الصافي لجمود الاسعار.

الزمني لتحاشي الحصول على علامة زائفة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة خاصة في حالة عدم سكون السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات.

بافتراض ان  $1 - C_i(L)$  فكلما اقترب  $C_i(L)$  من الواحد الصحيح كان تعديل الاسعار تدريجياً وبالتالي يكون انحراف السعر عن التوازن كبيراً. وببين تقدير المعادلة على هيئة فروق اولية، فضلاً عن تضمين المعادلة متغير الاتجاه

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

ويمكن تفسير معامل التقدير المحسوب إذا تم احتساب متوسط تعرض الشركات في سوق الاسهم للتغيرات المفاجئة في سعر الصرف في البلدان الاكثر انفتاحاً وخاصة الشركات الكبرى المتعلقة بالتجارة الخارجية والنتيجة مفادها ان المزيد من الانفتاح الاقتصادي يعني وجود علاقة ايجابية قوية بين القيمة السوقية للاسهم وسعر الصرف. ومن المتوقع ان يكون هناك تأثير ايجابي على الصادرات وبعضه سلبياً على الاستيرادات وهذه التأثيرات على مؤشر الاوراق المالية يمكن الغائها بشكل تام. وتبين النتائج التجريبية استجابة اسعار الصادرات تكون اقل عند التغير المفاجئ في سعر الصرف لقياس اثر التغير المفاجئ في سعر الصرف على مؤشر سوق الاسهم فانه يتم من خلال النموذج الآتي<sup>(٣٢)</sup>.

ثالثاً: سعر الصرف الاجنبي وعلاقته بسوق الاوراق المالية : تؤثر اسعار الصرف على تحركات اسعار سوق الاوراق المالية وتؤثر تغيرات سعر الصرف على القدرة التنافسية للشركات من خلال تأثيرها على المدخلات واسعار المخرجات. عندما ترتفع قيمة العملة (انخفاض سعر الصرف) فانه يؤثر سلباً على الصادرات المحلية باعتبار ان اسعار السلع المحلية ستكون اعلى من السلع الاجنبية مما يتسبب في انخفاض الصادرات. وانخفاض القدرة التنافسية نتيجة لذلك تتخفف ارباح الشركات وستتفقد التنافسية في سوق الاوراق المالية المحلية، ومن ثم انخفاض جاذبيتها في السوق المحلية للأوراق المالية، وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية. ناتج ذلك عن وجود علاقة سلبية بين قيمة العملة المحلية وسعر الاوراق المالية<sup>(٣١)</sup>.

$$R_{i,t} = B_{0,i} + B_{1,i}\Delta S_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \dots \dots \dots (1)(*)$$

$R_{i,t}$ : السوق في الوقت  $t$  هو العائد على سوق الاوراق المالية المحلية.  $\Delta S_{i,t}$ : هو نسبة التغير في بلد معين.

$$R_{i,t} = x_{0,i} + x_{1,i}\Delta S_{i,t} + x_{2,i}\Delta W_{i,t} + n_{i,t}, \dots \dots \dots (2)$$

$$R_{i,t} = y_{0,i} + y_{1,i}\Delta S_{i,t} + y_{2,i}\Delta I_{i,t} + U_{i,t}, \dots \dots \dots (3)$$

$$\phi_{0,i}LR_{i,t} = \varepsilon_{i,t}, \dots \dots \dots (4) S_{i,t} + \Delta\phi_{1,i}$$

$LR$ : هو التغير في الرقم القياسي المحلي.

وهذا يؤكد على ان التغير المفاجئ في سعر الصرف يؤثر بالفعل على سوق الاوراق المالية.

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

### المبحث الرابع

#### تقدير دوال مؤشرات سوق العراق للأوراق

#### المالية

تم تقدير نماذج اثر صدمات عرض النقد  $mss_t$  و صدمات سعر الصرف  $ers_t$  بوصفها متغيرات مستقلة على مؤشرات سوق الاوراق المالية في العراق بوصفها متغيرات تابعة للفترة (2010-2015) .

فان معامل الانحدار المقدر ايجابياً بالنسبة لمعظم البلدان تشير الى ان سوق الاوراق المالية ترتفع عندما يكون سعر الصرف منخفضاً.

١- النموذج الاول: تقدير دالة اثر صدمات عرض النقد وسعر الصرف على مؤشر عدد الاسهم المتداولة TSN.

$$TSN = 2.84 - 447mss_t + 556 ers_t$$

(0.08) (0.06) (-0.13)

$$R^2 = 0.0\% \quad F = 0.01 \quad DW = 2.78$$

$$du = 1.64 \quad dl = 1.58 \quad F^* = 3.07 \quad t^* = 1.28$$

ب- اختبار (t): اشار اختبار (t) الى عدم ثبوت قوة معنوية صدمة عرض النقد  $mss_t$  و صدمة سعر الصرف  $ers_t$  كون قيمة (t) المحتسبة البالغة (0.13، 0.08) اكبر من قيمتها الجدولية البالغة (1.28) عند مستوى معنوية 10% الامر الذي يدل على ضعف تأثير صدمة عرض النقد و صدمة سعر الصرف على مؤشر عدد الاسهم المتداولة. اما اختبار

أ- يلاحظ من خلال النموذج ان صدمة عرض النقد  $mss_t$  ترتبط بعلاقة سلبية بمؤشر عدد الاسهم المتداولة TSN وهذا يعكس ان الصدمة السلبية تؤدي الى ارتفاع قيمة المؤشر في حين ان صدمة سعر الصرف  $ers_t$  ترتبط بعلاقة طردية بالمؤشر المذكور وهذا يعني ان الصدمة الايجابية لسعر الصرف تؤدي الى ارتفاع قيمة المؤشر.

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

من قيمتها الجدولية البالغة (3.07) عند درجة حرية (n-k-1) ومستوى معنوية 5%. وطبقاً لاختبار DW لا يعاني نموذج DW من مشكلة الارتباط الذاتي كون قيمة دارين واتسن البالغة (2.78) تقع في منطقة القرار الحاسم عند مستوى معنوية 5%.

معامل التحديد  $R^2$  فانه يشير الى ان المتغيرات المستقلة (صدمة عرض النقد  $mss_t$  وسعر الصرف  $ers_t$ ) لا تؤثر على عدد الاسهم المتداولة في العراق، اما اختبار F لم يجتز النموذج اختبار المعنوية الاجمالية ( $-testF$ ) كون قيمة F المحتسبة البالغة (0.01) هي اقل

٢- النموذج الثاني: تقدير دالة اثر صدمات عرض النقد وسعر الصرف على معدل الدوران TR :

$$TR = -1.21 - 3306mss_t - 1.58ers_t$$

(-0.00) (-0.15) (-0.79)

$$R^2 = 1.0\% \quad F = 0.33 \quad DW = 2.88$$

حجم التداول في سوق الاوراق المالية وهذا يتفق مع حقيقة وواقع سوق الاوراق المالية العراقية. اختبار معامل التحديد  $R^2$ : حسب معامل التحديد فان المتغيرين صدمات عرض النقد وسعر الصرف لا تؤثر الا بنسبة (1.0%) والبواقي مقدارها (99%) يعود لجملة من العوامل الاخرى التي لم تدخل في النموذج. ولم يجتز النموذج ( $F - test$ ) اختبار المعنوية الاحصائية كون قيمة F المحتسبة والبالغة (0.33) اقل من قيمتها الجدولية البالغة (3.07) وعند مستوى معنوية 5%. ولا يعاني النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي ذلك كون قيمة DW البالغة (2.88) تقع في منطقة القرار الحاسم.

أ- نلاحظ من خلال النموذج ان صدمة عرض النقد وصدمة سعر الصرف ترتبط بعلاقة عكسية مع مؤشر معدل الدوران TR مما يعني ان الصدمات السلبية لعرض النقد وسعر الصرف تؤدي الى ارتفاع قيمة هذا المؤشر.

ب- اشار اختبار (t) الى عدم معنوية معاملات انحدار حجم التداول للأوراق المالية في العراق كون قيمة (t) المحتسبة في النموذج البالغة (-0.15, -0.79) اقل من قيمتها الجدولية البالغة (1.28) عند درجة حرية 67 ومستوى معنوية 10%، الامر الذي يدل الى ضعف تأثير المتغيرات المستقلة (صدمة عرض النقد  $mss_t$  وصدمة سعر الصرف  $ers_t$ ) على

### صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

٣- النموذج الثالث: تقدير دالة اثر صدمات عرض النقد وسعر الصرف على مؤشر عدد العقود  
.CN

$$CN = 90 - 0.000252mss_t + 1.9ers_t$$

$$(0.27) \quad (-1.10) \quad (0.09)$$

$$R^2 = 1.8\% \quad F = 0.61 \quad DW = 2.48$$

مؤشر عدد العقود في السوق المالية العراقية. وحسب معامل التحديد  $R^2$  فان المتغيرات المستقلة لصدّات عرض النقد وصدّات سعر الصرف لا تؤثر الا بنسبة (1.8%) والبواقي مقدارها (98.2) يعود لجملة من العوامل الاخرى التي لم تدخل في النموذج. في حين لم يجتز النموذج اختبار المعنوية الاحصائية ( $-testF$ ) كون قيمة  $F$  المحتسبة البالغة (0.61) اقل من القيمة الجدولية البالغة (3.07) عند نفس المستوى. ولم يعاني النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي ذلك كون قيمة  $D.W$  البالغة (2.48) تقع في منطقة القرار الحاسم .

أ- نلاحظ ان صدمة عرض النقد  $mss_t$  ترتبط بعلاقة سلبية مع مؤشر عدد العقود  $CN$  في سوق الاوراق المالية العراقية مما يعكس ارتفاع قيمة المؤشر في السوق في حين ترتبط صدمة سعر الصرف بعلاقة ايجابية مع المؤشر المذكور وهذا يعني ارتفاع قيمة المؤشر مقابل تلك الصدمات.

ب- اشار اختبار (t) الى عدم ثبوت معامل انحدار عدد العقود كون (t) المحتسبة البالغة (1.10 و 0.09) على التوالي هي اقل من القيمة الجدولية البالغة (1.28) عند مستوى معنوية 10% الامر الذي يدل الى ضعف تأثير صدمة عرض النقد وصدمة سعر الصرف على

٤- النموذج الرابع: تقدير دالة اثر صدمات عرض النقد وسعر الصرف على مؤشر عدد الشركات المتداولة  $TCN$ .

$$TCN = -0.058 - 0.000000 mss_t + 0.471ers_t$$

$$(-0.13) \quad (-0.38) \quad (1.67)$$

$$R^2 = 4.2\% \quad F = 1.46 \quad DW = 2.16$$

المتداولة  $TCN$  في سوق الاوراق المالية مما يعكس ارتفاع قيمة المؤشر في السوق في حين

أ- نلاحظ ان صدمة عرض النقد  $mss_t$  ترتبط بعلاقة سلبية مع مؤشر الشركات

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

الجدولية البالغة (1.28) عند مستوى (10%). وحسب معامل التحديد  $R^2$  فان المتغيرات المستقلة لصدمات عرض النقد وسعر الصرف لا تؤثر الا بنسبة (4.2%) والبواقي مقدارها (95.8) يعود لجملة من العوامل الاخرى التي لم تدخل في النموذج . في حين لم يجتز النموذج اختبار المعنوية الاحصائية ( $-testF$ ) كون قيمة  $F$  المحتسبة البالغة (1.46) اقل من القيمة الجدولية البالغة (3.07) عند مستوى 5% . كما لم يعاني النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي ذلك كون قيمة  $D.W$  البالغة (1.16) تقع في منطقة القرار الحاسم.

ترتبط صدمة سعر الصرف بعلاقة ايجابية مع المؤشر المذكور وهذا يعني ارتفاع قيمة المؤشر. ب- لم تثبت معنوية المعلمة المقدرة لصدمة عرض النقد في تأثيرها على عدد الشركات المتداولة في سوق العراق للاوراق المالية وذلك كون قيمة ( $t$ ) المحتسبة لعرض النقد البالغة (-0.38) اقل من القيمة الجدولية المذكورة عند نفس المستوى وهذا يدل على ضعف تأثير معامل الانحدار لصدمة عرض النقد على عدد الشركات المتداولة، اما صدمة سعر الصرف فثبتت معنويتها كون قيمة  $t$  المحتسبة البالغة (1.67) هي اكبر من القيمة

### ٥- النموذج الخامس: تقدير دالة اثر صدمات عرض النقد وسعر الصرف على مؤشر السوق $MI$

$$MI = -0 + 0.000331 mss_t + 5.8 ers_t$$
$$(-0.00)(1.77)(0.35)$$
$$R^2 = 4.6\% \quad F = 1.62 \quad DW = 2.97$$

في النموذج البالغة 1.77 هي اكبر من قيمتها الجدولية البالغة(1.28) عند درجة حرية 67 ومستوى معنوية 10%، اما صدمة سعر الصرف  $ers_t$  فلم تثبت معنويتها على مؤشر السوق كون قيمة  $t$  المحتسبة البالغة (0.35) اقل من قيمتها الجدولية المذكورة عند نفس المستوى، وحسب معامل التحديد  $R^2$  فان المتغيرات المستقلة لصدمات عرض النقد وسعر

أ- نلاحظ من خلال النموذج ان صدمة عرض النقد وصدمة سعر الصرف ترتبط بعلاقة ايجابية مع مؤشر السوق  $MI$  مما يعني ان الصدمات الايجابية لعرض النقد وسعر الصرف تؤدي الى ارتفاع قيمة هذا المؤشر .

ب- اشار اختبار  $t$  ثبوت معنوية معامل الانحدار لصدمة عرض النقد  $mss_t$  على مؤشر السوق  $MI$  في العراق كون قيمة ( $t$ ) المحتسبة

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

كونها اقل من قيمتها الجدولية البالغة (3.07) عند درجة حرية 67 ومستوى معنوية 5%. ولم يعاني النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي ذلك كون قيمة  $D.W$  البالغة (2.10) تقع في منطقة القرار الحاسم.

الصرف لا تؤثر الا بنسبة (4.6%) والبواقي مقدارها (95.4%) يعود لجملة من العوامل الاخرى التي لم تدخل في النموذج . كما اشار اختبار ( $F - test$ ) الى عدم معنوية احصائية النموذج كون قيمة  $F$  المحتسبة والبالغة (1.62)

٦- النموذج السادس: تقدير دالة اثر صدمات عرض النقد وسعر الصرف على القيمة السوقية  $MV$ .

$$MV = 78993 + 0.0688mss_t + 0.604ers_t$$

(-0.78) (0.98) (0.10)

$$R^2 = 1.4\% \quad F = 0.49 \quad DW = 2.07$$

(صدمة عرض النقد وصدمة سعر الصرف) لا تؤثر الا بنسبة (1.4%) والبواقي يعود لجملة من العوامل الاخرى التي لم تدخل في النموذج. اما اختبار  $F$  فقد اشار الى عدم معنوية احصائية النموذج كون قيمة  $F$  المحتسبة والبالغة (0.49) اقل من قيمتها الجدولية البالغة (3.07) عند درجة حرية 67 ومستوى معنوية 5%. ولم يعاني النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي ذلك كون قيمة  $D.W$  البالغة (2.07) تقع في منطقة القرار الحاسم .

أ- نلاحظ من خلال النموذج ان صدمة عرض النقد وصدمة سعر الصرف ترتبط بعلاقة ايجابية مع مؤشر القيمة السوقية  $MV$  مما يعني ان الصدمات الايجابية لعرض النقد وسعر الصرف تؤدي الى ارتفاع قيمة هذا المؤشر.

ب- اشار اختبار (t) الى عدم ثبوت معنوية معاملات انحدار القيمة السوقية للسوق المالية العراقية وذلك كون قيمة (t) المحتسبة لصدمة عرض النقد البالغة (1.22) وصدمة سعر الصرف (0.17) هي اقل من قيمتها الجدولية (1.28) عند مستوى معنوية (10%)، ويشير معامل التحديد  $R^2$  الى ان المتغيرات المستقلة

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

### الاستنتاجات والتوصيات

المستخدمة، ويغلب على سوق العراق للأوراق المالية اتساع مشاركة القطاع المصرفي التي لا تقل عن 70% مقارنة بالقطاعات الأخرى، مما يدل على ضعف أداء مؤسسات القطاع الحقيقي ودورها التمويلي.

٦- أثرت صدمات عرض النقد بشكل ضعيف على جميع مؤشرات الأوراق المالية في العراق خلال المدة المدروسة (2010-2015) والتي تمثلت في (عدد الاسهم المتداولة، عدد العقود، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الشركات المتداولة) اذ اقتصر تأثير صدمة عرض النقد على مؤشر السوق فقط .

٧- أثرت صدمات سعر الصرف بشكل ضعيف على جميع مؤشرات الأوراق المالية في العراق خلال المدة المدروسة (2010-2015) والتي تمثلت في (عدد الاسهم المتداولة، عدد العقود، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الشركات المتداولة) اذ اقتصر تأثير صدمة سعر الصرف على عدد الشركات المتداولة.

وفي ضوء ما توصلت اليه الدراسة من استنتاجات انتهت الدراسة الى مجموعة من التوصيات اهمها

١- الاستفادة من اسلوب صدمات عرض النقد وسعر الصرف والنمو السنوي لها والاعتماد عليه كمؤشر يؤثر في مؤشرات الاوراق المالية في العراق.

وقد توصلت الدراسة الى جملة من الاستنتاجات اهمها:

١- يعاني الاقتصاد العراقي من اختلالات في الهيكل الانتاجي إذ ترتفع الاهمية النسبية للقطاع النفطي الى اجمالي الناتج المحلي فيشكل ما يقارب 70% من الناتج المحلي الاجمالي ويساهم في ايرادات الموازنة الحكومية بحوالي (95%) من الايراد الاجمالي.

٢- يتميز عرض النقد في العراق بوصفه متغير داخلياً يرتبط بالإيرادات والنفقات ومن ثم ارتباطه بالتطورات في اسعار النفط العالمية.

٣- اتسم سعر الصرف في العراق بالازدواجية ، ففي الوقت الذي وضعت الدولة سعراً رسمياً له، ظهر سوق موازٍ أظهرته ظروف العقوبات وندرة عرض العملات الأجنبية وانفتاح العراق على الخارج جراء التوسع في الاستيرادات وأظهر سعر الصرف في السوق الموازي حجم الاختلالات في التوازنات الكلية للاقتصاد وعلى المستويين الداخلي والخارجي.

٤- تعاني سوق العراق للأوراق المالية من مشاكل متعددة مثل غياب التنظيم الاداري وصغر نطاق الاسواق، كما تعاني السوق المالية العراقية من التباين في المؤشرات المالية.

٥- تتسم السوق المالي في العراق بضعف الأداء بوصفه مؤسسة سائدة للسوق النقدية، وتتصف بالمحدودية وضعف التقنيات

## صدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

القطاع المصرفي، فضلاً عن تشجيع المبتكرات المالية والمنتجات المصرفية الحديثة، وتشجيع القطاع الخاص في إصدار الأسهم والسندات والأوراق المالية بصورة عامة، وإشراك قطاعات أكبر من الجمهور في تداول الأوراق المالية الحكومية، مما يحسن من تفضيلات الجمهور ودوافعهم الخاصة بحياسة النقود والموجودات البديلة، مما يساعد في بناء النماذج التوقعية للطلب على النقود وتطوير الأسواق المالية في العراق وتفعيل عمليات السوق المفتوحة.

٢- تعزيز النشاط الاستثماري في الاقتصاد العراقي بشكل عام للنهوض بالقطاعات الإنتاجية في جميع الهياكل الاقتصادية وليس فقط الصفقات التجارية وذلك من خلال تفعيل الائتمان المصرفي وتفعيل اجراءات السياسة النقدية في العراق والتصدي لأي نوع من الصدمات التي تكون نتائجاً سلبية او ايجابية سواء كانت صدمات عرض النقد او سعر الصرف من اجل تنشيط السوق المالية في الاقتصاد.

٣- تشجيع القطاع الخاص على أداء نشاطه في عملية التنمية الاقتصادية ولاسيما في ميدان

## خدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

الهوامش:

١٠) مروان عطوان، أسعار صرف العملات (إزمات العملات في العلاقات النقدية الدولية)، دار الهدى، الجزائر، ١٩٩٢، ص٧٣.

11) Keith Bain, Peter Howells, Monetary Economics: policy and its Theoretical Basis, palgrave, New york, N.Y., 2003, p275.

12) Jagdish Handa, monetary economic 2nd Edition , p 611

١٣) راجع : عبد الحسين جليل الغالبي، الصيرفة المركزية النظرية والسياسات، دار النبراس للنشر، الطبعة الاولى، النجف، العراق، ٢٠١٥، ص٧٠.

١٤) سوزان لي، ابداعية علم الاقتصاد، ترجمة خضر نصار، مركز الكتب الاردني، بدون طبعة، ١٩٨٧، ص٢٤.

١٥) عبد الرحمن يسري احمد، السيد محمد احمد السريتي، الاقتصاديات الدولية، مصدر سبق ذكره، ص٢٧٩.

16) Elke Hahn, The Impact Of Exchange Rate Shocks On Sectoral Activity And Prices In The Euro Area, European Central Bank, No. 796. 2007. P12 .

17) Willem Thorbeke, The Effect Of Exchange Rate Changes On Trade In East Asia, ADBI Working Paper Series, Asian Development Bank Institute, 2011, P1 .

18) Ozturk, Ilhan, exchange rate volatility and Trade ,International journal of Applied econometrics and quantitative studies vol(3-1) ,2006, p37.

1) Marcel Kasumovich, Interpreting Money-Supply And Interest-Rate Shocks As Monetary-Policy Shocks, Bank Of Canada Working Paper , 1996,P5 .

2) B.B.Bhattacharya And Sabyasachi Kar, Shocks, Economic Growth And The Indian economy,P4.

<https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2005/macro/pdf/bhatta>

٣) السيد محمد احمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والاسواق المالية، رؤية للنشر، الطبعة الاولى، ٢٠١٠، ص٧٤.

4) Jack Carr. Michaelr. Darby. The Role Of Money Supply Shocks In The Short-Run Demand For Money, Journal Of Monetary Economic, Working Paper, No. 524. 1980.P12.

5) Marcel Kasumovich, Interpreting Money-Supply And Interest-Rate Shocks As Monetary-Policy Shocks, Op,Cit. P5 .

٦) حسين محمد سمحان، اسماعيل يونس يامن، اقتصاديات النقود والمصارف، الصفاء للنشر، الطبعة الاولى، ٢٠١١، ص١٣٧.

٧) احمد محمد احمد ابو طه، التضخم النقدي، مكتبة الوفاء، الاسكندرية، 2012، ص٧٠.

٨) احمد محمد احمد ابو طه، مصدر سبق ذكره، ص٧١.

٩) مايكل ابدجمان، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسة، ترجمة محمد ابراهيم منصور، دار المريخ للنشر، بدون طبعة، الرياض، ١٩٩٩، ص٣٧٠.

## خدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

Cointegration Evidence From Stock Exchange of Singapore, s All-S Sector Indices, Journal Pengurusan (24) , 2004, P55.

٢٧ ) يسري مهدي حسن السامرائي، تحليل العوامل المؤثرة في بورصة الاوراق المالية وتقويمها من خلال تجربة مصر ، المؤتمر العلمي الثالث ، بيت الحكمة ، بغداد ، ٢٠٠١، ص ٣٥٨ .

28)AlexandrosKontonikas, AlexendrosKostakis, On Monetary Policy And Stock Market Anomalies, Journal Of Business Finance And Accounting, Vol(40), 2011, P7.

29)Jack Carr, The Role Of Money Supply Shocks In The Short-Run Demand For Money, Op, Cit,P6-12.

٣٠ ) محمد بن سليمان البازعي، علي زاوي ديابي، السياسة النقدية وكفاءة سوق الاسهم(دليل قياسي من سوق الاسهم السعودية)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، م(١١)، ١٩٩٨، ص ٩٤.

٣١ ) انظر:

- Courage Mlambo, Andrew Moredza, Kinsibanda, Effects Of Exchange Rate Volatility,On The Stock Market: Acase Study Of South Africa, Mediterranean Journal Of Social Sciences, Vol(4),No(14), 2013,P562

- GauravAgrawal , Aniruddh Kumar, AnkitaSrivastava , Astudy Of Exchange Rate Movement And Stock Market Volatility, International Journal Of

19 )Paul- Francois Muzindutsi, Exchange Rate Shocks And The Stoke Market Index: Evidence From The Johannesurg Stock Exchange , Adissertation Master, Kwazulu-Natal , 2011,P28.

٢٠) بالقاسم العباس، سياسات اسعار الصرف، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية، العدد(٢٣)، ٢٠٠٣، ص ١٨.

٢١ ) عبد الحسين جليل الغالبي، سعر الصرف وادارته في ظل الصدمات الاقتصادية، مصدر سبق ذكره، ص ١٤٣.

22)Paul Al Agidede And Mazu Ibrahim, On The Causes And Effects Of Exchange Rate Volatility On Economic Growth: Evidence From Ghana, Working Paper, 2016, P3.

23)Paul- Francois Muzindutsi, Exchange Rate Shocks And The Stoke Market Index: Evidence From The Johannesurg Stock Exchange,OpCit,P28.

(24) Paul- Francois Muzindutsi, Exchange Rate Shocks And The Stoke Market Index: Evidence From The Johannesurg Stock Exchange, Op,Sit.

(25) Faust J. And Rogers, J. “ Monetary Policy Role In Exchange Rate Behavior” International Finance Division, Federal Reserve Board, February: 2000

26)Ramin Cooper, Leechuin, MohamadAtkin, Relationship Between Macroeconomic and stock Market Indices:

## خدمات عرض النقد وسعر الصرف وأثرهما على سلوك مؤشرات سوق العراق .....

١٠. محمد بن سليمان البازعي، علي زاوي ديابي، السياسة النقدية وكفاءة سوق الاسهم(دليل قياسي من سوق الاسهم السعودية)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، م(١١)، ١٩٩٨ .
١١. مروان عطوان، أسعار صرف العملات(ازمات العملات في العلاقات النقدية الدولية)، دار الهدى، الجزائر، ١٩٩٢ .
١٢. يسري مهدي حسن السامرائي، تحليل العوامل المؤثرة في بورصة الاوراق المالية وتقويمها من خلال تجربة مصر ، المؤتمر العلمي الثالث ، بيت الحكمة ، بغداد ، ٢٠٠١ .

### المصادر الاجنبية

1. Agrawal, Gaurav, Aniruddh Kumar, AnkitaSrivastava , A Study of Exchange Rate Movement and Stock Market Volatility, International Journal of Business and Management, Vol (5), No(12), 2010.
2. Agidede, Paul Al and Mazu Ibrahim, On the Causes and Effects of Exchange Rate Volatility on Economic Growth: Evidence from Ghana, Working Paper, 2016.
3. Andolfatto, David, Macroeconomic Theory and Policy, Simon Fraser University, August, 2005.
4. Bain, Keith, Peter Howells, Monetary Economics: policy and its Theoretical Basis, palgrave, New york, N.Y., 2003.
5. Bhattacharya B.B And SabyasachiKar, Shocks, Economic Growth and The Indianeconomy,

Business And Management, Vol (5), No(12), 2010,P62.

32)Richard Friberga, Stefan Nydahib, Openness And Exchange Rate Exposure Of National Stock Market, International Journal Of Finance And Economic, 1999,P56- 58.

(\*) تم تقدير المعادلة رقم (١) باستخدام ١١ دولة صناعية وبطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية(OLS).

### المصادر العربية

١. احمد محمد احمد ابو طه، التضخم النقدي، مكتبة الوفاء، الاسكندرية، 2012 .
٢. السيد محمد احمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والاسواق المالية، رؤية للنشر، الطبعة الاولى، ٢٠١٠ .
٣. بالقاسم العباس، سياسات اسعار الصرف، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية، العدد(٢٣)، ٢٠٠٣ .
٤. حسين محمد سمحان، اسماعيل يونس يامن، اقتصاديات النقود والمصارف، الصفاء للنشر، الطبعة الاولى، ٢٠١١ .
٥. سوزان لي، ابجدية علم الاقتصاد، ترجمة خضر نصار، مركز الكتب الاردني، بدون طبعة، ١٩٨٧ .
٦. عبد الحسين جليل الغالبي، الصيرفة المركزية النظرية والسياسات، دار النبراس للنشر، الطبعة الاولى، النجف، العراق، ٢٠١٥ .
٧. عبد الحسين جليل الغالبي، سعر الصرف وادارته في ظل الصدمات الاقتصادية، مصدر سبق ذكره.
٨. عبد الرحمن يسري احمد، السيد محمد احمد السريتي، الاقتصاديات الدولية، مصدر سبق ذكره .
٩. مايكل ابدجمان، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسة، ترجمة محمد ابراهيم منصور، دار المريخ للنشر، بدون طبعة، الرياض، ١٩٩٩ .

13. Kontonikas, Alexandros, AlexendrosKostakis, On Monetary Policy And Stock Market Anomalies, Journal Of Business Finance And Accounting, Vol(40), 2011.
14. Mankiw N. Gregory, Macroeconomics, congress publication, First printing, New york,2009.
15. Marcel Kasumovich, Interpreting Money–Supply and Interest–Rate Shocks As Monetary–Policy Shocks, Bank Of Canada Working Paper, 1996.
16. Mehavior B., The Supply Money, And the Implication for Monetary Analysis, articles, 2011.
17. Mlambo, Courage, Andrew Moredza, Kinsibanda, Effects of Exchange Rate Volatility, On the Stock Market: A case Study of South Africa, Mediterranean Journal of Social Sciences, Vol (4), No (14), 2013.
18. Muzindutsi, Paul– Francois, Exchange Rate Shocks and The Stoke Market Index: Evidence from The Johannesburg Stock Exchange, A dissertation Master, Kwazulu–Natal, 2011.
19. Thorbeke, Willem, The Effect of Exchange Rate Changes On Trade In East Asia, ADBI Working Paper Series, Asian Development Bank Institute,2011.
20. Carr. Jack Michaelr. Darby. The Role of Money Supply Shocks in The Short–Run Demand for Money, Journal of Monetary Economic, Working Paper, No. 524. 1980.
21. Cooper, Ramin, Leechuin, MohamadAtkin, Relationship Between Macroeconomic and stock Market Indices: Cointegration Evidence From Stock Exchange of Singapore,s All–S Sector Indices, Journal Pengurusan (24) , 2004
22. Friberga, Richard, Stefan Nydahib, Openness and Exchange Rate Exposure of National Stock Market, International Journal of Finance and Economic, 1999.
23. Faust J. And Rogers, J. “Monetary Policy Role in Exchange Rate Behavior” International Finance Division, Federal Reserve Board, 2000.
24. Hahn, Elke, The Impact of Exchange Rate Shocks on Sectoral Activity and Prices in The Euro Area, European Central Bank, No. 796. 2007.
25. Ilhan, Ozturk, Exchange Rate Volatility and Trade, International journal of Applied econometrics and quantitative studies vol (3–1) ,2006.
26. Jagdish, Handa, Monetary Economic 2nd Edition New York,2009.