

تحليل العلاقة بين عرض النقد الواسع ومعدل دوران الاسهم لعينة من المصارف العراقية الخاصة  
للمدة من 2012-2017

**Analysis of the relationship between the broad money supply and the  
turnover of shares of a sample of Iraqi private banks for the period 2012-2017**

م.د. ممدوح عطاالله فيحان      م.د. بلال محمد اسعد      م.م. جواد شاكر فريح  
كلية الادارة الاقتصاد /جامعة الانبار

### المستخلص

يهدف البحث الى تحليل العلاقة بين عرض النقد الواسع(M2) وبين معدل دوران الاسهم لعدد من المصارف العراقية الخاصة للمدة 2012-2017 باستخدام برنامج (panel data) الذي يجمع بين ميزات السلسلة الزمنية وبين ميزات المقاطع العرضية في اشكاله الثلاث نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج الاثار الثابتة ونموذج الاثار العشوائية في اثبات صحة فرضية البحث، فاعتمد البحث على عينة من المصارف العراقية الخاصة وهي 13 مصرفا خاصا تجاريا، ببيانات شهرية من 2012-2017. وقد توصل البحث الى ان هنالك علاقة طردية ومعنوية بين عرض النقد الواسع وبين معدل دوران الاسهم، وان عرض النقد الواسع يؤثر على معدل دوران الاسهم للمصارف العراقية الخاصة، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية وفرضية البحث. كما ويوصي البحث الى ضرورة مواصلة اصلاح وتفعيل دور سوق العراق للأوراق المالية والاستفادة من تجارب الدول المتقدمة مصرفيا وبالشكل الذي يضمن تحقيق التنمية الاقتصادية.

**الكلمات المفتاحية:** عرض النقد ، معدل دوران الاسهم، المصارف العراقية.

### Abstract

The research aims to analyze the relationship between the wide money supply (M2) and the turnover rate of a number of Iraqi private banks for the period 2012-2017 using the panel data program that combines the features of the time series with the features of cross sections in its three forms: the regression model, And the model of random effects in proving the validity of the research, the research relied on a sample of Iraqi private banks, which are 13 private commercial banks, with monthly data from 2012-2017. The research found that there is a direct and moral relationship between the broad money supply and the rate of turnover of shares, and that the broad money supply affects the turnover of shares of Iraqi private banks, which is consistent with the economic theory and the hypothesis of research. The study also recommends the need to continue to reform and activate the role of the Iraqi market for securities and benefit from the experiences of the developed countries in a manner that ensures economic development.

**Keywords :** money supply turnover of shares Iraqi private banks

## المقدمة

أضحت السياسة النقدية إحدى أهم السياسات الاقتصادية الكلية لما تمارسه من دورا فاعلا في إدارة عرض النقد وبالشكل الذي يضمن تحقيق استقرارا في المستوى العام للأسعار وكبح جماح التضخم، وما يعنيه ذلك من ضمان بيئة مستقرة وجاذبة للأنشطة الاقتصادية. إذ عمل البنك المركزي بدورا فاعلا في إدارة تلك السلطات التي منحها إياه قانون 56 في 2004 والذي أعطى البنك المركزي استقلالية في إدارة السياسة النقدية وبالشكل الذي يضمن تحقيق الرفاهية الاقتصادية وتحجيم البطالة .

ويعد عرض النقد من أهم أدوات السياسة النقدية وبالشكل الذي يضمن تحديد الكميات النقدية التي يتطلبها النشاط الاقتصادي، عن طريق الأدوات الحديثة غير المباشرة، وبما يخلق التأثير الواضح على أسواق الأسهم والذي تؤدي فيه تلك السياسات دورا هاما وفاعلا في تخصيص الموارد الاقتصادية وتحويل الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين وبالشكل الذي يحقق نمو اقتصادي مستدام. إن العلاقة بين عرض النقد باعتباره من أهم أدوات السياسة النقدية وبين معدل دوران الأسهم الذي يمثل أحد أهم المعايير التي تقيس مدى كفاءة الأسواق المالية ليعبر عن ضرورة اقتصادية ونقدية ملحة في مدى إمكانية السوق المالية العراقية في تلبية متطلبات المستثمرين في الحصول على رؤوس الأموال اللازمة والتي تحتاجها في تمويل العمليات التنموية في العراق .

### مشكلة البحث :

بالنظر لحدثة عمل سوق العراق للأوراق المالية، والمخاطر الاقتصادية والسياسية والمرتبطة بالاختلال الهيكلي للاقتصاد نتيجة اعتماده على إنتاج وتصدير النفط وانعكاس ذلك على جميع القطاعات الاقتصادية بما فيها القطاع المالي والمصرفي، إذ إن أداء معظم المصارف التي تعمل في سوق العراق للأوراق المالية لا زالت لم تؤدي دورها المنشود في حشد المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات بل اقتصر أدائها على عمليات هامشية لا تمثل جوهر العمل المصرفي من منح قروض وقبول الائتمانات بل استمر عملها في عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية من مزاد العملة وبالشكل الذي يحقق أرباح طائلة، مما أدى إلى تهميش دور المصارف في تحمل مسؤولياتها في تحقيق عملية التنمية الاقتصادية المنشودة.

### فرضية البحث:

إن السياسة النقدية ممثلة بعرض النقد تلعب دورا إيجابيا في زيادة معدلات دوران الأسهم في قطاع المصارف عبر سوق العراق للأوراق المالية مما يؤدي على رفع أداء الشركات التي تعمل في السوق المالي.

### أهمية البحث:

تبرز أهمية البحث من الدور الذي تلعبه السياسة النقدية وأدواتها في تحفيز أسواق الأسهم عن طريق أدواتها المختلفة، وبالشكل الذي يعمل على تحفيز المصارف الخاصة على تحمل مسؤولياتها في خلق عمليات مصرفية جادة وفاعلة تسهم في جذب رؤوس الأموال ومنح القروض إلى المستثمرين وأصحاب المشاريع الإنتاجية وبما يخدم عملية التنمية الاقتصادية.

### أهداف البحث:

بغية التحقق من فرضية البحث فإن البحث يهدف إلى تحليل وقياس العلاقة بين متغير عرض النقد والذي يعد من أهم أدوات السياسة النقدية، وبين معدل دوران الأسهم لعدد من المصارف العراقية الخاصة والتي تعمل في سوق العراق للأوراق المالية عبر التحليل النظري والفكري بينهما واختبار هذه العلاقة بنموذج قياسي .

## منهجية البحث:

تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لدراسة الجانب النظري والفكري للمدارس الفكرية الحديثة التي تعرضت للعلاقة بين السياسة النقدية (عرض النقد) وبين الاسواق المالية والتي يمثل معدل دوران الاسهم احد اهم مؤشرات كفاءتها في الدراسات الحديثة، وكذلك الاعتماد على الاسلوب الكمي القياسي لتحليل العلاقة بين عرض النقد وبين معدل دوران الاسهم عن طريق استخدام اسلوب (Panel Data) والذي يجمع بين خصائص ومميزات السلاسل الزمنية والمقاطع العرضية.

## هيكلية البحث:

بغية التحقق من فرضية البحث وتحقيق اهداف البحث، فقد تم تقسيم البحث الى محورين تناول الاول الاطار النظري والفكري للعلاقة بين عرض النقد ومعدل دوران الاسهم ، باعتبار ان عرض النقد من اهم ادوات السياسة النقدية ومعدل دوران الاسهم الذي يمثل احد اهم وسائل تحديد كفاءة اسواق الاسهم. وثانيا من المحور الاول تم تناول متغيرات الدراسة وهما عرض النقد ومؤشر معدل دوران الاسهم للمصارف عينة البحث . اما المحور الثاني فتناول في اولا دراسة الاسلوب النظري للنموذج المستخدم في التحليل، فيما تناول في ثانيا عينة البحث، اما ثالثا فتم دراسة الجانب التطبيقي في البحث والنتائج المستخلصة من تحليل هذه العلاقة واخيرا الاستنتاجات والتوصيات.

## الاستعراض المرجعي:

1- (Robat 2009) اثبت الباحث ان هنالك علاقة معنوية مؤثرة وفاعلة لسياسة النقدية على سوق الاسهم، اذ ان التغيرات في اسعار الاسهم والسندات في الاسواق المالية سوف تنعكس على اسعار الفائدة ثم على فاعلية السياسة النقدية.

2- دراسة (Gregoriou Aeta) تناولت الدراسة اثر السياسة النقدية على عوائد الاسهم في المملكة المتحدة باستخدام بيانات شهرية وللمدة من (1999-2009) واطهرت النتائج ان الساسة النقدية تؤثر على عوائد الاسهم بشكل ايجابي.

3- دراسة (Samy Bennaceur, etar,2009) وتم في هذه الدراسة تحليل العلاقة بين السياسة النقدية(عرض النقد) وبين اسعار سوق الاسهم في ثمان دول من منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا وهي (البحرينو مصر والاردن والمغرب وعمان والسعودية وتونس وتركيا) باستخدام بيانات شهرية للمدة (1991-2006) وتم التوصل الى ان السياسة النقدية تؤثر بدرجة ضئيلة على عواد الاسهم في كلا من تونس والمغرب ووتركيا فيما يكون التأثير كبيرا في كلا من البحرين وعمان والاردن والسعودية، بينما لا تؤثر السياسة النقدية على عوائد الاسهم في السوق المصرية.

4- دراسة (الجويجاتي2013) اذ تم التركيز في هذه الدراسة على اختبار دور السياسة النقدية على عوائد الاسهم في السوق المالية القطرية باستخدام منجية انموذج كارش بعد اجراء تحليل الاستقرارية ، واطهرت النتائج عدم فاعلية السياسة النقدية على عوائد الاسهم في قطاع المصارف والتامين ، وفعاليتها في سوق الاسهم للقطاع الصناعي وفي المدى القصير.

5- دراسة ( الدعي 2012) في هذه الدراسة استخدم الباحث أسلوب التخلف الزمني في تحليل العلاقة بين السياسة النقدية وبين بعض مؤشرات سوق المالية للولايات المتحدة للمدة 1990-2010 وتوصل الباحث الى ان هنالك علاقة معنوية بين عرض النقد وبين مؤشر العام لاسعار الاسهم وبين متغير حجم التداول.

اما دراستنا فأن الباحث حاول تحليل العلاقة بين التغيرات في عرض النقد بمعناه الواسع وبين معدل دوران الاسهم لعدد من المصارف العراقية الخاصة باستخدام اسلوب البيانات اللوحية (Panel Data) للبيانات الشهرية للمدة (2012-2017) ، ان هذا الاسلوب يجمع بين خصائص السلاسل الزمنية وبين خصائص المقاطع العرضية وهو من الاساليب الحديثة بالتحليل القياسي وذلك لانها تجنب النتائج التي يتم التوصل اليها من مشكلة عدم التجانس، فضلا عن انها أكثر قدرة على تحديد وقياس الآثار التي لا يمكن اكتشافها ببساطة في المقاطع العرضية أو السلسلة الزمنية.

## المحور الاول

### الاطار النظري والفكري والمفاهيمي للعلاقة بين عرض النقد ومعدل دوران الاسهم:

#### 1-1 الجانب النظري والفكري للعلاقة بين عرض النقد وبين معدل دوران الاسهم:

تستطيع السلطة النقدية ان تؤثر على حركة الاسهم وتحديد حركتها المستقبلية عن طريق سلسلة من اجراءاتها النقدية على عوائد الاسهم وبالتالي تأثيرها على مكونات السيولة الكلية للاقتصاد. (العاني، 2002: ، اذ ان هنالك عدة اتجاهات لتبرير هذه العلاقة ولكن يبقى هنالك اتجاهان رئيسيان يوضحان الية العلاقة بين عرض النقد وبين اسواق الاسهم ومن ثم الى الاقتصاد المحلي في اطار المحفظة الاستثمارية، الاتجاه الاول وهي الية الانتقال وفق منهجية وفكر النظرية الكينزية والتي اعتمدت على الاثر غير المباشر للسياسة النقدية والذي يتم عن طريق سعر الفائدة، ان مؤيدي هذه المدرسة يرون ان السلطة النقدية عندما تتبع سياسة نقدية توسعية سينعكس بشكل رئيسي على اسعار الفائدة، ومن ثم ينتقل الاثر الى الاستثمار والدخل، عن طريق المقارنة بين العوائد النسبية للموجودات والاصول المختلفة والمتاحة في الاقتصاد، وما يترتب عليه ذلك من تغيرات في اسعار الفائدة نتيجة التغيرات النقدية ، اذ تتألف المحفظة الاستثمارية وفق المنظور الكينزي من العملة النقدية والودائع المصرفية والسندات الحكومية ، والسندات الخاصة ، والموجودات المادية ، وعند اتباع السلطة النقدية سياسة نقدية توسعية يعني دخوله مشتريا لسندات الحكومية من السوق المالية مما سيؤدي الى زيادة الطلب عليها وارتفاع اسعارها وانخفاض عوائدها وزيادة الارصدة النقدية لدى الجمهور ، الامر الذي يدفعهم الى اعادة تنظيم المحفظة الاستثمارية لتقليل حصة النقود واستبدالها بالموجودات المالية الامر الذي يؤدي الى زيادة اسعارها والتوجه نحو الموجودات الحقيقية في الاقتصاد وارتفاع اسعار الموجودات الحقيقية وبهذا تزداد اسعار الاسهم وزيادة اسعار الاسهم ستؤدي الى زيادة القيمة السوقية لموجودات الشركة وبالتالي زيادة الانفاق الاستثماري ومن ثم الدخل. (مصلح، 2005: 111-115).

اما النقوديون فيرون ان التغير في عرض النقد سيؤثر بشكل مباشر في الانفاق على الموجودات الحقيقية والمالية من بينها الطلب على الاسهم في السوق المالية نتيجة لعدم التوازن في المحفظة الاستثمارية، ففي حالة اتباع السلطة النقدية سياسة توسعية وحسب منظور النقوديون سيدفع هذا الاجراء الى زيادة الارصدة النقدية لدى الجمهور مما يترتب عليه خفض المنفعة الحدية للنقود، مما يؤدي الى استبدالها بالسندات ، وهو يعني زيادة الطلب على الموجودات المالية وارتفاع اسعارها مما يؤدي الى استبدال الموجودات الحقيقية محل الموجودات المالية بسبب ارتفاع اسعارها ، مما يؤدي الى زيادة الطلب على السلع و الخدمات ، وهو يعني تغيير المحفظة الاستثمارية وفق المنهج النقدي عن طريق استعادة التوازن في موجودات المحفظة فالطلب على هذه الموجودات يزداد وتزداد اسعار الاسهم وزيادة اسعار الاسهم يزيد القوة السوقية لموجودات الشركة مما يؤدي الى زيادة الانفاق الاستثماري ومن ثم الدخل. (مصلح، 2005: 114-115).

كما ظهرت في الآونة الأخيرة صيغ أخرى تبرر العلاقة بين عرض النقد وبين أسعار الأسهم ، وهو ما قام بتقديمه (Fame) عام 1970 على ضوء فرضية وضوح السوق والتوقعات الرشيدة ، إذ أشار إلى فاعلية السياسة النقدية بالتأثير على السوق المالية، عندما تكون تغيرات غير متوقعة فقط، واستند في تحليله على الطروحات الفكرية لنظرية التوقعات العقلانية (Lucas) ، و الدراسات التجريبية (Sargent ، Wallace) وتبعاً لفروض هذه النظرية يعتقد أصحاب النظرية العقلانية أن التغيرات في السياسة النقدية المتوقعة تكون محسوبة وماخوذة بنظر الاعتبار من قبل الجمهور، ومن ثم لا يكون لها تأثير على واقع المتغيرات الاقتصادية الكلية، ويكون التأثير محصوراً على التغيرات غير المتوقعة من السياسة النقدية على الناتج الحقيقي، إذ أن التوقع عن مستوى العام للأسعار يكون عقلانياً ورشيداً على اعتبار أن الجمهور لديهم معلومات عن التغيرات المتوقعة في عرض النقود، أما الجزء غير المتوقع فهو مستقل عن التحركات المنتظمة لعرض النقد وهو يعني أن السياسة النقدية لها تأثير على الجزء غير المتوقع فقط، فضلاً عن أن السلطة النقدية ليس لها القدرة على التأثير في الجزء غير المتوقع من المستوى العام للأسعار. (جويجاني ، 2013 ، 75).

أما انصار مدرسة اقتصاديو جانب العرض يرون أن السياسة النقدية الواجب اتباعها هي سياسات النقود الرخيصة بدلاً من السياسات النقدية والائتمانية الانكماشية التي تؤثر في إمكانية انعاش جانب العرض، وهو يعني أن انخفاض الائتمان الممنوح سيؤدي إلى تشجيع الاستثمار وبالتالي زيادة الإنتاج والانتاجية و ثم زيادة عرض الكلي، أي أنهم يرون أن أثر السياسة النقدية يكون من خلال جانب العرض الكلي وليس الطلب الكلي. (باري، 1987: 618).

## 1-2: تحليل مؤشرات الدراسة :

### 1-2-1: عرض النقد:

يعد عرض النقد من أهم أدوات السياسة النقدية ، إذ عن طريقه يتم الاستدلال على كون السياسة النقدية سياسة توسعية أم انكماشية، إذ من الممكن للسلطة النقدية الممثلة بالبنك المركزي أن تغير عرض النقد من حين إلى آخر تبعاً لإجراءات السلطة النقدية وتفضيلات الجمهور بالاحتفاظ أو عدم الاحتفاظ بالشكل دون الآخر. (الدعمي، 2012: 205).

ويتكون عرض النقد بالمفهوم الضيق (M1) من مجموع العملة خارج المصارف والودائع الجارية، أما (M2) فهو عرض النقد بمعناه الواسع والذي يتكون من (M1) و (الودائع الأخرى مثل الودائع الثابتة ، والتوفير والبريد، والتأمينات) . (البنك المركزي العراقي، 2017: 3-1).

ويوضح الجدول (1) مكونات السيولة المحلية خلال مدة البحث 2012-2017 ، إذ يلاحظ أن عرض النقد بمعناه الواسع في نهاية عام 2017، قد حققت ارتفاعاً ما نسبته (1.5%) مقارنة بالعام 2016، ليصل إلى (89.4) تريليون دينار مقارنة بمستوى العام 2016 والذي بلغ (88.1) تريليون دينار عراقي مشكلاً ما نسبته 39.6 من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية وتعود الزيادة في السيولة المحلية إلى نمو مكوناتها الأساسية وهما عرض النقد بمعناه الضيق بنسبة (0.6) ليصل إلى (71.2) تريليون دينار مقارنة ب (70.7) تريليون في عام 2016، أما

الودائع الاخرى فقد ارتفعت بنسبة (5.4) لتسجل (18.3) ترليون دينار في عام 2017، مقابل (17.3) ترليون دينار عام 2016. (البنك المركزي العراقي، 2017: 2).

## جدول (1)

مكونات السيولة المحلية (M2) خلال مدة البحث (2012-2017) / بمليار دينار

مكونات	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عرض النقود (M1)	63736	73831	72692	65435	70733	71162
معدل النمو	2.02	15.8	(1.5)	(10)	8.1	0.6
الودائع الاخرى	11730	13848	18031	17160	17349	18279
معدل النمو	20.9	18.1	30.2	(4.9)	1.1	5.4
عرض النقود (M2)	75466	87676	90728	89595	88082	89441
معدل النمو	--	16.2	3.5	(9)	6.6	1.5

تم اعداد الجدول من قبل الباحث بالاعتماد على الاعداد المختلفة من تقارير السياسة النقدية الصادرة عن البنك المركزي للاعوام 2012-2017.

- ويمكن ان نؤشر اهم العوامل التي تؤثر في عرض النقد والتي ساهمت في زيادة عرض النقد في عام 2017 والموضحة نسبها واعدادها في الجدول (2)، الى كلا مما يأتي: (البنك المركزي العراقي، 2017: 2)
- 1- زيادة الرصيد الصافي للموجودات الاجنبية من (64203) مليار دينار في نهاية عام 2016 الى (68334) مليار دينار في نهاية عام 2017، اي بنسبة زيادة (6.4%)، وتحققت هذه الزيادة بفعل ارتفاع اسعار النفط.
  - 2- الزيادة الحاصلة في صافي الديون الحكومية بمقدار (2087) مليار دينار.
  - 3- زيادة الودائع الحكومية بمقدار (832) مليار دينار.
  - 4- زيادة ديون القطاع الخاص والقطاعات الاخر بمقدار (1193) مليار دينار.

## الجدول (2)

عرض النقد والعوامل المؤثرة فيه للعام (2016-2017) مليار دينار

نسبة النمو	مقدار التغير	2017	2016	
6.4	4131	68334	64203	صافي الموجودات الاجنبية لدى الجهاز المصرفي (البنك المركزي والمصارف)
4.5	1193	27810	26617	ديون القطاع الخاص والقطاعات الاخرى
7.2	2919	43707	40788	الديون الحكومية
6.3	8243	139851	131608	مجموع الموجودات

(البنك المركزي العراقي، 2017: 3).

**1-1-2 : معدل دوران الاسهم:**

وهو المتغير الثاني في هذا البحث ويعد هذا المؤشر من اهم المؤشرات التي تقيس كفاءة الاسواق المالية ، وازداد الاهتمام حديثا بهذا المؤشر لقياس درجة سيولة السوق علاوة على انه مكمل لمؤشر معدل القيمة السوقية لتحديد نشاط السوق ، فعلى الرغم من ان حجم السوق قد يكون كبيرا من حيث القيمة السوقية الا انه قد لا يكون متمتعاً بنشاط في التداول، هذا فضلا عن كون معدل دوران السهم العالي يشير بوضوح كون اتمام الصفقات والمعاملات المالية في السوق منخفضة. (Levine and Zervos,1996:8).

ويمكن قياس معدل دوران الاسهم عن طريق القيمة الكلية للاسهم المتداولة خلال فترة زمنية كنسبة مئوية من متوسط القيمة السوقية لتلك الفترة. (طلعت:2011، 106).

ويوضح الجدول (3) معدل دوران الاسهم للمصارف عينة البحث خلال مدة البحث والتي تُوْشر انخفاض معدل دوران الاسهم للمصارف عينة الدراسة وبشكل مستمر اعتبارا من سنة 2012 ولحد 2017 ، وهو مؤشر سلبي يشير الى تراجع اداء سوق العراق للأوراق المالية، وانخفاض مستمر في سيولة سوق العراق للأوراق المالية وارتفاع كلف اتمام المعاملات ويرجع ذلك الى انخفاض اسعار النفط الخام في الاسواق العالمية فضلا عن تردي الاوضاع الامنية في العراق، مما ترتب عليه انخفاض في سيولة سوق العراق للأوراق المالية ، وارتفاع تكلفة اتمام الصفقات والمعاملات المالية في السوق، نتيجة سياسات التقشف والنفقات الباهظة التي يتطلبها الحرب والضرورات الامنية.

### الجدول (3)

معدل دوران الاسهم للمصارف عينة الحث من 2012-2017

السنة	معدل دوران السهم
2012	24.73
2013	22.08
2014	12.91
2015	12.67
2016	10.59
2017	9.77

تم اعداد الجدول من قبل الباحثين بالاعتماد على الاعداد الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية من 2012-2017.

### المحور الثاني: الجانب التطبيقي:

#### 2-1: المصارف عينة البحث:

لتحليل العلاقة بين عرض النقد بمعناه الواسع (M2) الذي يعد من اهم ادوات السياسة النقدية وبين معدل دوران الاسهم كاحد اهم مؤشرات التي تقيس كفاءة السوق المالية، فقد تم اختيار 13 مصرفا من المصارف الخاصة التي تعمل في سوق العراق للأوراق المالية والموضحة اسماؤها ورؤوس الاموال التي يمتلكها كل مصرف في الجدول (3)، وتم استبعاد بقية المصارف اما بسبب عدم توفر البيانات اللازمة عنها اثناء مدة البحث.

## الجدول (3)

## المصارف عينة البحث

ت	اسم المصرف	راسمال المصرف
1	المصرف التجاري العراقي	250,000
2	مصرف بغداد	250,000
3	المصرف الاسلامي	250,000
4	مصرف الشرق الاوسط	250,000
5	مصرف الاستثمار العراقي	250,000
6	المصرف الاهلي العراقي	250,000
7	مصرف الائتمان	250,000
8	مصرف سومر التجاري	250,000
9	مصرف بابل	250,000
10	مصرف الخليج التجاري	300,000
11	مصرف اشور الدولي	250,000
12	مصرف المنصور للاستثمار	250,000
13	المصرف المتحد للاستثمار	300,000

تم اعداد الجدول من قبل الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي لسوق العراق للاوراق المالية للعام 2017

## 2-2: اسلوب القياسي المستخدم:

لتحليل وقياس العلاقة بين المتغير عرض النقد بمعناه الواسع وبين معدل دوران السهم فقد تم استخدام منهجية البيانات اللوحية (Panel Data)، وهو يعني تحليل البيانات السلسلة الزمنية (Time Series)، وبيانات المقاطع العرضية (Cross Section Data)، بالنسبة إلى السلسلة الزمنية فهي تصف سلوك مفردة واحدة خلال مدة زمنية معينة، في حين أنّ البيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات عند مدة زمنية واحدة كما وتعرف هذه البيانات بالبيانات الطولية (Longitudinal Data)، والبيانات اللوحية.

والبيانات اللوحية لها عدة خصائص تميزها عن بقية البيانات السلسلة الزمنية والمقاطع العرضية منها (Cheng,2003:5-8).

- تعمل على التحكم في التباين الفردي الذي قد يؤدي الى نتائج متحيزة.

- توفر حجما اكبر للعينة المستخدمة لدى الباحث وزيادة درجة الحرية فضلا عن خفض الارتباط بين المتغيرات التوضيحية.
- تساهم بتحسين كفاءة التقديرات الاحصائية .
- ان البيانات اللوحية تساعد الباحث على تحليل عدد من الاسئلة الاقتصادية المهمة التي لا يمكن دراستها عن طريق السلسلة الزمنية او المقاطع العرضية.

إنَّ الصيغة العامة لنموذج الانحدار وفق برنامج panel data هي: ( الجَمال، 2012: 270 ).

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1)$$

إذ إنَّ:

$y_{it}$ ,  $X_{j(it)}$ :: المتغيرات الدراسة التوضيحي و التابع في المشاهدة  $i$  عند المدة الزمنية  $t$ .

$\beta_{0(i)}$ : قيمة معامل الانحدار في المشاهدة  $i$ .

$\beta_j$ : قيمة ميل معامل الانحدار .

$\varepsilon_{it}$ : قيمة الخطأ العشوائي في المشاهدة  $i$  ، عند الفترة الزمنية  $t$ .

وهناك ثلاث نماذج للبيانات الطولية هي:

أ- نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model (PM).

ب- نموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model (FEM) .

ج- نموذج الآثار العشوائية Random Effects Model (REM) .

أ- نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model (PM)

في هذا النموذج سيتم اهمال دور الزمن اي بمعنى اخر فان جميع معاملات النموذج  $\beta_{0(i)}$  و  $\beta_j$  تبقى ثابتة و لا تتغير لجميع الفترات الزمنية .

ب- اما في نموذج الآثار الثابتة فان الهدف هو جعل المعلمة  $\beta_0$  تتغير من مجموعة مقطعية الى اخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل مجموعة مقطعية اي بمعنى اخر سيتم تحديد سلوك كل مجموعة مقطعية على حدة.

ج- اما في نموذج التأثيرات العشوائية فهو ملائم في حالة عدم تحقيق اي من الفروض التي يعتمد عليها نموذج التأثيرات الثابتة منها على سبيل التوضيح ان نموذج التأثيرات الثابتة يفترض ان يكون حد الخطأ  $\varepsilon_{it}$  ذا توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر وتباين مساوي الى  $\sigma_{\varepsilon}^2$  بينما يعامل هذا النموذج معامل القطع  $\beta_{0(i)}$  كمتغير عشوائي له معدل مقداره  $\mu$ .

اما كيف يتم اختيار النموذج الملائم لاي دراسة فيتم عن طريق الاختبارات التي عن طريقها يتم اختيار الانموذج الافضل لكل دراسة وهناك اسلوبين يتم من خلالهما اختيار النموذج الافضل :

الاسلوب الاول: وهو المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي وبين نموذج الآثار الثابتة عن طريق اختبار (F) المقيد والذي تكون صيغته العامه كالآتي:

$$F(n-1, nT - n - K) = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PM}^2)/(n-1)}{(1 - R_{FEM}^2)/(nT - n - K)} \dots\dots\dots (2)$$

K: عدد المعلمات المقدر، وان  $R_{FEM}$  هو معامل التحديد عند استعمال نموذج الآثار الثابتة (FEM)  $R_{PM}$  هو معامل التحديد عند استعمال نموذج الانحدار التجميعي (PM).

وبعد الحصول على قيمة F المحتسبة يتم مقارنتها بنظيرتها الجدولية  $F(\alpha, N- 1, Nt- N- k)$  ، فإذا كانت قيمة (P-Value) أقل من أو تساوي (0.05) فإن نموذج التأثيرات الثابتة او العشوائية هو الملائم للدراسة . اما الاسلوب الثاني فهو المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة وبين نموذج الآثار العشوائية ويتم وفق هذا الاسلوب عن طريق اختبار هوسمان (Hausman Test) الذي يقوم على الفرق بين الآثار الثابتة والآثار العشوائية فهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات، إذ يتم استخدام اختبار (Hausman) لمعرفة أي من التأثيرات تعد أكثر ملائمة لتقدير النموذج سواء أكانت نماذج الآثار الثابتة أم نماذج الآثار العشوائية (Wooldridge , 2002 , 288). تكون صيغة اختبار Hausman كالآتي: ( Verbeek, 2017 , 394 )

$$H = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})' [ \text{var}(\hat{\beta}_{FEM}) - \text{var}(\hat{\beta}_{REM}) ]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM}) \dots\dots\dots (3)$$

إذ إن:

: الفرق بين مقدرات الآثار الثابتة وبين الآثار العشوائية  $(\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$

: الفرق بين التباين المشترك لكل من مقدرات الآثار الثابتة وبين مقدرات الآثار العشوائية.  $[ \text{var}(\hat{\beta}_{FEM}) - \text{var}(\hat{\beta}_{REM}) ]$

فإذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار Hausman أكبر من القيمة الجدولية، أو أنّ القيمة الاحصائية Chi-Sq. Statistic معنوية، يتم رفض فرضية العدم ( $H_0$ ) المؤيدة لنموذج الآثار العشوائية، وقبول الفرضية البديلة ( $H_1$ ) التي تنص على أنّ نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الافضل.

### 3-2 : نتائج تقدير العلاقة بين عرض النقد (M2) وبين معدل دوران الاسهم للمصارف عينة الدراسة:

يظهر الجدول (4) تقدير العلاقة بين مؤشر عرض النقد وبين مؤشر معدل دوران الاسهم للمصارف العراقية الخاصة وبالبلغة لـ(13) مصرفاً وللمدة (2012-2017) فبلغ عدد المشاهدات (934) مشاهدة، فقد تم استخدام منهج البيانات الطولية (Panel Data) من خلال تطبيق ثلاثة نماذج: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج الآثار الثابتة، ونموذج الآثار العشوائية.

بعد أنّ تم تقدير النموذج بطرق البيانات الطولية الثلاثة، يتم الآن المفاضلة بين هذه الطرق من أجل الاعتماد

على الطريقة الأفضل، ومن أجل الوصول إلى هذا الهدف يتم استعمال اختبار ( F ) بهدف المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي وبين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، بهدف اختيار النموذج المناسب لاستعماله في تقدير العلاقة بين عرض النقد الواسع (M2) وبين معدل دوران الاسهم.

## الجدول (4)

نتائج التحليل القياسي بين عرض النقد الواسع وبين معدل دوران الاسهم وفق (Panel Data).

المتغيرات	النموذج العام			الآثار العشوائية			الآثار الثابتة		
	Pooled data			REM			FEM		
المتغيرات	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	0.87352	5.17941	0.000	0.87484	3.52539	0.000	0.8755	5.2874	0.000
M2	12.2597	4.25645	0.000	12.2257	4.32333	0.000	12.2118	4.3184	0.000
R <sup>2</sup>	0.019069			0.01963			0.0666		
Adj R <sup>2</sup>	0.018016			0.0185			0.05346		
F-statistic	18.1174			18.66136			5.05349		
Prob (F-stat.)	0.000			0.000			0.000		

تم اعداد الجدول من قبل الباحثين بالاعتماد على برنامج الاحصائي (EViews) الاصدار العاشر.

أظهرت نتائج اختبار (F) كما موضحة في الجدول (4) أنّ القيمة الاحصائية Chi-Sq. Statistic معنوية ، ، أي أنّ نموذج الآثار الثابتة أو العشوائية هو النموذج الملائم لتقدير العلاقة بين عرض النقود بمعناه الواسع (M2) وبين معدل دوران الاسهم ، وعليه يتم الانتقال إلى اختبار هوسمان.

يتضح من خلال الجدول (4) أنّ القيمة الاحصائية Chi-Sq. Statistic لاختبار هوسمان غير معنوية عند مستوى (0.05)، أي أنّ نموذج الآثار العشوائية (REM) هو النموذج الملائم لتقدير العلاقة بين عرض النقد بمعناه الواسع وبين معدل دوران الاسهم.

بعد أنّ تم اختبار هوسمان والتوصل إلى أنّ نموذج الآثار العشوائية (REM) هو النموذج الملائم لتقدير العلاقة بين عرض النقد بمعناه الواسع وبين معدل دوران الاسهم ، فقد تم التوصل إلى نتائج اختبار نموذج REM ، وكما موضحة في الجدول(4).

والتي تشير الى وجود العلاقة الطردية بين عرض النقد (M2) وبين معدل دوران الاسهم لعينة من المصارف العراقية الخاصة والعامة في سوق العراق للاوراق المالية، وهذا يتوافق مع الاطار النظري والفكري لنظرية الاقتصادية، الذي يشير الى وجود علاقة ايجابية بين السياسة النقدية التي يعد فيها عرض النقد من اهم مؤشراتنا وبين معدل دوران الاسهم الي يعد من اهم مؤشرات قياس كفاءة الاسواق المالية ، اي بين عرض النقد وبين واسواق الاسهم الذي يعد معدل دوران الاسهم اهم مؤشراتنا.

وهذه النتائج تشير الى اثبات فرضية البحث والتي ينطلق منها البحث والتي تعني وجود علاقة ايجابية بين عرض النقد بمعناه الواسع وبين معدل دوران الاسهم لعينة من المصارف العراقية، اي وكما واضح من الجدول(1) ان معدل نمو عرض النقد بمعناه الواسع (M2) كان (16.2) في 2013 ، وانخفض الى (1.5) في عام 2017 فضلا عن معدل نمو كان سالبا في 2015 وهو يعني ان معدل نمو عرض النقد الواسع في العراق كان تنازليا وليس تصاعديا خلال مدة البحث وهو ما يبرر كون معدل دوران الاسهم كان في انخفاض وليس في زيادة وهو يعني ان معدل

نمو عرض النقد كانت تنازليا وليست تصاعديا خلال مدة البحث، وهو ما أدى ان تكون العلاقة ايجابية بين عرض النقد الواسع وبين معدل دوران الاسهم لعدد من المصارف العراقية الخاصة وحسب ما الت اليه نتائج نموذج القياسي التي تم التوصل اليها انفا.

كما تشير نتائج اختبار (F) الى انها بلغت (18.66) باحتمالية اقل من 0.01 وهذا يعني ان النموذج قد تم تقديره بشكل جيد.

### الاستنتاجات:

- 1- ان نمو عرض النقد في العراق خلال مدة البحث كان 16% خلال 2013 بينما كان عرض النقد في 2017 هو 1.5% وهو ما يعكسه السياسات النقدية والمالية الانكماشية التي اتبعها العراق خلال مدة البحث والتي تزامنت مع انخفاض اسعار النفط الخام عالميا والاضاع الامنية التي سادت في العراق.
- 2- انخفاض معدل دوران الاسهم للمصارف العراقية عينة البحث خلال مدة الدراسة، والتي يمكن تفسيرها بانخفاض معدل نمو عرض النقد في العراق والذي انعكس على انخفاض السيولة النقدية في سوق العراق للأوراق المالية بسبب الظروف العالمية والمحلية التي مر بها العراق انفة الذكر .
- 3- اظهرت نتائج البحث التطبيقي عن طريق استخدام برنامج (Panel Data) ان هنالك علاقة طردية ومعنوية بين المتغير المستقل عرض النقد الواسع (M2) والمتغير المعتمد معدل دوران الاسهم لعدد من المصارف العراقية الخاصة، وهذا يتوافق مع منطق النظرية الاقتصادية والفكر الاقتصادي، والذي يشير الى وجود تأثير ايجابي لعرض النقد على معدل دوران الاسهم لعدد من المصارف العراقية. وهو ما يثبت صحة فرضية الدراسة التي تشير الى صحة هذه العلاقة وايجابياتها.
- 4- ان لسياسة النقدية ممثلة بعرض النقد الواسع اثر واضح على اسواق الاسهم ممثلة بمعدل دوران الاسهم لعدد من المصارف العراقية الخاصة التي تعمل في سوق العراق للأوراق المالية، يوضحها نتائج النموذج القياسي.

### التوصيات:

- 1- ضرورة السعي الجاد والفعال في تفعيل دور سوق العراق للأوراق المالية، وزيادة درجة الشفافية وبالشكل الذي يجعلها كفوءة تساهم في اجتذاب المدخرات ورؤوس الاموال وبما يحقق اهداف التنمية الاقتصادية للبلد.
- 2- خلق وعي مصرفي لدى الجمهور من خلال تقديم الضمانات التي من شأنها تساهم في تعزيز دور الاسواق المالية في تحقيق دورها الفاعل في تنشيط الاقتصاد .
- 3- ضرورة اعتماد سياسات فعالة لتتويج مصادر الدخل القومي وعدم الاعتماد على النفط وبالشكل الي يسهم في زيادة درجة سيولة الاسواق المالية، عن طريق تشجيع المشاريع الزراعية والصناعية والخدمية بتقديم المنح والاعانات والقروض والاستشارات الفنية والادارية التي تسهم في نجاح المشروع
- 4- ضرورة الاستفادة من خبرات وتجارب الدول المتقدمة في تعزيز دور المصارف وعملها في سوق العراق للأوراق المالية، وبالشكل الذي يحقق اصلاح هيكل عملها والارتقاء بمستويات اداؤها وابتكار ادوات استثمارية جديدة لجذب رؤوس الاموال الاجنبية والمحلية لها.

## المصادر:

## أولاً: المصادر باللغة العربية:

- 1- الجَمال، زكريا يحيى (2012) ، اختيار نموذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، جامعة الموصل، المجلد 12 ، العدد 21.
- 2- الجويجاني، اوس فخرالدين ايوب (2013)، تأثير السياسة النقدية على سوق الاسهم، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، المجلد 35، العدد 114.
- 3- الدعيمي، عباس كاظم جاسم (2012)، انعكاس السياسات النقدية في مؤشر التداول سوق الاوراق المالية (الولايات المتحدة دراسة قياسية للمدة من 1990-2010، مجلة العراقية للعلوم الادارية، جامعة كربلاء، المجلد 8، الاصدار 32.
- 4- العاني، عماد محمد علي عبداللطيف (2002)، اندماج الاسواق المالية الدولية ( اسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي)، بيت الحكمة بغداد، الطبعة الاولى.
- 5- باري، سيحل (1987) النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة طه عبدالله و عبد الفتاح عبد الرحمن، جامعة الملك سعود.
- 6- عبد الحكيم، هشام طلعت، وعماد عبد الحسين (2011)، واقع اداء سوق العراق للاوراق المالية ومقارنته مع بعض الاسواق المالية العربية، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العدد 88.
- 7- مصلح، اسامة جبار (2005)، تطور ودائع المصارف التجارية واسعار الاسهم في اقطار عربية مختارة دراسة تحليلية، رسالة دكتوراه غير منشوره مقدمة الى مجلس كلية الادارة و الاقتصاد الجامعة المستنصرية.
- 8- البنك المركزي العراقي (2012-2017)، تقرير السياسة النقدية، الصادرة عن دائرة الاحصاء، اعداد مختلفة .
- 9- سوق العراق للاوراق المالية (2012-2017) تقرير السنوي للسوق العراق للاوراق المالية.

## المصادر باللغة الانكليزية :

- 1- **Bennaceur**, Samy, et al (2009) "On the Linkage between monetary policy and money stock market", University of souses ,working paper, No,455.
- 2- **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, RT8"
- 3- **Hsiao** , Cheng (2003) , **Analysis of Panel Data** , Second Edition, Cambridge University Press, United Kingdom.
- 4- **Levine**, Ross & Zervos, sara, (1996), "stock market, banks and economic", world bank.
- 5- **Wooldridge**, Jeffrey M (2002) , **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data** , First published , The MIT Press , London.
- 6- **Verbeek**, Marno (2017) , **A Guide to Modern Econometrics**, Fifth Edition, John Wiley & Sons Inc, United States of America.