



The impact of monetary shock on the stock market (Iraq , Jordan) comparative study

(*) اثر الصدمة النقدية على سوق الاسهم في (العراق, الاردن)
دراسة مقارنة
(**) علي أياد حسن
(***) أ.د. حسين ديكان درويش

Abstract

The Iraqi financial markets of emerging markets, which is almost to be impact non-existent on the relative financial markets that the region's economic activity because of the weakness of the banking system as well as monetary policies in support of the movement of the market, economy Iraqi yield economy does not have sufficient capacity to withstand the shocks so that when the shock occurred soon shows the impact in all economic sectors and from here tried to search to find the extent of the shock effect of cash of money supply (M1) and its impact on the stock market for the period (2009-2015) quarterly data, and based on that premise that the shock of cash have a strong and effective impact on the stock market in the long the long.

The research found that the monetary shock has an effective impact on the long-term on the market index, which reflects the performance of the financial market and the efficiency in general, in terms of diminished role of monetary shock on the financial performance indicators in the Jordanian market due to monetary adjustment and financial policies braking

(*) بحث مستل.

(**) طالب ماجستير – جامعة بابل - كلية الإدارة والاقتصاد.

(***) جامعة بابل – كلية الإدارة والاقتصاد .

المستخلص:

تعد الاسواق المالية العراقية من الاسواق الناشئة التي يكاد ان يكون تأثيرها معدوم على النشاط الاقتصادي قياسا بالاسواق المالية التي في المنطقة بسبب ضعف الجهاز المصرفي وكذلك السياسات النقدية الداعمة لحركة السوق, فالاقتصاد العراقي اقتصاد ريعي ليس له القدرة الكافية على تحمل الصدمات بحيث عند حدوث صدمة سرعان ما يبين تأثيرها في كافة القطاعات الاقتصادية ومن هنا حاول البحث ايجاد مدى تأثير الصدمة النقدية المتمثلة بعرض النقد (M1) واثرها على سوق الاسهم للمدة (2009-2015) بيانات فصلية, وانطلاقا من فرضية مفادها ان الصدمة النقدية لها تأثير قوي وفعال على سوق الاسهم في المدى الطويل .

وتوصل البحث الى ان الصدمة النقدية لها تأثير فعال في المدى الطويل على مؤشر السوق الذي يعكس اداء وكفاءة السوق المالية بشكل عام, في حيث تضاعف دور الصدمة النقدية على مؤشرات الاداء في السوق المالية الاردنية بسبب سياسات الضبط النقدية والكبح المالي .

المقدمة:

تعتبر السلطة النقدية المتمثلة بالبنك المركزي السلطة الوحيدة القادرة على التحكم بعرض النقد ضمن الحدود التي تحقق الاستقرار النقدي من خلال استخدامه لإداوته المباشرة وغير المباشرة, فقيام البنك المركزي بالتحكم بعرض النقد قد يصحبه بعض الاخفاقات الناتجة عن عدم تحديد الكميات النقدية المناسبة والتي يتطلبها النشاط الاقتصادي الامر الذي ينعكس بشكل اختلال في التوازن النقدي ويعرض الاقتصاد الى الصدمات النقدية النابعة عن تغيرات في السياسة النقدية سواء كانت صدمات متوقعة بهدف معالجة التضخم او البطالة او غير متوقعة ناتجة عن سياسات خاطئة, وتشمل الصدمات النقدية عدة انواع منها صدمة عرض النقد, وصدمة الطلب على النقود وصدمة اسعار الصرف, فقد تكون الصدمات النقدية توسعية عندما تكون الزيادة في الارصدة النقدية المادية التي يمتلكها الافراد بصورة تفوق ما هو متوقع, او تكون الصدمات النقدية انكماشية حيث تحدث هذه الصدمة نتيجة قيام البنك المركزي وبشكل غير متوقع من بيع كميات كبيرة وغير متوقعة من السندات الحكومية في السوق المفتوح, ويتباين اثر الصدمة النقدية بحسب قوة الاقتصاد ومدى استيعابه للصدمة .

يتناول البحث قياس وتحليل الصدمة النقدية واثرها على اسواق الاسهم في العراق والاردن للمدة (2009-2015) بيانات فصلية .

المبحث الاول

(الاطار المفاهيمي للصدمة النقدية والاسواق المالية)

المطلب الاول / الصدمات النقدية (المفهوم والانواع والمصادر)

اولا / مفهوم الصدمات النقدية :

يقصد بالصدمة (Shock) هي أي حالة لم تكن متوقعة، أو هي حدوث تغير شديد ومفاجئ في المتغيرات الاقتصادية وان هذه الصدمة تكون اما ايجابية أو سلبية، فالصدمة الايجابية تؤدي إلى زيادة قيمة المتغير بينما الصدمة السلبية تؤدي إلى انخفاض قيمة المتغير، أو يقصد بها الأحداث التي تؤثر في الاقتصاد والتي يكون مصدرها خارجيا أو داخليا (1).

تعتبر الصدمة هي السبب الرئيس في حدوث الازمة، حيث يقصد بالازمة وجود خلل يؤثر تأثيرا ماديا على النظام بأكمله وهذا الخلل ناجم عن حدث مفاجئ وقد يشار الى الازمة اذا لم يسيطر عليها في بدايتها بالكارثة اذ ان الكارثة هي حدث مفاجئ ناجم عن فعل الطبيعة او هي تغير مفاجئ وحاد ويمكن القول بانها صدمة عارضة او عشوائية (2). والصدمات هي التغيرات غير المتوقعة في العرض الكلي او الطلب الكلي (3).

يعتقد العديد من الاقتصاديين ان جزءا كبيرا من التباين في اجراءات سياسة البنك المركزي تعكس الاستجابة لصانعي السياسات للتغيرات التي تطرأ على الاقتصاد، حيث لا يمكن عد كل التغيرات التي تطرأ على سياسة البنك المركزي كرد فعل لحالة الاقتصاد، فهناك تغيرات غير متوقعة في سياسة البنك المركزي وغير مقصودة وليس لها علاقة بحالة الاقتصاد والتي يطلق عليها بالصدمة النقدية (4).

ثانيا / انواع الصدمات النقدية

(1) خضير عباس حسين الوائلي ، اثر الصدمات الاقتصادية على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في العراق للمدة (1980 – 2011) رسالة ماجستير ، جامعة كربلاء ، كلية الادارة والاقتصاد ، 2012 ، ص 11

(2) محمد صالح سلمان، قياس وتحليل الصدمات النقدية في الاقتصاد العراقي للمدة (1980- 2005) دراسة قياسية ، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية ، جامعة بغداد، المجلد 16، العدد 58، حزيران، 2010، ص142.

(3) مايكل ايدجمان، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسة، ترجمة وتعريب محمد ابراهيم منصور، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 1999، ص340

(4) Lawrence J. christiano. Martin Eichenbaum and others, monetary policy shocks:what we learned and to what end ? ,February,1998,p5-6

قام (Weber) بتجزئة الصدمات النقدية الى صدمتي عرض نقدي وطلب نقدي⁽⁵⁾ , من جانب اخر يمكن ايضا بيان صدمة اسعار الصرف باعتباره احد المتغيرات المهمة والمؤثرة على النشاط الاقتصادي .

1- صدمات عرض النقد

يقصد بصدمة عرض النقد بأنها التغير العشوائي أو غير المتوقع في عرض النقد الاسمي والذي يتسبب باختلال التوازن بين الحيازات النقدية المخططة او المرغوبة والأرصدة الفعلية التي يمتلكها الأفراد وتحدث عند قيام السلطات النقدية بشكل مفاجئ بتغذية الاقتصاد بجرعات كبيرة أو قليلة من النقود محدثة اختلال التوازن بين الممتلكات النقدية الفعلية للأفراد وما يرغبون في حيازته والاحتفاظ به⁽⁶⁾ , كما ان التغيرات المتوقعة في عرض النقد الاسمي هي تغيرات محايدة في ضوء تحرك مستوى الاسعار والمتغيرات الاسمية الاخرى بشكل متناسب مع عدم تآثر المتغيرات الحقيقية الاخرى, ان صدمات عرض النقد ليس لديها خاصية التغيرات المتوقعة المحايدة, وبذلك سوف يكون تأثير صدمة عرض النقد ضئيلاً نسبياً في مستوى السعر, ولكنها ستقوم بدلا من ذلك بزيادة الدخل الحقيقي وتقليل معدل الفائدة⁽⁷⁾ , وينجم عن صدمات عرض النقد تقلبات مفاجئة في نسب العوائد وأسعار الموجودات وإمكانية الإقراض مولدة بذلك حركة تركيبية مؤقتة في الطلب على النقد وتتميز صدمات عرض النقد باللاتمائل (والذي يقصد به هو التفاوت في استجابة النشاط الاقتصادي للتغيرات في عرض النقد خلال الدورات الاقتصادية) في التأثير، والتي تعد ظاهرة دولية لا تقتصر في اقتصاد معين، وقد ظهرت واضحة للعيان خلال أزمة الكساد الكبير عندما دفعت السياسة النقدية الانكماشية الاقتصاد إلى دوامة من الهبوط وإخفاق السياسة النقدية التوسعية في تحريك النمو والتعافي لباقي مدة الكساد بعد انخفاض آذار عام 1933⁽⁸⁾ .

(5) سي بول هالوود , رونالد ماك دونالد , النقود والتمويل الدولي , تعريب محمود حسن حسني , دار المريخ , الرياض – السعودية , ص343-344
(6) باري سيجل , مصدر سبق ذكره , ص487

(7) للمزيد انظر

Jack carr. Michaelr. Darby. The role of money supply shocks in the short-Run demand for money, Journal of Monetary Economic, July 1980,p2-3

(8) ليلي بديوي خضير مطوق , الصدمات النقدية واثرها في اسعار الصرف لمصر والعراق , دراسة تحليلية , اطروحة دكتوراه, جامعة الكوفة , كلية الادارة والاقتصاد, 2013, ص33

2- صدمات الطلب على النقود

تعرف صدمات الطلب على النقود بأنها التغيرات العشوائية في الطلب على النقود نتيجة للتغيرات في طلب الأفراد ومؤسسات القطاعين العام والخاص والقطاع الخارجي على النقود والناجمة عن تغيرات مستويات الاسعار أو أية أسباب أخرى فارتفاع مستويات الأسعار يزيد من الطلب على النقود لتغطية العجز في القوة الشرائية ويحصل العكس في حالة انخفاض مستويات الأسعار فينخفض الطلب النقدي، وكذلك الدخل يلعب دوراً مؤثراً في تغيرات الطلب النقدي والتي تنعكس في تغير نسبة ما يحتفظ به الأفراد من نقود عند مستويات الدخل المختلفة فارتفاع الدخل يرفع من نسبة ما يتم الاحتفاظ به من نقود أي بمعنى زيادة الطلب على النقود، فضلاً عن ذلك فإن سعر الفائدة يعد عاملاً رئيساً في التأثير على الطلب النقدي، إلا أنه يرتبط بعلاقة عكسية معه، فارتفاع سعر الفائدة يخفض من الطلب النقدي، إذ يستثمر الأفراد والمنشآت الأرصدة النقدية في سندات قصيرة الأجل للحصول على العائد المرتفع ويحصل العكس في حالة انخفاض سعر الفائدة.

كما تقسم الصدمات النقدية حسب طبيعتها الى قسمين :-

1. الصدمات النقدية التوسعية : وهي الزيادة في الارصدة

النقدية التي يمتلكها الافراد والمنشآت بصورة تفوق ماهو متوقع, فهي تغيرات غير متوقعة على متوسط الارصدة النقدية فعندما يقوم البنك المركزي بشراء قدر كبير من السندات الحكومية فان ذلك يؤدي الى رفع اسعارها الامر الذي يدفع حاملي هذه السندات الى بيعها من اجل الاستفادة من ارتفاع اسعارها وبالتالي يتولد لديهم ارصدة نقدية اضافية حيث يستخدمون هذه الارصدة اما لشراء السلع والخدمات او لسداد ديونهم, اما بالنسبة للمصارف سيكون لديها احتياطات اضافية جديدة لتستخدمها في شراء السندات من السوق المفتوح ولتقديم قروض للأفراد ورجال الاعمال بشروط افضل مما كان متاحا من قبل⁽⁹⁾.

2. صدمات النقدية الانكماشية : تحدث هذه الصدمة نتيجة قيام

البنك المركزي ببيع كميات كبيرة من السندات الحكومية في السوق المفتوح الامر الذي يؤدي الى انخفاض اسعارها مما يجعل الافراد والمنشآت يقبلون على شراءها وبكميات كبيرة حيث ينتج عن عمليات الشراء هذه انخفاض في الارصدة

(9) باري سيجل, مصدر سبق ذكره , ص489

النقدية الاضافية التي يمتلكها الافراد والمنشآت فضلا عن انخفاض الارصدة النقدية وبالتالي انخفاض قدرة الافراد على شراء السلع والخدمات الامر الذي يؤدي الى انخفاض الطلب الكلي وبالتالي مستوى الاسعار وكذلك انخفاض قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان وتمويل المشاريع الاستثمارية.

ثالثا / كيفية قياس الصدمات النقدية :

1- قياس الصدمات النقدية من خلال عرض النقد:

- يتم استخدام أسلوب الانحدار ذو المرحلتين في تقدير معاملات النمو النقدي والنتائج (10):

$$Ms = f(GDP, \ln, I)$$

$$m_t = a_0 + \sum_{j=1}^a a_j^m m_{t-j} + \sum_{j=1}^a a_j^y y_{t-j} + \sum_{j=1}^a a_j^p p_{t-j} + \sum_{j=1}^a a_j^i i_{t-j} + u_t$$

وبإجراء الانحدار على كل من متغير عرض النقد (m_t), (m_2) ونمو الرقم القياسي لأسعار المنتج (P_t) ومعدل القروض (i_t) وكلها تقاس بتخلف زمني.

u_t صدمات عرض النقد

ويمكن فصل صدمات عرض النقد إلى الصدمات النقدية الايجابية والتي تصاغ حسب المعادلة الآتية:

$$U_t^+ = \frac{1}{2} (abs(U_t) + U_t)$$

وصدمات نقدية سلبية وتصاغ حسب المعادلة الآتية:

$$U_t^- = -\frac{1}{2} (abs(U_t) - U_t)$$

- كما يمكن قياس الصدمة النقدية خلال المعادلة الآتية

$$Ms = f(Y, \ln, EX, I)$$

$$Ms = b_0 + b_1 Y + b_2 I + b_3 \ln + b_4 EX + e_t$$

MS : عرض النقد بالمعنى الضيق

Y : الناتج المحلي الاجمالي

ln : معدل التضخم (المستوى العام للأسعار)

EX : سعر الصرف

I : سعر الفائدة

et : البواقي العشوائية

(10) ليلي بديوي خضير مطوق , مصدر سبق ذكره , ص 57-58

حيث يتم اجراء تخلف زمني لجميع المتغيرات

$$Ms=f(Ms-1,Y-1,ln-1,EX-1,I-1)$$

$$Ms= b_0+b_1Ms-1+b_2Y-1+b_3ln-1+b_4EX-1+b_5I-1+U_t$$

وبعد اجراء انحدار وتقدير معادلة عرض النقد تصبح لدينا بواقي مقدارها (U_t) حيث يتم اجراء تخلف زمني ولفترة معينة لهذه البواقي لتصبح

$$U_t=f(u_{t-1})$$

$$U_t= b_0+b_1et+V_t$$

حيث تمثل (V_t) البواقي العشوائية الجديدة بعد تخلفها زمنيا والتي يطلق عليها بالصدمة النقدية .

2- قياس الصدمات من خلال دالة الطلب على النقود :

يمكن ان يتم قياس الصدمات من خلال استغلال دالة الطلب على النقود التي تتأثر بعوامل عديدة , ومن ابرزها الدخل الحقيقي ومعدل التضخم وسعر الصرف , ويمكن صياغة دالة الطلب على النقود وفق الصيغة التالية :

$$Md=f(Y,P,EX)$$

$$Ln(M_1/p)_d = B_0+B_1lnY_t+B_2ln_t+B_3ln(\$)+U_{1t}$$

حيث ان :

Md : عرض النقد بالمفهوم الضيق

P : المستوى العام للأسعار

Y : الناتج المحلي الاجمالي

EX : سعر الصرف

U_{1t} : البواقي العشوائية

بعد ان يتم تقدير دالة الطلب على النقود نجد هناك بواقي (U_{1t}) ثم يتم عمل انحدار ذاتي (autoregressive) لتلك البواقي وبتخلف زمني لفترة معينة ومن خلال التقدير نحصل على بواقي جديدة نرمز لها بالرمز (Q_{2t}) لتصبح المعادلة

$$U_t=f(U_{t-1})$$

$$U_t=But-1+Q_{2t}$$

ويؤكد وجود الصدمات ان النقود لا تلعب دورا فعالا في امتصاص الصدمات لانها لم تمكن وحدات اتخاذ القرار من تلقي المفاجآت بتكاليف اقل كما وان احتفاظ الافراد والمؤسسات بالنقود ليست بديلا عن المعلومات الخاصة بفرص الاستثمار المربحة والتي من الصعب الحصول عليها في ظل بيئة من عدم التأكد

ولذلك فان الاحتفاظ بالنقد قد لايساعد على تحمل المفاجآت بتكاليف اقل وعليه فان النقد ليست ممتصة للصدمات في الاقتصاد (11).

3- قياس الصدمة النقدية من خلال دوال الاستجابة (IRF)

وهي الدوال التي تقيس الاثر الذي تتركه المتغيرات المستقلة على المتغير التابع عند حدوث صدمة بمقدار انحراف معياري واحد , حيث سيتم الاعتماد على هذه الدوال لتتبع اثر الصدمة الذي ستتركه المتغيرات .

المطلب الثاني / الاسواق المالية :

اولا / مفهوم الاسواق المالية

يحظى موضوع أسواق المال يحظى باهتمام بالغ الأهمية في الدول المتقدمة والنامية على حدّ سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في تعبئة المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو الاستثمارات التي تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه الاقتصادي. ويعرف سوق الأوراق المالية بأنه تعبير عن ادوات او مجالات استثمار وتمويل طويلة وقصيرة الأجل يتم تداولها في مكان خاص بها يسمى بسوق الأوراق المالية (12).

ثانيا / وظائف واهمية الاسواق المالية

تتجلى أهمية الأسواق المالية في جملة من الوظائف والأدوار التي تؤديها في اقتصادات البلدان التي تتواجد فيها والتي يمكن إجمال أهمها بالاتي (13):

1- تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الاوراق المالية وتوجيه المدخرات لتمويل مشروعات التنمية, كما تقوم الاسواق المالية على تشجيع صغار المدخرين على الادخار اذ لا يستطيعون في العادة اقامة المشاريع الاستثمارية لعدة اسباب منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات وعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة وبالتالي فان الافراد الذين لا يستطيعون اقامة مشاريع استثمارية يفضلون شراء اوراق مالية على قدر اموالهم مما يؤدي

(11) محمد صالح سلمان, مصدر سبق ذكره , ص144

(12) فوزي حسين صاحب محمد الطرقي , مصدر سبق ذكره , ص 15.

(13) اثير عباس عبادي , الازمات في الاسواق المالية وانعكاساتها في الاقتصادات العربية مع اشارة خاصة لاقتصاد العراقي , اطروحة دكتوراه, جامعة بغداد , كلية الادارة والاقتصاد , 2011 , ص 21.

الى توفير التمويل اللازم للشركات والمؤسسات الاستثمارية وبالتالي زيادة معدل نمو الاستثمار وزيادة معدلات التشغيل وزيادة معدل النمو الاقتصادي .

2- تخفيف الضغط على النظام الائتماني والمساهمة في استقرار اسعار الفائدة من خلال ايجاد مصادر بديلة للتمويل.

ثالثاً / انواع الاسواق المالية

يمثل سوق المال في جميع التعاملات المالية في المجتمع ايا كانت هذه التعاملات من خلال العديد من تقسيمات الاسواق المالية والتي من خلالها يمكن النظر اليها من اكثر من زاوية, حيث تقسم الاسواق المالية الى (14):

1- سوق رأس المال

هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول ادوات الاستثمار المالي طويل الاجل كالاسهم والسندات(15), ويعمل في هذا السوق بنوك الاستثمار وشركات التامين والبنوك المتخصصة وصناديق المعاش والادخار .
وتقسم اسواق رأس المال الى قسمين :

أ- الاسواق الحاضرة او الفورية :

وهذه الاسواق تتضمن التعامل باوراق مالية متوسطة وطويلة الاجل التي من اهمها الاسهم العادية والاسهم الممتازة والسندات بمختلف انواعها(16) حيث تشمل نوعين من الاسواق :

اولاً / السوق الاولى (Primary Markets)

وهي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الاول فيها (أي بين المقرض والمقترض) فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها الى استثمارات جديدة لم تكن موجودة او متداولة من قبل(17).

ثانياً / السوق الثانوية (Secondary Markets)

وهي السوق التي يتم فيها تداول الاوراق المالية مكتملة شروط الادراج والتي سبق تداولها في السوق الاولى, وعادة ما يطلق عليها بالبورصات او الاسواق الثانوية فهي اسواق تنتقل فيها

(14) محمد احمد عبد النبي, الاسواق المالية الاصول العلمية والتحليل الاساسي, ط1, زمزم ناشرون وموزعون, عمان - الاردن 2009, ص27.

(15) اديب قاسم شندي, الاسواق المالية الفرص والمخاطر, دار الكتب والوثائق بغداد, ط1, النجف الاشرف, العراق, 2013, ص61.

(16) فليح حسن خلف, الاسواق المالية والنقدية, ط1, جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع, عمان, 2006, ص39.

(17) حسن النجفي, سوق الاوراق المالية (البورصة), مصدر سبق ذكره, ص21.

الاموال من الافراد المدخرين الى شركات المستثمرة من خلال ادوات مالية طويلة الاجل اهمها الاسهم والسندات (18) .

ب- سوق العقود المستقبلية Market Contract of Futures

يتمثل سوق العقود المستقبلية بالأصول الحقيقية والمالية وهي امتداداً للسوق الحاضرة، ومن خلال هذا السوق يتم إبرام العقود بين البائعين والمشتريين على تسليم سلعة في تاريخ لاحق، على أن يدفع الثمن عند التسليم، وسبب التوجه إلى هذه السوق هو الرغبة في تخفيض المخاطر من التقلبات السعرية المستقبلية للأصل محل التعاقد، والعقود المستقبلية هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً (19) .

2- سوق النقد (سوق الاوراق المالية قصيرة الاجل)

هي الآلية التي يتم بمقتضاها ومن خلالها التعامل بالائتمان قصير الاجل، أي هي السوق التي يتم فيها اصدار وتداول رؤوس الاموال لمدد تقل عن عام واحد(20)، حيث يتضح انه ليس لسوق النقد هيكل مادي وتنظيمي محدد لان المشاركين في السوق هم اطراف متعددة في طبيعتها وخصائصها، منها على وجه التحديد الحكومات المركزية ووكالاتها والحكومات المحلية وغيرها من الشركات غير المالية التي تتخذ السوق ملاذا لتمويل احتياجاتها المالية القصيرة الاجل(21) .

المطلب الثالث / علاقة الصدمات النقدية بالاسواق المالية

ان العلاقة بين الصدمات النقدية والاسواق المالية تم تناولها في اغلب الدراسات من جانب فرضية السوق الكفوء وفرضية المحفظة الاستثمارية، حيث سنتناول هذه العلاقة من الجانبين .

اولا / علاقة الصدمات بالاسواق من خلال السوق الكفيء

(18) عاطف وليم اندراوس، مصدر سبق ذكره، ص27.

(19) رغيد عماد الدين بشير الدليمي، تأثير التضخم في اداء الاسواق المالية العربية (1996- 2002) رسالة ماجستير، جامعة الموصل، كلية الادارة والاقتصاد، 2006، ص13.

(20) حسن النجفي، سوق الاوراق المالية (البورصة)، مصدر سبق ذكره، ص26.

(21) ارشد فؤاد التميمي، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات، مصدر سبق ذكره، ص60.

تعتمد الاسعار على ما سيحدث للمتغيرات الاقتصادية في المستقبل ومن هذه المتغيرات الصدمات النقدية فاذا كان سوق الاسهم كفواً فسيكون الجزء غير المتوقع من السياسة النقدية هو المؤثر على اسعار الاسهم، ويستمد (fama*) تحليله من فرضية عدم فاعلية السياسة التي ترجع اصولها الى طروحات المنظر الفكري لنظرية التوقعات العقلانية (Lucas) والدراسات التجريبية لـ (Wallace, sargent) وتبعا لهذه الفرضية يعتقد منظرو التوقعات العقلانية ان تغيرات السياسة المتوقعة تكون مأخوذة في الحسبان من قبل الافراد ومن ثم لا يكون لها اثر حقيقي على المتغيرات الاقتصادية الكلية ويكون التأثير فقط للمتغيرات غير المتوقعة (الصدمة النقدية)، اذ انها تحرف المتغير الاقتصادي عما كان متوقعا ويفسر الجزء غير المتوقع لعرض النقد على سبيل المثال الى ان الافراد قد يفسرون خطأ التغيرات المطلقة في الاسعار على انها تغيرات في الاسعار النسبية كما يمكن ارجاع هذا التأثير الى تأثير الجزء غير المتوقع لعرض النقد الى التضخم المتوقع ومن ثم على اسعار الاسهم والتي تعد تحوط جيد ضد التضخم للمحافظة على دخولهم الحقيقية (22).

ثانيا / علاقة الصدمات بالاسواق المالية من خلال المحفظة الاستثمارية

فيما يخص انتقال الصدمات من خلال المحفظة الاستثمارية فقد كان هنالك اتجاهين يفسران العلاقة بين الصدمات النقدية والاسواق المالية :

1. الاتجاه الاول في اطار النظرية الكينزية

حيث تؤكد المدرسة الكينزية على ان انتقال الصدمات النقدية الى الاسواق المالية يتم عن طريق سعر الفائدة اذ ترى ان التغير في عرض النقد نتيجة اتباع السلطة النقدية سياسة معينة سينعكس بشكل رئيسي على سعر الفائدة ومن ثم على الاسواق المالية وبهذا تؤكد المدرسة الكينزية على العلاقة المباشرة بين التغيرات النقدية والاسواق المالية، حيث تتبع المدرسة الكينزية طريقة المقارنة بين العوائد النسبية للموجودات او الاصول المختلفة المتاحة في الاقتصاد منهاجاً للتكيف في الحافظة الاستثمارية نتيجة تغير سعر الفائدة نتيجة للتغيرات النقدية، حيث تتألف المحفظة الاستثمارية لدى المدرسة الكينزية من خمسة

* (fama) هو عالم اقتصاد أمريكي حاصل على جائزة نوبل. اشتهر بأبحاثه النظرية والتجريبية في نظرية المحفظة وتسعير الأصول.

(22) نبيل مهدي الجنابي , كفاءة سوق العراق للاوراق المالية والسياسة النقدية دراسة قياسية للمدة (2006-2012) , مجلة القادسية للعلوم للعلوم الادارية والاقتصادية , مجلد 15, عدد 3, سنة 2013 , ص 138

عناصر وهي (العملة, الودائع المصرفية, السندات الحكومية طويلة الاجل, السندات الخاصة, رأسمال المادي) وتؤكد المدرسة الكينزية على طريقة المقارنة بين العوائد النسبية للموجودات او الاصول المختلفة لغرض اعادة تنظيم المحفظة الاستثمارية جراء الصدمة النقدية الحاصلة وبالتالي فان انتقال الصدمة النقدية يتم عبر قناة غير مباشرة الا وهي اسعار الفائدة فعند اتباع سياسة نقدية توسعية من قبل البنك المركزي لزيادة عرض النقد وذلك من خلال دخوله كمشتري للسندات الحكومية من السوق المالية الامر الذي يؤدي الى زيادة الطلب عليها وارتفاع اسعارها وانخفاض عوائدها وبالتالي زيادة الارصدة النقدية لدى الوحدات الاقتصادية الامر الذي يدفعهم الى اعادة تنظيم المحفظة الاستثمارية الخاصة بهم وذلك بتقليل حصة النقود فيها, حيث يقومون باستبدال موجوداتهم النقدية (العملة, الودائع المصرفية) بالموجودات المالية ولاسيما السندات حيث يؤدي ذلك الى زيادة اسعارها ومن ثم انخفاض عائدها حيث يتحول الافراد صوب الموجودات الحقيقية في الاقتصاد وبالتالي تغير تركيبة المحفظة الاستثمارية الامر الذي يؤدي الى زيادة رغبتهم في الحصول على الموجودات الحقيقية وارتفاع اسعارها وبالتالي اقبال المستثمرين على اصدار المزيد من الاوراق المالية ولاسيما ان سعر الفائدة منخفض نسبيا وذلك لتمويل التوسع في استثماراتهم.

2. الاتجاه النقدي لتفسير العلاقة بين الصدمات النقدية والاسواق المالية

اما الاتجاه الثاني لتفسير العلاقة بين الصدمات النقدية والاسواق المالية فهو من قبل النقديين حيث يؤكد (Friedman)، على ان التغير في عرض النقد يؤثر وبشكل مباشر في الأنفاق على الموجودات الحقيقية، وهذا يعني أنهم لا يقبلون وجهة نظر الكينزيين القائلة بأن الأنفاق سيتأثر بصورة غير مباشرة فقط ومن خلال التباين في عوائد الموجودات المختلفة في الاقتصاد, حيث يميز النقديين دائما بين قناتين تمارس من خلالهما الصدمات النقدية اثارها على المنفقين حيث تتمثل

أ- **القناة الاولى :** بالأثر المباشر والنقود احد الاصول ومن ثم تأخذ مكانها الى جانب الاسهم والسندات والاصول المادية ويتعلق الاثر المباشر للصدمة النقدية الناتجة عن صدمة نقدية ايجابية على سبيل المثال تزيد من نسبة النقود الى الاصول المادية لدى الوحدات الاقتصادية, فالحيازات النقدية الاضافية تحمل معها خدمات

اضافية للنقود في صورة سيولة اكثر فاذا قومت الوحدات الاقتصادية السيولة باقل من قيمة خدمات الاصول الطبيعية الاضافية فسوف يخفضون ما لديهم من ارصدة نقدية للحصول على سلع اكثر .

ب- **القناة الثانية :** فهي تتمثل بالقناة غير المباشرة وهي تعمل من خلال اسعار الفائدة وما تدره الاصول المالية والمادية من ايرادات حيث ان اغلب النقود الجديدة تضخ الى الاقتصاد القومي من خلال شراء البنك المركزي سندات من السوق المفتوحة اذ تعمل هذه المشتريات على رفع اسعار الاوراق المالية التي يتداولها الأفراد وتضيف بشكل مباشر الى ما لديهم من ارصدة نقدية, كما تعمل على زيادة الاحتياطيات الاضافية لدى الجهاز المصرفي وبالتالي زيادة الدوافع لدى البنوك التجارية على تقديم القروض والاستثمار في الاوراق المالية, وعلى هذا فان الصدمة الايجابية * التي بيارد اليها ويدعمها البنك المركزي توفر قوة شديدة تعمل على خفض اسعار الفائدة في كل اسواق الائتمان, يمكن بيان الاثر غير المباشر لأية صدمة نقدية من خلال معرفة اثارها على قرارات الوحدات الاقتصادية, ولاستيعاب نظر النقديين حول الية انتقال الصدمات النقدية الى الاسواق المالية عن طريق تعديل المحفظة الاستثمارية من جراء التغير في اسعار الموجودات المختلفة فعند اتباع السلطة النقدية سياسة نقدية توسعية من خلال دخولها كمشتري للسوق المالي فان ذلك يؤدي الى زيادة الارصدة النقدية التي بحوزة الوحدات الاقتصادية الامر الذي يؤدي الى حدوث اختلال في المحفظة الاستثمارية لهذه الوحدات حيث تكون المحفظة اكثر اتساعا عند النقديين والتي تشمل الى جانب عناصر المحفظة الاستثمارية الكينزية عناصر اخرى مثل (الاسهم, اذونات الخزينة, السلع الاستهلاكية والجارية والمعمرة), وبالتالي تنشأ زيادة لديهم من الارصدة النقدية ستعمل على خفض المنفعة الحدية للنقود الامر الذي يدفع هذه الوحدات الى استبدالها بالسندات وبالتالي زيادة الطلب على الموجودات المالية وارتفاع اسعارها حيث تتجه هذه الوحدات الى احلال الموجودات الحقيقية محل الموجودات المالية بسبب ارتفاع اسعار الاخيرة, ويؤدي ذلك الى ارتفاع اسعار الموجودات الحقيقية وبذلك يتوجه الافراد الى زيادة

* الصدمة النقدية الايجابية : هو حدوث زيادة او ارتفاع مفاجئ في احد المتغيرات النقدية كعرض النقد او الطلب على النقود حيث تختلف اثارها من متغيرات الى اخرى

الطلب على الخدمات وبالتالي زيادة انتاج السلع والخدمات وزيادة اسعارها وهكذا تنتشر الزيادة الاولى في كمية النقد من خلال عملية تكيف المحفظة الاستثمارية في القطاع النقدي ومن خلال السندات الى القطاع الحقيقي مسببة زيادة في الانفاق على الاصول المالية والحقيقية والخدمات⁽²³⁾.

المبحث الثاني

(واقع السياسة النقدية والاسواق المالية في العراق والاردن للمدة (2009 – 2015)

المطلب الاول / واقع السياسة النقدية والاسواق المالية في العراق للمدة (2009 – 2015)
اولا / تطور المؤشرات النقدية والحقيقية في العراق للمدة (2009-2015)

1- تطورات عرض النقد بالمفهوم الضيق لعام 2009-2015
يتضح من الجدول (1) الذي يبين تفاصيل عرض النقد ومكوناته بأن عرض النقد بالمفهوم الضيق (M1) بلغ (44225) مليون دولار نهاية عام 2010 شكلت العملة في التداول مانسبته % (47) وشكلت نسبة الودائع الجارية (53 %)، حيث ارتفع عرض النقد (M1) بنسبة (38.7%) مقارنة بنظيره عام 2009 والذي بلغ (31880) مليون دولار كانت نسبة صافي العملة في التداول منه (0.58) اما الودائع الجارية فقد شكلت مانسبته (0.42) حيث ينعكس ذلك على ضعف الوعي المصرفي .
بلغ عرض النقد (M1) خلال نهاية عام 2012 (54662) مليون دولار، اذ شكلت فقرة صافي العملة في التداول نسبة (0.48) منه والنسبة المتبقي (0.52) للودائع الجارية، حيث ارتفع عرض النقد بنسبة (2.4 %) مقارنة بنظيره نهاية عام 2011 والذي بلغ (53391) مليون دولار، شكلت صافي العملة في التداول نسبة (0.45) منه اما الودائع الجارية والتي تعود

(23) للمزيد ينظر

• اسامة جبار مصلى، تطور ودائع المصارف التجارية واسعار الاسهم في اقطار عربية مختارة (دراسة تحليلية)، اطروحة دكتوراه، جامعة المستنصرية، كلية الادارة والاقتصاد، 2005، ص 110-116
• باري سيجل، مصدر سبق ذكره، ص 49-498

غالبية الزيادة في عرض النقد اليها فقد بلغت نسبتها(0.55) انخفض عرض النقد بمفهومه الضيق بنسبة (1.6- %) لعام 2014 حيث بلغ رصيده (62343) مليون دولار نهاية عام 2014 بالمقارنة مع (63343) مليون دولار نهاية عام 2013 وجاء هذا الانخفاض نتيجة الى انخفاض نمو الودائع الجارية وبنسبة (5.7- %) على الرغم من ارتفاع صافي العملة في التداول بنسبة (3.1%) , سجل عرض النقد (M1) انخفاضا خلال نهاية عام 2015 الى (55360) مليون دولار مقابل(62343) مليون دولار خلال عام 2014 وبنسبة قدرها (11.2- %) حيث جاء هذا الانخفاض في عرض النقد (M1) نتيجة لانخفاض مكونات عرض النقد الرئيسية .

جدول (1)

عرض النقد بالمفهوم الضيق ومكوناته لعام (2009-2015)
مليون دولار

السنة	عرض النقد m1	*نسبة التغير %	العملة في التداول	الودائع الجارية	نسبة 3:1	نسبة 4:1
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
2009	31880	-	18612	13269	0.58	0.42
2010	44225	38.7	20805	23420	0.47	0.53
2011	53391	20.7	24177	29219	0.45	0.55
2012	54662	2.4	26238	28424	0.48	0.52
2013	63343	15.9	30013	33307	0.47	0.53
2014	62343	-1.6	30936	31407	0.5	0.5
2015	55360	-11.2	29488	25872	0.53	0.47

المصدر /

- العمود (4,3,1) البنك المركزي العراقي,
<http://www.cbiraq.org/Default.aspx>
- العمود (6,5,2) من عمل الباحث .

2- تطورات الناتج المحلي الاجمالي لعام 2009 – 2015

تشير التقديرات لعام 2010 الى ارتفاع الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية الى (138516) مليون دولار مقابل (111661) مليون دولار للعام 2009 اي بنسبة زيادة

(24.1%) ويعود الفرق في معدلات الزيادة في الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية الى تأثير الارتفاع الحاصل في اسعار النفط، فقد ارتفع معدل سعر برميل النفط الخام لهذا العام بنسبة (28.2%) قياسا بالعام السابق الامر الذي ادى الى ارتفاع القيمة المضافة للقطاع النفطي بالاسعار الجارية من (48034) مليون دولار عام 2009 الى (63248) مليون دولار عام 2010 اي بنسبة ارتفاع قدرها (31.6%) (24) .

شهد عام 2012 نمو الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية بنسبة (17.4%) ليصل الى (218032) مليون دولار مقابل (185750) مليون دولار لعام 2011 ويعزى هذا التحسن في نمو الناتج المحلي الاجمالي الى جملة من العوامل منها ارتفاع معدل سعر برميل النفط الخام وكمية المنتج منه بنسبة (1.3%) و (11.0%) على التوالي قياسا بالعام السابق، فضلا عن التحسن النسبي في معدلات نمو بعض الانشطة الاقتصادية لاسيما نشاط الانواع الاخرى من التعدين، نشاط خدمات التنمية الاجتماعية والشخصية، نشاط البناء والتشييد، نشاط البنوك والتأمين و نشاط الكهرباء والماء، فيما حققت باقي الانشطة نسب ارتفاع متفاوتة .

جدول (2)

تطورات الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية لعام
(2015-2009)

السنة	الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية مليون دولار	نسبة التغير %
	(1)	(2)
2009	111661	-
2010	138516	24.1
2011	185750	34.1
2012	218032	17.4
2013	234638	7.6
2014	222043	- 5.4
2015	163865	-26.2

المصدر /

• العمود (1) وزارة التخطيط , الجهاز المركزي للإحصاء , مديرية

(24) البنك المركزي العراقي , مديرية الاحصاء والابحاث , النشرة الاقتصادية السنوية
مصدر سبق ذكره, ص9

- الحسابات القومية .
العمود (2) من قبل الباحث.

ثانيا / تطورات المؤشر العام لاسعار الاسهم في العراق للمدة 2015-2009

بلغ مؤشر اسعار الاسهم المتداولة في سوق العراق للاوراق المالية خلال عام 2010 (100.98) نقطة مقابل (100.86) نقطة للعام السابق 2009 اي بنسبة تغير (0.1) كما ارتفع المؤشر العام لاسعار في سوق العراق للاوراق المالية بنسبة (34.7%) ليصل نحو (136.03) نقطة في نهاية عام 2011 مقابل (100.98) نقطة في عام 2010 وهذا الارتفاع يعكس تحسن نشاط الاستثمار بالاوراق المالية, فيما انخفض المؤشر العام لاسعار في سوق العراق للاوراق المالية بنسبة (8.1%-) ليصل نحو (125.02) نقطة في نهاية عام 2012, كما شهد مؤشر البورصة انخفاضا في عام 2013 الى (113.15) نقطة مقابل وبنسبة قدرها (9.5%-), كما انخفض المؤشر العام لاسعار الاسهم في عام 2014 بنسبة (18.7%-), اما في عام 2015 فقد سجل مؤشر السوق ارتفاعا كبير الى (730.560) نقطة بعد ان كان (92) نقطة خلال العام السابق 2014 وبنسبة قدرها (694.1%), اذ شهد مؤشر السوق معدل نمو مركب ومتوسط تغير قدره (32.7%, 115.4%) على التوالي .

جدول (3)
مؤشرات سوق العراق للاوراق المالية في العراق للمدة
(2015-2009)

السنة	عدد الاسهم (مليون سهم) (1)	نسبة التغير % (2)	القيمة السوقية (مليون دولار) (3)	نسبة التغير % (4)	مؤشر السوق (نقطة) (5)	نسبة التغير % (6)
2009	211290	-	2672	-	100.86	-
2010	255659	21	2946	10.3	100.98	0.1
2011	492372	92.6	4214	43	136.03	34.7
2012	625639	27.1	4800	13.9	125.02	- 8.1
2013	871479	39.3	9821	104.6	113.15	- 9.5
2014	746212	-14.4	8165	-16.9	92	-18.7
2015	579640	-22.3	7195	-11.9	730.560	694.1
معدل النمو المركب	15.5	-	15.4	-	32.7	-
متوسط التغير	-	23.9	-	24	-	115.4

المصدر /

- العمود (3,1) البنك المركزي العراقي , النشرة الاحصائية لسوق العراق لسنوات مختلفة على الموقع التالي
<http://www.cbiraq.org/Default.aspx>
- العمود (5) سوق العراق للاوراق المالية, التقرير السنوي لسنوات مختلفة.
- العمود (6,4,2) من قبل الباحث .
- تم حساب معدل النمو المركب ومتوسط التغير من قبل الباحث .

(المبحث الثاني)
واقع السياسة النقدية والاسواق المالية في الاردن للمدة
(2015 – 2009)

اولا / تطور المؤشرات النقدية والحقيقية في الاردن للمدة (2009-2015)

- 1- تطورات عرض النقد بالمفهوم الضيق لعام 2009-2015**
ارتفع عرض النقد (M1) خلال عام 2010 الى (9238) مليون دولار مقابل (8518) مليون دولار خلال عام 2009 وبنسبة قدرها (8.5%) اذ بلغت نسبة مساهمة العملة في التداول الى حجم عرض النقد

نحو (0.44) خلال عام 2009 مقابل (0.43) خلال عام 2010 اذ بلغت (3779, 4011) مليون دولار خلال عام 2009 و 2010 على التوالي, اما الودائع الجارية فقد بلغت في عام 2010 (5228) مليون دولار مقابل (4739) مليون دولار عام 2009 وبنسبة مساهمة قدرها (0.56, 0.57) من حجم عرض النقد على التوالي, انخفض عرض النقد (M1) خلال عام 2012 الى (10171) مليون دولار مقابل (10256) مليون دولار خلال عام 2011 وبنسبة قدرها (-0.8), كما ارتفع عرض النقد (M1) خلال عام 2014 الى (13021) مليون دولار مقابل (11860) مليون دولار خلال عام 2009 وبنسبة قدرها (9.8%), اذ بلغت نسبة مساهمة العملة في التداول الى حجم عرض النقد نحو (0.43) خلال عام 2013 مقابل (0.41) خلال عام 2014 اذ بلغت (5087, 5366) مليون دولار خلال عام 2013 و 2014 على التوالي, اما الودائع الجارية فقد بلغت في عام 2014 (7655) مليون دولار مقابل (6773) مليون دولار عام 2013 وبنسبة مساهمة قدرها (0.57, 0.59) من حجم عرض النقد على التوالي, كما ارتفع عرض النقد (M1) خلال عام 2015 الى (13935) مليون دولار مقابل (13021) مليون دولار خلال عام 2014 وبنسبة قدرها (7%), اذ جاء هذا الارتفاع بسبب ارتفاع مكونات عرض النقد (M1).

جدول (4)

عرض النقد بالمفهوم الضيق ومكوناته لعام (2009-2015)
مليون دولار

السنة	عرض النقد m1 (1)	نسبة التخبر % (2)	العملة في التداول (3)	الودائع الجارية (4)	نسبة 3:1 (5)	نسبة 4:1 (6)
2009	8518	-	3779	4739	0.44	0.56
2010	9238	8.5	4011	5228	0.43	0.57
2011	10256	11	4259	5997	0.42	0.58
2012	10171	- 0.8	4535	5636	0.45	0.55
2013	11860	16.6	5087	6773	0.43	0.57
2014	13021	9.8	5366	7655	0.41	0.59
2015	13935	7	5548	8388	0.40	0.60

المصدر /

- العمود (4,3,1) البنك المركزي الاردني , قاعدة البيانات الاحصائية لسنوات متفرقة .
- العمود (6,5,2) من عمل الباحث .

2- تطورات الناتج المحلي الاجمالي لعام 2009 – 2015

ارتفع الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية خلال عام 2010 الى (26463) مليون دولار مقابل (23854) خلال عام 2009 وبنسبة قدرها (10.9%)، حيث اكدت المؤشرات الاقتصادية خلال عام 2009 تاثير معظم القطاعات الاقتصادية في المملكة بتبعات الازمة المالية العالمية والتي تحولت الى ازمة اقتصادية ظهرت على شكل تباطؤ في معدل النمو الاقتصادي الحقيقي، اما في عام 2010 فقد دخل الاقتصاد الاردني مرحلة التعافي من تداعيات الازمة المالية العالمية الا ان التحسن كان طفيفا في اغلب الاحيان وظل في مستويات قريبة من تلك التي تحققت في عام 2009⁽²⁵⁾، ارتفع الناتج المحلي الاجمالي خلال عام 2011 الى (28880) مليون دولار وبنسبة قدرها (9.1%) عن ما سجله عام 2010، اما في عام 2012 فقد بلغ الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار

(25) جمعية البنوك في الاردن ، التقرير السنوي الثاني والثلاثون ، مصدر سبق ذكره ، 2010 ، ص 27

الجارية (30982) مليون دولار حيث ازداد بنسبة (7.3%) عن ما سجله عام 2011 حيث استطاع الاقتصاد الاردني ان يحقق انتعاشا طفيفا في عام 2012 مقارنة بالعامين السابقين, فيما سجل عام 2014 ارتفاعا في الناتج المحلي الاجمالي الى (35877) مليون دولار مقابل (33641) مليون دولار خلال عام 2013 وبنسبة قدرها (6.6%) مقارنة مما سجله عام 2013 حيث استطاع الاقتصاد الاردني ان يحقق انتعاشا طفيفاً في عام 2013 ومقارباً للمستويات التي تم تحقيقها في العامين السابقين, فيما استطاع الاقتصاد الاردني ان يحقق انتعاشا طفيفاً في عام 2015 ومقارباً للمستويات التي تم تحقيقها في العامين السابقين, اذ سجل الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية ارتفاعا عام 2015 الى (37570) مليون دولار وبنسبة قدرها (4.7%) عن ما حققه عام 2014 .

جدول (5)

تطورات الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية لعام
(2015-2009)

السنة	الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية مليون دولار (1)	نسبة التغير % (2)
2009	23854	
2010	26463	10.9
2011	28880	9.1
2012	30982	7.3
2013	33641	8.6
2014	35877	6.6
2015	37570	4.7

المصدر /

• العمود (1) البنك المركزي الاردني, التقرير الاحصائي الشهري, لسنوات مختلفة .

• العمود (2) من قبل الباحث .

ثانيا / تطورات المؤشر العام لاسعار الاسهم في العراق للمدة

2015-2009

سجل مؤشر بورصة عمان خلال المدة (2009- 2015) معدل نمو مركب سالب قدره (2.4 - %) مليون دولار كما

سجل متوسط تغير سالب ايضا قدره (2.6-%), اذ بلغ مؤشر سوق عمان للاوراق المالية في عام 2009 (2533.5) نقطة, ثم انخفض في عام 2010 الى (2373.6) نقطة وبنسبة قدرها (6.3-%), اذ استمر هذا انخفاض في المؤشر حتى عام 2012 حيث بلغ (1957.6) نقطة, اما في عام 2013 - 2014 فقد ارتفع مؤشر السوق الى (2065.8) نقطة عام 2013, كما ارتفع مؤشر السوق في عام 2014 الى (2165.5) نقطة وبنسبة قدرها (4.8-%), فيما عاد للانخفاض في عام 2015 واصبح (2136.3) نقطة وبنسبة قدرها (1.4-%) اذ جاء هذا الانخفاض في مؤشر سوق عما كمحصلة لانعكاسات الازمة المالية والاقتصادية العالمية على الاقتصادي الاردني والقطاعات المختلفة.

جدول (6)

مؤشرات سوق عمان المالي للمدة (2009-2015)

السنة	عدد الاسهم (مليون سهم)	نسبة التغير %	القيمة السوقية (مليون دولار)	نسبة التغير %	مؤشر السوق (نقطة)	نسبة التغير %
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
2009	6023	-	31773	-	2533.5	-
2010	6989	16	30830	- 3	2373.6	- 6.3
2011	4072	- 41.7	27183	- 11.8	1995.1	- 16
2012	2384	- 41.5	26998	- 0.7	1957.6	- 1.9
2013	2669	12	25717	- 4.7	2065.8	5.5
2014	2322	- 13	25506	- 0.8	2165.5	4.8
2015	2612	12.5	25366	- 0.5	2136.3	- 1.4
معدل النمو المركب	- 11.3	-	- 3.2	-	- 2.4	-
متوسط التغير	-	- 9.3	-	- 3.6	-	- 2.6

المصدر /

- العمود (5,3,1) دائرة الاحصاء العامة, نظام المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية, النشرات الشهرية لبورصة عمان لسنوات مختلفة على الموقع التالي (http://jorinfo.dos.gov.jo/View_ind).
- العمود (6,4,2) من قبل الباحث.
- تم حساب معدل النمو المركب ومتوسط التغير من قبل الباحث

(المبحث الثالث)

**التحليل القياسي للصدمة النقدية في سوق الاسهم في العراق
والاردن للمدة (2009 – 2015)**

المطلب الاول / الاطار النظري للأساليب القياسية المستخدمة

سيتم في هذا البحث استعراض الاطار النظري والنتائج القياسية والاحصائية التي سنحصل عليها من تقدير أنموذج الدراسة، وسنقوم باستخدام الاساليب القياسية الحديثة منها اختبار وتحليل الأنموذج المقدر بأسلوب VAR وتحليل مكونات التباين ودوال استجابة النبضة.

اولا / توصيف متغيرات الانموذج

الصدمات النقدية هي احدى المشاكل التي يتعرض لها الاقتصاد العراقي فيما يخص السيطرة على عرض النقد واستقلالية البنك المركزي, حيث تأتي هذه الصدمات اما بشكل مقصود من جراء السياسات الخاطئة للسلطة النقدية في التحكم في المعروض النقدي او بشكل غير مقصود نتيجة عدم دقة البيانات الاقتصادية حيث تتسم الدول النامية بصورة عامة والعراق منها خاصة بعدم دقة البيانات الإحصائية فتختلف بيانات المتغيرات الاقتصادية وفقاً لجهة الإصدار واحياناً تختلف من نشرة إحصائية إلى أخرى لنفس جهة الإصدار ولذلك سوف يتم الاستعانة بالأساليب القياسية لأجل معرفة آثار الصدمات النقدية في المتغيرات المستخدمة في هذا البحث للمدة من 2009-2015 للمتغيرات موضوعة البحث من خلال استخدام أنموذج متجه الانحدار الذاتي وكذلك استخدام تحليل مكونات التباين ودوال استجابة النبضة لمعرفة اثر حدوث صدمة في القيم الحالية والمستقبلية لقيم المتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة حيث تم استخدام القيم الحقيقية لهذه المتغيرات وبالصيغة اللوغاريتمية، ويمكن توصيف هذه المتغيرات كما يأتي:-

1. متغيرات حقيقي

• GDP = الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية

2. متغيرات نقدية

• $MS1$ = عرض النقد بالمفهوم الضيق

• V = سرعة تداول النقود

3. مؤشرات سوق الاسهم

• MV = القيمة السوقية

• IS = مؤشر السوق

• NC = عدد الاسهم

ثانيا / الإطار النظري للأنموذج القياسي

1- تحليل أنموذج VAR لمتغيرات الدراسة (Vector

(Autoregressive

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 Autoregressive) والتي تعد أداة تجريبية مناسبة جدا لفهم طبيعة تأثير هذه الصدمات (26)، اثبت هذا النموذج من خلال إدخال عامل الزمن في مجال الاقتصادات التطبيقية بأنها ديناميكية وغير ثابتة، وذلك بإظهار القيمة المتخلفة للمتغير المعتمد كواحد من المتغيرات التوضيحية. بالإضافة عن التمييز بين الاستجابة القصيرة الأجل والاستجابة الطويلة الأجل للمتغير المعتمد لوحدة التغير في قيمة المتغيرات التوضيحية (27)، إن نموذج (VAR) يوضح العلاقة الخطية بين مجموعة من المتغيرات (K من المتغيرات الداخلية) في عينة مختارة مقاسه ضمن الفترة الزمنية نفسها ($t=1,2,...,T$) وإن مجموعة المتغيرات سيتم وضعها في متجه (Y) أبعاده (kxl) إذ أن عناصر هذا المتجه هي مجموعة المتغيرات (yit)، يمكن تمثيل متجه الانحدار الذاتي من الرتبة (p) ويسمى متجه الانحدار الذاتي بارتداد زمني مقداره (p) بالصيغة الآتية :

$$Y_t = c + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + e_t \dots (11)$$

إذ أن:

Y_t = متجه عامودي ذات ابعاد (kxl)

C = متجه الحد الثابت لمتغيرات متجه الانحدار الذاتي ابعاده (kxl)

A_i = متجه افقي ذات ابعاد (kxl) لكل $i=1,2,...,p$

E_t = متجه أبعاده (kxl) لحدود الخطأ العشوائي بوسط حسابي

مقداره الصفر ($E_t = 0$) وان ($E_t e_t = \Omega$) مصفوفة تغاير

متعاصرة (Covariance matrix contemporaneous)

(26) نبيل مهدي الجنابي , نماذج السياسات النقدية والمالية مع تطبيق معادلة (St. louis) على الاقتصاد العراقي للمدة (2003- 2011), مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية , جامعة الكوفة , المجلد 8, العدد 22, 2012, ص 62
(27) كامل كاظم علاوي , محمد غالي راهي , تحليل وقياس العلاقة بين التوسع المالي والمتغيرات الاقتصادية في العراق للمدة 1974-2010, مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية, جامعة الكوفة, المجلد 9 , العدد 29, 2013, ص 226

أبعادها (nxn) وان $(Ee_t e_{t-k} = 0)$ لكل (k) اي لا تعتمد على الزمن (28) .

2- دوال استجابة النبضة (Impulse Response Functions)

هي من التطبيقات المهمة لنماذج VAR التي يمكن من خلالها التعرف إلى تأثير أي صدمة في المتغيرات المستقلة على المتغير التابع مع تحديد الآثار الانتشارية لها، أي عدد الفترات الزمنية (Time Lags) التي سوف تستمر في المستقبل حتى يتلاشى أثر الصدمة عندما تؤول قيمة دالة الاستجابة إلى الصفر (29) إذ تقيس دوال الاستجابة الفورية (Impulse Response Functions) اثر الصدمة التي يتعرض لها متغير داخلي ما داخل نموذج (VAR) و (VECM) على القيم الحالية والمستقبلية للمتغيرات الداخلية الأخرى في النموذج. وهناك طريقتين لقياس اثر الصدمة، أولهما؛ قياس اثر الصدمة بمقدار انحراف معياري واحد (VARs) وثانيهما، قياس اثر الصدمة بمقدار وحدة واحدة (SVAR) (30)، ومن ثم يمكن الحصول على أثر U_t على Y_t بعد أفق زمني معين (S) للتنبؤ بواسطة المعادلة التالية :

$$AS = \frac{\partial Y_{t+1}}{U_t} \dots (15)$$

يتضح من هذه المعادلة أن المصفوفة AS تمثل الآثار الحدية أو استجابة النموذج لحدوث صدمة بمقدار انحراف معياري واحد في الفترة الزمنية t في كل متغير من المتغيرات التي يتضمنها هذا النموذج (31) .

ولتحديد درجة أنموذج VAR نستعمل ثلاث معايير Akaike و Hannan-Quin و Schwarz ويتم اختيار التباطؤ الأمثل المقابل لأصغر قيمة لهذه المعايير ويمكن حساب هذه المعايير بالمعادلات الآتية:-

(28) صفاء يونس الصفاوي , مزاحم احمد يحيى , تحليل العلاقة بين الاسعار العالمية للنفط , اليورو , والذهب باستخدام متجه الانحدار الذاتي (var) , المجلة العراقية للعلوم الاحصائية , جامعة الموصل, المجلد 8, العدد 14, 2008 , ص 21
(29) جيهان محمد السيد, ايناس فهمي حسين, اثر الصدمات الاقتصادية الكلية في سوق العمل في الاقتصاد المصري, بحوث اقتصادية عربية, العدد 71, 2015 , ص 56.
(30) نبيل مهدي الجنابي, مصدر سبق ذكره, ص 65.
(31) مجدي الشوربجي, اثر الصدمات الاقتصادية الخارجية على الاقتصاد المصري, مؤتمر العلوم الادارية الثاني, جامعة الملك فهد للبترول والمعادن, 2004 , ص 11.

$$AIC = \ln|\Sigma\varepsilon| + \frac{2k^2p}{T} \dots \dots \dots (12)$$

$$HQ = \ln|\Sigma\varepsilon| + \frac{2 \log T}{T} k^2p \dots \dots \dots (13)$$

$$SC = \ln|\Sigma\varepsilon| + \frac{k^2p \log(T)}{T} \dots \dots \dots (14)$$

اذ ان k عدد المتغيرات و T عدد المشاهدات و p عدد الفجوات الزمنية و $\Sigma\varepsilon$ مصفوفة التباين والتباين المشترك للبواقي. ومن مميزات أنموذج VAR انه يبين جملة من التداخلات بين المتغيرات وتأثرها بمختلف الصدمات التي يواجهها الأنموذج، ومن ثم فانه يعطينا نتائج عن العلاقات بين المتغيرات إذ يسمح لنا تحليل الصدمات العشوائية بقياس الاثر المفاجئ في ظاهرة معينة على باقي المتغيرات (32).

3- تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)

يعكس تحليل التباين اهمية المتغيرات العشوائية في النموذج، حيث يظهر الاختبار الكمي تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد وحجم التغير في المتغير في الفترة الزمنية (t) نتيجة لصدمة في المتغير نفسه او المتغيرات الاخرى، وهو احدى الطرق لوصف السلوك الحركي للنموذج يتم فيه قياس تأثير الصدمات على متغيرات النموذج عبر الزمن ويتم ذلك عن طريق تقسيم تباين الخطأ لكل متغير الى عدة اجزاء كل منها يخص متغيرا من متغيرات النموذج، وبعبارة اخرى ان تباين الخطأ لمتغير يعزى للصدمات غير المتنبئ بها لكل متغير من متغيرات النموذج خلال فترة التنبؤ (33)، ويمكن الحصول على معادلة تقدير دوال الاستجابة الفورية وتحليل التباين من خلال النموذج التالي (34) :

$$DU_t = \mu + \sum_{j=0} A_j U_{t-j} \dots \dots \dots (16) = a_0 + A_0 U_t + A_1 U_{t-1} + A_2 U_{t-2}$$

إذ أن :

(32) خضير عباس الوائلي، مصدر سبق ذكره، ص145.
(33) نوال محمود حمود، استخدام منهج تحليل التكامل المشترك لبيان اثر المتغيرات النقدية والحقيقية في التضخم، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 4، العدد 7، 2011، 183.
(34) نبيل مهدي الجنابي مصدر سابق ، ص65 .

$A_j =$ مصفوفة معاملات النموذج الأساس $(n \times n)$

$U =$ متجه حدود الخطأ العشوائي $(1 \times n)$

وتوضح هذه المعادلة أن المتجه ΔY_t يعتمد فقط على البواقي أو حدود الخطأ فعلى سبيل المثال يمثل المعامل A_0 أثر الصدمة في الفترة الزمنية t (U_t) على ΔY_t , بينما يمثل المعامل A_1 أثر الصدمة في الفترة الزمنية t بعد فترة زمنية واحدة (U_{t-1}) على ΔY_{t+1} , في حين يمثل المعامل A_2 اثر الصدمة في الفترة الزمنية t بعد فترتين زمنيتين (U_{t-2}) على ΔY_{t+2} وهكذا .

المطلب الثاني / التحليل القياسي للصدمة النقدية في سوق الاسهم في العراق والاردن

اولا / التحليل القياسي للصدمة النقدية في سوق الاسهم في العراق

1- تحليل نتائج أنموذج الانحدار الذاتي VAR (Autoregression Estimates)

ان عدد مدد الابطاء المثلى التي تحمل اقل قيمة في نموذج VAR هي فترتين زمنيتين.

جدول (7)

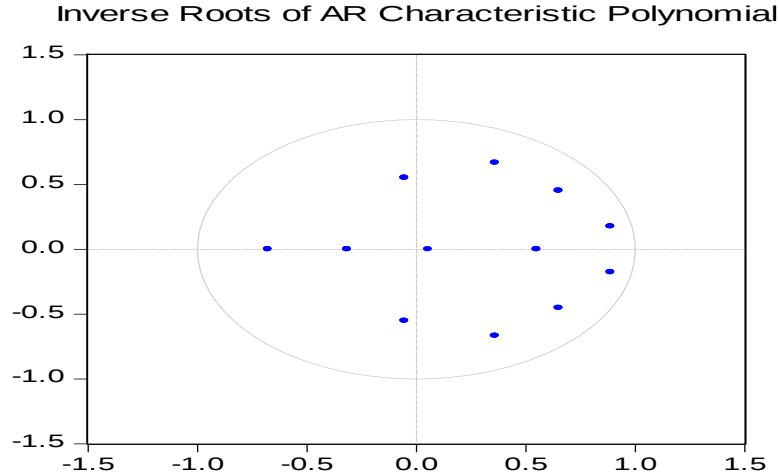
عدد مدد الإبطاء لأنموذج VAR

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1175.286	NA	1.17e+32	90.86819	91.15852	90.95179
1	-1069.957	153.9437	6.14e+29	85.53512	87.56743*	86.12035
2	-1014.852	55.10474*	2.35e+29*	84.06553*	87.83982	85.15239*

* تشير الى عدد فترات الإبطاء المثلى وجميع الاختبارات معنوية عند مستوى (5%)
AIC: معيار اكايك، SC: معيار سكوarz، HQ: معيار هانان - كوين
المصدر / مخرجات البرنامج الاحصائي .

شكل (1)

استقرارية المتغيرات عند الفروق الثانية لمتغيرات الدراسة



المصدر / مخرجات البرنامج الاحصائي

اذ كان النموذج الاول هو الاقرب لتفسير العلاقة بين الصدمة النقدية وسوق الاسهم حيث تبين ان هناك علاقة ايجابية بين عرض النقد بالمفهوم الضيق وبين مؤشر السوق (IS) الذي يعكس اداء السوق بشكل عام وكذلك بين مؤشر القيمة السوقية (Mv) وهو ما تظهره المعادلة التالية :

$$\ln Ms = 35445.87 + 7.89 \ln Is_{-1} + 0.81 \ln Mv_{-1}$$

(1.16) (1.89) (2.03)

$$R^2 = 0.99, \quad R^{-2} = 0.98, \quad F = 89.42$$

وما يعزز ذلك دوال الاستجابة التي تظهر الاستجابة الموجبة لمؤشر السوق (IS) طيلة الفترة المنتخبة لصدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد .

2- تحليل دوال استجابة النبضة (IRF)

اظهرت دوال الاستجابة في العراق ايجابيتها على مؤشر السوق (IS) في المدى الطويل، فيما تأرجحت بين الايجابية والسلبية لمتغير (NS) ولفترات متغيرة .

جدول (8)

استجابة مؤشرات سوق الاسهم (IS,NS,MV) لحدوث صدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد

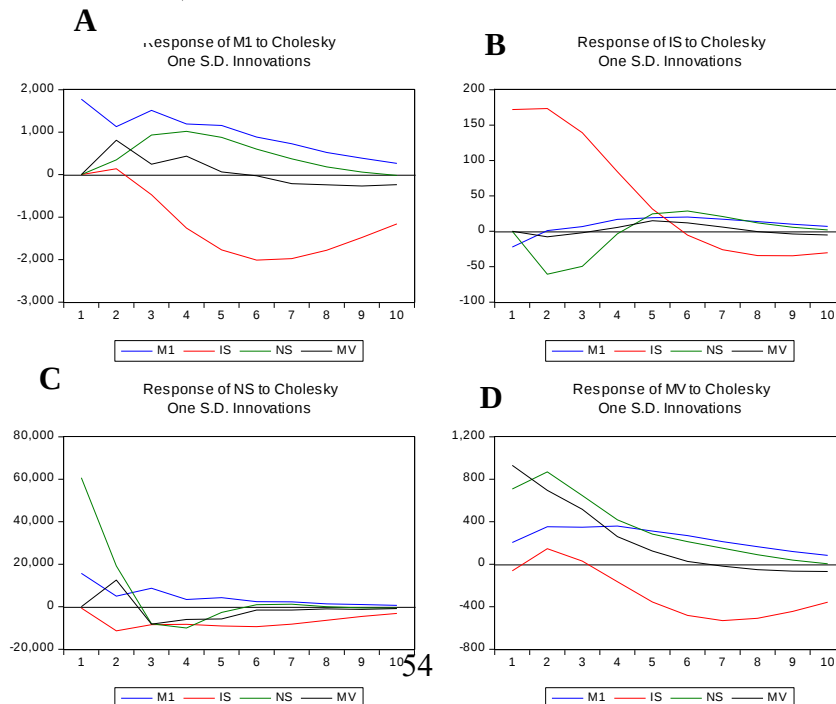
الصدمة النقدية			
استجابة مؤشر IS لصدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد (1)	استجابة مؤشر NS لصدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد (2)	استجابة مؤشر MV لصدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد (3)	الفترة
40.36943	-14272.74	-234.4088	1
127.4701	-3627.490	-130.7135	2
108.8486	3164.361	-27.50246	3
75.36414	-9050.973	-120.2619	4
33.65016	5824.038	-141.0651	5
6.497500	4769.343	-123.7696	6
0.799507	-2368.412	-197.0867	7
8.842694	-10304.09	-263.4373	8
10.21984	-8316.685	-294.5206	9
2.504251	-5148.741	-286.9632	10

المصدر / من عمل الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي

كما يوضح الشكل (2) استجابة عرض النقد (M1) ومؤشرات سوق الاسهم لحدوث صدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد .

شكل (2)

الاستجابة الفورية لمؤشرات سوق الاسهم



المصدر / مخرجات البرنامج الاحصائي

يبين الشكل (A) استجابة متغير (M1) لحدوث صدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد في المتغير نفسه والمتغيرات الاخرى, اما الشكل (B) فيبين استجابة متغير (IS) لحدوث صدمة نقدية في المتغير نفسه والمتغيرات الاخرى, وكذلك الحال بالنسبة للشكل (C) الذي بين استجابة متغير (NS) لحدوث صدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد في المتغير نفسه والمتغيرات الاخرى , فيما يبين الشكل (D) استجابة متغير (MV) لحدوث صدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد في المتغير نفسه والمتغيرات الاخرى .

3- تحليل مكونات التباين (VD)

يبين الجدول (11) نتائج تحليل مكونات التباين الخاص بمؤشرات سوق الاسهم المتأني من الصدمة التي تحدث في متغير عرض النقد (M1).

يلاحظ في تحليل التباين ان مؤشر السوق (IS) هو الاكثر الذي يستجيب لتغيرات في عرض النقد (M1) عند حدوث صدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد خلال الفترة الاولى وبمعامل قدره (11.11160) ثم يليه مؤشر عدد الاسهم (NS) بمعامل قدره (7.598421) ومن ثم مؤشر القيمة السوقية (MV) بمعامل قدره (3.949687) .

جدول (9)

تحليل مكونات التباين في (NS,IS,MV)

Variance Decomposition of (NS,IS,MV)						
Variance Decomposition of (NS)			Variance Decomposition of (IS)		Variance Decomposition of (MV)	
Period	S.E	M1	S.E	M1	S.E	M1
1	51778.03	7.598421	121.1057	11.11160	1179.485	3.949687
2	55715.04	6.986408	206.9802	41.73198	1666.808	2.592765
3	69162.65	4.743058	272.6367	39.99195	1825.305	2.184741
4	77174.30	5.184848	317.1804	35.19371	1932.959	2.335254
5	78780.53	5.522105	331.2800	33.29349	2016.789	2.634389
6	80765.27	5.602750	332.8333	33.02156	2117.019	2.732650
7	83382.83	5.337186	334.9540	32.60532	2264.781	3.144999
8	85814.21	6.480820	337.3019	32.22171	2433.383	3.896298
9	87934.78	7.066513	338.4368	32.09715	2583.913	4.754750
10	89032.42	7.227777	338.7268	32.04768	2705.565	5.461737

المصدر / من قبل الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي

ثانيا / التحليل القياسي للصدمة النقدية في سوق الاسهم في الاردن

1- تحليل نتائج أنموذج الانحدار الذاتي VAR (Vector Autoregression Estimates)

عدد مدد الابطاء المثلى التي تحمل اقل قيمة في نموذج VAR هي فترة زمنية واحدة .

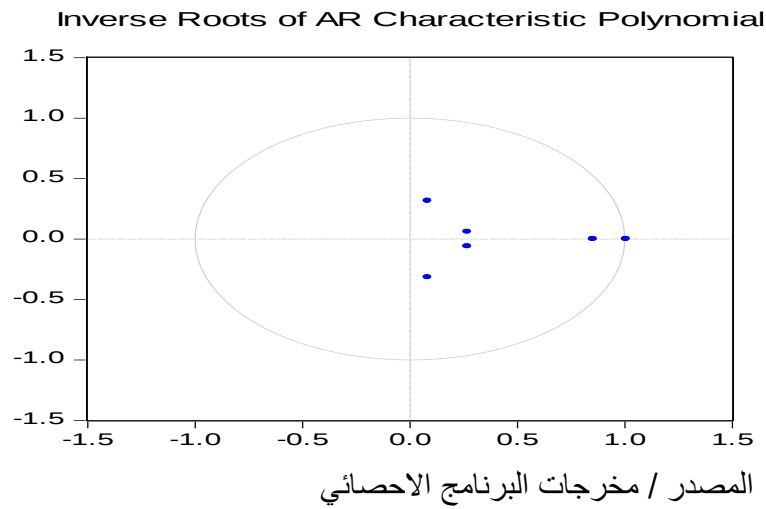
جدول (10)
عدد مدد الإبطاء لأنموذج VAR

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-923.5418	NA	3.23e+22	68.85494	69.14291	68.94057
1	-814.1554	162.0539*	1.51e+20*	63.41892*	65.43466*	64.01830*

* تشير الى عدد فترات الإبطاء المثلى وجميع الاختبارات معنوية عند مستوى (5%)
 AIC: معيار اكايك، SC: معيار سكوآرز، HQ: معيار هانان - كوين
 المصدر / مخرجات البرنامج الاحصائي

شكل (3)

استقرارية المتغيرات عند الفروق الاولى لمتغيرات الدراسة



حيث يظهر النموذج الاول العلاقة الطردية بين عرض النقد (Ms) وعرض النقد (MS-1) فيما لم تظهر مؤشرات السوق في النموذج بسبب عدم معنويتها وكما يأتي :

$$\ln Ms = -3197.155 + 1.69 \ln Ms_{-1}$$

(0.59632) (3.16638)

$$R^2 = 0.98, \quad R^{-2} = 0.976, \quad F = 177.8$$

لذلك تظهر الاستجابة الفورية لمؤشرات سوق الاسهم لصدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد سالبة في اغلب الفترات

2- تحليل دوال استجابة النبضة (IRF)

لم تظهر دوال الاستجابة الاثر الايجابي مثل الذي تركته في العراق على مؤشر السوق (IS) , حيث اتسمت بالتاثير السلبي في اغلب الفترات المدروسة في المدى الطويل وعليه فان استجابة سوق الاسهم في العراق لصدمة النقدية يكون له تاثير ايجابي اكثر مما في سوق الاسهم في الاردن .

جدول (11)

استجابة مؤشرات سوق الاسهم (IS,NS,MV) لحدوث صدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد

الصدمة النقدية			
استجابة مؤشر IS لصدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد (1)	استجابة مؤشر NS لصدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد (2)	استجابة مؤشر MV لصدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد (3)	الفترة
-21.94788	-55.63533	-409.9800	1
-29.79185	-56.72369	-438.8595	2
-29.29429	-74.33405	-471.3144	3
-21.48030	-69.34636	-422.9933	4
-14.11913	-57.39724	-368.7837	5
-8.400859	-47.69306	-327.7931	6
-3.632507	-40.31715	-294.7090	7
0.514765	-34.14478	-266.1199	8
4.107873	-28.81066	-241.4756	9
7.201204	-24.23585	-220.5061	10

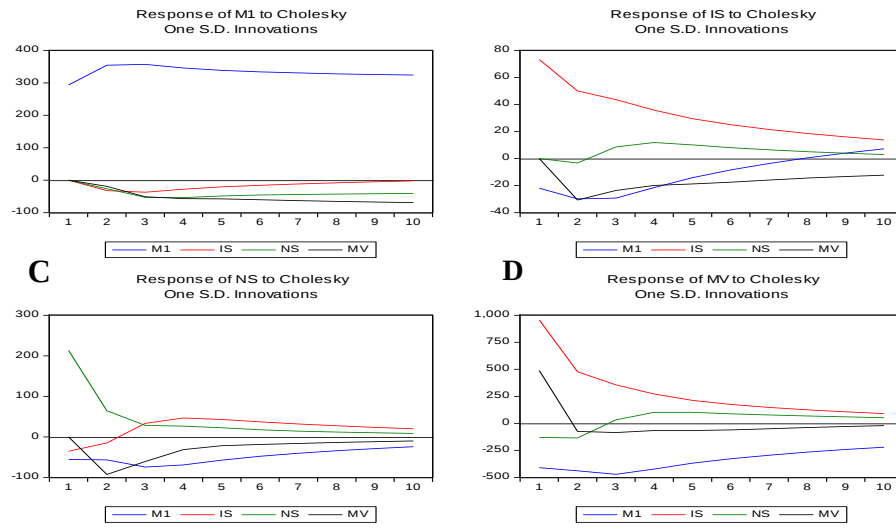
المصدر / من قبل الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي

شكل (4)

الاستجابة الفورية لمؤشرات سوق الاسهم

A

B



المصدر / مخرجات البرنامج الاحصائي

3- تحليل مكونات التباين (VD)

يلاحظ ان مؤشر القيمة السوقية (MV) هو الاكثر الذي يستجيب لتغيرات في عرض النقد (M1) عند حدوث صدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد خلال الفترة الثالثة وبمعامل قدره (21.32891) ثم يليه مؤشر عدد الاسهم (NS) بمعامل قدره (12.63987)، ثم مؤشر السوق (IS) بمعامل قدره (10.15563).

جدول (12)
تحليل مكونات التباين في (NS, IS, MV)

Variance Decomposition of (NS,IS,MV)						
Variance Decomposition of (NS)			Variance Decomposition of (IS)		Variance Decomposition of (MV)	
Period	S.E	M1	S.E	M1	S.E	M1
1	238.7702	5.429266	79.25095	7.669664	1182.192	12.02678
2	271.9414	8.536422	119.4412	9.597956	1434.747	17.52156
3	306.0381	12.63987	148.0974	10.15563	1653.036	21.32891
4	333.4775	14.96965	164.1936	9.973547	1793.896	23.67081
5	350.8586	16.19943	173.8753	9.553163	1886.071	25.23690
6	362.4162	16.91448	180.2910	9.102476	1952.438	26.36904
7	370.5854	17.36057	184.6962	8.712128	2002.297	27.23852
8	376.4299	17.64844	187.7758	8.429460	2040.199	27.93729
9	380.6033	17.83653	189.9999	8.280017	2069.338	28.51775
10	383.5854	17.95948	191.6905	8.275734	2092.079	29.01206

المصدر / من قبل الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي

اولا :- الاستنتاجات

1- تظهر نتائج التحليل القياسي ان الصدمة النقدية كان لها تأثير على سوق الاسهم في العراق قوي في المدى الطويل وهذا ما تفسره نتائج تحليل var ودوال الاستجابة التي اظهرت استجابة مؤشر السوق الذي يعكس اداء السوق الاجمالي خلال الفترة الاولى بمقدار (40.36943) درجة, ويعزز ذلك نتائج تحليل VAR التي اظهرت العلاقة الايجابية بين الصدمة النقدية ومؤشر السوق وتبين ان زيادة مؤشر السوق بنسبة 100% تؤدي الى زيادة عرض النقد بالمفهوم الضيق بنسبة (789%) فيما لم تظهر دوال الاستجابة الاثر الايجابي الذي تركته الصدمة على مؤشرات الاسهم في سوق الاردن بسبب وجود وعي وثقافة مصرفية تعززت بوجود سياسة نقدية تحرص على ضبط معدلات نمو عرض النقد وتثبيت سعر صرف الدينار الاردني بالمقارنة مع الاثر المثل للصدمة في سوق العراق المالي, اضافة الى وجود عوامل اخرى لها تأثير فعال

على مؤشرات السوق وتعزز ذلك الاثر بضعف استجابة المؤشرات لصدمة نقدية بمقدار انحراف معيار واحد في عرض النقد (M1) في المقابل كان للصدمة النقدية اثرها على عرض النقد (M1) لسنة سابقة واضحا وتبين ان زيادة (MS-1) بنسبة 100% تؤدي الى زيادة (MS) بنسبة (169%)، وكذلك أظهرت نتائج التحليل الاستجابة الضعيفة والسلبية لمؤشر السوق بمقدار (-21.94788) درجة وهو اقل مما سجله كل من (Mv, NS) .

2- يلاحظ في تحليل التباين في العراق ان مؤشر السوق (IS) هو الاكثر الذي يستجيب لتغيرات في عرض النقد (M1) عند حدوث صدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد خلال الفترة الاولى وبمعامل قدره (11.11) ثم يليه مؤشر عدد الاسهم (NS) بمعامل قدره (7.59) ومن ثم مؤشر القيمة السوقية (Mv) بمعامل قدره (3.95)، في المقابل كانت نتائج تحليل التباين في الاردن قد بينت ان مؤشر القيمة السوقية (Mv) هو الاكثر الذي يستجيب لتغيرات في عرض النقد (M1) عند حدوث صدمة نقدية بمقدار انحراف معياري واحد خلال الفترة الثالثة وبمعامل قدره (21.33) ثم يليه مؤشر عدد الاسهم (NS) بمعامل قدره (12.64)، ثم مؤشر السوق (IS) بمعامل قدره (10.16) .

ثانيا :- التوصيات

1- سوق الاسهم في العراق

• ضرورة تقديم المشورة لغرض تطوير الوعي والثقافة المصرفية المتمثلة بارتفاع نسب الودائع الجارية في هيكل السيولة .

• اعتماد مؤشر اسعار السوق (IS) في العراق كدليل يعبر عن الاستجابة لاثار الصدمة النقدية على هيكل مؤشرات السوق والنشاط الاقتصادي في العراق .

• من المفيد قيام البنك المركزي بالسيطرة على معدلات نمو عرض النقد بما يتناسب مع معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي لغرض تخطيط مسار اثار الصدمة النقدية بما ينسجم مع طبيعة حركة النشاط الاقتصادي.

2- سوق الاسهم في الاردن

• ضرورة التعاون بين البنك المركزي وادارة سوق عمان

المالي لغرض بيان اثر تخطيط احداث صدمة نقدية واثرها على مؤشرات السوق في المدى الطويل .

- الاستمرار بسياسة سعر الصرف الثابت (المدار) من قبل السلطة النقدية والبلغ (0.709) لكل (دينار / دولار) لغرض تدنية الاثار الغير مرغوبة للصدمة النقدية على مؤشرات السوق والنشاط الاقتصادي.

المصادر

1. خضير عباس حسين الوائلي, اثر الصدمات الاقتصادية على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في العراق للمدة (1980 – 2011) رسالة ماجستير, جامعة كربلاء, كلية الادارة والاقتصاد, 2012 .
2. محمد صالح سلمان, قياس وتحليل الصدمات النقدية في الاقتصاد العراقي للمدة (1980- 2005) دراسة قياسية, مجلة العلوم الاقتصادية والادارية, جامعة بغداد, المجلد 16, العدد 58, حزيران, 2010 .
3. مايكل ابدجمان, الاقتصاد الكلي النظرية والسياسة, ترجمة وتعريب محمد ابراهيم منصور, دار المريخ للنشر, الرياض, السعودية, 1999 .
4. Lawrence J. christiano. Martin Eichenbaum and others, monetary policy shocks:what we learned and to what end?,February,1998.
5. سي بول هالوود, رونالد ماكدونالد, النقود والتمويل الدولي, تعريب محمود حسن حسني, دار المريخ, الرياض – السعودية.
6. باري سيجل, النقود والبنوك والاقتصاد, ترجمة طه عبدالله منصور واخرون, دار المريخ للنشر, الرياض, السعودية, 1987.
7. ليلي بديوي خضير مطوق, الصدمات النقدية واثرها على اسعار الصرف لمصر والعراق, دراسة تحليلية, اطروحة دكتوراه, جامعة الكوفة, كلية الادارة والاقتصاد, 2013 .
8. فوزي حسين صاحب محمد الطرفي, تأثير السياسة النقدية على عوائد الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2010) رسالة ماجستير, جامعة القادسية , 2010.
9. اثير عباس عبادي, الازمات في الاسواق المالية وانعكاساتها

- في الاقتصادات العربية مع اشارة خاصة لاقتصاد العراقي, اطروحة دكتوراه, جامعة بغداد, كلية الادارة والاقتصاد, 2011 .
10. حسن النجفي, سوق الاوراق المالية (البورصة), اصدارات مصرف بغداد, بغداد, 1992 .
11. السيد محمد احمد السريتي, محمد عزت محمد غزلان, اقتصاديات النقود والبنوك والاسواق المالية, ط1, مؤسسة رؤية للنشر والتوزيع, مدرسة ابن النفيس – المعمورة, 2010 .
12. ارشد فؤاد التميمي, الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات, دار اليازوري, الاردن – عمان, 2010 .
13. محمد احمد عبد النبي, الاسواق المالية الاصول العلمية والتحليل الاساسي, ط1, زمزم ناشرون وموزعون, عمان – الاردن, 2009 .
14. اديب قاسم شندي, الاسواق المالية الفرص والمخاطر, دار الكتب والوثائق بغداد, ط1, النجف الاشرف, العراق, 2013 .
15. فليح حسن خلف, الاسواق المالية والنقدية, ط1, جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع, عمان, 2006 .
16. رغيد عماد الدين بشير الدليمي, تاثير التضخم في اداء الاسواق المالية العربية (1996-2002) رسالة ماجستير, جامعة الموصل, كلية الادارة والاقتصاد, 2006 .
17. نبيل مهدي الجنابي, كفاءة سوق العراق للاوراق المالية والسياسة النقدية دراسة قياسية للمدة (2006-2012), مجلة القادسية للعلوم للعلوم الادارية والاقتصادية, مجلد15, عدد3, سنة 2013 .
18. اسامة جبار مصلح, تطور ودائع المصارف التجارية واسعار الاسهم في اقطار عربية مختارة (دراسة تحليلية) اطروحة دكتوراه, جامعة المستنصرية, كلية الادارة والاقتصاد, 2005 .
19. محمد حسين باقر, علي صغير مرزا, الاساليب الاحصائية لقياس التضخم ودراسة اثاره وسبل معالجته, المعهد العربي للتدريب والبحوث, 1984, بغداد.
20. البنك المركزي العراقي, مديرية الاحصاء والابحاث, النشرة الاقتصادية السنوية.

21. جمعية البنوك في الاردن, التقرير السنوي الثاني والثلاثون, مصدر سبق ذكره, 2010 , ص 27.
22. نبيل مهدي الجنابي, نماذج السياسات النقدية والمالية مع تطبيق معادلة (St. louis) على الاقتصاد العراقي للمدة (2003- 2011) ,مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية, جامعة الكوفة, المجلد 8, العدد 22, 2012.
23. كامل كاظم علاوي, محمد غالي راهي, تحليل وقياس العلاقة بين التوسع المالي والمتغيرات الاقتصادية في العراق للمدة 1974-2010,مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية, جامعة الكوفة, المجلد 9 , العدد 29, 2013.
24. صفاء يونس الصفاوي, مزاحم احمد يحيى, تحليل العلاقة بين الاسعار العالمية للنفط, اليورو, والذهب باستخدام متجه الانحدار الذاتي (var) , المجلة العراقية للعلوم الاحصائية, جامعة الموصل, المجلد 8, العدد 14 , 2008.
25. جيهان محمد السيد, ايناس فهمي حسين, اثر الصدمات الاقتصادية الكلية في سوق العمل في الاقتصاد المصري, بحوث اقتصادية عربية, العدد 71, 2015
26. مجدي الشوربجي, اثر الصدمات الاقتصادية الخارجية على الاقتصاد المصري, مؤتمر العلوم الادارية الثاني, جامعة الملك فهد للبترول والمعادن, 2004
27. نوال محمود حمود, استخدام منهج تحليل التكامل المشترك لبيان اثر المتغيرات النقدية والحقيقية في التضخم, مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية, المجلد 4, العدد 7, 2011.