



**Tikrit Journal of Administration
and Economics Sciences**

مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية

ISSN: 1813-1719 (Print)



The effect of some monetary policy variables on the Iraqi stock market index for the period 1990-2019 using ARCH models

Lecturer: Lora Basim Basher ALSaor
College of Administration and Economics
University of Mosul
Lora.basim@yahoo.com

Assist. Prof. Dr. Aws F. A. Al_Jweiatee
College of Administration and Economics
University of Mosul
awsjweiatee@uomosul.edu.iq

Abstract:

The financial markets have received attention from decision makers in various countries of the world because of their significant role in the application of monetary policies, as they are the channel through which the effects of these policies can be transmitted, as well as the recurring crises that occur on the financial level that made users of monetary policy puzzled when Confronting or controlling inflation and the rise in the prices of financial assets, which in turn will be reflected on the economic sectors and then on the level of economic activity, which led to the financial markets being affected by many economic and monetary variables, positively or negatively, depending on the nature and conditions of that country, hence the research aims to the necessity of studying The relationship of some monetary policy variables in the Iraqi stock market index for the period 1990-2019 using (ARCH) models, where the research found from the results of statistical tests for time series data of a period of (29) years that the general variable of stock prices in Iraq was stable at the first difference I(1) And to the lack of joint integration between the variables, and that there is an effect of using the (ARCH) model, which has proven its efficiency in the field of forecasting for the Iraqi financial market index and one of the most important factors The findings of the research in the estimated model indicate that there are statistical relationships for the money supply variable and that it has a direct relationship in the financial indicator and that it has a significant effect, as for the rest of the variables for each of (inflation rate and exchange rate) it was insignificant, while we find that the interest rate had Significant effect on the general index of stock prices and its parameters were interpreted according to economic concepts.

Keywords: Monetary policy, Financial markets, Time series, (ARCH) models, The Iraq Stock Exchange.

أثر بعض متغيرات السياسة النقدية في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية للمدة ١٩٩٠-٢٠١٩ باستخدام نماذج (ARCH)

أ.م.د. أوس فخر الدين أيوب الجويجاتي
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة الموصل

م. لوره باسم بشير الساعور
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة الموصل

المستخلص:

لقد حظيت الاسواق المالية بالاهتمام من قبل صانعي القرار في مختلف بلدان العالم لما لها من دور كبير في تطبيق السياسات النقدية لكونها القناة التي يمكن من خلالها انتقال اثارها لتلك السياسات، فضلا عن الازمات المتكررة التي تحدث على الصعيد المالي جعلت من مستخدمي السياسة النقدية في حيرة عند مواجهتهم او السيطرة على التضخم وارتفاع اسعار الموجودات المالية والتي ستعكس بدورها على القطاعات الاقتصادية ومن ثم على مستوى النشاط الاقتصادي مما ادى الى تأثر الاسواق المالية بالعديد من المتغيرات الاقتصادية والنقدية بصورة ايجابية او سلبية على حسب طبيعة وظروف تلك الدولة، ومن هنا يهدف البحث الى ضرورة دراسة العلاقة لبعض متغيرات السياسة النقدية في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية للمدة ١٩٩٠-٢٠١٩ باستخدام نماذج (ARCH)، حيث توصل البحث من نتائج الاختبارات الاحصائية لبيانات السلسلة الزمنية امدها (29) سنة بان متغير العام لأسعار الاسهم في العراق كان مستقرا عند الفرق الاول $I(1)$ والى عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، وان هناك اثر لاستخدام 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 الاسهم وتم تفسير معلماتها بحسب المفاهيم الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، الاسواق المالية، السلاسل الزمنية، نموذج (ARCH)، سوق العراق للأوراق المالية.

المقدمة

لقد حظيت الاسواق المالية بالاهتمام من قبل صانعي القرار في مختلف بلدان العالم لما لها من دور كبير، لكونها تشكل حيزا كبيرا لتطبيق السياسات النقدية وان 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 حيث ادت هذه الاضطرابات الى حالة من الضبابية وانعدام الثقة بالنظام المالي وفي ظل هذه الظروف يحاول العراق ان يكون نموذجا للأسواق العربية والإقليمية من خلال توفير فرص استثمارية مثالية وجديدة فضلا عن نسج العلاقات مع باقي الاسواق الاخرى وكذلك العمل على توفير سوق مالي يتسم بالشفافية والكفاءة، وانسجاما مع اهمية البحث جاءت هذه المنطلقات من خلال دراسة العلاقة لبعض متغيرات السياسة النقدية في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية للمدة ١٩٩٠-٢٠١٩ باستخدام نماذج (ARCH)، لكون السياسة النقدية تعد من العوامل التي تؤثر على اداء ونشاط السوق المالي من خلال آلياتها

وحسب طبيعة ظروف البلد وذلك بالاعتماد على افضل النماذج لغرض قياس تلك العلاقة ومن ثم اتخاذ القرارات السليمة لتطبيق تلك السياسات.

مشكلة البحث: تكمن مشكلة البحث في التساؤل التالي هل تؤثر متغيرات السياسة النقدية على المؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق وتساهم في تطوير اداء تلك الاسواق خلال مدة البحث.

اهمية البحث: تكمن اهمية البحث من خلال معرفة التغيرات التي تحدثها السياسة النقدية على المؤشر السوقي المالي للأسهم العراقية وبيان مدى تأثيرها على النشاط الاقتصادي وتحقيق العوائد المالية ومما يترتب عليها من ضخ المزيد من الاموال لغرض تنشيط كافة القطاعات الاقتصادية من خلال قياس العلاقة التي تربط بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق باستخدام نماذج (ARCH) والتي سوف يتم الاعتماد عليها في البحث.

هدف البحث: يهدف البحث الى تحليل وقياس أثر بعض متغيرات السياسة النقدية المتمثلة بـ (عرض النقد ومعدل التضخم وسعر الصرف وسعر الفائدة) في المؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق باستخدام نماذج احصائية وقياسية لتحديد شكل العلاقة والتعرف على واقع الاسواق المالية والعلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومحاولة تقديرها بنماذج قياسية متفقة مع المفاهيم الاقتصادية.

فرضية البحث: ينطلق البحث من فرضية مفادها ما هو طبيعة التأثير المتوقع لمتغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام للأسعار الاسهم في العراق خلال المدة (١٩٩٠-٢٠١٩).

منهجية البحث: استند البحث على اسلوبين في منهجه، الاول نظريا بالاستناد الى الدراسات النظرية التي تطرق اليها موضوع البحث، والثاني قياسيا بالاستناد على ادوات التحليل الكمي معتمدا على مجموعة من الاختبارات الاحصائية والقياسية عن طريق استخدام برنامج (Eviews10) حيث تم الاعتماد بجمع بيانات سنوية لدولة (العراق) للمدة (١٩٩٠-٢٠١٩).

هيكلية البحث: ومن اجل الوصول الى هدف البحث وفرضيته قسم البحث الى ثلاث مباحث رئيسية حيث خصص الاول عن الإطار النظري عن مفاهيم السياسة النقدية وادواتها والاسواق المالية واقسامها ومؤشراتها، اما المبحث الثاني فقد تضمن تحليل مؤشر السوق المالي العراقي وعلاقته بتطور متغيرات السياسة النقدية خلال مدة الدراسة، اما الثالث فقد خصص لأغراض التحليل الكمي والقياسي لبيان العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشر العام لأسعار الاسهم، فضلا عن الاستنتاجات والمقترحات.

المبحث الاول: الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية والاسواق المالية:

أولا. الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية واهدافها: تطور مفهوم السياسة النقدية بتطور الفكر الاقتصادي والذي انعكس بدوره على تطور النظريات النقدية وبالتالي فان مفهوم السياسة النقدية تعددت مفاهيمه بحسب تلك التطورات، حيث عرفت السياسة النقدية بحسب الكلاسيك (بأنها تلك الاجراءات التي يتخذها البنك المركزي للحفاظ على عرض النقد بهدف تحقيق الاستقرار في داخل الاقتصاد الوطني) ففي فترات الكساد تتبع الدولة سياسات نقدية توسعية من اجل زيادة العرض النقدي، اما في فترات الراج والتضخم فتتبع الدولة سياسات انكماشية بهدف خفض العرض النقدي (القريشي، ٢٠٠٧، ٢٢)، وتعرف ايضا بأنها مجموعة الاجراءات التي يمكن من خلالها تنظيم كمية النقود لغرض تحقيق اهداف السياسة الاقتصادية المتمثلة القضاء على البطالة وتحقيق الاستقرار في الاسعار والتوازن في ميزان المدفوعات (بن علي، ٢٠٠٣، ٤٠)، وكما تعرف بانها

عبارة عن اجراءات مصرفية ونقدية هدفها مراقبة وتوجيه حجم النقود في الاقتصاد الوطني. ويمكن الاستدلال من خلال المفاهيم المشاركة اليها اعلاه الى اهم الاهداف التي تسعى السياسة النقدية لتحقيقها ومنها:

١. ان تحقيق النمو الاقتصادي يعد هدفا مهما من اهداف السياسة النقدية حيث يأتي هذا النمو من خلال تحريك الطاقات الانتاجية والاستثمار بطريقة مستمرة فاذا ان الاستثمار يتأثر بصورة طردية مع حجم القروض المقدمة إلى المؤسسات الانتاجية سيؤدي الى زيادة النمو الاقتصادي والمحافظة على التضخم بمعدلات مناسبة.

٢. ان هدف التشغيل يرتبط بهدف تحقيق النمو الاقتصادي وهو الهدف الثاني للسياسة النقدية، ففي حالة عدم تحقيق النمو سوف ينعكس بشكل سلبي على اهداف التشغيل وبالتالي ارتفاع من معدلات البطالة (hubbard, 2010, 457).

٣. يعتبر تحقيق التوازن الخارجي من اهم الاهداف التي تسعى السياسة النقدية لتحقيقها ويمكن الحكم على هذه السياسة من خلال تحسين من عمل ميزان المدفوعات من جانب وتحقيق الاستقرار للسعر الصرف من جانب اخر.

٤. يهدف البنك المركزي الى الاستقرار الاسعار من خلال المحافظة على معدلات التضخم المنخفضة فضلا عن معالجة احتمالية حدوث الكساد حيث تصبح مهمة السلطات النقدية جعل تحركات مستوى الأسعار إلى المستويات الأقل والحفاظ على استقرار مستوى الأسعار الى اعلى مستوى لها، وبذلك يكون الهدف من سياسة البنك المركزي هو الرقابة على الائتمان واستقرار مستوى العام للأسعار وبالتالي الاستقرار في قيمة النقود.

٥. ان هدف السلطة النقدية هو تطوير الأسواق المالية والنقدية، بالإضافة الى جذب الأموال الخارجية من اجل استثمارها، كما تسهم ايضا في تعبئة المدخرات الوطنية واستثمارها في الأسواق المالية من اجل دفع عجلة التنمية في الاقتصاد (Woodford, 2003, 5).

يهدف البنك المركزي من خلال ادوات السياسة النقدية من فرض الرقابة على الائتمان حيث يتجه تدخله نحو إعادة تمويل البنوك بطريقة غير مباشرة تسمح له بالتحكم في حجم الائتمان على المستوى الكلي، مع مراعاة قوى العرض والطلب في السوق النقدي، حيث تقسم هذه الادوات الى ادوات كمية (غير مباشرة) وادوات نوعية (مباشرة) وادوات اخرى. وفيما يلي سنتعرض أبرز واهم أدوات السياسة النقدية ومنها:

١. **عمليات السوق المفتوحة:** وتهدف هذه الاداة السيطرة بعرض النقد عن طريق دخول البنك المركزي كمشتري للأوراق المالية في السوق عندما يرغب بزيادة العرض النقدي والهدف منها هو معالجة حالة الكساد حيث يعمل على زيادة عملة التداول وزيادة الاحتياطات ومنها انخفاض سعر الفائدة على القروض ومن ثم زيادة الطلب والذي بدوره يؤدي الى زيادة عرض النقود، ومرة كبائع عندما يرغب بخفض عرض النقود لمعالجة حالة التضخم عن طريق سحب عملة التداول وبالتالي الى انخفاض الاحتياطات وارتفاع سعر الفائدة على القروض ومنها الى انخفاض الطلب وبالتالي الى خفض عرض النقود (arnohld, 2010, 274).

٢. **سعر إعادة الخصم:** تعد هذه الاداة من أقدم الوسائل التي استخدمتها المصارف المركزية للرقابة والتأثر على الائتمان وعرض النقد ويقصد به بأنه ذلك الثمن الذي يتقاضاه البنك مقابل إعادة سعر خصم وتحويل الأوراق المالية إلى نقود اي ان سياسة البنك المركزي تعمل على تقديم الائتمان

للمصارف التجارية في حالة حدوث اي تقلبات غير متوقعة للاحتياجات المطلوبة، وان زيادة من معدل سعر اعادة الخصم لا يشجع المصارف التجارية من الحصول على القروض من البنوك المركزية (الحلاق والعجلوني، ٢٠١٠، ٤٣-٤٥).

٣. نسبة الاحتياطي القانوني: إن استخدام الاحتياطي القانوني كأداة للرقابة والتأثير على الائتمان المصرفي للبنوك التجارية هو حديث نسبياً، حيث تعرف على أنها إجبار البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة من ودائعها بشكل أرصدة نقدية لدى البنك المركزي ويستخدمها كالأداة في للتأثير اما عن طريق التوسيع أو تقييد حجم الائتمان وبحسب الوضع الاقتصادي لتلك الدولة، إذ يعتمد البنك المركزي بزيادة هذه النسبة أثناء فترات التضخم من اجل تقليل قدرة المصارف على منح الائتمان في حين انه يعتمد البنك المركزي إلى تخفيض هذه النسبة أثناء فترات الركود فانه يشجع البنوك بتوسع منح الائتمان ويترك للبنك حق تحديد هذه النسبة حسب أهدافها (جمال، ٢٠٠٧، ٨٦).

وتعد السياسة النقدية احدى اهم الادوات التي تستخدمها السياسة الاقتصادية للدولة بقصد التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ، فضلاً عن السياسات الاخرى، كالسياسة المالية والسياسة التجارية وسياسة الاجور من خلال التأثير الذي تحدثه على المتغيرات الرئيسة كالأسعار والدخل والانتاج والاستثمار، ولكي تتمكن السياسة النقدية من اداء دورها يجب عليها أن تنتقل من القطاع النقدي إلى القطاع الحقيقي، وهنا نجد ان البنك المركزي يستخدم احيانا إلى جانب الأدوات (الكمية والكيفية) التي تؤثر في حجم الائتمان أدوات أخرى غير تقليدية لغرض انتقالها الى القطاع الحقيقي وخاصة في حالة عدم تحقيق البنك المركزي لأهداف السياسة النقدية باستخدام الوسائل الكمية والكيفية وفي هذا الجانب قامت البنوك المركزية باتخاذ تدابير غير تقليدية لانتقال سياساتها ومن ابرز ادواتها هي:

١. التيسير الكمي: وهي سياسة نقدية غير فعالة تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد المحلي حيث يقوم البنك بشراء الموجودات المالية لغرض زيادة مركزه المالي وزيادة الاقراض من خلال الاصدارات النقدية الجديدة، وتتميز هذه الاداة عن غيرها بشراء أو بيع الموجودات المالية من أجل الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق (Dadush & eldelman, 2011, 11).

٢. اسعار الفائدة الصفرية: بعد برامج التسهيل الكمي التي بدأت تفقد قوتها ومفعولها في الأسواق، اضطرت البنوك المركزية لتجربة أدوات جديدة وهي أسعار الفائدة الصفرية، حيث يستخدم البنك المركزي هذه الاداة في حالة الأزمات لتسهيل حصول الأفراد على الائتمان وكما انها تسهم في التأثير على أسعار الصرف العملة في الأسواق الدولية لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة ترتبط بعلاقة عكسية، وهذا ما تطمح اليه البنوك المركزية من خلال سياساتي التيسير الكمي وأسعار الفائدة الصفرية.

٣. حرب العملات: هي حرب اقتصادية تعني تغير سعر صرف العملة واستخدامها كسلاح للضغط وإلحاق الضرر باقتصاديات دولة أو مجموعة من الدول عن طريق اجبارها بمراجعة سياساتها واجراءاتها الاقتصادية والمالية لتحقيق المنفعة في حالة الازمات، كما انها تشير الى التخفيض التنافسي للعملة من اجل زيادة صادراتها وتقليل مستورداتها لغرض تقليص العجز التجاري وتحريك الاستثمار وخلق فرص العمل للعاطلين (Sanghvi, 2011, 17).

ثانياً. الإطار المفاهيمي للأسواق المالية، وأهدافها، واقسامها: لقد شمل مفهوم الأسواق المالية جميع القنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف القطاعات الاقتصادية وافراد المجتمع مما يتطلب

هذا الامر وجود أسواق مالية كبيرة ومتطورة لخلق الثقة لدى المتعاملين لغرض توجيه مدخراتهم في استثمار الاسهم الخاصة لهذه المشاريع ، وان مفهوم الاسواق المالية لا يختلف عن مفهوم السوق بشكل عام فهو يجمع بين طرفين أصحاب العجز والفائض المالي من اجل تبادل السلع والخدمات وهذا الامر اكسبها اهمية كبيرة في القطاع المالي(المرشدي، ٢٠١٨، ١٨٤)، وعلى الرغم من اختلاف وجهات النظر حول مفاهيم الاسواق المالية المضمون الا اننا نستطيع ان نعرف الاسواق المالية بانها: هي الية يتم من خلالها تداول الموجودات المالية بيعاً وشراءً بحيث يمكن تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية الى القطاعات ذات العجز المالي (حسن، ٢٠٠٧، ٨).

او انها عملية يتم ادارتها من قبل اعضاء المتواجدين في السوق والمؤسسات الخاصة بهدف جمع ما بين المشتريين والبائعين من اجل تبادل الاوراق المالية (Elton & Gruber, 2014: 30-31).

أما فردريك ميشكن (Frederic S. Mishkin) فقد عرفها بانها الاسواق التي تسهم في تحويل الأموال من الافراد الذين يمتلكون فائض إلى الافراد الذين يعانون من عجز في تلك الاموال ومن خلال هذا التعريف نجد بان مفهوم السوق المالية يحقق مزايا لكل من وحدات العجز والفائض من خلال تقدم خدماتها الى وحدات العجز بالحصول على الاموال من مصادرها المختلفة وبتكلفة اقل، اما بالنسبة لوحدات الفائضة منها فإنها تستفاد من الية السوق لكونها الوسيلة التي تقدم خدمات ادخارية واستشارية عن طريق ادوات الملكية والمديونية مما توفر بدورها السيولة في السوق (Frederic, 2001,3).

ومن اهم الاهداف الرئيسية التي تهدف الأسواق المالية لتحقيقها هو توفير وتمويل الاحتياجات الضرورية وبكلفة ملائمة لكافة الأنشطة الاقتصادية، حيث تعد الأسواق المالية الأداء للنمو الاقتصادي عن طريق توفير مصادر للتمويل للنشاط الإنتاجي فضلا عن تحويل المدخرات إلى استثمارات والتي تؤدي الى زيادة الإنتاج ومعدلات الناتج المحلي الإجمالي. ولتحقيق هذه الاهداف يركز السوق على اداء وظيفتين رئيسيتين هما:

١. تعبئة مدخرات المستثمرين.

٢. التخصيص الأمثل للموارد.

ان الوظيفة الاولى للأسواق المالية تعمل على توفير عائدات للمستثمرين عن طريق اعطاء فوائد مشجعة أو تقديم ضمانات للأسهم من خلال إلزامها بتوفير تقارير دورية لأنشطتها مع اخذ بنظر الاعتبار عدم تسريب المعلومات التي قد تؤثر في قرارات المستثمر. أما فيما يخص الوظيفة الثانية فإن الأسواق المالية الكفوة تعمل على توجيه المدخرات الى المشاريع المنتجة لتحقيق النمو الاقتصادي (التميمي وسلام، ٢٠٠٤، ١١١). ويمكن النظر إلى الاسواق المالية من زاوية أكثر وتصنيفها حسب الوظائف والاهداف المرجوة منها، فمثلاً يكون هدف التصنيف هو لمعرفة أنواع الأسواق التي تتداول فيها أدوات مالية معينة. ولكن حقيقة الامر هناك صعوبة للوصول إلى تلك تقسيمات نتيجة للتداخل ما بين الاسواق المختلفة، وسيتم تصنيف هذه الاسواق حسب كونها الأكثر شيوعاً والأسهل استيعاباً مع بيان طريقة التداخل ما بين تلك الأسواق وهناك نوعين من المعاملات المالية بعضها قصير الأجل والبعض الآخر طويل الأجل، وبذلك تقسم اسواق الاوراق المالية الى الاسواق النقدية وتسمى (بسوق المعاملات قصيرة الأجل) وسوق رأس المال (سوق المعاملات طويلة الأجل)، ويمكن توضيح هذه الاسواق كالتالي:

١. **الاسواق النقدية:** هي أسواق تنافسية يتم عن طريقها تداول الأوراق المالية في الاجل القصير والتي لا تتجاوز السنة واحدة وتسمى ايضا ب(الاسواق العميقة) لكونها تتصف بانها اسواق جملة وبسرعة تحواليا الى سيولة مع وجود اعداد كبير من المتعاملين، ومن خلال السوق النقدي تتم عمليات الإقراض والاقتراض بين الجهات المختلفة وبين هذه الجهات والبنوك المحلية، وبين البنوك المحلية نفسها، ومن أهم الجهات المشاركة في هذه السوق المؤسسات المصرفية والبنوك التجارية إلى جانب الجهات الحكومية (كالبانك المركزي) التي تباع وتشتري الأوراق المالية، وتشمل ايضا التجار لكونهم جزء من الاسواق التمويلية. وتقسم أسواق النقد من حيث طبيعة أعمالها الى عدة انواع منها (سوق الخصم وسوق شهادات الودائع وغيرها) (ابو موسى، ٢٠٠٥، ٢٥).

٢. **سوق راس المال:** وهو السوق الذي يتم عن طريقه التعامل بالأوراق المالية المتوسطة والطويلة الامد، حيث يمتاز بحجم المخاطرة الكبيرة وسرعة تداول الاوراق فيها، ويعتبر سوق رأسمال أقل حجما وأكثر تنظيما من سوق النقد لان المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين، ومن شروط التي تؤدي الى زيادة وفعالية هذه الاسواق وجود سوق ثانوي يتسم بالعمق والاتساع للأوراق المتداولة فيه (عبدلي، ٢٠١٢، ٦٥).

الدراسات السابقة:

١. قدم (cetveryk, 2012) دراسة عنوانها "انتقال السياسة النقدية الى الاسواق الاوراق المالية في الولايات المتحدة الامريكية"، هدفت الى تحليل رد فعل الأسهم المدرجة في الاسواق المالية الامريكية لتغيرات السياسة النقدية وتأثر تقييم عوائد الأسهم لتغيرات السياسة النقدية باستخدام اختبار (VAR). وتوصلت الدراسة بان أسواق الأسهم تستجيب لتغيرات السياسة النقدية بطريقة غير متماثلة، وأكدت النتائج بأن الأسهم الفردية ذات التدفق النقدي المنخفض أكثر تأثرا للتغيرات المفاجئة التي تحدث في السياسة النقدية.

٢. دراسة (الجنابي، ٢٠١٣) بعنوان "كفاءة سوق العراق للأوراق المالية والسياسة النقدية، دراسة قياسية للمدة (٢٠٠٦-٢٠١٢)، يهدف البحث الى دراسة كفاءة سوق المالية العراقية بالنسبة للسياسة النقدية وقياس مدى تأثيرها على الاسهم بوصفها اسواقا ناشئة من خلال استخدام نموذج (VAR) لقياس العلاقة بين عرض النقود واسعار الاسهم العراقية حيث توصلت الدراسة الى بيان تأثير حجم التداول على كفاءة السوق، اذ تمكن عرض النقد من التأثير على اسعار الاسهم في السوق المالية العراقية.

٣. قدم الباحثان (محمد وحفيظ، ٢٠١٦) بحث عنوانه "اثر متغيرات السياسة النقدية على أسعار الأسهم في سوق مسقط للأوراق المالية"، حيث هدف البحث الى قياس العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية واثرها في المؤشر العام لأسعار الاسهم في مسقط باستخدام بيانات شهرية للمدة (٢٠١١-٢٠١٤) بالاعتماد على نموذج تصحيح الخطأ لبيان العلاقات قصيرة وطويلة الاجل بين المتغيرات المدروسة وتبين من نتائج الاختبار جوهانس ان السلسلة الزمنية سوف تستقر عند الفرق الاول وان هناك علاقات ايجابية بين كل من معدل التضخم وسعر الصرف وعلاقة عكسية لسعر الفائدة في تأثيرها على اسعار الاسهم خلال المدة المدروسة.

المبحث الثاني: تحليل مؤشر السوق المالي العراقي وعلاقته بتطور متغيرات

السياسة النقدية خلال المدة ١٩٩٠-٢٠١٩

١. المؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق: تعد الاسواق المالية العراقية مؤسسات ذات تنظيم ذاتي ومستقلة اداريا وليس هدفها تحقيق الارباح وان تعاملاتها تكون مع الغير تجارية وغير متناقضة مع قانون رقم (74) الصادرة عن هيئة الاوراق المالية، ومن اهم المؤشرات التي يتم التداول بها في سوق العراق هو مؤشر السوق المالي للاسهم وهو المؤشر الذي يتم الاعتماد عليه في التداول الاسهم بشكل يومي ويمكن التعبير عنه بمتوسط اسعار الاسهم ويتضح من ذلك بان كل سوق مالي له مؤشرات خاصة بها فمثلا في العراق هناك مؤشر (ISX60) الذي يتم الاعتماد عليه في مراقبة نشاط السوق ويساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية فضلا عن دراسة درجة فعالية السوق والتطورات التي تحدث فيه من اجل تمويل الاحتياجات الضرورية وبكلفة مناسبة لكافة الأنشطة الاقتصادية (البنك المركزي العراقي، ٢٠٠١: ٤)، ويمكن توضيح أداء السوق المالي العراقي من خلال تتبع مؤشر العام لأسعار الاسهم للمدة (١٩٩٠-٢٠١٩) وكما في الجدول (١) التالي:

الجدول (١): تطور متغيرات السياسة النقدية وعلاقتها مع المؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق خلال المدة ١٩٩٠-٢٠١٩ (مليون دينار)

السنة	المؤشر العام لأسعار الاسهم (نقطة)	عرض النقود (مليون دينار)	معدل التغير (%)	معدل التضخم (%)	سعر الصرف الرسمي	سعر الفائدة (%)
1990	20.12	15359	82.16	55.44	4	9.5
1995	20.08	705064	195.13	-55.37	1674.5	12
2000	23.96	1728006	16.5	-9.1	1930	12
2005	45.7	1139912	12.3	37	1475	6.7
2010	101	51743	38.7	2.4	1196	5.5
2015	730	69613	4.24	1.4	1216	6
2019	494.5	86771	11.49	0.1	1201	4
المعدل السنوي المركب		10.46%				

المصدر: اعتمد الباحثان على بيانات الجدول من خلال الاتي:

- جمهورية العراق، البنك المركزي العراقي، التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٩).

- سوق العراق للأوراق المالية، قسم الدراسات وتحليل المعلومات، التقارير السنوية للأعوام (١٩٩٠-٢٠١٦).

- جمهورية العراق، وزارة التخطيط والتعاون الإنمائي الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات، مديرية الأرقام القياسية، نشرات سنوية متفرقة.

- وقد تم احتساب معدل النمو المركب: من خلال المعادلة التالية:

$$\text{معدل النمو} = \left(\frac{\text{القيمة الحالية}}{\text{القيمة السابقة}} \right)^{1/n} - 1$$

ويتضح من خلال بيانات الجدول (١) بان المؤشر العام لأسعار الاسهم والذي يعبر عن معدل اسعار اسهم الشركات المحلية المدرجة في الاسواق المالية العراقية اخذ بالانخفاض في فترة التسعينات واستمر هذا الانخفاض الى ان وصلت قيمته (20.08) في عام ١٩٩٥، ثم بدأ بالارتفاع تدريجياً لغاية عام ٢٠١٠ حيث وصلت قيمته (101.1) لنفس العام ويعكس هذا الارتفاع تحسن النشاط الاستثماري في الاوراق المالية مما يتوافق مع حجم الاستثمار في السوق، اما في عامي (٢٠١٥ و ٢٠١٩) فقد شهد هذا المؤشر ارتفاعا ليصل الى (730 و 494.5) على التوالي ومن خلال قياس المؤشر نجده كان متذبذبا طيلة مدة الدراسة.

٢. بالنسبة لمتغيرات السياسة النقدية في العراق: ارتفاع عرض النقد من (705064) الى (1139912) للمدة (١٩٩٥-٢٠٠٥) ويعود السبب في هذا الارتفاع الى حاجة البلد الى زيادة عرض النقد لغرض تغطية التكاليف وذلك 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 (86771) مليون دينار عام ٢٠١٩، ومن الاسباب الاخرى التي ادت الى ارتفاع في عرض النقد ارتفاع صافي العملة في التداول والزيادة الحاصلة في الودائع. وان ظاهرة التضخم كانت موجودة منذ السبعينيات وليست جديدة على الاقتصاد العراقي ولاسيما بعد ارتفاع اسعار النفط عالميا، اذ عمدت الدولة الى التضخم المستهدف من خلال القيام بمشاريع تنموية عديدة بفضل ارتفاع اسعار النفط، وان الاقتصاد العراقي اقتصاد ريعي يعتمد على الإيرادات النفطية بنسبة لا تقل عن (90%) وان أي تغير في أسعار النفط بالسوق العالمية سرعان ما ينتقل أثرها الى الاقتصاد وهذا ما يعرف بـ (صدمة العرض الخارجي)، ففي فترة التسعينيات تسببت العقوبات الاقتصادية في انخفاض إيرادات العملة الاجنبية ويرجع ذلك لتوقف تصدير النفط وتجميد الأرصدة في البنوك العالمية مما دعا من الحكومة العراقية الى زيادة الإصدار النقدي الذي بدوره سيؤدي الى زيادة عرض النقود في التداول (شندي، ٢٠١٣، ٢٣٦).

ويمكن توضيح تطور التضخم في الاقتصاد العراقي خلال المدة (١٩٩٠-٢٠١٩) من خلال الجدول (١)، حيث نجد ارتفاع معدل التضخم في عام ١٩٩٠ الى (55.4%)، وبعد تطبيق مذكرة التفاهم (النفط مقابل الغذاء) انخفض الرقم القياسي لأسعار المستهلك من (6.9%) عام ١٩٩٥ إلى (5.9%) في عام ١٩٩٦ مما أدى إلى انخفاض معدل التضخم وبلوغه قيمة سالبة (55.37%) في عام ١٩٩٥، اما بعد ذلك شهد ارتفاعاً متذبذباً إلى ان بلغ (37.0%) في عام ٢٠٠٥ لكون الرقم القياسي لأسعار المستهلك ارتفع تدريجياً إلى أن بلغ (49.42%) في عام ٢٠٠٥ وبمعدل نمو سنوي مركب بلغ (18.99%) للمدة من (١٩٩٠-٢٠١٩)، ويعود الانخفاض الحاصل في معدل التضخم بعد عام ٢٠٠٥ اي خلال المدة ٢٠١٠-٢٠١٩ إلى نجاح وقدرة السياسة النقدية في الحد من معدل التضخم وابقائه ضمن الحدود اللازمة بحيث تتناسب مع الظروف الاقتصادية للبلد والى تحسن سعر الصرف المحلي مقابل الدولار فضلا عن انعدام القيود الكمركية على السلع المستوردة (التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠٠٤، ١١).

ويبين الجدول (١) بان سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار شهد انخفاضا ملحوظا خلال مدة التسعينيات، فقد ارتفع الى (10) دينار لكل دولار عام ١٩٩١ بعد ان كان (4.00) دينار لكل دولار امريكي عام ١٩٩٠، ثم بعد ذلك ارتفع الى (1674) دينار لكل دولار عام ١٩٩٥ ويرجع هذا الارتفاع الى العقوبات الاقتصادية التي فرضت على العراق بعد حرب الخليج في عام

١٩٩١ مما أدى الى نشوء اثار سلبية كزيادة الاصدار النقدي الجديد وتجميد أرصدة العراق في الخارج واستنزاف احتياطاته من العملات الاجنبية، ومع بداية تطبيق مذكرة التفاهم مع الامم المتحدة (النفط مقابل الغذاء) شهد سعر الصرف تطوراً كبيراً اذ ارتفع من (1674) دينار لكل دولار عام ١٩٩٥ اذ وصل اعلى مستوى له في عام ٢٠٠٠ الى (١٩٣٠) دينار لكل دولار، اما بعد عام ٢٠١٠ فقد شهد سعر الصرف ارتفاعاً وانخفاضاً بشكل واضح حيث وصل الى (1201) دينار لكل دولار في عام ٢٠١٩ والسبب يعود الى التحسن في سعر الصرف والى زيادة الاحتياطيات الاجنبية لدى البنك المركزي المتأتية اساساً من جراء قيام البنك بتنفيذ العوائد النفطية للحكومة التي تمثل المصدر الوحيد للعملة الأجنبية (التقرير الاقتصادي السنوي، ٢٠١٤، ١١).

اما فيما يخص سعر الفائدة في العراق يتضح من الجدول (١) بان اسعار الفائدة في العراق لا تتسجم مع متطابقة Fisher والتي تفترض بان السعر الحقيقي للفائدة يعكس الإنتاجية الحدية لرأس المال والذي يتحدد في القطاع الحقيقي مضاف اليه معدل التضخم المتوقع لتكون النتيجة سعر الفائدة الاسمي، ويمكننا القول بان القطاع المالي في العراق لا يزال بعيداً عن مفهوم كفاءة السوق المالية وبالأخص في حركة اسعار الفائدة لكونها تعد أداة مهمة في التأثير على النشاط الاقتصادي وتستخدمه العديد من الدول عندما تجد صعوبة في تحريك سعر الصرف، وما يلفت الانتباه بان سعر الفائدة الذي يعلنه البنك المركزي لم يتغير سوى تغير بسيط واستقر عند (12%) في عام ٢٠٠٠ ولكنه اخذ بالانخفاض الى (6.7%) في عام ٢٠٠٥. ونجد بان أسعار الفائدة المحددة من قبل السلطة النقدية استمرت بالتذبذب الى ان وصلت الى (10.5%) عام ٢٠٠٨ كأعلى مستوى لها خلال مدة الدراسة الى ان وصلت نسبتها (6%) عام ٢٠١٥، ونستنتج من ذلك بان المشكلة التي يعاني منها الاقتصاد العراقي هي مشكلة السيولة النقدية داخل الجهاز المصرفي وبالأخص الودائع الثابتة التي لم تأخذ دورها الكبير في مجال الاستثمار للأسباب عدة أهمها اختلالات الهيكلية التي يعاني منها الاقتصاد العراقي سواء أن كانت اختلالات مالية ام نقدية بالإضافة الى عدم توفر أسواق مالية ونقدية حديثة الامر الذي جعل أسعار الفائدة ليس لها أي دور في التأثير في الاقتصاد.

المبحث الثالث: التحليل القياسي لبعض متغيرات السياسة النقدية وأثرها على

المؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق للمدة ١٩٩٠-٢٠١٩

من خلال الدراسة سنقوم ببناء نموذج يوضح مدى العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الاسهم وبين متغيرات السياسة النقدية وهي (عرض النقود ومعدل التضخم وسعر الصرف وسعر الفائدة) خلال مدة الدراسة (١٩٩٠-٢٠١٩)، والتي يمكن التعبير عنها باستخدام العلاقة الدالية التالية:

$$Y = f(x1, x2, x3, x4)$$

حيث ان:

Y = المؤشر العام لأسعار الاسهم (المتغير التابع) مع بقية المتغيرات المستقلة وهي:

$X1$ = عرض النقد و $X2$ = معدل التضخم و $X3$ = سعر الصرف و $X4$ = سعر الفائدة).

تحديد نموذج التقدير الملائم للتطبيق:

ومن اجل قياس تلك العلاقة سيتم استخدام نموذج (ARCH & GARCH) وهو أحد نماذج تحليل السلاسل الزمنية المستخدمة في حالة البيانات المالية بالاستناد على البرنامج

الإحصائي (Eviews 10). وكذلك استخدام اختبار الحدود والتكامل المشترك للعلاقات الطويلة والقصيرة الاجل وللتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية لكل متغيرات المستخدمة في البحث سوف نتبع خطوات استخدام النموذج من خلال المراحل التالية:

أولاً. للتأكد من استقرارية المتغيرات المستخدمة في الاقتصاد العراقي سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على اختبار (Phillip-perron) لملائمته البيانات وفق هذا الاختبار وسيتم استخدامه لمعرفة أكبر فجوات التباطؤ لكل متغير من متغيرات نموذج الدراسة في العراق خلال المدة (١٩٩٠-٢٠١٩)، ويمكن توضيح نتائج اختبار من خلال الجدول (٢) وكما يلي:

الجدول (٢) نتائج اختبار جذر الوحدة لاستقرارية سلسلة لبعض متغيرات السياسة النقدية وأثرها على المؤشر العام لأسعار الاسهم في الاسواق المالية العراقية باستخدام (Phillip-perron).

Variable	Philips – Perron (PP)			
	Level		First Difference	
	intercept	Trend and intercept	intercept	Trend and intercept
Y_1	-1.034 (0.727)*	-2.277 (0.434)*	-6.941 (0.000)*	-12.711 (0.000)*
X_1	-2.591 (0.106)*	-2.680 (0.250)*	-7.256 (0.000)*	-7.096 (0.000)*
X_2	-5.51 (0.001)*	-9.64 (0.000)*	-13.95 (0.434)*	-15.62 (0.000)*
X_3	-2.32 (0.174)*	-1.81 (0.664)*	-5.60 (0.0001)*	-6.062 (0.0002)*
X_4	-0.283 (0.915)*	-5.860 (0.0002)*	-4.92 (0.0005)*	-6.110 (0.0001)*

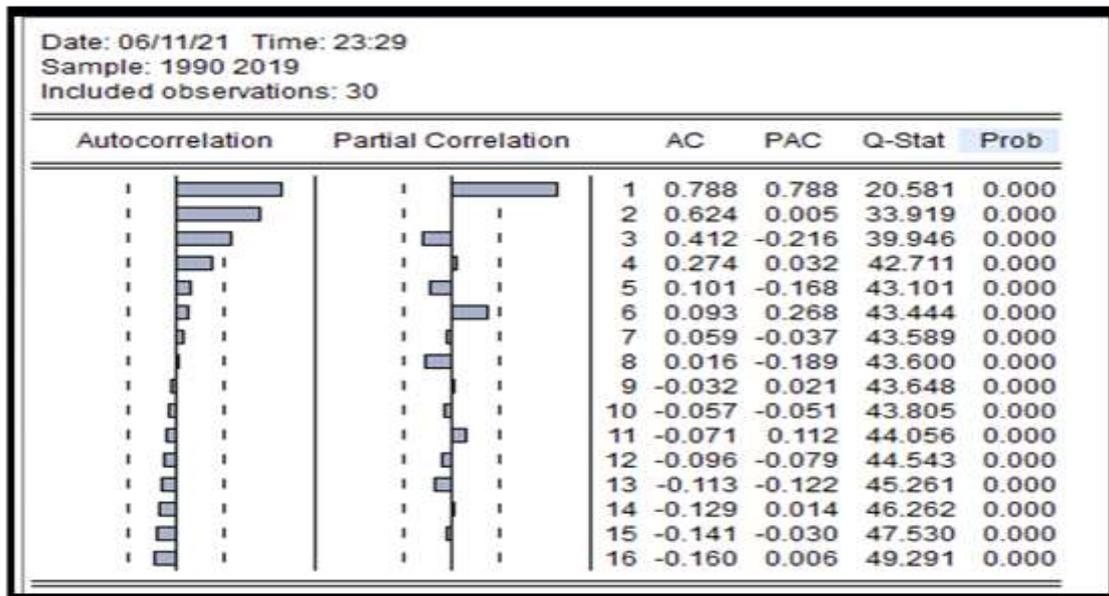
المصدر: الجدول من اعداد الباحثان بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews 10).
* قيمة احتمالية p.

ونلاحظ من نتائج الجدول (٢) أن المتغيرين (معدل التضخم، وسعر الفائدة) كانا ساكنين بالمستوى أي أن درجة تكامل كل منهما هي الصفر $I(0)$ ، اما بالنسبة لباقي المتغيرات الاخرى (المؤشر العام للأسعار الاسهم، عرض النقد، سعر الصرف الاسمي) كانت غير ساكنة بالمستوى ولكنها أصبحت ساكنة بعد أخذ الفرق الأول لها أي أن درجة تكامل كل منها هي الواحد $I(1)$ ومع ثابت واتجاه بان هناك مزيج ما بين المتغيرات فبعضها ساكن عند المستوى والبعض الاخر غير ساكن وقد تم اخذ هذه الفروقات لغرض بيان نوعية الاختبار المستخدم لتحقيق من شروط بناء النموذج وللاختبار وجود التكامل المشترك بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشر السوق المالي سيتم استخدام اختبار (bounds test) وبالاعتماد على فرضيتي العدم والبديلة المراد اختبارهما نلاحظ بان قيمة إحصائية (F) المحتسبة قد بلغت (0.741) وهي اقل من الحدود العليا والدنيا عند مستوى معنوية (5%) وهذا يعني نقبل بفرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة وهذا يدل على عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المستخدمة في النموذج المستخدم وكما هو موضح في الجدول (٣):

الجدول (٣): نتائج اختبار التكامل المشترك بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشر الاسواق المالية في العراق باستعمال اختبار الحدود (bounds test)

ARDL- Bounds Test		
Sample: 1990 2019		
Included observations: 29		
Selected model :ARDL(1.0.0.0.0)		
Null Hypothesis: No long -run relationships exis		
Test Statistic	Value	K
F- statistic	0.741490	4
Critical Value Bounds		
Significance	Lower Bound I(0)	Upper Bound I(1)
10%	2.2	3.09
5%	2.56	3.49
2.5%	2.88	3.87
1%	3.29	4.37

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews 10).
ثانياً. اختبار (Q-Stat): ان الهدف من هذا الاختبار هو معرفة معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي وخلق النموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي حيث تشير نتائج دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي الى معاملات الارتباط البسيطة بانها تختلف معنوياً عن (الصفر) عند المستوى معنوية (5%) لكونها تكون واقعة خارج حدود الثقة مما يدل على ان هناك ارتباط ذاتي بين المتغيرات ويمكن استخدام هذا الاختبار من خلال مقارنة معاملات الارتباط البسيط والجزئي من الشكل (١) التالي:



الشكل (١): معاملات الارتباط الذاتي لمتغيرات السياسة النقدية ومؤشر السوق المالي في العراق المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews 10).

نلاحظ من خلال الشكل (١) أن معاملات الارتباط الذاتي المحسوبة للسلسلة كانت مختلفة تماماً عند المستوى ولكن بعد اخذ الفرق الاول للسلسلة تبين بانها لا تختلف معنوياً عن الصفر عند مستوى معنوية (5%) وهذا يدل على استقرارية المعاملات وعلى عدم وجود ارتباط تسلسلي بين المتغيرات المدروسة في العراق، ولمعرفة إذا ما كانت الأخطاء تتبع عملية (ARCH) سيتم احتساب قيمة معامل التحديد من خلال ضرب قيمته بحجم العينة المستخدمة في النموذج مما يعطينا المقدار ($Obs \cdot R^2$) وهي التي تقارن مع مربع كاي (X^2P) ومن خلال الاختبار نجد بان قيمة ($Obs \cdot R^2$) والتي تمثل بقيمة (9.50) هي اكبر من قيمة (X^2P) الجدولية (0.0086) فهذا يعني اننا نرفض فرضية العدم اي ان التباين يكون غير ثابتاً عبر الزمن وخضوعها لنموذج (ARCH) وبالتالي يمكننا تقدير هذا النموذج على هذا الاساس.

ثالثاً. تقدير النموذج: يتضح من نتائج الجدول (٤) أن النموذج القياسي المقدر الذي يبين أثر السياسة النقدية في مؤشر السوق المالي العراقي بان هناك تأثير معنوي للقاطع (Intercept) في النموذج القياسي لمتغيرات السياسة النقدية وعند مستوى معنوية (5%)، بمعنى ان معادلة الخط المستقيم الممثلة للنموذج القياسي تقطع المحور الرأسي عند القيمة (485.618) وهي تختلف جوهرياً عن الصفر.

الجدول (٤): نتائج تقدير واختبار العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق باستخدام نموذج (ARCH) للمدة (١٩٩٠-٢٠١٩)

Dependent Variable: Y1_GENERAL - STOCK PRICE INDEX				
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)				
Date: 06/15/2021 Time: 18:07				
Sample (adjusted) 1990-2019				
Included observations: 30				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(6) + C(7)*RESID(-1)^2 + C(8)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	485.6183	47.564	10.267	0.000
X1	-2.92	4.368	-7.883	0.000
X2	0.016	0.1318	0.140	0.888
X3	0.016	0.015	1.214	0.224
X4	-38.120	3.55	-10.939	0.000
R-squared	0.6973	Mean dependent var.	140.2933	
Adjusted R-squar.	0.412	S.D. dependent var.	218.0258	
S.E. of regression	167.080	Akaike info criterion	11.7856	
Sum squared.	697896	Schwarz criterion	12.1138	
		Hannan-Quinn criter.	11.9051	
* significant at 5% level				

- مخرجات البرمجية Eviews-10

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews10).
الجدول (٥) نتائج المقارنة بين النماذج (ARCH & GARCH) لاختيار أفضل نموذج للقياس والتنبؤ في العراق.

	GARCH(1,1)	EGARCH(1,1)	TGARCH(1,1)
Akaike	11.785	12.558	11.747
Schwarz	12.113	12.978	12.214
Hannan-Quinn	11.905	12.692	11.797

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews10).

وتشير نتائج النموذج في الجدول (٥) اعلاه ايضا الى ان تقدير نموذج (1.1) GARCH وفق التوزيع الطبيعي الاحتمالي كان الافضل بين النماذج المستخدمة في قياس التغيرات السياسية النقدية في مؤشر الاسواق المالية العراقي من خلال الاعتماد على الاختبارات التشخيصية وهي كل من (H.Q, SIC, AIC) وبناءً على هذه المعايير التي تحقق ادنى قيمة لها تم اختيار افضل نموذج للقياس من اجل استخدامه في التنبؤات المستقبلية. حيث تشير نتائج النموذج الى ان هناك تأثير معنوي عكسي لعرض النقد الضيق على مؤشر العام لأسعار الاسهم فعند زيادة عرض النقد الضيق بـ (وحدة واحدة) فانه سيؤدي إلى انخفاض المؤشر العام لأسعار الاسهم بـ (2.92) مليون دينار تقريبا وهذه النتيجة جاءت متفقة مع (فاما)، ويمكن تفسير هذه الاشارة السالبة فعندما ينخفض عرض النقود سيؤدي الى نقص التمويل وستكون النتيجة انخفاض في شراء الاسهم مما يسبب انخفاضاً مباشراً في حجم التداول والذي بدوره سيؤدي الى انخفاض في اسعار الاسهم وقيمتها، وكما أظهرت النتائج الى عدم وجود أي تأثير معنوي طردي لمعدل التضخم وسعر الصرف على مؤشر العام لأسعار الاسهم ويمكن تفسير ذلك بان الاشارة الموجبة لكل من معدل التضخم (X2) وسعر الصرف (X3)، فالعلاقة ايجابية بين معدل التضخم وأسعار الاسهم تبين لنا بان العوائد الحقيقية تكون مستقلة عن معدل التضخم المتوقع، فذلك استخدمت الاسهم كوسيلة للتحوط امام التضخم عن طريق الاستثمار في الاوراق المالية وعليه فان عوائد الاسهم تزداد بنسبة زيادة معدل التضخم المتوقع اما بالنسبة للإشارة الموجبة لسعر الصرف فتعني بان انخفاض قيمة العملة للبلد سيؤدي الى دفع بعض المستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية الى توجيهها نحو الموجودات المالية وبالتالي زيادة الطلب عليها وارتفاع اسعارها، اما بالنسبة لسعر الفائدة (X4) فقد اثبتت الدراسة بانه هناك تأثير معنوي عكسي بين سعر الفائدة ومؤشر العام لأسعار الاسهم فعند زيادة سعر الفائدة الاسمي بـ (1%) فإن ذلك يؤدي إلى تراجع المؤشر العام لأسعار الاسهم بـ (38.12) اي عندما ترتفع اسعار الفائدة في السوق فان المستثمرين سيرغبون بإيداع اموالهم على شكل ودائع في البنوك وفي هذا الحالة سيضطرون الى بيع كل ما يملكون من الاسهم لغرض الحصول على النقد اللازم وهذا الامر سيؤدي الى زيادة عرض الاسهم وبالتالي انخفاض اسعارها وقيمتها في السوق، ويتمتع النموذج القياسي بقدرة تفسيرية مقدارها (69%)، وهذا يعني أن ما نسبته (69%) من التغيرات الخاصة في المؤشر العام لأسعار الاسهم تعود الى متغيرات السياسة النقدية في حين أن ما نسبته (31%) من التغيرات في المؤشر العام لأسعار الاسهم تعود الى متغيرات خارج النموذج كالظروف الاقتصادية والاجتماعية او الاستقرار السياسي والامن للبلد التي لا يمكن قياسها. ومن هنا بان العراق بحاجة ماسة الى لتنشيط سوقه المالي من اجل توفير رؤوس الاموال الضرورية والى الكثير من المشاريع الاستثمارية وخاصة في هذه المرحلة لكون الدولة غير قادرة على توفير الاموال.

الاستنتاجات والمقترحات

أولاً. الاستنتاجات:

١. ان القطاع المالي في العراق لايزال بعيداً عن مفهوم كفاءة السوق المالي وخاصة فيما يتعلق بتحديد حركة اسعار الفائدة على الرغم من ان سعر الفائدة يمثل ادارة مهمة للتأثير في نشاط الاقتصاد، اذ تستخدمها العديد من الدول عندما تجد صعوبة في تحريك سعر الصرف.
٢. ان اتجاهات السلسلة الزمنية كانت غير مستقرة لجميع متغيرات البحث في العراق ومن نتائج

- اختبار جذر الوحدة تبين بان المتغيرات هي مزيج ما بين المتغيرات فبعضها ساكن عند المستوى والبعض الاخر غير ساكن وبذلك تتحقق شروط بضرورة اجراء الاختبارات لمعرفة درجة تكاملها لكل المتغيرات السياسة النقدية ومؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق.
٣. تبين من خلال نتائج البحث بان المؤشر العام لأسعار الاسهم يتأثر بمتغيرات السياسة النقدية، حيث اظهرت نتائج اختبار التكامل المشترك للعلاقات التوازنية باستخدام اختبار (F-Bounds Test) الى عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات البحث.
٤. ومن نتائج البحث ايضا من خلال الاختبارات القياسية الى عدم وجود مشكلة التباين والارتباط الذاتي من خلال استخدام اختبار (ARCH)، وقد اظهرت نتائج النموذج الى ان هناك تأثير غير معنوي لمتغيرات السياسة النقدية ماعدا عرض النقد وسعر الفائدة فقد ظهر بانه ذات أثر معنوي على مؤشر العام للأسعار الاسهم في العراق.
٥. على البنوك المركزية الاهتمام بنتائج التي تم الحصول عليها من قياس المؤشرات للأسواق المالية واخذها بنظر الاعتبار عند إصدار القرارات المتعلقة بخفض أو رفع سعر الفائدة لما لها من تأثير على الشركات التي تعمل داخل الاسواق.

ثانياً. المقترحات:

١. العمل على تطوير اليات انتقال ادوات السياسة النقدية عن طريق القطاعات المصرفية لكون تلك الادوات تعمل على تطوير من كفاءة الاسواق المالية العربية.
٢. القيام بإجراءات تقييمية لأدوات السياسة النقدية وآثارها الإيجابية والسلبية في أداء سوق الأوراق المالية.
٣. ضرورة قيام السلطات النقدية والمالية بتوفير قاعدة بيانات احصائية واقتصادية دورية او سنوية يتم عرضها على المنهجيات الدولية بالإضافة الى ضرورة التعاون مع المؤسسات الحكومية والمركزية كبنوك المركزية ووزارات التخطيط والجهاز المركزي للإحصاء.

المصادر

أولاً. المصادر العربية:

١. أبو موسى، رسمية أحمد، ٢٠٠٥، الأسواق المالية والنقدية، جامعة البلقاء التطبيقية، الطبعة الأولى، دار المعزز للنشر والتوزيع.
٢. بن علي، بلعزوز، ٢٠٠٣، انعكاس الإصلاحات الاقتصادية على التوازن النقدي في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد (٣١)، الجمعية العربية. للبحوث الاقتصادية.
٣. التميمي، أرشد فؤاد وسلام، اسامة عزمي، ٢٠٠٤، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وادارة، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
٤. الجنابي، نبيل مهدي، ٢٠١٣، كفاءة سوق العراق للأوراق المالية والسياسة النقدية دراسة قياسية للمدة (٢٠٠٦-٢٠١٢) مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد (١٥)، العدد (٣).
٥. جمال، بن دعباس، ٢٠٠٧، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي: دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر، الجزائر.
٦. جمهورية العراق، البنك المركزي العراقي، التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٩).

٧. جمهورية العراق، وزارة التخطيط والتعاون الإنمائي الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات، مديرية الأرقام القياسية، نشرات سنوية متفرقة.
٨. الحلاق، سعيد سامي والعجلوني، محمد محمود، ٢٠١٠، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن.
٩. الدعيمي، عباس كاظم، ٢٠١٤، السياسة النقدية والمالية واداء سوق الاوراق المالية، الطبعة (٢)، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
١٠. سوق العراق للأوراق المالية، قسم الدراسات وتحليل المعلومات، التقارير السنوية للأعوام (١٩٩٠-٢٠١٦).
١١. شندي، أديب قاسم، ٢٠١٣، سوق العراق اوراق المالية (دراسة حالة)، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة واسط، العدد الخاص بمؤتمر الكلية.
١٢. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العرب، للسنوات (٢٠٠٠-٢٠١٦) ابو ظبي، صفحات متفرقة.
١٣. عبدلي، سارة، ٢٠١٢، اساليب قياس اداء حافظة الاوراق المالية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية والتسيير، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة مبراح ورقلة، الجزائر.
١٤. القرشي، محمد صالح، ٢٠٠٩، اقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة (١)، دار الاثراء، عمان.
١٥. محمد، براق وحفيظ، عبد الحميد، ٢٠١٦، اثر متغيرات السياسة النقدية على اسعار الاسهم في سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة معارف للعلوم الاقتصادية، العدد (٢).
١٦. المرشدي، حيدر جواد كاظم، ٢٠١٨، أثر بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية في تشجيع الاستثمار الاجنبي المباشر، رؤية تحليلية، مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد (٨)، العدد (٢).

ثانياً. المصادر الأجنبية:

1. Arnold, Roger A., 2010, "Macroeconomics", 9th Edition, McGraw-Hill.
2. Chetveryk, Natalia, 2012, Monetary Policy Transmission to Stock arkets:Heterogeneous Reaction of Stock Prices to Tightening Paperback.
3. Dadush, U. & eldelman, V., 2011, CURRENCY WARS. Carnegie.
4. Elton, Edwin J., Gruber, Martin J., Brown, Stephen J. & Goetzmann, William N., Modern portfolio theory and investment analysis, 9th Edition, USA, Wiley, 2014.
5. Frederic S., Mishkin, 2001, the Economic of Money, Banking and Financial Market, 6th Edition, Addison-Wesley, USA.
6. Hubbard& O Brien, R. Glenn & Anthony Patrick, 2010" Macroeconomics", 3rd. Edition.
7. Sanghvi, R. C, 2011, Currency Wars. Executive Summary of the Paper Currency Wars, January.
8. Woodford, Michael, "interest &prices foundations of a theory of monetary policy", 2003.