أثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم: سوق العراق للأوراق المالية أنموذجا- للمدة (٢٠٠٤- ٢٠١٠)*

أ.م.د نبيل مهدي الجنابي السيد فوزي حسين صاحب الطرفي
كلية الادارة والاقتصاد /جامعة القادسية

المقدمة :

تعد السياسة النقدية إحدى أدوات السياسة الاقتصادية الكلية ، إذ للسياسة النقدية دور فعال في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للبلد وتحقيق معدلات نمو مرتفعة وخلق بيئة مناسبة للتنمية الاقتصادية عن طريق معالجة الضغوط التضخمية وتحقيق الاستقرار في أسعار الصرف وأسعار الفائدة والحفاظ على القوة الشرائية للنقود.

و أن حتمية التحولات السياسية والاقتصادية الجارية في العراق بعد أواخر عام ٢٠٠٣ باتجاه تبني آليات اقتصاد السوق والانفتاح على العالم الخارجي كأدوات مهمة نحو تحريك عجلة التنمية الاقتصادية, وقد منح البنك المركزي استقلالية في تسيير ادواتة النقدية لتحقيق أهدافه بموجب قانونه الجديد رقم (٥٦) لعام ٢٠٠٤ واقتضت قيام البنك المركزي العراقي بموجب تلك التطورات من خلال التحول نحو الأدوات غير المباشرة.

وعلى الرغم من الإجراءات والخطوات العديدة التي اتخذتها السلطة النقدية في المرحلة الجديدة الآن هناك بعض التحديات تواجهها في ظل الظروف والأوضاع الحالية للاقتصاد العراقي, والتي يكون لها اثر واضح بشكل اوباخر على نجاح الأدوات النقدية على وجه الخصوص والسياسة النقدية بشكل عام , ومن أهم التحديات حداثة الأسواق المالية والنقدية .

*** بحث مستل من رسالتي الموسومة : أثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم : سوق العراق للأوراق المالية أنموذجا- للمدة (٢٠٠٤- ٢٠١٠)**

١. أهمية الدراسة:

تأتى أهمية الدراسة من :_
حداثة الموضوع ؛ لكونه الدراسة الأولى التي تربط بين الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية بعوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية فضلا عن حداثة المدة الزمنية المبحوثة .

٢. هدف الدراسة :
انصرفت الدراسة إلى تحديد جملة من النقاط لتكون أهدافا لها:
أ- تأصيل نظري للعلاقة بين السياسة النقدية وسوق الأسهم.
ب - اختبار العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة.
ج- بيان اثر السياسة النقدية على أسعار وعوائد سوق العراق للأوراق المالية .

٣. مشكلة الدراسة:
هناك نماذج مختلفة تحاول تفسير آثار وصدمات السياسة النقدية على عوائد الأسهم , طبقت في بلدان متقدمة وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا, ومشكلة الدراسة الحالية هي:
محاولة تطبيق نماذج مشابهة على بيانات الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية بالتوصل إلى إثبات أو دحض فرضية وجود علاقة بين هذين النوعين من البيانات مما يخدم مهمة التوصل إلى أفضل قناة الربط السياسة النقدية بسوق الأسهم, بحيث يستند هذا التفسير إلى نظرية اقتصادية ومالية واضحة .

٤. فرضية الدراسة :
"تؤدي السياسة النقدية دوراً مؤثراً في تفسير سلوك أسعار وعوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية, فضلاً عن دورها في الكشف عن طبيعة العلاقة السببية بينهما ".

٥. حدود الدراسة:
غطت الدراسة في حدودها الزمنية المدة (٢٠٠٤-٢٠١٠) بيانات شهرية , اما حدود الدراسة المكانية فهي الاقتصاد العراقي .

٦. هيكلية الدراسة :
وفي مسعى البحث لتحقيق أهدافه فقد قسمت الدراسة إلى ثلاث فقرات , تناولت الأولى ,للعلاقة بين السياسة النقدية وسوق الأسهم .وجاءت الثانية لبيان أداء السياسة النقدية وسوق العراق للأوراق المالية ,وجاء تفصيلها بفقرتين ,الأولى تركز على أداء السياسة النقدية .والثانية سلط الضوء على واقع سوق العراق للأوراق المالية . إما الفقرة الثالثة ,فقد اختصت بالجانب التطبيقي للدراسة من خلال قياس العلاقة بين السياسة النقدية وعوائد الأسهم, جاءت بفقرتين , تناولت الأولى الأساليب المستخدمة لتحليل النموذج , إما الثانية الإطار المنهجي للنموذج , وختمت الدراسة بجملة من الاستنتاجات والتوصيات.

المحور الاول: الإطار النظري.

اولا: العلاقة بين السياسة النقدية وعوائد الأسهم :
تعد حركة عوائد أسهم سوق الأوراق المالية مؤشرا على أدائها, ولتحديد حركة عوائد الاسهم المستقبلية, يستخدم المستثمرون والمتضاربون والمحللون الماليون طرائق مختلفة ويعتمدون على مؤشرات مهمة لها علاقة بحركة عوائد الأسهم , وتعد المؤشرات النقدية واحدة من أهم الأدوات التي تستخدم لمعرفة حركة واتجاه عوائد الأسهم , فبذلك تستطيع السلطة النقدية أن تؤثر بإجراءاتها النقدية المختلفة على عوائد الأسهم من خلال تأثيرها على مكونات السيولة الكلية للاقتصاد [١].
والمقصود بالطريقة غير المباشرة ان يكون تأثير السياسة النقدية على عوائد الأسهم من خلال قنوات مشتركة تؤثر فيها السياسة النقدية ، وهذا يعتمد على العلاقة ما بين متغيرات السياسة النقدية وأدوات السوق الأوراق المالية[٢].
وقد أكدت الدراسات التي تناولت العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية ، أن فهم هذه العلاقة يتطلب فتح ستار أولاً على فرضية التي نالت دعماً واسعاً من علماء الاقتصاد والتي توضح العلاقة من خلال فرضية السوق الكفؤة ونموذج القيمة الحالية .
١- فرضية السوق الكفؤة (Efficient market Hypothesis)

ولم يقتصر مفهوم الكفاءة على الاقتصاديين بل أمتد استخدامه ليشمل نطاق التحليل المالي ، ومضمون هذه الفرضية ان قيمة الأسهم في سوق الأوراق المالية تتذبذب بين الحين والأخر بسبب تغير الأسعار نتيجة وصول معلومات جديدة الى السوق [٣].

ولابد التميز بين ثلاثة إشكال من الكفاءة السوق فهي إما إن تكون على نحو (ضعيف الكفاءة) وعلى نحو (شبه القوي الكفاءة) أو على نحو (قوي الكفاءة) والفرق بين هذه الإشكال بالمعلومات المنعكسة في الأسعار وكما يأتي [4].

أ.مستوى الكفاءة الضعيف : (Weak form Efficiency)

تقوم فرضية المستوى الضعيف على أساس أن كل المعلومات السابقة (التاريخية) والخاصة بأسعار انعكست بالكامل على الأسعار الحالية للأسهم .

ب. المستوى شبه القوي : (Semi strong form Efficiency)

وتنص هذه الفرضية أن تكون جميع المعلومات العامة والمتاحة للجمهور تنعكس بالكامل على أسعار الأسهم ، وتفترض هذه الفرضية أن أسعار الأسهم الحالية لا تعكس المعلومات السابقة فقط وإنما تعكس أيضاً كل المعلومات المتوافرة للعادة [٥].

جـ . مستوى الكفاءة القوي : (strong from Efficiency)

وفقاً لهذه الفرضية تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة سواء كان مصدر البيانات المالية المنشورة والمتاحة للمتعاملين في السوق أم غيرها من المصادر [٦].

٢ـ نموذج القيمة المالية وعوائد الأسهم:

هناك عدد من وجهات النظر التي تفسر العلاقة ما بين السياسة النقدية وعوائد الأسهم ، وهنا لابد ان نستعين بالأدب الخاص بالأسواق المالية والذي يشير الى وجود نظرية لدراسة هذه العلاقة ، وهي (النظرية التقليدية لأسعار الأسهم ، (conventional theory) والتي تشير إلى إن السبب الأساسي في تغير أسعار الأسهم يكمن في التغير المتوقع في عوائد الاسهم [٧].

ويمكن استخدام نموذج القيمة الحالية المخصوصة في تحديد عوائد الأسهم وحسب الصيغة الآتية [٨].

$$P_{t+1} = E_t\left[\sum_{i=1}^{K} (1\backslash R_t)^J D_t + j\right] + E_t\left[\sum_{i=1}^{K} (1\backslash k_t)^{kt} P_{t+k}\right] \longrightarrow (1)$$

أذ أن

$p++1$ = سعر السهم

$Dt+j$ = القيمة الحالية المخصومة للتدفقات النقدية المخصومة المستقبلية المتوقعة

E_t = عامل التوقعات الذي يأخذ بعين الاعتبار المعلومات المتاحة في الوقت (t)

k = عامل الخصم .

ويمكن الحصول على نموذج تقييم عوائد الأسهم بتقسيم طرفي (1) على Pt فيصبح الطرف الأيمن يساوي صفر ويكون النموذج كما يلي [٩]:

$$IM_k = E_t\left[\sum_{j=1}^{K} (1\backslash k_t)^{kt} P_{t+k}\right] = 0 \longrightarrow (2)$$

ونحصل على الصيغة النهائية لنموذج القيمة الحالية لتقييم العوائد الأسهم كما يلي :

$$P_{t+1} = E_t\left[\sum_{j=1}^{K} (1\backslash R_t)^J D_t + j\right] \longrightarrow (3)$$

ولغرض تبسيط النموذج نفترض إن كل إرباح المشروع الموزعة (المقسوم الإرباح)، فإذا كان مقسوم الإرباح الحقيقي والمتوقع ثابتاً والتضخم يساوي صفراً ، فأن سعر السهم خالياً من المخاطرة يمكن احتسابه أو تقديره باستخدام الصيغة البسيطة الآتية:

$$St = \frac{De}{r} \longrightarrow (4)$$

إذ أن :

St = سعر السهم في بداية الفترة t

De = مقسوم الإرباح المتوقع تسليمها في نهاية الفترة

r = معدل العائد الحقيقي المطلوب من قبل مالكي الأسهم (معدل الخصم)

وفقاً لهذا النموذج يعكس سلسلة من التغيرات في تدفقات مقسوم الإرباح المتوقعة ومعدل العائد المطلوب يفترض إن يساوي معدل الفائدة الحقيقي على الأوراق المالية الخالية من المخاطر زائداً علاوة المخاطرة ، وهذا ناشئ من عدم التأكد من الحصول على مقسوم الإرباح ، أما عائد السهم فيمكن احتسابها بالصيغة الآتية: (١٠).

$$Rt = \frac{De + St+1}{St} \longrightarrow (5)$$

لذلك فيتساوي معدل العائد المتوقع مع معدل العائد المطلوب (معدل الخصم) أي R_t

ونستنتج من نموذج تقييم عوائد الأسهم في معادلة رقم (3) إن للسياسة النقدية أثرين :

أ- الأثر المباشر :

ان السياسة النقدية يمكن أن تؤثر بشكل مباشر على عوائد الأسهم من خلال تغير سعر الخصم المستخدم من قبل المشاركين في السوق ، إذ أن عند إتباع سياسة نقدية (انكماشية أو توسعية) تؤدي الى ارتفاع او انخفاض سعر الخصم ومن ثم تغير التدفقات النقدية المخصوصة للشركة ، وهذا بدوره يؤدي الى تغير الإنفاق الاستثماري للشركة وبالتالي تغير عوائد الشركة (١١).

ب- الأثر غير المباشر :

للسياسة النقدية اثر غير مباشر على عوائد الأسهم من خلال تأثيرها على نشاط الاستثمار بالأوراق المالية (الأسهم ، والسندات) عن طريق القناتين: (سعر الفائدة ، الاحتياطيات النقدية) ، فعند إتباع البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة المعروض من الأسهم فيسبب انخفاض أسعارها نتيجةً انخفاض الطلب عليها ، وعلى العكس من ذلك عند إتباع سياسة نقدية توسعية . اما يكون تأثيرها عن طريق قناة (الاحتياطيات النقدية) فيقوم البنك المركزي بشراء الموجودات المالية من الإفراد والشركات ومن المصارف التجارية مما يؤدي إلى زيادة السيولة لدى المصارف مما يزيد قدرتها على منح الائتمان بكلفة منخفضة وبهذا يتجه الإفراد أو شركات نحو الاستثمار بالأوراق المالية فتزداد الإرباح ومن ثم العوائد وبالعكس (١٢).

٣: العلاقة بين مؤشرات السياسة النقدية وعوائد الأسهم :

إن التغير في مؤشرات السياسة النقدية تسبب تحركات أسعار الأسهم ومن ثم تقلبات في عوائد الاسهم وذلك يمكن توضيحه من خلال العلاقة علاقة مؤشرات السياسة النقدية بعوائد الاسهم وكما يلي:

أ- سعر الفائدة : (Interest Rate)

يتمثل سعر الفائدة ثمن التخلي عن النقود أو رأس المال, وتستخدمه الدولة أداة لضبط الأسواق وتوجيه النشاط الاقتصادي ، فأي تغير ولو طفيف في سعر الفائدة يؤثر في حركة رؤوس الأموال في الأسواق وتوجهات الاستثمار فيها, سواء كان مباشراً على شكل مشروعات أم غير مباشر في الأوراق المالية (١٣), وفيما يتعلق بتأثير سعر الفائدة في أسواق الأوراق المالية تحت إشكال متعددة :

١- إن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية تمثل القيمة الحالية للنقود فقيمتها تتوقف على سعر الخصم أو العائد المتحقق، وهذا السعر هو سعر الفائدة السائد في اللحظة نفسها والمتعلق بالتوظيف للمدة ذاتها (١٤).

٢- بعد دراسة عنصر مهماً في نفقات المشروع وذلك لان المشروعات عادةً تلجأ الى الاقتراض في ظل مواردها الذاتية المتاحة من الاحتياطيات والإرباح المتراكمة وما تحوزه من أصول نقدية سائلة .

٣- يؤثر سعر الفائدة في الاستثمارات الخاصة في شركات الإعمال وبهذا فهي تؤثر في الإنفاق الكلي والإرباح والعوائد الموزعة على المساهمين .

٤- يؤثر سعر الفائدة في تخصيص الأموال بين أسواق الأسهم فهي بذلك تؤثر في الطلب على الأسهم وأسعارها (١٥).

نموذج تقييم الإرباح المخصومة يبين اثر العوامل الاقتصادية على عوائد الأسهم بافتراض ثبات الإرباح وحسب الصيغة الآتية: (16).

$$P = \frac{D1}{(K - g)} \longrightarrow (6)$$

P = أسعار الاسهم
D1 = مقسوم الأرباح بعد الفترة الاولى .
G = معدل نموالأرباح (نسبة ثابتة)
K = معدل الفائدة المطلوب

وان التغير في أسعار الأسهم في الأجل القصير ناتج من تغيرات أسعار الخصم وهذا بدوره يؤثر على القيمة الاسمية للأسهم ، التي تعكس الثقل الذي يضعه المستثمرون على الدخل المستقبلي للأسهم عند تحديد قيمة الأسهم [١٧]. وهذا يعني أن البنك المركزي يستطيع أن يغير في مستويات واتجاه حركات أسعار الفائدة التي عند ارتفاعها تنعكس سلباً على التدفقات النقدية للشركة فينخفض حجم التداول وانخفاض الأسعار الأسهم ومن ثم العوائد [١٨].

وعلى العكس من ذلك في حالة انخفاض أسعار الفائدة [١٩].

ومن ذلك يتضح ان هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وعوائد الأسهم فارتفاع أسعار الفائدة سيكون له تأثير سلبي على عوائد الأسهم [٢٠].

ب- عرض النقد : (Money Supply)

يعد عرض النقد أحد أدوات السياسة النقدية الفعالة الذي يعبر عن مجموع العملة في التداول خارج الجهاز المصرفي مضافاً إليه الودائع الجارية تحت الطلب مما يملكه القطاع الخاص اللامصرفي لدى المصارف التجارية ويطلق عليه (عرض النقد بمعناه الضيق ويرمز له MI) ، وبما إن نشاط أسواق الأوراق المالية جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي فأن أي تغير في عرض النقد سيكون له تأثير على هذه الأسواق ، أما ان تكون تأثيرات مباشرة عبر تغيرات العوائد عن طريق تغير التدفقات النقدية المخصومة للشركة ، أو تأثيرات غير مباشرة عبر تأثيراتها في النشاط الاقتصادي الحقيقي الذي يظهر في المقابل على أنه من المحددات الرئيسية لأسعار الأسهم ومن ثم العوائد [٢١]، ومن خلال نموذج تسعير الأسهم الذي يعبر عن الأثرين والصيغة العامة لهذا النموذج كالأتي : [٢٢].

$$P_o = \left[\sum_{o}^{\infty} (E_{te} \setminus I + it + rt)^t\right] \longrightarrow (7)$$

إذ أن :

Po = السعر الجاري (الحالي) للسهم .
It = معدل الفائدة الخالي من المخاطرة .
rt = مكافأة المخاطرة .
Ete = العوائد المتوقعة
T= الزمن

وطبقاً لهذه الصيغة فأن تغيرات عرض النقد تؤثر على عوائد الاسهم من خلال (أثر السيولة وأثر أسعار الأسهم ومكافأة المخاطرة), فينعكس أثر السيولة على أسعار الفائدة ، لأن النقود تعتبر أحدى مكونات الحافظة الاستثمارية .

أما أثر الأسعار فتتأثر بعرض النقد من خلال التغير في الطلب الفعال على السلع والخدمات [٢٣], وينتقل هذا الأثر عن طريق قناة عرض النقد على أسعار الأسهم [٢٤].

ج- سعر الصرف : (Exchange Rate)

يعرف سعر الصرف بأنه النسبة المئوية للتغير في أسعار الواردات بالعملة المحلية الناجمة عن تغيير واحد في المائة في سعر الصرف بين عملة الدول المصدرة والمستوردة [٢٥].

وأن التغيرات أسعار الصرف تؤثرمن خلال قناتين(العرض والطلب الكليين), في مستويات الأسعار الداخلية وفي المنافسة بين الشركات ، وفي ظل اقتصاديات مفتوحة ستؤثر تقلبات أسعار الصرف على الأنشطة الاقتصادية المحلية والدولية تسبب تغيرات في أسعار النسبية للسلع المحلية والأجنبية ومن ثم تؤثر على الطلب المحلي والأجنبي على السلع من خلال التغير في قيمة العملة, بافتراض انخفاض قيمة العملة المحلية سوف يؤدي إلى زيادة صادرات هذه الدولة أي زيادة الطلب الخارجي على السلع المحلية فينعكس إلى زيادة الاستثمار في سوق الأسهم وبالتالي ارتفاع مستوى اسعار

وعوائد الأسهم, وهذا يعني إن سوق الأسهم مرتبطة بشكل عكسي لتغيرات سعر الصرف ,وعلى العكس من ذلك عند ارتفاع قيمة العملة [٢٦] .

د- معدل التضخم : (Inflation Rate)

يعرف التضخم (Inflation) (بأنه الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار [٢٧], وطالما إن التضخم هو الارتفاع في المستوى العام للأسعار فان كلا الاقتصاديين النقديين والكنزيين يتفقون بان التضخم ظاهرة نقدية, ولقد حظيت العلاقة ما بين معدل التضخم وعوائد الاسهم باهتمام كبير من قبل الاقتصاديين لدراسة هذه العلاقة ,منها الدارسه التي قام بها (Fisher), والتي تؤكد على وجود علاقة ايجابية ما بين معدل التضخم وأسعار الأسهم ، ونالت فرضية (Fisher) بقبول واسع من قبل الاقتصاديين ، ومفاد هذه الفرضية أن معدلات المتوقعة للعوائد الاسهم تساوي العوائد الحقيقية مضافاً إليه معدل التضخم المتوقع ,وأن العوائد الحقيقية مستقلة عن معدل التضخم المتوقع, فلذلك استخدم الاسهم كوسيلة للتحوط ضد التضخم, والصيغة الآتية توضح ذلك :

$$R_{mt} = a + BI_{At} + LL_t \longrightarrow (8)$$

إذ ان:

R_{mt} = عوائد الاسمية في شهر (t).

BL_{At} = معدل التضخم المتوقع.

LL_t = اثر العوامل الأخرى.

لابد ان يأخذ المستثمر بنظر الاعتبار معدل التضخم عند الاستثمار بالأوراق المالية [٢٨] , وان الزيادة في معدل التضخم من المرجع يؤدي الى انكماش السياسات الاقتصادية وهذا بدوره يزيد من المعدل الاسمي الخالي من المخاطر وبالتالي يرفع سعر الخصم كما في نموذج التقسيم في معادلة (6) الأنفة الذكر.

ثالثاً. الدراسات السابقة:

1. دراسة : (Ramin Cooper Maysami, 2004) [٢٩].

سعت الدراسة لبيان العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم في سوق سنغافورة , باستخدام نموذج تحليل التكامل المشترك (VECM) بين المتغيرات (مؤشر العام للاسعارالاسهم سنغافورة ,مؤشر قطاع المالي ,مؤشر قطاع العقار ,مؤشر قطاع الفنادق ,عرض النقد , سعر الفائدة ,سعر الصرف , التضخم) خلال المدة (1995-2001), وأثبتت النتائج ان عوائد أسهم سوق سنغافورة وعوائد جميع القطاعات تتأثر بمتغيرات الاقتصاد الكلي التي تم تحديدها بنسب متفاوتة, أذ تستجيب عوائد الأسهم بشكل كبير للتغيرات الحاصلة في عرض النقد ,سعر الفائدة , سعر الصرف) بينما تكون الاستجابة لتغيرات التضخم بشكل أبطئ.

2. دراسة : (Michael Hewson, 2005) [٣٠]

تناولت هذه الدراسة أثر صدمات السياسة النقدية على عوائد الأسهم , في جنوب افريقيا , واستخدمت نماذج متجه الانحدار الذاتي (VAR), ونماذج (SARB) , لقياس اثر الصدمات على عوائد الأسهم , ببيانات سنوية تنقسم الى فترتين (1992-2000 \ 2000-2004) , للمتغيرات (سعر الصرف, معدل التضخم, معدل الفائدة, عوائد الأسهم لثلاث قطاعات (قطاع البنوك, قطاع الصناعة, قطاع الخدمات), ودلت النتائج الى ان عوائد أسهم قطاع البنوك, عوائد أسهم قطاع الصناعة, عوائد أسهم قطاع الخدمات, تتاثربصدمات السياسة النقدية بشكل ايجابي تتجه من (سعر الصرف,سعر الفائدة) الى عوائد الأسهم , وبشكل سلبي من معدل التضخم الى عوائد الأسهم , بينما عوائد أسهم قطاع الصناعة, تتأثر بسعر الفائدة والتضخم بشكل سلبي, ويؤثر سعر الصرف بشكل ايجابي على عوائد الأسهم .

3- دراسة: (Christes Ioannidis and Alexandros Kontonikas, 2006) [٣١].

توضح هذه الدراسة أثر صدمات السياسة النقدية على عوائد الأسهم , لبلدان منظمة التعاون والتنمية (OECD[1*]) (13), وتضم المتغيرات (نمو الناتج ,سعر الفائدة , التضخم ,المؤشر العام لأسعار

الأسهم) , باستخدام طريقة (oLs) لتقدير العلاقة , وتتضمن المدة (1972- 2002) , ببيانات شهرية, وأثبتت النتائج ان صدمات السياسة النقدية تؤثر بشكل كبير على عوائد الأسهم لهذه البلدان بنسب متفاوتة واتجاهات مختلفة .

4- دراسة : (Gregoriou .A, etal 2009) [٣٢].

تستعرض هذه الدراسة أثر صدمات السياسة النقدية على عوائد الأسهم , في سوق المملكة المتحدة (UK), باستخدام نموذج (SVAR) لقياس اثر صدمات السياسة النقدية على عوائد الأسهم , للمتغيرات (سعر الفائدة , مؤشر(MPC) لأسعار الأسهم), ببيانات شهرية غطت المدة (-2009 1999) , وأظهرت نتائج الدراسة بان اثر السياسة النقدية (المتوقعة وغير المتوقعة) تؤثر على عوائد الأسهم , أي ان عوائد الأسهم تستجيب بشكل ايجابي لمعدل الفائدة في أوقات توقع اثر السياسة النقدية , وبشكل سلبي عند إتباع سياسة نقدية غير متوقعة .

5- دراسة : (Samy Bennaceur , etal , 2009) [٣٣].

تركز هذه الدراسة على تحليل التفاعل بين السياسة النقدية وأسعار سوق الأسهم في ثمان دول من منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا , وهي (البحرين و مصر والأردن و المغرب و عمان و السعودية و تونس و تركيا) ولتحقيق هذا الهدف , تم استخدام متجه الانحدار الذاتي (VAR) , ببيانات شهرية غطت المدة (1991-2006) , أما النتائج التي طرحتها هذه الدراسة فهي:

(١) تؤثر السياسة النقدية بدرجة ضئيلة في كل من (تونس , المغرب ,تركيا) , على عوائد سوق الأسهم .

(٢). في (البحرين , عمان , الأردن , السعودية) , يكون تأثير السياسة النقدية بشكل كبير على عوائد سوق الأسهم .

(٣). بينما لاتؤثرالسياسة النقدية على عوائد الأسهم في السوق المصرية.

6- دراسة : (Godwin Chigozie Okpara , 2010) [٣٤].

سعت هذه الدراسة الى تحليل أثر السياسة النقدية على عوائد الأسهم في السوق النيجيرية ، من خلال إجراء التحليل القياسي للسلاسل الزمنية , وقد استخدمت بيانات شهرية غطت المدة (– 2006 1985) , للمتغيرات (سعر الفائدة , التضخم ,مؤشر أسعار الأسهم) , وقد تم اختبار سكون المتغيرات بواسطة اختبار ديكي فولر الموسع ((ADF), Augmented Dickey Fuller) واختبار التكامل المشترك (Co-integration test) , واختبار متجه الانحدار الذاتي (VAR) , وأشارت النتائج إي ان السياسة النقدية تؤثر بشكل كبير على عوائد أسهم نيجيريا, من خلال سعر الفائدة عند ارتفاع سعر الفائدة يؤدي الى انخفاض عوائد الأسهم , ويعني ذلك على وجود علاقة سلبية بين سعر الفائدة وعوائد الأسهم , بينما يكون تأثير ايجابي وكبير للتضخم على عوائد الأسهم , وكذلك تستجيب عوائد الأسهم للصدمات السياسة النقدية .

أ ما الدراسة الحالية هي أول دراسة لقياس أثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية, فضلا عن مدة الدراسة (٢٠٠٤ -٢٠١٠), بيانات شهرية, للمتغيرات (عرض النقدM.1 , سعر الفائدة , سعر الصرف , معدل التضخم , مؤشر العام للأسعار الأسهم , مؤشر أسهم قطاع البنوك , مؤشر أسهم قطاع الصناعة), واستعملت فيها الأساليب القياسية الحديثة من خلال اختبارات الاستقرارية (Dickey Fuller.ADF) وسببية (Granger) ونموذج متجهة الانحدار الذاتي (VAR),فضلا عن دوال استجابة الصدمات(Impulse Response) وتحليل التباين(Variance Decomposition).

المحور الثاني: أداء السياسة النقدية وسوق العراق للأوراق المالية.

أولا : أداء السياسة النقدية

١- الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية :

اتسمت السياسة النقدية بخضوعها الى قرارات السلطة السياسية في الفترة ما قبل التغيير وخصوصاً فيما يتعلق بسياسة الإصدار النقدي (سياسة النقد الرخيص) المتبعة , مما سينتج عنه زيادة متسارعة

في نسب التضخم وارتفاع مستوى العام للأسعار مع نمو عرض النقود بصورة كبيرة , والذي يعمل على ضياع فرص النمو الاقتصادي في القطاعات الحقيقية [٣٥] , ويعد أبرز حدث يتعلق بأداء السياسة النقدية لفترة ما بعد (2003) هو الاستقلالية التي حصل عليها البنك المركزي العراقي بموجب قانون(56)لسنة (2004) ويمكن توضيح مفهوم الاستقلالية بثلاث نقاط جوهرية [٣٦].

أ- عدم إقراض الحكومة بطريقة مباشر أو غير مباشر .

ب- عدم تلقي أوامر الحكومة في تسيير أدوات السياسة النقدية .

ج-خضوع حساباتها للمدقق الخارجي وفقاً لمعايير التدقيق الدولية للبنوك المركزية , ألا أن الاستقلالية هي ضمن الحكومة ولايمكن نفي التعاون والتشاور في تحقيق الأهداف الاقتصادية للدولة .

عملت السلطة النقدية بموجب القانون الجديد للبنك المركزي بمسار نقدي جديد مختلف تماماً عن السابق من حيث الأدوات و الأهداف المستخدمة في تنفيذ ورسم السياسة النقدية،و ابتداءً عمل السياسة النقدية من هدف كبح التضخم واستقرار الأسعار إلى المحافظة على نظام نقدي ومالي مستقر ووصولاً الى هدف تحقيق الرفاهية الاقتصادية وإتاحة فرص العمل مع تشديد بشكل خاص على تقوية الدينار العراقي لكي يصبح (عملة وطنية جاذبة) وبنفس الوقت الحد من ظاهرة(الدولرة*٢) [٣٧].

٢ ـ تطور أدوات السياسة النقدية :

ان التحول الجوهري فيما يتعلق بالسياسة النقدية في العراق بعد صدور القانون الجديد برقم (٥٦) لسنة (٢٠٠٤) ليمنح البنك المركزي استقلالية واضحة بخصوص أدارة السياسة النقدية, ومن خلال هذه الفقرة يمكن تسليط الضوء على مجمل نتائج تنفيذ السياسة النقدية الجديدة في مواجهة التحدي المتمثل (مكافحة التضخم والاستقرار المالي) من خلال أدواتها الحديثة غير المباشرة ولابد من قياس مدى النجاح أو الإخفاق في تنفيذ السياسة الحالية وفقاً للمؤشرات التالية [٣٨].

(أ)- عرض النقد : (Supply of Money -M1):

ويلاحظ من الجدول (1) اذ بلغ عرض النقد (10148626) مليون دينار في عام 2004 منه النسبة الأكبر في التداول بنسبة (70.6%) والودائع جارية بنسبة (29.4%) , واخذ عرض النقد اتجاهه التصاعدي بوتيرة نمو تدريجية ليصل أعلى مستوى له في عام (2007) ليشكل نسبة (40.5%) وانخفضت العملة في التداول لتصل (65.5%) وارتفاع نسبة الودائع الجاري نحو (34.5%) مقارنتا بالعام السابق من العملة المتداولة , ويعود سبب الارتفاع الى عدة عوامل أهمها (الزيادة المستمرة للإنفاق الجاري والاستثماري للحكومة, وكذلك منها استبدال العملة العراقية بعد صدور قانون البنك المركزي رقم (56) لسنة 2004 ، وكذلك رفع حجم الاحتياطيات الأجنبية للبنك المركزي والذي بالضرورة يقابله عملة عراقية من أجل الحفاظ على استقرار أسعار الصرف الدينار العراقي, وقد أدت التطورات النقدية إلى حصول تقارب كل من العملة في التداول والودائع الجارية إلى عرض النقد, اذ بلغت نسبة العملة في التداول في عام ٢٠٠٧ نحو (65.6%) مقابل (65.5%) لعام ٢٠٠٨, في حين بلغت نسبة الودائع الجارية نحو (34.3%) مقابل (34.5%) للعامين (٢٠٠٧ -٢٠٠٨)، أما في عام (2009-2010) فقد أرتفع ليشكل نسبة نمو(32.3% –38.7%) قياساً بعام (2008) وساهم صافي العملة في التداول بنسبة انخفاض مقدارها (56.4% – 47.0%) إلى عرض النقد بعد ان كانت(65.6%) في العام السابق, فينعكس على ارتفاع الودائع الجارية نسبتا الى عرض النقد لتشكل نسبة (41.6%-52.9%) , وتدل هذه التطورات على نجاح السلطة النقدية للتأثير على مؤشراتها.

جدول رقم (1)

تطور مكونات عرض النقد (M1) وأهميتها النسبية في العراق لمدة (2004-2010) مليون دينار

التفاصيل	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠

عرض النقد M_1	٤٨٦٢٦	٢٩٩١٢٥	٦٠٠٦ ٠	٧٢١١٦ ٧	٨١٨٩٩٣	٧٣٠٠٠٣٠	٥١٧٤٣٤٨٩
معدل نموه %	--	١٢,٣٢	٣٥,٦٢	40.49	29.78	32.31	38.72
العملة في التداول	162945	112837	96837	31700	3492502	21775679	24342193
نسبة العملة في التداول M1%	70.6	79.9	70.9	65.5	65.6	58.4	47.04
الودائع الجارية	985681	286288	91961	48967	9697432	15524351	27401297
نسبة الودائع الجارية من M1 %	29.4	20.1	29.1	34.5	34.4	41.6	52.9
سعر الفائدة (سعر السي %	-	6.33	10.42	20	16.75	8.83	6.25
اسعار الفائدة المدفوعة	-	6.96	6.90	10.86	11.25	8.40	6.73
اسعار الفائدة المتقاضا		13.90	14.65	19.06	19.53	16.27	14.38
سعر الصرف الدينار ال مقابل الدولار	1453	1469	1367	١255	1193	1140	1170
معدل نموه %	-	1.1	5.1	14.4	-4.9	-1.9	٠
الرقم القياسي العام	-	12073.8	3500.8	4205.5	48551.3	24155.1	125.03
معدل التضخم %		37.0	53.2	30.8	2.7	-2.8	2.4

المصدر : الجدول من أعداد الباحث بالاعتماد على نشرات البنك المركزي لسنوات متفرقة. * تم احتساب الرقم القياسي الجديد لأسعار المستهلك على أساس 2007=100 منذ عام 2010.

(ب)- سعر الفائدة : (Interest Rate)

بدأ البنك المركزي العراقي يعتمد سعر فائدة البنك (سعر السياسة) في تاريخ 2005/1/26 بمعدل (6.33%) وكما موضح في الجدول رقم (1) الذي يوضح تطور مؤشرات أسعار الفائدة . ثم بعد ذلك قام البنك المركزي برفعة تدريجياً إلى أن وصل أعلى مستوى له(20%)في عام (2007) وكان الهدف من ذلك هو تحفيز معدلات الفائدة في تأدية دورها في كبح التضخم وتشجيعاً للنشاط الاقتصادي [٣٩]. إما أسعار الفوائد على الإيداعات المصارف بالعملة العراقية (المحلية) حيث كانت أسعار الفائدة المدفوعة بالدينار العراقي بمعدل (6.69%) لسنة (2005) ثم ارتفعت بشكل متذبذب لتبلغ معدل نحو (10.86%) في عام (2007)وكذلك ارتفعت أسعار الفوائد المتقاضاة من (90-13%) في عام (2005) إلى (19.06%) في عام (2007) التي كانت لها دوراً في سحب السيولة من الجمهور للحد من ارتفاع التضخم .

في حين شهدت الأعوام (2008-2010) انخفاضاً متتالياً لسعر السياسة ليتراوح ما بين (6.25- 16.75%) ، وكذلك ارتفاعا في معدل الفائدة المدفوعة بنسبة (11.25%)وكذلك الفائدة المقاضاة نحو(19.53%) في عام (2008),بينما انخفضت معدلات الفائدة في عامي (2009-2010) ليشكل معدل الفائدة المدفوعة (8.40%-6.73%) على التوالي قياسا بالعام السابق ,وكذلك معدل الفائدة المقاضاة نحو (16.27%-14.38%) على التوالي مقارنتا بالعام السابق ,ويعود سبب الانخفاض الى تنفيذاً للسياسة النقدية الهادفة الى تحفيز المصارف لتمويل المشروعات ومنح الائتمان لطالبيه لدفع عملية التنمية , وكذلك لكبح التضخم وتحقيق الاستقرار الاقتصادي .

(ج)- سعر الصرف : (Exchange Rate)

ويوضح جدول رقم (1) تطورات سعر الصرف للدينار العراقي مقابل الدولار للمدة (2010-2004), إذ بلغ معدل السنوي لسعر الصرف الدينار مقابل الدولار (1453) دينار / دولار في عام(2004) ، واستمر هذا السعر في الاستقرار مع وجود بعض التذبذبات ارتفاعاً ليبلغ (1469) دينار/ دولار ، عام (2005) بمعدل (1.1%), في حين شهد سعر الصرف انخفاضاً متفاوتاً بنسبة (1255) دينار /دولار ، في عام (2007) بمعدل نمو سالب (14.4-%) قياساً بالعام السابق, وهذا بدوره

أدى الى تحسن قيمة الدينار العراقي مقابل الدولار ,وكذلك انخفضت بشكل طفيف ليشكل (1193) دينار / دولار بمعدل نمو سالب (4.9-%) مقارنتاً بالعام السابق وهذه السلسلة من الانخفاضات المتتالية نتيجة أتباع البنك المركزي سياسته النقدية التي تهدف الى تقوية ودعم سعر الصرف للدينار العراقي اتجاه الدولار والتقليل من الاتجاهات التضخمية ودفع النمو نحو التقدم وكذلك استقرار الوضع الأمني على العموم في القطر . أما في عامي (2009-2010) استطاع البنك المركزي من خلال سياسته النقدية بالمحافظة على استقرار سعر الصرف الدينار العراقي اتجاه الدولار وهذا يعني استقرار سياسة البنك النقدية في دعم سعر الصرف الدينار العراقي خلال تسيير أدوات السياسة النقدية بصورة منسقة تساعد على دعم النشاط الاقتصادي , ولحمايته من الصدمات الخارجية, فضلاعن تقوية قيمة العملة المحلية وجعلها عملة جاذبة ووسيلة للدفع ومخزن للقيمة.

(د)- التضخم: (Inflation) .

تعد التطورات السعرية التي يوضحها جدول (1) إذ بلغ معدل التضخم أعلى مستوى له (52.3%) في عام (2006) ليضع الاقتصاد العراقي مجدداً في متوسط الاتجاهات التضخمية التي لم يعهدها منذ فترة الحصار الاقتصادي ، وبغض النظر عن الاختناقات العرض الكلي ومساهمتها في الظاهرة التضخمية [٤٠]" فسجل الرقم القياسي لأسعار المستهلك كمؤشر للتضخم معدلاً قدره (18500.8) خلال عام (2006) في حين شهدت الأعوام (2007-2010) انخفاضاً تدريجياً في معدل التضخم العام ليبلغ أدنى مستوى له(2.8 -%)في عام (2009) ،يقابله انخفاض طفيف في الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك إلى الانخفاض الى تعزيز دور السياسة النقدية للبنك المركزي بوسائلها المتعددة نجاحاً في بلوغ أهدافها في خفض التضخم وتحسين الاستقرار النقدي ، ولكبح جماح التضخيم والحد منه بل معالجته وانعكاس ذلك على زيادة القوة الشرائية للدينار العراقي فضلا عن زيادة القوة الشرائية لدخل الفرد ، والذي يفضي بدوره الى تنشيط مناخ النمو والتنمية الاقتصادية للبلد [٤١].

(ثانياً): واقع سوق العراق للأوراق المالية .

(١): تطور مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية:

أ- المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية :

تعتبر حركة وتغير أسعار الأسهم وفقاً للعوامل الموضوعية الخاصة بالبيئة والمناخ الاستثماري في الاقتصاد يعد من اهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون في أسواق الأوراق المالية في تحديد قراراتهم الاستثمارية [٤٢].

اتسم مؤشر أسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية بالتقلب والتذبذب وعلى النحو المشار إلية في الجدول (٢)إذ بلغت قيمة المؤشر (64.699) نقطة في عام (2004)، وانخفضت هذه القيمة في عامي (2005-2006) لتصل الى (45.644 - 25.288) نقطة على التوالي في حين شهدت الأعوام (2007-2010) ارتفاعاً في المؤشر العام للأسعار الأسهم لتبلغ قيمة الارتفاع تتراوح ما بين (34.590-100.98) نقطة . بالمقارنة مع عام 2005 وقد أغلق المؤشر في أخر جلساته عام (2010) على (100.98) نقطة مرتفعاً عن إغلاقه عام (2009) بنسبة 5.12% وعن أول جلسة من عام (2010) بنسبة (5.53%).

جدول (2)

مؤشرات أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2010)

التفاصيل	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠
المؤشر لاسعار الاسهم	4.669	5.644	25.288	34.590	58.360	100.86	00.98
نسبة التغير%	-	29.77	44.59	36.78	68.719	72.820	0.12
الشركات المدر	٨٠	٨٥	٩٣	٩٤	٩٤	٩١	٨٥
نسبة التغير %	-	٦,٢٥	٩,٤١	١,٠٧	-	٣,٢-	٦,٧٤-
عدد الشر	٥٩	٨٠	٨٤	٨٥	٨٧	٨٩	٨٣

المتداولة							
نسبة التغير%	-	٣٥,٥	٥	١,١٩	٢,٤	٢,٣	٦,٧٤
القيمة السوقية(مليون دينار)	٧١١٥	٣١٦٦	١٩٤٩	٢١٢٩	٢٢٨٣	٣١٢٥	٣٤٤٦
نسبة التغير %	-	٨٤,٢	٣٨,٣	٩,٢	٧,٢	١٦,٩	١٠,٢٦
حجم الت (مليون دينار)	٧٩٥٠	٦٦٥٠٩	٤٦٨٩١	٢٧٣٦٧	٠١٣٥٠	٤١١٩٢٨	٠٣٥٩
نسبة التغير %	-	٨٦,٦٨	٩,٩٥-	١٩٠,٩	٢٩,٥-	٣٦,٠٦	٢,٨١-

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق العراق للأوراق المالية لسنوات متفرقة .

ب- عدد الشركات المدرجة :

ويقصد بهذا المؤشر هو عدد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة أو السوق المنتظمة كما يوضح للدلالة على حجم السوق وغالباً ما يشير الى الزيادة في عدد الشركات إلى تطور سوق الأوراق المالية ، ير ان هذا المؤشر يفتقد أي دلالة إذا لم يستخدم معه مؤشر القيمة السوقية ولغرض معرفة تطور نشاط سوق العراق للأوراق المالية باستخدام مؤشر عدد الشركات المدرجة ويلاحظ من بيانات جدول رقم (2) للمدة المدروسة (2004-2010) تطور ايجابي في عرض الشركات المدرجة في السوق ، فبعد أن كان عدد الشركات المدرجة في السوق (80) شركة في عام 2004 منها 59 شركة متداولة ، وأرتفع هذا العدد تدريجياً ليبلغ(95) شركة مدرجة في عام 2008 ، ثم انخفض عدد الشركات المدرجة بعد ذلك في عامي (2009-2010) تدريجيا ليصبح (85-91) شركة على التوالي فتشكل نسبة الانخفاض عام 2009 نحو (2.4) قياساً بعام 2008 و (6.74) في عام 2010 قياسا بعام 2009 ويعود سبب الانخفاض لعدة أسباب منها أثر الأزمة العالمية التي بقيت أثارها حتى عام 2009 التي أدت الى نقص السيولة والثقة وكذلك الاضطرابات السياسية جراء الانتخابات الديمقراطية التي استمرت حتى النصف الثاني من عام 2010 ، ونفس الحال للشركات المتداول.

وقسمت الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية الى (7) قطاعات مختلفة ,إلتى يعكسها جدول رقم (3) تتأتي شركات قطاع الصناعة المرتبة الاولى إذ بلغت عدد الشركات (29) شركة أي بنسبة (36.25%) في عام 2004 ثم يأتي بعده قطاع المصارف بنسبة (17.5) وقطاع الخدمات بنسبة (51%) ، قطاع الزراعة بنسبة (13.75%) وقطاع الفنادق والسياحة بنسبة (8.75%) قطاع الاستثمار بنسبة (5%) وأخيراً قطاع التأمين (3.75%) وبقيت القطاعات تذبذبت نسبتها خلال المدة المدروسة ماعدا القطاع المصرفي حقق ارتفاع بلغ نسبته (25.30%) في عام (2010) بعد ان كان يشكل نسبة (17.5%) في عام (2004) ويرجع سبب تذبذب عدد الشركات قطاع الصناعة والقطاعات الأخرى لتعرضها خلال وبعد الحرب على العراق عمليات تخريب , وهذا لم يحدث في شركات القطاع المصرفي فضلاً عن عدم قدرة السلع ومنتجات القطاع الصناعي على منافسة المنتجات الأجنبية التي كانت تتميز بانخفاض أسعارها ، وأدى هذا إلى انخفاض ربحية السهم الواحد وانخفاض مقسوم الإرباح بشكل لا يشجع المستثمرين على اقتناء أسهمها [٤٣].

جدول (3)

الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق مقسمة قطاعياً للمدة (2004-2010)

القطاعات / السنوات	قطاع المص	قطاع الت	قطاع الاستث	قطاع الخد	قطاع الصنا	قطاع ال والسياحة	قطاع الزر	المجمو
2004	14	3	4	12	29	7	11	80
الأهمية النسبية	17.5	3.75	5	15	36.25	8.75	13.75	100
2005	16	3	5	12	31	7	11	85

الأهمية النسبية	18.8	3.5	5.88	14.1	36.47	8.2	12.9	100
2006	18	4	9	13	29	10	10	93
الأهمية النسبية	19.35	4.3	9.67	13.97	31.18	10.75	10.75	100
2007	19	4	9	14	29	10	9	94
الأهمية النسبية	20.2	4.25	9.57	14.8	30.8	10.6	9.57	100
2008	20	5	9	13	28	10	9	94
الأهمية النسبية	21.25	5.26	9.57	14	29.75	10.6	9.57	100
2009	21	5	9	10	27	10	7	89
الأهمية النسبية	23.5	5.6	10.4	11.20	30.30	11.20	7.8	100
2010	21	5	9	9	23	10	6	83
الأهمية النسبية	25.30	6	10.85	10.85	27.75	12	7.25	100

المصدر: من أعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق العراق للأوراق المالية لسنوات متفرقة.

ج- القيمة السوقية : (Market Value)

يقصد بالقيمة السوقية (رسملة السوق) (Capitalization) ، هو عبارة عن مجموع الأسهم المدرجة في السوق مضروبة بمتوسط أسعارها في نهاية المدة ، وتشير أيضاً إلى أجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق تبعاً لأسعار الأسهم في السوق المالية [٤٤].

ويتضح من بيانات جدول (2) والذي يوضح القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية، ارتفعت القيمة السوقية من ١٧١٥ مليون دينار وهي في عام 2004 إلى (3160) مليون دينار في عام 2005 وبنسبة زيادة مقدارها (84.2%) في حين شهدت الأعوام (2007-2010) ارتفاعاً في القيمة السوقية بنسب متفاوتة حيث بلغت نسبة الارتفاع تتراوح ما بين (1.2% -10.26%) وكان سبب الارتفاع يعود لعدة عوامل أهمها تحسن الوضع الأمني وتطبيق قانون الاستثمار الذي يشجع دخول الاستثمارات الأجنبية وتنفيذ نشاط التداول الالكتروني وتفعيل قاعدة البيانات السوق كل هذه الأسباب التي أفضت إلى هذه الزيادة .

وبالنظر الى توزيع القيمة السوقية بين القطاعات المكونة لسوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة, يتضح من الجدول رقم (4) ان القطاع المصرفي والقطاع الصناعي يشكلان النسبة الأكبر من إجمالي القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية فبلغت نسبتها (36.3%,42.4%) في عام ٢٠٠٤, بنسبة(18.3%) لقطاع السياحة والفندقة, و قطاع الخدمات بنسبة (1.7%) وقطاع الزراعة (0.6%) وقطاع التأمين والاستثمار بنسبة (0.2%) وازدادت الأهمية النسبية لهذه القطاعات, فقد شهدت نسبة القطاعات تذبذباً ارتفاعاً وانخفاضاً بدرجات متفاوتة خلال المدة المدرجة فقد ارتفعت نسبة مساهمة القطاع المصرفي لتبلغ (٦٩,٩ %) بينما انخفضت نسبة القيمة السوقية لقطاع الصناعة الى (١١ %) من إجمالي القيمة السوقية في عام 2010 أما قيمة القطاعات ارتفعت بشكل طفيف خلال مدة الدراسة.

جدول (4)

القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية مقسمة قطاعياً للمدة (2004-2010) مليون دينار عراقي

القطاعات / السنوات	قطاع المص	قطاع التأمين	قطاع الاسـ	قطاع الخدم	قطاع الصنـ	قطاع الـ والسياحة	قطاع الز	المجموع
2004	672166	3550	3255	29076	727996	134583	9877	1715503

الأهمية النسبية%	36.3	0.2	0.2	1.7	42.4	18.3	0.6	100
2005	245280	7250	14950	52453	376310	234110	22452	3160105
الأهمية النسبية%	77.6	0.2	0.47	1.66	11.9	7.4	0.7	100
2006	1450529	6105	13905	39637	207344	211609	19420	1948549
الأهمية النسبية%	74.4	0.3	0.7	2.03	10.6	10.8	0.99	100
2007	1621846	6800	3255	29076	727996	314583	9877	175503
الأهمية النسبية %	16.1	0.3	0.2	1.7	42.4	18.3	0.6	100
2008	1722314	7983	14950	52453	376310	234110	22452	3160105
الأهمية النسبية %	75.5	6.34	0.47	1.66	11.9	7.4	0.7	100
2009	2265967	9436	13905	39637	207344	211609	19420	1948549
الأهمية النسبية%	72.5	0.3	0.7	2.0	10.7	12.8	1.0	100
2010	2408756	6314	10975	414815	378588	45157	35095	3446713
الأهمية النسبية %	69.9	0.47	0.31	4.11	11.0	13.2	1.01	100

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق العراق للأوراق المالية لسنوات متفرقة .

د- حجم التداول: (Trading Value)

ويقصد بحجم التداول قيمة الأسهم المتداولة في قاعدة السوق وهو يساوي عدد الأسهم المتداولة مضروبة بأسعارها خلال فترة زمنية وهو يمثل قيمة ما يتم تداوله من أسهم بمختلف الأسعار خلال المدة المعينة [٤٥]. وكذلك يعكس حجم التداول مستوى السيولة في الأسواق الحالية ومستوى نشاطها ومن الجدول (2) الذي يوضح حجم التداول السنوي للأسهم فأرتفع من 127950 مليون دينار في عام (2004) إلى (366809) مليون دينار في عام 2005 وبنسبة زيادة مقدارها (186.68%) ويعود سبب الزيادة في حجم التداول إلى تطورات البيئة الاقتصادية في العراق ومنها إصدار قانون الاستثمار في النصف الأول من عام 2005 والذي هدف إلى تشجيع الاستثمار منن خلال جذب رؤوس الأموال الأجنبية والعربية والمحلية وذلك من خلال منح تسهيلات وإعفاءات مختلفة.

في حين شهد عام 2006 انخفاضاً بنسبة (59.95%) بالمقارنة مع عام 2005 ويرجع سبب هذا الانخفاض إلى أسباب سياسية تتعلق بعدم الاستقرار الأمني فضلاً عن أسباب اقتصادية تتمثل بزيادة معدلات البطالة والتضخم حيث بلغ معدل التضخم (53.2%) في عام 2006 [٤٦]. في حين شهد عام 2009 ارتفاعا بنسبة (36%) منها (225) مليون دينار قيمة التداولات اليدوي و (186) مليون دينار قيمة تداولات التداول الالكتروني ويعود سبب الارتفاع في حجم التداول نتيجة تنفيذ نشاط التداول الالكتروني وانعقاد جلساته بنجاح من 2009/4/19 بمعدل جلسة واحدة أسبوعيا لأول مرة ثم الانتقال بالكامل بانعقاد ثلاث جلسات أسبوعيا اعتباراً من 2009/7/5 ثم نظم خمس جلسات أسبوعيا لأول مره في تاريخ البورصة اعتباراً من 2009/11/1 وهذا الجهد يتطلب تغير البيئة الفنية وآلياتها تغير البيئة القانونية واستحدث قواعد البيانات والوسطاء والإداريين والشركات المساهمة [٤٧]. وفي عام 2010 انخفض حجم التداول (400.35) مليون دينار قياسا بعام 2009 بنسبة (2.81%)ويشير جدول (5) الى حجم التداول السنوي لسوق العراق للأوراق المالية وبالنظر الى توزيع حجم التداول بين القطاعات الاقتصادية في سوق العراق للأوراق المالية نلاحظ ان القطاع المصرفي يأتي في المرتبة الأولى بنسبة بلغت (71.8%) في عام 2004 ويليه قطاع الصناعة بنسبة (13.6%) وقطاع الفنادق والسياحة بنسبة (12.5%) وقطاع الخدمات بنسبة 1.5% اما قطاع الاستثمار والتأمين والزراعة فبلغت بنسبة (5.3% و 5.2% و 5.1%)على التوالي وعلى الرغم من زيادة حجم التداول خلال المدة المدروسة وان كان يشكل متذبذب ولكن بقيت نسبة التداول الخاصة بالقطاعات الاخرى منخفضة وكذلك انخفض نسبة حجم التداول القطاع المصرفي في عام 2010 الى (64.8 %)من حجم التداول الكلي في سوق العراق للأوراق المالية اما نسبة بقية القطاعات الاخرى فبلغت نسبتها 35.2% وهذا ما يوضحه جدول (5).

وبلغ حجم التداول للمستثمرين الغير العراقيين (62.8884) مليون دينار مقسمة لكل القطاعات في (73) شركة متداولة في عام ٢٠١٠ بعد ان كان (17.12175) مليون دينار في عام (2007) في (40)شركة متداولة.

جدول (5)
حجم التداول السنوي في سوق العراق للأوراق المالية مقسم قطاعيا للمدة (2004-2010) مليون دينار

القطاعات / السنوات	قطاع المصارف	قطاع التأمين	قطاع الاستثمار	قطاع الخدمات	قطاع الصناعة	قطاع الفنادق والسياحة	قطاع الزراعة	المجموع
2004	91872	194	384	1902	17379	16035	179	127945
الأهمية النسبية%	71.8	0.2	0.3	1.5	13.6	12.5	0.1	100
2005	279696	373	1368	14550	61241	8968	613	366809
الأهمية النسبية%	76.3	0.1	0.4	3.96	16.7	2.4	0.17	100
2006	115988	523	2219	5968	18191	3305	697	146891
الأهمية النسبية%	79.0	0.4	1.5	4.1	12.4	2.2	0.5	100
2007	407175	203	1285	3360	9774	4949	618	427364
الأهمية النسبية %	95.3	0.05	0.3	0.5	2.3	2.3	1.2	100
2008	267156	503	6512	2683	16147	13667	540	301350
الأهمية النسبية %	88.6	0.2	0.2	0.9	5.4	4.5	0.2	100
2009	319235	1025	3461	14543	29934	42635	1093	411928
الأهمية النسبية%	77.5	0.2	0.8	3.5	7.3	10.4	0.3	100
2010	259411	2293	1141	20606	65530	50217	1158	400359
الأهمية النسبية %	64.8	0.6	0.3	5.1	16.4	12.5	0.3	100

المصدر: من إعداد الباحث الاعتماد على تقارير سوق العراق للأوراق المالية لسنوات متفرقة, والنسبة من إعداد الباحث.

المحور الثالث: الجانب التطبيقي.

يعرض هذا الفقرة الجانب التطبيقي القياسي, وباستخدام الأساليب الحديثة في دراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة ، فضلاً عن التعرف على الخصائص للسلاسل الزمنية لهذه المتغيرات ، إذ تم تطبيق اختبار سببية (Granger) واختبار نموذج (VAR) .

اولاً– اختبارات الاستقرارية: Stationarity Tests.

يوجد العديد من الطرق التي تستخدم في اختبار سكون السلسلة الزمنية [٤٨]. وهي اما ان تكون اختبارات كيفية والتي تعتمد على الإطار النظري للسلسلة الزمنية المتمثل بـ (الرسم البياني ، إحصاء Q) المعروف بإحصاء Box- price وإحصاء liung – Box ويمكن الاستدلال على سكون السلسلة الزمنية باستخدام طريقة الانحدار الذاتي وهذه الطريقة قد لا تعطي نتائج قاطعة بخصوص طبيعة سلسلة الزمنية للمتغيرات محل الدراسة .

أو الاختبارات الكمية فتكون أكثر دقة في تقدير وتحديد مدى سكون السلسلة الزمنية او عدمه لأي متغير ، ومن اهم هذه الاختبارات ديكي فولر البسيط Dickey fuller (DF) ، وكذلك اختبار ديكي

فولر المركب (الموسع) Augmented Dickey fuller (ADF) وكذلك اختبار فيلبس بيرون Philips- perrone وسنكتفي بتطبيق اختبار ديكي فولر المركب والبسيط, وخصائص السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة وهي كما يلي [٤٩].

١- اختبار جذر الوحدة للسكون(The Unit Root Test of Stationarity).

اختبار جذر الوحدة لكل من سلسلة زمنية بشكل منفرد ، وذلك بإجراء الاختبارات الآتية[٥٠].

أ- اختبار ديكي فوللر الموسع(ADF) (Augmented Dickey and Fuller).

نظراً لأن اختبار (DF) البسيط صحيحاً فقط في حالة كون السلسلة الزمنية للمتغيرات ذات انحدار ذاتي من الدرجة الأولى ، أما غير ذلك فان البواقي من نموذج الانحدار البسيط ستكون مرتبطة ذاتياً مما يجعل نتائج التقدير غير دقيقة . ولتفادي ذلك يتم إجراء اختبار ديكي – فوللر المركب (ADF) وذلك بإضافة قيم متباطئة للمتغير التابع لتصبح المعادلة كالآتي :

$$\Delta Y_t = BY_{t-1} + \sum_{j=1}^{K} B_{j+1} \Delta Y_{t-j} + e_t \quad \cdots\cdots\cdots\cdots (16)$$

ويتم اختبار مقدار الفجوة الزمنية (K) ليخدم غرضين :

الأول : سلامة البواقي من الارتباط الذاتي .

الثاني : محاولة التوفير ما أمكن في درجات الحرية .

وينطوي اختبار ADF على اختبار فرضية العدم B = 0 (تحتوي yt على جذر الوحدة) والفرضية البديلة B < 0 (yt ساكنة) وبمقارنة إحصائية t لـ B بالقيم الجدولية ، فإذا كانت القيمة الجدولية t اقل من t المحسوبة يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة .

(ثانياً)- اختبار العلاقات السببية: (Granger)

يعد اختبار السببية أحد الاختبارات الإحصائية المستخدمة لتحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية لكون هذه المتغيرات لا تتحرك بالاتجاه نفسه لتحقيق حالة التوازن [٥١] .

ويعد نموذج اختبار السببية من أهم النماذج لاختبار اتجاه العلاقة السببية لكونه يتناغم مع السياسات الاقتصادية فضلاً عن كونه يؤشر المقاييس الإحصائية المطلوبة لتحديد اتجاه العلاقة السببية ، وتعتمد على السلاسل الزمنية تقدير معالم العلاقة ، ونظراً لتلك المزايا أصبح اختبار الأكثر استخداماً من بين النماذج الأخرى في بيان سببية العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية [٥٢] .

$$Y_t = a_0 + b_j X_t + \sum_{i=1}^{r} aiX_{t-i} + \sum_{j=1}^{s} b_j X_{t-j} + U_t \ldots\ldots\ldots(18)$$

حيث إن

Yt=المتغير الداخلي.

Xt=المتغير الخارجي.

Ut=حد الخطأ

r , S=المدد المثلى للتباطؤ الزمني.

٢- متجهة الانحدار الذاتي (VAR)

من اجل فهم طبيعة أداء الاقتصاد الكلي، ينبغي أن ينظر إليه على انه نموذج ديناميكي احتمالي ، يأخذ بنظر الاعتبار الصدمات العشوائية الحالية والماضية ، وهذا ما تعكسه حقيقة نماذج متجهات الانحدار الذاتي(Vector Auto regression) والتي تعد أداة تجريبية مناسبة جدا لفهم طبيعة تأثير هذه الصدمات ،و تستخدم النتائج التجريبية في اختبار العلاقات النظرية , ويكون الشكل الرياضي لمعادلة الانحدار الذاتي للمتجه[٥٣].

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \sum_{j=1}^{p} \Gamma_j + Y_{t-1} + U_t \ldots\ldots(4)$$

إذ أن : Y_t : متجه المتغيرات الداخلية التي تمثل عدد المتغيرات الاقتصادية الكلية في الـنموذج $(nx1)$ ، n : عدد متغيرات النموذج ، α_0: متجه الحد الثابت ((nx1) ، t : الاتجاه العام ، T : عدد المشاهدات المستخدمة في معادلة الانحدار، Γ : مصفوفة المعاملات التي تمثل المتغيرات في الأجل

القصير(nxn)) ، U : متجه حدود الخطأ العشوائي التي يتميز بعدم ارتباط قيمها ،وإنها تتبع توزيعا طبيعيا ،ووسطه الحسابي يساوي صفر وتباينه ثابت (P) (nx1) : مدة الإبطاء المثلى ، وهي المدة الزمنية التي تتضمن عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي أو حدود الأخطاء العشوائية ، وتحديد النموذج الأمثل وأفضل اختبار لذلك هو معيار(Schwarz) ومعيار(Likelihood) فضلا عن معيار (AIC)(D.Roberts and S.Nord, 1985) التي تتضمنها نتائج اختبارات VAR في برمجيات (Eviews) .

ثانياً: الاطار المنهجي للنموذج:

يتناول الإطار المنهجي نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) ، بهدف وضع صورة مبسطة لهيكل النموذج ومتغيراته والعلاقة بينهما ، يأتي ذلك من خلال عرض هيكل النموذج وتوضيح مصادر البيانات المستخدمة وبالتالي يقدم نتائج النموذج.

1 - **هيكل النموذج:**

يعتمد على دراسة العلاقة ما بين السياسة النقدية وعوائد الاسهم من خلال المتغيرات الآتية:

أ. مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية.

ISX*ب-المؤشر العام للأسهم سوق العراق للأوراق المالية

(M1)ج- بعرض النقد بالمفهوم الضيق.

(EX)د. سعر صرف الدنيار العراقي مقابل الدولار.

(R)ذ.سعر الفائدة (سعر السياسة النقدية).

و. معدل التضخم (الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك (Cpi).

ويسعى نموذج الدراسة لتفسير العلاقة مابين السياسة النقدية وعوائد الاسهم.

* وتحسب عوائد الاسهم وفق الصيغة الآتية:

$$LogISx = [\frac{LogISx_t}{LogISX_{t-1}}] \longrightarrow (1)$$

اذ ان

$LogISX$ = عوائد الاسهم والمعبر عنه (ISX).

$LogISX_t$ = لوغاريتم الطبيعي لمؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية في الفترة الحالية .

$LogISX_{t-1}$ = لوغاريتم الطبيعي لمؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية الفترة السابقة.

٢: توصيف بيانات النموذج:

تم الحصول على بيانات شهرية من مصادر متفرقة لكل من (المؤشر العام للأسهم ISX ، عرض النقد (M1) ، سعر الصرف (EX) ، سعر الفائدة (R) ، معدل التضخم المعبر عنه بالرقم القياسي للأسعار المستهلك (Cpi) .

وتم تقدير النموذج في المدة من (ت٢ - ٢٠٠٤ – ك١ - ٢٠١٠) بيانات شهرية بواقع (٧٤) مشاهدة ، يوضح جدول (٦) نتائج وصف المتغيرات المستخدمة في نموذج محل الدراسة.

جدول (٦)

نتائج وصف المتغيرات في النموذج للمدة (2004 – 2010) (بيانات شهرية).

المتغير	Max	Min	Mean	S.D
ISX	281.1080	0.00	64.0648	52.525
M-1	51620.0	8616.0	23421.80	12444.74
EX	1479.0	1170.0	1291.97	133.89
R	20.0	6.0	11.28	5.54
CPI	25870.10	122.60	17133.42	8979.73

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي.

يوضح الجدول أعلاه الى ان مؤشر العام للأسهم بلغ أعلى قيمة له (281.10) نقطة في آذار من عام ٢٠٠٩ ، وأدنى قيمة له (٠,٠٠) نقطة في حزيران من عام ٢٠٠٩ ، بينما بلغ متوسطه الحسابي (٦٤,٠٦٤٨) والانحراف المعياري (٥٢,٥٢٥), بينما بلغت أعلى قيمة لعرض النقد M1 (٥١,٢٠) مليون دينار ذلك في كانون الاول من عام (٢٠١٠) واقل قيمة له (٨٦١٦) مليون دينار في شهر تشرين الثاني من عام (٢٠٠٤) ، وبلغ متوسطه الحسابي (٢٣٤٢١,٨٠) ، وانحرافه المعياري (١٢٤٤٤,٧٤)، في حين بلغت أعلى قيمته لسعر الصرف الدينار العراقي (١٤٧٩) دينار\دولار في كانون الثاني من عام (٢٠٠٦) ، وأدنى قيمة له (١١٧٠) دينار\دولار في كانون الاول من عام (٢٠١٠) ، وبلغ متوسطه الحسابي (١٢٩١,٩٧) وانحرافه المعياري (١٣٣,٨٩) ، وكذلك لسعر الفائدة ، حيث بلغت أعلى قيمة له (٢٠ %) في كانون الثاني من عام ٢٠٠٨ ادني قيمة له (٦%) في كانون الاول من عام (٢٠١٠) ، وبلغ متوسطه الحسابي (١١,٢٨) ، وانحرافه المعياري (٥,٥٤) اما بالنسبة لمعدل التضخم الذي تم الحصول عليه من الرقم القياسي العام للأسعار المستهلك ، فبلغت أعلى قيمة له (٢٥٨٧٠,١٠) نقطة في تشرين الاول من عام (٢٠٠٨) ، بينما كانت أدنى قيمة له (١٢٢,٦٠) نقطة في أيار من عام (٢٠١٠) ، وكان متوسط الحسابي له (١٧١٣٣,٤٢) ، وانحرافه المعياري (٨٩٧٩,٧٣)

٣ً: افتراضات النموذج محل الدراسة :

يعتمد النموذج الاول (VAR على خمس متغيرات وهي (عائد المؤشر العام للأسهم (ISX)) ويشمل(Cpi) ، معدل التضخم (R) ، سعر الفائدة (EX) ، سعر الصرف (M1)، عرض النقد

النموذج على المعادلات الأتي.

$$ISX_t = C + B_1 \sum_{i=1}^{n} ISX_{t-1} + B_2 \sum_{i=1}^{n} M1_{t-1} + B_3 \sum_{i=1}^{n} EX_{t-1} + B_4 \sum_{i=1}^{n} R_{t-1} + B_5 \sum_{i=1}^{n} CPi_{t-1} + et_1 \longrightarrow (1)$$

$$M1_t = C + B_1 \sum_{i=1}^{n} ISX_{t-1} + B_2 \sum_{i=1}^{n} M1_{t-1} + B_3 \sum_{i=1}^{n} EX_{t-1} + B_4 \sum_{i=1}^{n} R_{t-1} + B_5 \sum_{i=1}^{n} CPi_{t-1} + et_1 \longrightarrow (2)$$

$$EX_t = C + B_1 \sum_{i=1}^{n} ISX_{t-1} + B_2 \sum_{i=1}^{n} M1_{t-1} + B_3 \sum_{i=1}^{n} EX_{t-1} + B_4 \sum_{i=1}^{n} R_{t-1} + B_5 \sum_{i=1}^{n} CPi_{t-1} + et_1 \longrightarrow (3)$$

$$R_t = C + B_1 \sum_{i=1}^{n} ISX_{t-1} + B_2 \sum_{i=1}^{n} M1_{t-1} + B_3 \sum_{i=1}^{n} EX_{t-1} + B_4 \sum_{i=1}^{n} R_{t-1} + B_5 \sum_{i=1}^{n} CPi_{t-1} + et_1 \longrightarrow (4)$$

$$CPi_t = C + B_1 \sum_{i=1}^{n} ISX_{t-1} + B_2 \sum_{i=1}^{n} M1_{t-1} + B_3 \sum_{i=1}^{n} EX_{t-1} + B_4 \sum_{i=1}^{n} R_{t-1} + B_5 \sum_{i=1}^{n} CPi_{t-1} + et_1 \longrightarrow (5)$$

إذ أن:

ISX_t = لوغاريتم الطبيعي لعوائد أسهم السوق.
M.1= لوغاريتم الطبيعي لعرض النقد.
EX = لوغاريتم الطبيعي لسعر الصرف الدينار العراقي مقابل الدولار.
R = لوغاريتم الطبيعي لسعر الفائدة.
CPi = لوغاريتم الطبيعي لمستوى العام للأسعار مقاساً بالرقم القياسي لأسعار المستهلك او معدل التضخم.
B_1, B_2, B_3, B_4, B_5 = مصفوفة المعلمات .
et = المتغيرات العشوائية .
n= عدد المشاهدات المختلفة زمنياً المتضمنة في التحليل.

٤-اختبار العلاقات بين المتغيرات النموذج :

يبين العلاقة السياسة النقدية وعوائد أسهم السوق, للمدة (ت٢- ٢٠٠٤-ك١-٢٠١٠) بيانات شهرية, ويتكون النموذج ثلاث مراحل لمعرفة آثر السياسة النقدية على عوائد الاسهم وعلى النحو الآتي:

أ- اختبار الاستقرارية (stationary Test) للتعرف على ان المتغيرات مستقرة ام لا,باستخدام اختبار(ديكي فولر)(ADF). للتعرف على مدى وجود جذر الوحدة مابين المتغيرات ,

ب- تتضمن اختبار سببية (Granger) وتطبيقه على متغيرات النموذج, وذلك للتعرف على العلاقة السببية ما بين المتغي رات الداخلة في النموذج.

ج- تشمل على قياس العلاقة الدالية للمتغيرات من خلال نموذج (VAR) وكذلك استخدام دالة

الاستجابة للصدمات والتي لها أهمية في تحليل التغيرات في النموذج فضلا عن جدول تحليل التباين.

ولغرض الحصول على نتائج أكثر دقة تم الاعتماد على البرمجيات المتخصصة مثل برامج (Eviews 5.0) ذات صلة بمثل هذه الاختبارات.

أ- اختبارات الاستقرارية (ADF) :

يعرض جدول (١٨) ، نتائج اختبارات جذر الوحدة (Dickey- Fuller) للمتغيرات موضوع الدراسة ، بعد الأخذ بقيم (log) للمتغيرات ، وتتمثل هذه المتغيرات في (عوائد أسهم السوق (ISX) ، عرض النقد (M1) وسعر الصرف (EX) ، وسعر الفائدة (R) ، ومعدل التضخم (Cpi) ، وقد تم استخدام فترات تباطؤ مختلفة لكل المتغيرات عند إجراء الاختبار.

جدول(٧)

اختبار (ADF) للنموذج للمدة (١١/ ٢٠٠٤ – ١٢ / ٢٠١٠) بيانات شهرية.

ADF- test / Variable	Level	1nd Difference	1%	5%	10 %
ISX	- 8.558*	--	-3.522	-2.901	-2.588
M1	-3.286 *	--	-3.522	- 2.901	-2.588
EX	-1.03	- 4.531 *	- 3.522	- 2.901	-2.588
R	- 0.784	-4.011*	- 3.522	- 2.901	-2.588

Cpi	-0.904	-8.520 *	- 3.522	- 2.901	-2.588

المصدر: نتائج البرنامج الاحصائي,* معنوية عند مستوى معنوية عند (١ % ، ٥ % ، ١٠ %) .

يتضح من الجدول (٧) ان جميع المتغيرات غير مستقرة بالمستوى باستثناء (مؤشر العام لعوائد الاسهم (ISX) ، وعرض النقد (M1) مستقرة في مستوياتها عند مستوى معنوي (١ % ، ٥ % ١٠ %) ، أي ان قيمة (t) المحسوبة أقل من قيمة (t) الجدولية (الحرجة), بمعنى ان هذه المتغيرات لا تحتوي على جذور الوحدة، وبعبارة أخرى تم رفض الفرضية العدم القائلة بعدم سكون المتغيرات في مستوياتها واحتوائها على جذور الوحدة , وقبول الفرضية البديلة، ، بينما تكون المتغيرات الأخرى (Cpi , R, EX) غير مستقرة بالمستوى ، لان قيمة (t) المحتسبة اكبر من قيمة (t) الحرجة مما يعني إنها غير معنوية إحصائيا، ومن ثم تم قبول فرضية العدم القائلة بعدم سكون المتغيرات في مستوياتها ، إلا انه عند احتساب الفروق الاولى لهذا المتغيرات نجدها، أصبحت معنوية ، مما يعني إمكانية رفض فرضية العدم.

ب- اختبار سببية (Granger) للنموذج :

بعد التأكد من ان السلاسل الزمنية للمتغيرات مستقرة ، نقوم باختبار سببية (Granger) لمعرفة اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات محل الدراسة.إذ يعرض جدول (٨) نتائج اختبار العلاقة السببية بعد تخلف فترة زمنية واحدة، ومن خلال مقارنة قيم (F) المحسوبة مع الجدولية وقيم الاحتمالية (Probability) ، لا توجود علاقة سببية عكسية بين المتغيرات (Cpi, R, EX,M1) للسياسة النقدية وعوائد أسهم السوق (ISX),وهذا يعني التغيرات التي تحدث في مؤشرات السياسية النقدية لاتكون سبب التغيرات الحاصلة في عوائد أسهم السوق , وهذا ما توضحه قيمة (F) المحتسبة وقيم الاحتمالية, بينما تحقق العلاقة السببية بين متغيرات السياسة النقدية مع بعضها، وهذا ما تؤكده نتائج الاختبارات التي أثبتت بوجود علاقة سببية باتجاه واحد تتجه من عرض النقد(M1) الى سعر الفائدة(R), ومن عرض النقد الى معدل التضخم(Cpi) , وكذلك من معدل التضخم الى سعر الصرف (Ex) ومن سعر الفائدة الى معدل التضخم, وعدم تحقق العلاقة العكسية بين المتغيرات ، في حين أشارت نتائج الاختبار على تحقيق علاقة سببية عكسية بين سعر الصرف وسعر الفائدة , أي ان سعر الصرف يكون سبب التغيرات الحاصلة في معدل الفائدة او بالعكس.

جدول (٦) نتائج اختبار سببية (Granger) للنموذج

المصدر: نتائج البرنامج الاحصائي.

Pairwise Granger Causality Test Date: 10/26/11 Time: 10:19 Sample: 1 74 Lags: 1			
Probability	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.39476	0.73322	73	M_1 does not Granger Cause ISX
0.68778	0.16285		ISX does not Granger Cause M_1
0.18053	1.82961	73	EX does not Granger Cause ISX
0.63099	0.23276		ISX does not Granger Cause EX
0.52119	0.41571	73	R does not Granger Cause ISX
0.96698	0.00173		ISX does not Granger Cause R
0.96907	0.00151	73	CPI does not Granger Cause ISX
0.33355	0.94812		ISX does not Granger Cause CPI
0.58644	0.29870	73	EX does not Granger Cause M_1
0.28504	1.16061		M_1 does not Granger Cause EX
0.91140	0.01247	73	R does not Granger Cause M_1
0.02941	4.94423		M_1 does not Granger Cause R
0.74461	0.10695	73	CPI does not Granger Cause M_1
0.03159	4.81169		M_1 does not Granger Cause CPI
0.00051	13.2757	73	R does not Granger Cause EX
0.00136	11.1309		EX does not Granger Cause R
0.04550	4.14676	73	CPI does not Granger Cause EX
0.14234	2.20183		EX does not Granger Cause CPI
0.89734	0.01677	73	CPI does not Granger Cause R
0.09409	2.88060		R does not Granger Cause CPI

جدول (٩)

نتائج اختبار سببية (Granger) للنموذج الاول

Pairwise Granger Causality Tests Date: 10/26/11 Time: 10:21

Sample: 1 74 Lags: 4			
Probability	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.88314	0.29037	70	M_1 does not Granger Cause ISX
0.71592	0.52748		ISX does not Granger Cause M_1
0.02388	3.41998	70	EX does not Granger Cause ISX
0.80093	0.40976		ISX does not Granger Cause EX
0.00037	6.02848	70	R does not Granger Cause ISX
0.72397	0.51634		ISX does not Granger Cause R
0.99988	0.00777	70	CPI does not Granger Cause ISX
0.78104	0.43744		ISX does not Granger Cause CPI
0.92143	0.22844	70	EX does not Granger Cause M_1
0.75327	0.47586		M_1 does not Granger Cause EX
0.53871	0.78602	70	R does not Granger Cause M_1
0.08229	2.17582		M_1 does not Granger Cause R
0.56145	0.75061	70	CPI does not Granger Cause M_1
0.24301	1.40504		M_1 does not Granger Cause CPI
0.00193	4.81649	70	R does not Granger Cause EX
0.01902	3.19402		EX does not Granger Cause R
0.90437	0.25688	70	CPI does not Granger Cause EX
0.68129	0.57573		EX does not Granger Cause CPI
0.60589	0.68381	70	CPI does not Granger Cause R
0.48392	0.87554		R does not Granger Cause CPI

المصدر: نتائج البرنامج الاحصائي.

أثبتت نتائج الاختبار في جدول (٩) وبعد تخلف أربع فترات زمنية ، بوجود علاقة سببية باتجاه واحد تتجه من سعر الصرف EX الى عوائد أسهم السوق (ISX), وهذا يعكس ان التغيرات في سعر الصرف تسبب التغيرات الحاصلة في عوائد أسهم السوق ، في حين لن تتحقق العلاقة العكسية بين المتغيرين ، كما فسرت النتائج بوجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد من سعر الفائدة الى عوائد أسهم السوق، أي ان التغيرات عوائد أسهم السوق يكون سببها التغيرات التي تحدث في سعر الفائدة, ولم تتحقق العلاقة بين العكسية بين المتغيرين, بينما لن تتحقق العلاقة السببية بين (عرض النقد ،و معدل التضخم) وعوائد أسهم السوق ، بمعنى التغيرات الحاصلة في (عرض النقد, معدل التضخم)

لاتسبب التغيرات في عوائد أسهم السوق بعد أربعة أشهر, بسبب عدم ارتباط الاستثمار في سوق الأوراق المالية بتحركات (عرض النقد , معدل التضخم), وفيما يخص العلاقة السببية بين متغيرات السياسة النقدية مع بعضها ، فقد وأضحت النتائج على وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف وسعر الفائدة, أي ان التغيرات في سعر الصرف تفسر التغيرات الحاصلة في سعر الفائدة وبالعكس ، في حين لن نحقق العلاقات السببية بين المتغيرات الأخرى في النموذج.

مما تقدم يمكن تلخيص اتجاه العلاقة السببية بين مؤشرات السياسية النقدية وعوائد أسهم السوق، إذ فسرت نتائج اختبار العلاقة السببية الى وجود علاقة سببية باتجاه واحد فقط تتجه من (سعر الصرف ,سعر الفائدة) الى عوائد أسهم السوق , وبعد تخلف (Lags 4), بمعنى التغيرات التي تحدث في سعر الصرف وسعر الفائدة تكون سبب التغيرات في عوائد أسهم السوق بعد اربع اشهر ، بينما دلت نتائج الاختبارالى انعدام العلاقة العكسية بين مؤشرات السياسات النقدية وعوائد أسهم السوق , وبعد تخلف (Lags1) بمعنى ان التغيرات الحاصلة في مؤشرات السياسية النقدية لاتكون سبب الى التغيرات التي تحدث في عوائد أسهم السوق .

ج- نتائج اختبار لـ (VAR) :

وتتمثل هذه المرحلة:

(اولاً)- اختبار نموذج (VAR) .

(ثانياً)- تحليل التباين.

(اولا)- اختبار نموذج (VAR) للنموذج :

وبما أن اختبار السببية يحدد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات فقط ولا يقدم تفسيرات لتأثيرات كمية بين المتغيرات, لذلك نستخدم نموذج (VAR) ، أذا أظهرت نتائج الاختبار في جدول (١٠) لخمس معادلات موضحة على شكل أعمدة يقرا كل عمود في لجدول بمعادلة انحدار للمتغيرات المعتمد الموضوع في أعلى العمود ولإجراء الاختبار (VAR) يتطلب تحديد فقرة التخلف المثلى التي سيتم استخدامها في هذا الاختبار ومن أجل التوصل الى نتائج أكثر دقة سوف يتم تحديد فترة تخلف بناءً على نتائج اختبار (Schwarz) لتحديد فترة التخلف المناسبة وتحديد أفضل نموذج من خلال معيار (Likelihood, AIC) .

الجدول (١٠)

نتائج اختبار نموذج (VAR) للنموذج

Vector Auto regression Estimates Date: 10/26/11 Time: 10:30 Sample (adjusted): 774 Included observations: 68 after adjustments Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]					
	ISX	M_1	EX	R	CPI
ISX(-1)	-0.226951	-0.018793	0.000141	-3.13E-05	0.180301
	(0.21632)	(0.04420)	(0.00015)	(5.3E-05)	(0.19002)
	-1.04914]	-0.42516]	0.91050]	[-0.59374]	[0.94885]
ISX(-2)	-0.222260	-0.064518	2.41 E-05	-2.63E-05	0.097226
	(0.21639)	(0.04422)	(0.00015)	(5.3E-05)	(0.19008)
	-1.02713]	-1.45912]	-0.15638]	[-0.49910]	[0.51150]

0.053243	-5.66E-05	-2.13E-05	0.008575	-0.401104	ISX(-3)
(0.18072)	(5.0E-05)	(0.00015)	(0.04204)	(0.20573)	
[0.29462]	[-1.12747]	-0.14526]	[0.20397]	-1.94968]	
0.163745	0.000121	-0.000654	-0.006686	0.266264	ISX,(-4)
(0.18991)	(5.3E-05)	(0.00015)	(0.04418)	(0.21619)	
[0.86225]	[2.28765]	-4.23947]	-0.15135]	-1.23162]	
0.312822	9.84E-06	-0.002182	0.036060	-0.168102	ISX(-5)
(0.21354)	(5.9E-05)	(0.00017)	(0.04967)	(0.24310)	
[1.46491]	[0.16602]	-12.5826]	[0.72593]	-0.69150]	
0.185792	0.000114	-0.003085	0.002984	-0.126514	ISX(-6)
(0.25765)	(7.2E-05)	(0.00021)	(0.05994)	(0.29332)	
[0.72109]	[1.59810]	-14.7395]	[0.04979]	-0.43132]	
-0.121818	0.000380	0.000217	0.798640	0.813552.	M_1(-1)
(0.69703)	(0.00019)	(0.00057)	(0.16214)	(0.79350)	
[-0.17477]	[1.96528]	[0.38243]	[4.92549]	[1.02527]	
0.397111	-0.000435	-0.000127	0.080005	-0.276910	M_1(-2)
(0.86585)	(0.00024)	(0.00070)	(0.20142)	(0.98569)	
[0.45864]	[-1.80909]	-0.18042]	[0.39721]	-0.28093]	
0.886440	6.77E-05	-0.000448	-0.009632	0.079080	M_1(-3)
(0.84346)	(0.Oq023)	(0.00069)	(0.19621)	(0.96021)	
[1.05095]	[0.28936]	-0.65440]	-0.04909]	[0.08236]	
-2.493261	-0.000111	0.000322	-0.378803	-0.136148	M_1(-4)
(0.86378)	(0.00024)	(0.00070)	(0.20094)	(0.98334)	
[-2.88645]	[-0.46489]	[0.45868]	-1.88520]	-0.13845]	

1.238479	0.000354	0.000274	0.116148	0.828731	M_1 (-5)
(0.96195)	(0.00027)	(0.00078)	(0.22377)	(1.09510)	
[1.28746]	[1.32593]	[0.35012]	[0.51905]	[0.75677]	
0.067201	-0.000194	-0.000366	0.366650	-0.351557	M_1(-6)
(0.72599)	(0.00020)	(0.00059)	(0.16888)	(0.82647)	
[0.09256]	[-0.96143]	-0.62003]	[2.17105]	-0.42537]	
5.100671	0.008697	1.069451	-10.29661	133.7484	EX(-1)
(84.3512)	(0.02341)	(0.06851)	(19.6220)	(96.0261)	
[0.06047]	[0.37142]	[15.6091]	-0.52475]	[1.39283]	
-8.498468	-0.000946	-0.018079	38.35102	-99.17296	EX(-2)
(149.908)	(0.04161)	(0.12176)	(34.8721)	(170.657)	
[-0.05669]	[-0.02273]	-0.14847]	[1.09976]	-0.58113]	
74.97893	-0.005648	-0.115871	-47.87958	32.68170	EX(-3)
(148.191)	(0.04114)	(0.12037)	(34.4727)	(168.702)	
[-0.50596]	[-0.13731]	-0.96264]	-1.38891]	[0.19372]	
100.3951	0.019626	0.139542	24.21887	0.024428	EX(-4)
(139.544)	(0.03873)	(0.11334)	(32.4611)	0.009145)	
[0.71945]	[0.50667]	[1.23113]	[0.74609]	[2.67113]	
-58.42382	-0.033699	-0.096993	-0.715997	-86.30891	EX(-5)
(115.639)	(0.03210)	(0.09393)	(26.9003)	(131.644)	
[-0.50523]	[-1.04982]	-1.03263]	-0.02662]	-0.65562]	
48.03872	0.020302	0.011510	-14.08239	59.92297	EX(-6)

	(68.4442)	(13.9859)	(0.04883)	(0.01669)	(60.1227)
	[0.87550]	[-1.00690]	[0.23569]	[1.21652]	[0.79901]
R(-1)	-200.9805	228.8291	-1.060455	0.907335	-278.6945
	(921.412)	(188.282)	(0.65743)	(0.22467)	(809.386)
	[-0.21812]	[1.21535]	-1.61304]	[4.03850]	[-0.34433]
R(-2)	-61.86585	-21.53542	0.656441	0.106188	-802.6678
	(1205.44)	(246.320)	(0.86008)	(0.29393)	(1058.88)
	[-0.05132]	[-0.08743]	[0.76323]	[0.36127]	[-0.75803]
R(-3)	1197.656	-184.9765	-0.208175	0.279242	637.4303
	(1159.77)	(236.988)	(0.82750)	(0.28279)	(1018.76)
	[1.03267]	[-0.78053]	-0.25157]	[0.98745]	[0.62569]
R(-4)	-0.035736	298.7154	0.406471	-0.2425;81	-48.84860
	0.011147)	(225.732)	(0.78819)	(0.26936)	(970.377)
	-3.20567]	[1.32332]	[0.51570]	[-0.90059]	[-0.05034]
R(-5)	-269.0978	-156.8399	-0.171335	-0.199711	-133.9316
	(1053.11)	(215.192)	(0.75139)	(0.25678)	(925.069)
	-0.25553]	[-0.72884]	-0.22802]	[-0.77774]	[-0.14478]
R(-6)	957.3221	-231.7663	-0.156238	0.169759	934.8850
	(932.535)	(190.555)	(0.66536)	(0.22738)	(819.157)
	[1.02658]	[-1.21627]	-0.23482]	[0.74657]	[1.14128]
CPI(-1)	0.129276	-0.010906	5.J4E-05	1.75E-05	0.798589
	(0.18412)	(0.03762)	(0.00013)	(4.5E-05)	(0.16173)
	[0.70213]	-0.28989]	[0.40641]	[0.38878]	[4.93766]

-0.017042	-1.33E-05	-6.17E-05	0.005856	-0.006125	CPI(-2)
(0.19982)	(5.5E-05)	(0.00016)	(0.04648)	(0.22747)	
[-0.08529]	[-0.24005]	-0.38028]	[0.12599]	[-0.02693]	
-0.050470	4.66E-05	4.77E-05	-0.030406	0.045229	CPI(-3)
(0.18538)	(5.1 E-05)	(0.00015)	(0.04312)	(0.21104)	
[-0.27225]	[0.90583]	[0.31689]	-0.70508]	[0.21431]	
0.076169	-2.47E-05	4.92E-06	0.007776	0.096963	CPI(-4)
(0.18693)	(5.2E-05)	(0.00015)	(0.04348)	(0.21280)	
[0.40747]	[-0.47648]	[0.03238]	[0.17882]	[0.45564]	
-0.004130	-7.82E-07	-3.58E-05	-0.047977	0.106234	CPI(-5)
(0.18952)	(5.3E-05)	(0.00015)	(0.04409)	(0.21575)	
[-0.02179]	[-0.01487]	-0.23259]	-1.08825]	[0.49240]	
-0.075576	3.50E-07	-1.50E-05	0.072951	0.119744	CPI(-6)
(0.16014)	(4.4E-05)	(0.00013)	(0.03725)	(0.18231)	
[-0.47193]	[0.00788]	-0.11507]	[1.95825]	[0.65682]	
-14249.95	-13.08243	21.31170	16356.19	-164746.2	C
(60689.9)	(16.8464)	(49.2955)	(14117.9)	(69089.9)	
[-0.234801	[-0.776571	[0.43233]	1.158541	-2.38452]	
0.933771	0.985980	0.999780	0.998005	0.780719	R-squared
0.880072	0.974613	0.999601	0.996388	0.887337	dj. R-squared
3.75E+08	28.86299	247.1387	20270472	48.5E+08	m sq. resides
3181.838	0.883222	2.584458	740.1693	3622.231	S.E. equation
17.38900	86.73833	5599.318	617.0683	0.376465	F-statistic
-624.2303	67.35160	-140.3628	525.0635	633.0453	og likelihood
19.27148	2.892694	5.040084	16.35481	1.953074	AkaikeAIC
20.28332	3.904528	6.051918	17.36664	20.54258	Schwarz SC
17654.81	11.75000	1277.059	24587.57	437.4350	an dependent

D. dependent	0.201755	12315.57	129.4220	5.543249	9187.944
Determinant reside covariance (doff adj.)					-19:34E+20
Determinant reside covariance					6.37E+18
Log likelihood					-1954.577
Akaike information criterion					62.04637
Schwarz criterion					67.10554

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي.

أظهرت نتائج الاختبار في الجدول (١٠) إن المعادلة الأولى تمثل أفضل تقدير للنموذج وفقاً لمعيار (AIC) الذي بلغ ادني قيمة (1.9530) ومعيار (Likelihood) الذي يمكن من خلال المتغيرات بتحديد أكبر قيمة له بلغت (633.045) وهي أعلى قيمة بين المعادلات الأخرى ، وحددت فترة تباطؤ الزمني بأربع تخلفات زمنية بناءً على معيار (Schwarz) ، واختبرت المعادلة الأولى التخلف الرابع بالنسبة لسعر الصرف ، إذ بلغت قيمة المعلمة (0.02), وهذا يعني إن ارتفاع سعر الصرف الدينار العراقي بنسبة (١٠٠%) يؤدي الى ارتفاع عوائد أسهم السوق بنسبة (٢ %) بعد أربعة أشهر,بمعنى وجود تأثير ضئيل لسعر الصرف على عوائد أسهم سوق العراق للأوراق المالية , الى جانب القيمة المعنوية (t) ولـ (F) المحتسبة ، وكانت قيمة (R^{-2}) (0.78) ,أي ان المعادلة استطاعت ان تفسر (78%) من التغيرات الحاصلة في النموذج.

أما فيما يخص المتغيرات الأخرى في النموذج ، فقد أظهرت المعادلة على وجود علاقة سلبية بين سعر الفائدة و عوائد أسهم السوق, وعند التخلف الرابع ، أي بمعنى ارتفاع سعر الفائدة بمقدار (١٠٠%) يؤدي الى انخفاض عوائد أسهم السوق بنسبة (٣ %) بعد أربعة أشهر ، ولم تظهر المعادلة أي علاقة بين المتغيرات (عرض النقد ، معدل التضخم) وعوائد أسهم السوق , إذا كانت قيمة (t) غير معنوية

(ثالثاً): تحليل التباين للنموذج .

بقصد بتحليل التباين، معرفة نسبة التباين التي يسببها متغيرما في نفسه وفي المتغيرات الأخرى، وفي هذه الحالة لا يفترض حدوث صدمات للمتغيرات بل تقوم بدراسة العلاقة بين المتغيرات بعضها البعض من خلال تقدير نسب التغير في متغير ما التي تعود الى التغير في المتغيرات الأخرى المتضمنة في النموذج.

وقد أوضحت نتائج التحليل أهمية كل متغير في تفسير التغيرات في المتغيرات الأخرى في جدول (١١), إذ أثبتت النتائج ان التغيرات في عوائد أسهم السوق(ISX) في الفترة الأولى تفسير ١٠٠% من مكونات التباين في عند حدوث صدمة بمقدار انحراف معياري واحد في المتغير نفسه ، ويأخذ بعد ذلك بالتذبذب نحو الانخفاض ليصل (٨٧%) بعد مرور (١٠) أشهر ، في حين ان التغير في عرض النقد (M1) يفسر (2.598) نسبة ضئيلة من التغير في التباين عوائد الاسهم بعد مرور (١٠) أشهر، أما متغيرات (Cpi, R,Ex) فهي تفسر تباين الخطأ بعد مرور (١٠) أشهر بنسب (1.265) , 3.625 , 4.995 على التوالي وهي نسب ضئيلة من التغير في تباين عوائد أسهم السوق.

ودلت نتائج تحليل التباين لعرض النقد ,الى ان تغيرات عرض النقد تفسر (85%) من مكونات التباين في الفترة الأولى، عند حدوث صدمة بمقدار انحراف معياري واحد في المتغير نفسه، ولكن بعد مرور (١٠) أشهر اخذ بالانخفاض بشكل تدريجي ليصل الى (53.935) ، وكذلك دلت نتائج التحليل على ان مكونات التباين لعرض النقد إنما يتأثر بنسبة (14.042) ، من التغيرات عوائد أسهم السوق في الفترة الأولى ,وهذه النسبة تؤثر بشكل كبير في تفسير مكونات التباين ، و بعد (١٠) أشهر ازدادت الأهمية النسبة للمتغيرات اذ أصبحت تفسر (٢٥,٩٣٥) بالنسبة لعوائد الأسهم ، (١,٥٠٢)

بالنسبة لسعر الصرف (١٤,٧٤٢) بالنسبة لسعر الفائدة ، أما معدل التضخم فانه يفسر (٣,٩٨٤) من التغير في تباين عرض النقد.

اما تحليل مكونات التباين لسعر الصرف الدينار العراقي(EX) إنه يتأثر بشكل قليل بعرض النقد، إذ يساهم هذا المتغير في جزء قليل في تفسير تباين الخطأ ، بنسبة (١,٢٩٩) في الفترة الأولى, وأزاد الأهمية النسبة لهذه المتغيرات حيث يساهم (٩,٤٠٤) من التغير في تباين سعر الصرف بعد مرور (١٠) أشهر, اما تغيرات عوائد الأسهم فهي تفسر (٨١,١٨١) من التغير في تباين الخطأ لسعر الصرف ,بينما تنخفض الأهمية النسبة للمتغيرات إذ تفسر (٣,١٣٥) بالنسبة لسعر الصرف و (٢,٠٥٠) بالنسبة لسعر الفائدة و (٤,٢٢٨) لمعدل التضخم وذلك بعد مرور (١٠) أشهر أيضا وهذه النسب ضئيلة في تفسير تباين الخطأ لسعر الصرف.

وأوضحت نتائج التحليل التباين لسعر الفائدة (R) أنها تتأثر بشكل قليل بسعر الصرف اذ يساهم هذا المتغير بجزء قليل في تفسير الخطأ بنسبة (٣,٢٠٨) في الفترة الأولى بينما تساهم المتغيرات (عرض النقد وعوائد الأسهم) بشكل كبير في تفسير تباين الخطأ بنسبة (١٣,١٣٥ ، ٤١,٢٦٤) على التوالي في الفترة الأولى, وازدادت الأهمية النسبة لهذه المتغيرات بعد مرور (١٠) شهر إذ تساهم (٢٠,٢٠٦) بالنسبة لعرض النقد (٤٨,٤٤٦) بالنسبة لعوائد الأسهم ، فضلاً عن سعر الفائدة إذ يفسر بنسبة (٢٧,٨٣٦) من مكونات التباين لسعر الفائدة, بينما تنخفض الأهمية النسبة للمتغيرات (سعر الصرف، ومعدل التضخم) بعد مرور (١٠) أشهر.كذلك أظهرت نتائج تحليل مكونات التباين لمعدل التضخم (Cpi) إذ تساهم المتغيرات (سعر الصرف، سعر الفائدة، عرض النقد، عوائد الأسهم) بجزء قليل من تفسير تباين الخطاء، بنسبة (٠,٣٩٧ ، ٠,٥٢٠ ، ٠,٠٨٨، ١,٠٢٧) على التوالي في الفترة الأولى، إلا انه بعد مرور (١٠) أشهر ازدادت الأهمية النسبية للمتغيرات إذ تساهم بنسب كبيرة في تفسر تباين الخطأ لمعدل التضخم، بينما تنخفض الأهمية النسبية لمعدل التضخم بعد مرور (١٠) أشهر.

جدول (١١)نتائج تحليل التباين النموذج الأول

Variance Decomposition of ISX						
CPI	R	EX	M_1	ISX	S.E.	D
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	100.0000	3622.231	
1.175242	0.149604	1.140692	1.386927	96.14753	3755.503	2
1.414001	0.251813	1.131635	1.354442	95.84811	3803.321	3
1.657756	.345661٧	.068060٦	2.666612	2.26191٨	21.469٢3	4
2.095810	2.904610	1.282047	2.625477	1.09206٧	965.067٢	5
2.962278	3.021959	1.283031	7.603556	70.12918	2996.010	6
7.494551	9.624035	8.250354	6.541295	68.08976	3048.309	7
5.570312	4.620254	5.258288	4.560188	781.99096	3050.807	8
4.740132	3.616831	1.261577	2.554158	87.82730	4055.645	9
4.995794	3.625750	1.265283	2.598422	87.51475	4066.178	10
Variance Decomposition of M-1						
CPI	R	EX	M_1	ISX	S.E.	d
0.000000	0.000000	0.000000	85.95774	14.04226	740.1693	1
0.113404	1.728396	0.403930	82.85949	14.89478	1019.965	2

0.147902	4.435616	0.288114	84.08806	11.04031	1242.545	3
1.270892	5.780699	0.689270	82.04383	10.21531	1412.333	4
2.281719	13.00497	1.255552	73.38593	10.07183	1551.058	5
5.092844	16.46397	1.529297	61.75052	15.16337	1727.982	6
5.272963	16.89130	1.611681	55.99436	20.22970	1865.656	7
4.667490	17.37399	1.711971	52.90348	23.34307	1993.179	8
4.203075	16.60861	1.624990	52.55102	25.01231	2107.875	9
3.984964	14.74264	1.502646	53.93592	25.83383	2245.635	10
Variance Decomposition of EX						
CPI	R	EX	M_1	ISX	S.E.	d
0.000000	0.000000	98.67466	1.299998	0.025340	2.584458	1
0.177732	2.432802	95.18574	2.187930	0.015798	3.988333	2
0.149277	3.966790	91.91122	3.678815	0.293893	5.217577	3
0.239923	6.700409	84.81283	6.325542	1.921299	6.408470	4
0.182302	7.586249	67.75246	7.322686	17.15630	8.237193	5
0.062121	3.939928	25.45255	3.929269	66.61613	14.79098	6
0.271103	1.652378	8.384517	2.723025	86.96898	26.89236	7
1.064283	1.287207	5.167541	4.096643.	88.38433	34.44123	8
2.316286	1.469598	3.873835	6.283668	86.05661	39.80436	9
4.228269	2.050273	3.135747	9.404266	81.18144	44.28597	10
Variance Decomposition of R						
CPI	R	EX	M_1	ISX	S.E.	d
0.000000	42.39137	3.208544	13.13520	41.26488	0.883222	1
0.185669	36.79285	2.389529	24.69296	35.93899	1.275690	2
0.158689	39.19112	2.418676	25.34194	32.88957	1.542835	3
0.902559	43.11385	2.293314	26.42341	27.26686	1.858652	4
0.919951	38.96121	1.936805	22.23386	35.94818	2.261392	. 5
1.255805	36.82360	1.633863	21.53471	38.75?01	2.559314	6
1.193922	31.76906	1.308768	18.58416	47.14408	2.993594	7
1.639833	29.73194	1.055099	18.39242	49.18071	3.339366	8
2.042396	28.23715	0.916245	19.12531	49.67889	3.587129	9
2.578464	27.83619	0.822731	20.20611	48.55651	3.797728	10
Variance Decomposition of CPI						
CPI	R	EX	M 1	ISX	S.E.	d

1	3181.838	1.027517	0.088902	0.397517	0.520759	97.96530
2	4146.577	3.611319	0.416056	0.508921	0.993389	94.47031
3	4739.895	3.109897	0.807683	1.113436	4.544673	90.42431
4	5059.558	3.311324	0.913298	1.081481	7.429751	87.26415
5	5337.158	3.016457	3.272481	1.138603	8. 879725	83.69273
٦	5670.354	3.192719	4.964186	1.488406	12.77889	77.57580
7	5856.277	3.734783	5.849887	1.589216	14.59530	74.23082
8	5922.657	3.656486	5.936359	1.797021	14.49195	74.11818
9	5963.737	3.613524	6.043357	2.024107	14.45666	73.86235
10	6072.337	3.485430	6.846208	2.131582	13.94482	73.59196

المصدر: نتائج البرامج الإحصائي.

الاستنتاجات والتوصيات.

أولا- الاستنتاجات :

١- ان للسياسة النقدية أثار مباشرة وغير مباشرة على عوائد الاسهم, فيمكن أن تؤثر بشكل مباشر على عوائد الاسهم من خلال تغير سعر الخصم المستخدم من قبل المشاركين في السوق, أو بشكل غير مباشر من خلال تأثيرها على نشاط الاستثمار بالأوراق المالية (الاسهم, والسندات) عن طريق قناتين (سعر الفائدة , الاحتياطيات النقدية).

٢- أستطاع البنك المركزي العراقي من خلال ادارتة لعرض النقد خلال المدة المبحوثة في تقليل الاختلال القائم في مكونات عرض النقد لصالح الودائع, فبعد ان كانت العملة في التداول تشكل نسبة (٧٠,٦%) مقابل (٢٩,٤%) للودائع الجارية عام ٢٠٠٤, ثم انخفضت النسبة لتصل الى (٤٧%) مقابل (٥٢,٩%) على الترتيب عام ,٢٠١٠

٣- أستمر البنك المركزي من خلال سياسة النقدية المحافظة على استقرار سعر صرف الدينار العراقي, باستخدام أسلوب التعويم المدار لسعر الصرف, ووضع مزاد العملة الأجنبية الذي بدء بتاريخ ٢٠٠٣\١٠\٤ حداً للتقلبات في قيمة الدينار مقابل الدولار وحصول تقارب بين سعر الصرف الحقيقي وسعر الصرف الاسمي بعد أن كان تعددية في أسعار الصرف.

٤- حققت السياسة النقدية نجاحاً في بلوغ أهدافها في خفض التضخم وتحسين الاستقرار النقدي, وكبح جماح التضخم, فأنخفض معدل التضخم خلال المدة المبحوثة من (٣٧%) عام ٢٠٠٥ الى (٢,٤%) عام ٢٠١٠, ونعكس ذلك على زيادة القوة الشرائية للدينار العراقي.

٥- أتسمت مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية بالتقلب وعدم الاستقرار ولكن باتجاه صعودي , اذ حققت خلال المدة المبحوثة ارتفاعات مقبولة في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية, وارتفع عدد الشركات المتداولة من (٥٩) شركة عام ٢٠٠٤ الى (٨٣) شركة في عام ٢٠١٠, وازدادت القيمة السوقية لتصبح (٣٤٤٦) مليون دينار عام ٢٠١٠, وأرتفع حجم التداول من (١٢٧٩٥٠) مليون دينار عام ٢٠٠٤ الى (٤٠٠٣٥٩) مليون دينار عام ٢٠١٠, وكان استخدام التداول الالكتروني في ٢٠٠٩\٩\٣ من أبرز التطورات التي شهدها السوق خلال هذه المدة.

٦- على الرغم من الإجراءات التي اتخذتها السلطة النقدية في المرحلة الجديدة والتي كان لها اثر واضح على نجاح الأدوات السياسة النقدية الاان تأثيرها على نشاط سوق العراق للأوراق المالية لم يكن بالمستوى المطلوب, نتيجةً لضعف ارتباط نشاط السوق الاستثماري بمؤشرات السياسة النقدية في تحديد حجم الاستثمار فيها.

٧- أظهرت نتائج اختبار سببية (Granger) ان هناك علاقة سببية باتجاه واحد فقط تتجه من (سعر الصرف, سعر الفائدة) الى عوائد أسهم السوق في التخلف (٤) وهذا ينطبق مع فرضية الدراسة.

٨- أشارت نتائج اختبار (VAR) في النماذج الاول و الثالث, بوجود علاقة إيجابية بين سعر الصرف و(عوائد أسهم السوق

٩- تشير نتائج في النموذج ان استجابة عوائد أسهم السوق للصدمات بمقدار انحراف معياري واحد لمؤشرات السياسة النقدية تكون بطيئة في البداية, ولكن في الأشهر اللاحقة يكون تأثيرها بشكل سلبي وضئيل على عوائد الاسهم

١٠- يتضح من اختبارات مكونات تحليل التباين في النموذج, ان مؤشرات السياسة النقدية تساهم بشكل ضئيل في تفسير سلوك عوائد الاسهم السوق, وهذا لايتطابق مع الفرضية.

ثانيا- التوصيات :

١- ان الإصلاح النقدي والمالي وتعميق وعي المستثمر العراقي للأسس العلمية للاستثمار, ضروري جداً لتطوير سوق العراق للأوراق المالية, وبما يؤدي الى زيادة فاعليته في خدمة الاقتصاد الوطني.

٢- أنشاء مراكز خاصة داخل سوق العراق للأوراق المالية , هدفها إطلاع المستثمرين على المعلومات المتعلقة بإجراءات التي يتخذها البنك المركزي العراقي بشأن سياسية النقدية, بما يدعم قرارات البيع والشراء داخل السوق من جانب, ومن جانب أخر لابد من أن تأخذ السلطة النقدية في إجراءاتها وقراراتها الموازنة بين التأثيرات الايجابية والسلبية في أداء سوق العراق للأوراق المالية.

٣- ان تحظى نتائج هذه الدراسة باهتمام القائمين على شؤون سوق العراق للأوراق المالية , لتدعيم الجوانب المرتبطة بكفاءة السوق ,ورفع مستوى الإفصاح المالي, وزيادة شفافية البيانات المالية بأداء الجهات المصدرة للأوراق المالية.

٤ -الاستفادة من النتائج التي تم التوصل أليها, في اتخاذ قرارات البيع والشراء الخاصة بالمتعاملين في السوق, عند وضع أو تعديل بعض الجوانب المتعلقة بسياسة البنك المركزي العراقي.

الهوامش

(١) د. عماد محمد علي عبد اللطيف العاني ، اندماج الأسواق المالية الدولية ، (أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي) ، الطبعة الأولى ، بيت الحكمة ، بغداد ، ٢٠٠٢ ، ص٣٣ .

(2) ECB , 2002,"The stock market and Monetary policy ", monthly Bulletin , P. 42 .

(٣)Peter Sellin ,(1998), "Monetary Policy and the stock market theory and empirical evidence , Sveriges risks bank – Stockholm , Vol . 103 , No.37 ,pp.3-4 .

(4)-) Ramin cooper maysami , Lee chain Howe , Mohomd Atkin Hamzah, (2004) , " Relations ship between Macroeconomic variables and stock market Indices : co-integration evidence from stock Exchange of signatures All- ssector Indices, university of North caroling at Pembroke , Journal pengursan USA , Vol . 24, No, 1 p53.

(٥) د. نبيل مهدي كاظم سلطان الجنابي. العلاقة بين تقلبات أسعار الاسهم و التضخم و التوقعات في أسواق أسهم الناشئة , في دول مختارة,أطروحة دكتوراه ,غير منشورة, مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد جامعة القادسية, ٢٠٠٥ ، ص٥١ (٦) د. فاخر عبد الستار ، التحليل

الاقتصادي لتغيرات أسعار الاسهم ، دار المريخ للنشر والتوزيع ، الرياض ، السعودية ، ٢٠٠٢، ص١٦.
(7)Williamj .Crowder, (2004), " The Interaction of Monetary policy and stock Returns", University of Texas , p.3.
(8)Christes Ioannidis and Alexandros .Kontonikas,(2006), " The Impact of monetary policy on stock price", university of Bath, Bath, UK working Paper,, PP.1- 45.
) - د. نبيل مهدي كاظم سلطان الجنابي ، مصدر سابق ، ص ٨٥-٨٦ . 9(
(10)christos Ioannidis and Alexia undress .Kontonikas, 2006 " The Impact of monetary ……. Op.cit . P.5
(11) willianj . Crowder ,(2004), "the Interaction …….op.cit, p.4
(١٢) منير إبراهيم هندي ، أداوت الاستثمار في أسواق رأس المال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، المكتب الحديث ، الإسكندرية ، ٢٠٠٣،ص١ .
(١٣) يسرى مهدي حسن السامرائي ، تحليل العوامل المؤثرة في بورصة الأوراق المالية وتقويمها ، خلال تجربة مصر ، بحوث المناقشات ، المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية ، الطبعة الأولى ، بيت الحكمة ، بغداد ، ٢٠٠٢ ، ص ٣٦٠ – ص ٣٦١ .
(14) Sara Watip Singh & Prem.p Talwar, (1982), "monetary policy and stock prices , " Jounral of Business Finance and accounting , Vol .9 , No1 , p,76.
(15) Ramin cooper maysami , Lee chain Howe , Mohomd Atkin Hamzah, (2004) , " Relations ship between Macroeconomic …….. op. cit , p, 53.
(١٦)Nathans Bank & Marke Wohar, (2001) , " Explaining Stock prices Movements : is there a case for fundamentals Economic and Financial Review, third quarter , p.21 .
(17)Godwin chigoarie Okpara ,(2010), " monetary policy ……Op . Cit, , P.14.
(17)United Nations (1999), Development of Financial in the Escwa Regin , Economic and social commission for western Asia , New York , p.27
(18) Ramin cooper maysami , Lee chain Howe, Mohomd Atkin Hamzah ,(2004), " Relations ship between macroeconomic ,…… op.cit , p. 54.
(19)Muzafar shah habibullah & Ahmed Zubaidi Baharun shah , (2000) , " The Stock market and Economic Activity : A causal Analysis, working paper , faulty of Economic and management , university part Malaysia , p. 413 .
(٢٠) د. فاخر عبد الستار ،مصدر السابق ,ص ٤١ .
(٢١) نفس المصدر السابق ، ص٤٣ .
(٢٢) Hampurger . M, and kochim, (1972), " money and stock prices : the channels of Influence , journal of finance, Vol , 52 p.331.
(23)Lavern McFarlane ,(2002), Consumer Price Inflation And Exchange Rate Pass-Through In Jamaica , Research and Economic programming Division , Bank of Jamaica , October ,P. 4.

(24)Ramin Cooper maysami , Lee chain Howe, Mohomd Atkin Hamzah,(2004), " Relations ship between,……., op.cit , p.54.
(25) محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، لبنان , بيروت، ٢٠٠٢، ص ٢٨٦.
(26)M .C .Vanish, (2000), ".Monetary Theory, Fifteenth Edition , Vikas Publishing House PVT Ltd" , Department Of Economic University Of Rajasthan , Jaipur ، ، P، 268 .
(27)Michael firth , (1979) , " The relation ship between stock market and rates of Inflation " , Journal of finance , June , p.743.
(28)Ramin Cooper maysami, Lee chain Howe, Mohomd Atkin Hamzah,(2004), " Relations ship between,……. op.cit , p.55.
(29) Ramin cooper maysami , Lee chain Howe , Mohomd Atkin Hamzah, (2004) , " Relations ship between ……. , Op.Cit, p 1 p, 5.
(30)Michael Hewson,(2005), "The Effects of monetary policy shock on stock returns in South Africa" : A structural Vector Error Correction Model, Department of Economics, University of Johannesburg, working Paper, pp.1-12.
(*١) دولة,(الولايات المتحدة , اليابان , 13) وهي دول منظمة التعاون والتنمية (OECD) (المملكة المتحدة , ألمانيا , فرنسا , ايطاليا , كندا , السويد , فلندا , سويسرا , هولندا , اسبانيا.
(3 1) Christes Ioannidis and Alexandros .Kontonikas,(2006), " The Impact of monetary ,…… op.cit , p. 45.
(32)Gregoriou .A, et al, (2009) , "Monetary policy shock and stock returns : Evidence from the British market, Department of Economics, University of Glasgow, UK, working Paper, G12, RT 8 ,pp.1-9.
(33) Samy Bennaceur , et al , (2009) ," On the Linkage between monetary policy and Money stock market", University of Souses, working Paper, No, 455, pp. 1-16.
(34)Godwin chigozie Okpara ,(2010) ," monetary policy and stock market returns" : Evidence from Nigeria, Journal International Economic , VOL.1 , No 1 , Pp13-21.
(٣٥) د. مظهر محمد صالح السياسة النقدية في العراق بين مدخل الصعب والمخرج الأمثل, بيت الحكمة , بغداد ,٢٠٠٩ ص ص ١-١٠.
(٣٦) للمزيد انظر:
- ألن بلندر, استقلالية البنك المركزي, ترجمة د. مظهر محمد صالح, بيت الحكمة, بغداد , ٢٠٠٨, ص ص ,١-٤.
- إسلام محمد محمود, استقلالية البنك المركزي العراقي ودورها في معالجة التضخم , كلية المعارف الجامعة, الانبار , ٢٠١١,ص ص, ٢-٥.
(٢*) ظاهرة الدولرة : هي تحوط الإفراد باستخدام موجودات أخرى (الدولار الأمريكي) كمخزن للقيمة او كوسيط للمبادلة بدلا من العملة المحلية (الدينار العراقي), نتيجةً تقلب قيمتها.
(٣٧) للمزيد انظر:

- د. ثريا عبد الرحيم الخزرجي ، السياسة النقدية في العراق بين أرث الماضي وتحديات الحاضر ، مجلة كلية بغداد للعلوم الجامعة ، العدد ٢٣ ، المجلد الأول ، كانون الثاني ، ٢٠١٠ ، ص ١٤٨

(٣٨) د. مظهر محمد صالح ، ستراتيجية السياسة النقدية في العراق, مصدر سابق, ص ٨٩.

(٣٩)د عبد المنعم السيد علي ، د. نزار سعد الدين ، مصر سابق ، ص ٢٩٨.

)- للمزيد أنظر :40 (

- د. عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي , سعر الصرف وأدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية و تطبيقات), دار صفاء للنشر والتوزيع, عمان, الطبعة الاولى,٢٠١١, ص ص, ٢١ – ٣٧.

- وليد عبدي عبد النبي ، مزاد العملة الأجنبية ودورها في استقرار سعر الصرف الدينار العراقي ، البنك المركزي العراقي ، مديرية العامة لمراقبة الائتمان المصرفي, ٢٠٠٩ ، ص٢ .

) د. مظهر محمد صالح ، السياسة النقدية في العراق ، (رؤية تحليلية) ، مجلة الإصلاح [41]((الاقتصادية العدد (٢٣) آذار ، ٢٠٠٩ ، ص٤.

) د. مظهر محمد صالح ، السياسة النقدية في العراق ، (رؤية تحليلية) ، مجلة الإصلاح 42 (الاقتصادية العدد (٢٣) آذار ، ٢٠٠٩ ، ص٤.

) وزارة التخطيط ، الجهاز المركزي للإحصاء ،مديرية الحسابات القومية ، التضخم في [43](، ص١ .2010الاقتصاد العراقي ، أيار ،

) د. مظهر محمد صالح ، السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي ومتطلبات الاستقرار 44(والنمو الاقتصادي ، البنك المركزي العراقي ، تموز ، ٢٠٠٨ ، ص١ .

) طه أحمد عبد السلام، دراسة تحليلية في أسهم القطاعين المصرفي والصناعي ، سوق 45(، ص ١-١٠ ..2006، آذار ، 564العراق للأوراق المالية ، العدد

) وزارة التخطيط ، الجهاز المركزي للإحصاء ،مديرية الحسابات القومية ، مصدر سابق، [46](ص٢..

2010-2007) سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي (الرابع ، السابع) للسنوات 47(.

(48)Nelson, C. and plosser , C, (1982) , " Tends and Random Walks in macroeconomic time Series" : same Evidence and Impartial , Journal of monetary Economic ,Vol ,10 , pp.139-155.

(49)Khalid, H.AAl- Qudair , (2005) , " the Relation ship between Government Expenditure and Revenues the Kingdom of Saudi Arabic : Testing for co integration and causality TKAU: Econ. & Adm : Vol , 19 , No , 1 , pp.13-43.

(50) Dickey , D.A , and fuller , W.A ,(1979), "Distribution Of The Estimators For Autoregessive Time Series With A Unit Roo"t , Journal Of The American Statistical Association , Vol 74 . pp. 427 – 431 .

) د. نبيل مهدي الجنابي ود. سالم كريم حسين ، العلاقة بين اسعار النفط الخام وسعر 51(الصرف الدولار باستخدام التكامل المشترك ، مجلة كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بابل ، العدد ٢ ، المجلد ١ ، ٢٠١١، ص ص ١٢٠-١٢٤.

) وليد إسماعيل السفيو ، مدخل إلى الاقتصاد القياسي ، دار الكتب للطباعة والنشر, جامعة 52(الموصل ، ١٩٨٨ ص ص ٤٧ – ٤٨.

(53)Shani , Band .B. Sighn , (1984)," Causal directions between national income and government expenditure in Canada" , Public Finance , Vol. 39 ، p. 361 .