مجلة تنمية الرافدين

اسم المقال: أثر عجز الموازنة في أداء عينة من الاسواق المالية العربية
اسم الكاتب: أوس محمد علي ادهام الخطاب، بشار أحمد العراقي
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/3757
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 00:59 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الرافدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

Journal of
TANMIYAT AL-RAFIDAIN
(TANRA)
A scientific, quarterly, international, open access, and peer-reviewed journal

Vol. 41, No. 133
March. 2022

© University of Mosul | College of Administration and Economics, *Mosul, Iraq.*

TANRA retains the copyright of published articles, which is released under a "Creative Commons Attribution License for CC-BY-4.0" enabling the unrestricted use, distribution, and reproduction of an article in any medium, provided that the original work is properly cited.

Citation: Idham, Awse M. A., AL-Iraqi, Bashar A. (2022)."The impact of the budget deficit on the performance of a sample of Arab financial markets". ***TANMIYAT AL-RAFIDAIN***, 41 (*133*), 225 -243, https://doi.org/10.33899/tanra.2021.131049.1116

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

Research Paper

The impact of the budget deficit on the performance of a sample of Arab financial markets

Awse M. A. Idham [1]; Bashar A. AL-Iraqi [2]
[1&2]Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics

Corresponding author: Awse M. A. Idham, Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics, Awse.bap221@student.uomosul.edu.iq

DOI: https://doi.org/ 10.33899/tanra.2021.131049.1116

Article History: *Received*: 4/8/2021; *Revised*: 15/8/2021; *Accepted: 22* /8/2021; *Published*: 1/3/2022.

Abstract

The research aims to provide a comprehensive and in-depth picture of the theoretical frameworks and empirical studies that framed and explained the mechanism of transmission of direct and indirect influence through which the budget deficit can play an important and prominent role in interpreting the performance of the stock market, as well as building a quantitative model capable of clarifying the size and direction of the impact The budget deficit and some other controlling variables (inflation, interest rate, economic growth, money supply) as illustrative variables, in the stock market performance indicators, which were expressed by the market index, the market value of traded shares, and stock turnover being response variables, for a sample of Arab countries (Egypt, Jordan, Morocco, Oman, Tunisia, Lebanon, Bahrain) for the period (1997-2019), To achieve this, it was relied on the aggregate regression methodology (PRM), the fixed effect model (FEM), and the random effect model (REM), which are based on the balanced double data (Balanced Panel Data), in order to obtain results closer to reality and reach an analysis It can be used in investment decisions, and the results revealed the participation of the budget deficit in the negative impact on the stock market performance indicators for the sample countries, Decision makers must move towards financing public debt by means of stimulating the bond market, through the use of non-inflationary tools.

Keywords:
Interest rate, inflation, money supply, stock market performance indicators, Balanced Panel Data.

ورقة بحثية

أثر عجز الموازنة في أداء عينة من الاسواق المالية العربية

أوس محمد علي ادهام الخطاب[١] ، بشار أحمد العراقي[٢]

[١&٢] قسم العلوم المالية والمصرفية – كلية الإدارة والاقتصاد– جامعة الموصل

المؤلف المراسل: أوس محمد علي ادهام الخطاب ، قسم العلوم المالية والمصرفية - كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة الموصل

Awse.bap221@student.uomosul.edu.iq

DOI: https://doi.org/ 10.33899/tanra.2021.131049.1116

تاريخ المقالة: *الاستلام:* ٢٠٢١/٨/٤؛ *التعديل والتنقيح:* ٢٠٢١/٨/١٥؛ *القبول:* ٢٠٢١/٨/٢٢؛ *النشر:* ٢٠٢٢/٣/١.

المستخلص

يهدف البحث إلى تقديم صورة شاملة وعميقة عن الأطر النظرية والدراس التجريبية التي أطرت وفسرت آلية انتقال التأثير المباشر وغير المباشر التي يمكن من خلالها أن تؤدي عجز الموازنة دوراً مهماً وبارزاً في تفسير أداء سوق الأوراق المالية، فضلاً عن بناء أنموذج كمي قادر على توضيح حجم واتجاه تأثير عجز الموازنة وبعض المتغيرات الضابطة الاخرى (التضخم، سعر الفائدة، النمو الاقتصادي، عرض النقد) كونها متغيرات توضيحية، في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية والتي عبر عنها بمؤشر السوق، والقيمة السوقية للأسهم المتداولة، ومعدل دوران الأسهم كونها متغيرات استجابة، لعينة من الدول العربية (مصر، الأردن، المغرب، عمان، تونس، لبنان، البحرين) وللمدة (1997–2019)، ولتحقيق ذلك تم الاعتماد على منهجية الانحدار التجميعي (PRM) وأنموذج الأثر الثالبت (FEM)، وأنموذج الأثر العشوائي(REM))، والتي تستند في ذلك إلى البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data)، بهدف الحصول على نتائج اقرب إلى الواقع والوصول إلى تحليل يمكن استعماله في القرارات الاستثمارية. وافصحت النتائج عن اشتراك عجز الموازنة في التأثير السلبي في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية للدول عينة الدراسة، إذ يتعين على متخذي القرار الاتجاه نحو تمويل الدين العام بالاساليب المنشطة لسوق السندات، من خلال استخدام أدوات غير تضخمية.

الكلمات الرئيسة

سعر الفائدة، التضخم، عرض النقد، مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، البيانات المزدوجة المتوازنة.

مجلة

تنمية الرافدين

(TANRA): **مجلة علمية، فصلية، دولية، مفتوحة الوصول، محكمة.**

المجلد (٤١)، العدد (١٣٣))،
آذار ٢٠٢٢

© جامعة الموصل |
كلية الإدارة والاقتصاد، *الموصل، العراق.*

تحتفظ (**TANRA**) بحقوق الطبع والنشر للمقالات المنشورة، والتي يتم إصدارها بموجب ترخيص (Creative Commons Attribution) لـ (CC-BY-4.0) الذي يتيح الاستخدام، والتوزيع، والاستنساخ غير المقيد وتوزيع للمقالة في أي وسيط نقل، بشرط اقتباس العمل الأصلي بشكل صحيح.

الاقتباس: الخطاب، اوس محمد علي ادهام، العراقي، بشار احمد (٢٠٢٢)."أثر عجز الموازنة في أداء عينة من الاسواق المالية العربية" ***تنمية الرافدين***،٤١ (١٣٣)، ٢٢٥-٢٤٣،
https://doi.org/10.33899/tanra.2021.131049.1116

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

المقدمة

تؤدي الأسواق المالية وبحسب ما أجمعت عليه بعض الادبيات المالية والإقتصادية، ومن خلال قدرتها على تعبئة المدخرات من وحدات الفائض المالي وإعادة توجيهها نحو الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي وبما يضمن التخصيص الامثل لتلك الموارد، وتوزيع وادارة المخاطر، دوراً بالغ الاهمية في رفع معدلات النمو الاقتصادي للبلدان المتقدمة والنامية، بالاضافة إلى تحفيز الوحدات الاقتصادية نحو تحقيق مستويات مرتفعة من التطور والتنمية.

وكان لاتساع دور الدولة في النشاط الإقتصادي بعد تحررها من القيود التي فرضتها المفاهيم الكلاسيكية على تدخلها في النشاط الإقتصادي الأثر المهم في التطور الاقتصادي للدولة، وأسهم ذلك الاتساع في ارتفاع كبير في حجم الانفاق الحكومي من دون ان يواكب هذا الأرتفاع زيادة في الإيرادات الحكومية ، فانعكس ذلك في حدوث عجز في موازنتها، ولتمويل ذلك العجز دفع الدولة إلى الاقتراض الداخلي والخارجي، وانطلاقاً من ذلك أهتم المستثمرون في الأسواق المالية بالسياسة المالية لما تتركه إجراءاتها من تأثير على أداء القطاع المالي بصورة عامة والأسواق المالية بصورة خاصة.

وتشير معظم الأدبيات المالية والاقتصادية إلى أن عجز الموازنة الذي يحدث بشكل عام عندما يكون للإنفاق الحكومي مضاعف نمو أعلى بكثير من معدل نمو الإيرادات

(Jadhar & Neelankavil,2011,83-99) ويمكن ان يمول بطريقتين، الأولى بالديون عن طريق الاقتراض من مصادر داخلية وخارجية، والثانية تمويل العجز بالنقود عن طريق الاصدار النقدي.(Osinub et al,2010, 491-521).

ورغم اختلاف الأدبيات الاقتصادية والمالية حول مصادر تمويل عجز الموازنة، وتأثير كل مصدر من مصادر التمويل تلك على الوضع الاقتصادي بصورة عامة وفي سوق الأوراق المالية بصورة خاصة، فإنها لاتخرج عن ثلاثة مصادر، فعند اللجوء إلى البنك المركزي لتمويل عجز الموازنة، الذي يتخذ أسلوبين اسلوباً مباشراً يتجسد في قيام الحكومة بطلب السلف النقدية والقروض من البنك، واسلوباً غير مباشر يتم من خلاله اصدار الحكومة للسندات وبيعها للبنك المركزي (Khashnaw,2019,20-58)، فعند تمويل العجز عن طريق الاصدار النقدي يؤدي ذلك إلى زيادة كمية النقود الجديدة التي تضاف إلى الرصيد النقدي تؤول إلى الدولة لغرض استعمالها في تمويل نفقاتها العامة التي تكون أكبر مما حصلت عليه الحكومة من إيرادات عامة (Munshid,2004,25). وهذه التغييرات في عرض النقد عادة ما ترتبط بتقلبات أسعار الأسهم، كما تؤثر بشكل مباشر في سوق الأسهم، وغير مباشر في سوق السندات عن طريق التغير في معدلات الفائدة، وفي كثير من الأحيان يتوقع المستثمرون زيادة في عوائد الأسهم بعد زيادة المعروض النقدي (Choi&Yoon,2015,535-543). ويؤكد Tobin (1977) بنظريته الشهيرة Q Theory بوجود علاقة إيجابية بين عرض النقد وسعر الأسهم، فالزيادة في عرض النقد يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع في أسعار الأسهم، عن طريق ما يعرف بأثر الثروة، وإن آلية انتقال التغير في عرض النقد إلى سوق الأوراق المالية وإلى النشاط الاقتصادي، يتم تفسيرها بأنموذج المحفظة الاستثمارية، فعند

الزيادة في عرض النقد سيجد المستثمر أن كمية النقود وضمن ثروته قد ارتفعت. وهذا يشجع المستثمرين على تعديل الارتفاع في كمية النقود من خلال شراء الموجودات المالية، فيساهم بارتفاع أسعارها نتيجة زيادة الطلب عليها، أي سيساهم تغير عرض النقد بايجاد اثر الثروة، وسيؤدي إلى عدم توازن المحفظة المالية للمستثمرين، وذلك يؤدي إلى قيامهم بإعادة ترتيب الموجودات المالية لمحافظم الاستثمارية، وهذا التعديل سيفضي إلى حدوث توازن جديد، يكون به تغير مستوى الأسعار للموجوادت المالية المختلفة، فيجعل الأسواق المالية تتاثر نتيجة التغيرات في عرض النقد (Kanaan & AlJashi,2018,265-283).

وأشار اتجاه آخر إلى أنه يمكن أن يؤدي تمويل عجز الموازنة عن طريق الاصدار النقدي من قبل البنك المركزي إلى ارتفاع معدلات التضخم، الذي يؤثر في سوق الأوراق المالية بتحديد آلية التعامل في سوق الأوراق المالية، بعدّه مؤشراً يستطيع المستثمرون من خلاله تحديد القرارات الاستثمارية لغرض الوصول إلى التنويع الأفضل لمحافظهم الاستثمارية (Yeh & Chi,2009,167-186). ويؤيد اقتصاديون وماليون أن التضخم يؤثر في حركة الأسهم والسندات بشكل إيجابي، وأن العلاقة الإيجابية تظهر في أسعار الأسهم والسندات للشركات التي تنتج سلعاً استهلاكية بشكل أكبر من الشركات التي تنتج سلعاً إنتاجية، ويكمن السبب في ذلك في أن ارتفاع التضخم سيسهم في انخفاض مستوى دخول الأفراد الحقيقية، وللمحافظة على مستويات استهلاكهم من السلع الاستهلاكية، سيقللون من ادخاراتهم التي تسهم في تقليل الاستثمارات وانخفاض الطلب على السلع الإنتاجية (Al Dulaimi,2006,23)

كما يظهر الأثر الإيجابي من توجه المستثمرين بسبب التضخم إلى محاولة التخلص من خسائر التضخم الناتجة من انخفاض قيمة النقود الحقيقية، وتوجيه هذه الأموال للاستثمار في سوق الأوراق المالية، ويكمن السبب في ذلك في أن أسعار الأسهم والسندات تعكس القيمة الحقيقية لرأس مال المستثمرين في سوق الأوراق المالية، ويساهم ذلك في زيادة حجم أرباحهم (Younis & Imad,2009,9-22)، و هذه الزيادة تسهم في ارتفاع الطلب من قبل المستثمرين على أسهم تلك الشركات، وبخاصة في حالة كون ارتفاع المستوى العام للأسعار بشكل أسرع وأعلى من الارتفاع في التكاليف (Ali,2013,77-95). أما عند وصول معدلات التضخم إلى معدلات مرتفعة واستمرارها بالارتفاع فإن ذلك يؤدي إلى تأثير سلبي على سوق الأوراق المالية (Al Dulaimi,2006,24)، إذ إن الزيادة في معدلات التضخم تدفع الدولة إلى تنفيذ عدد من الإجراءات منها فرض ضرائب على الشركات، فتؤدي إلى انكماش أرباح الشركات المصدرة للأسهم ثم هبوط القيمة السوقية للأسهم، وذلك يؤدي إلى انخفاض طلب تلك الأسهم، وبالمقابل انخفاض في أداء سوق الأوراق المالية (Mousa & Abdul Latif,2018,239-255).

ومن جانب آخر إن تمويل العجز عن طريق اصدار السندات وإذونات الخزانة سينعكس على سعر الفائدة بالارتفاع، ورغم حاجة المصارف لسندات الخزانة لغرض استثمار جزء من فائض مواردها وإدارة مخاطرها، فإن ذلك قد يؤدي إلى الضغط على الاستثمار الخاص، حيث ترفع معدلات الفائدة من تكلفة الاقتراض، وبالتالي تقيد فرص القطاع الخاص بسبب ارتفاع تكاليفها (Aisen & Hauner,2008,4-5)

وتشكل معدلات الفائدة المرتفعة التي يدفعها القطاع المصرفي إلى المودعين حافزاً يدفع المستثمرين إلى تحويل أموالهم من الاستثمار في سوق الأوراق المالية إلى ايداعها في القطاع المصرفي، وينعكس ذلك بالأثر السلبي على سوق الأوراق المالية نتيجة لانخفاض الطلب على الأوراق المالية وانخفاض عمليات التداول، وفي اتجاه آخر تسهم معدلات الفائدة المرتفعة في انخفاض أسعار الأسهم نتيجة لارتفاع تكلفة الاقتراض وانخفاض الاستثمار الخاص وانخفاض عمليات الطلب على الأسهم. (Alam & Uddin,2009,43-51)

أما عند اللجوء إلى البنوك التجارية لتمويل عجز الموازنة عن طريق بيع الحكومة للسندات الحكومية وإذونات الخزانة للمصارف التجارية، فهو عادة ما يولد انعكاسين محتملين يعمل الانعكاس الأول عندما يكون الاحتياطي النقدي لدى البنوك التجارية في وضع تستطيع فيه المصارف تلافي حاجة الحكومة إلى الأموال دون الحاجة إلى عملية تقليص قروضها إلى القطاع الخاص، نتيجة لتوفير احتياطيات فائضة لديها، ولذا فإن الاستثمار الخاص لا يتأثر بالاقتراض الحكومي هذا، أما عرض النقد فسيزداد نتيجة التوسع في الائتمان المصرفي وارتفاع دخول الأفراد (Mousa,2017,919-962).

والزيادة في عرض النقود هذه ستنعكس بصورة مباشرة على أسعار الأوراق المالية، الذي يظهر عادة عندما يجد الأفراد أنفسهم أمام سيولة أكبر مما هم بحاجة إليه لغرض تعاملاتهم اليومية، فينفقون تلك الأموال الفائضة في شراء الأسهم، وهو مايعمل على ارتفاع أسعار تلك الأسهم وزيادة في عمليات التداول، مما يؤثر بالإيجاب على سوق الأوراق المالية، في حين تنعكس الزيادة في عرض النقد بشكل غير مباشر عن طريق الناتج المحلي الإجمالي، إذ يترتب على تلك الزيادة ارتفاع الانفاق الاستهلاكي والاستثماري، فينعكس في ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي ويسهم في زيادة الطلب على السلع ثم زيادة أرباح الشركات، وفي مقسوم الارباح مما يحفز المستثمرين على شراء اسهم تلك الشركات، فيترك ذلك الأثر الإيجابي في سوق الأوراق المالية. (Razzaq,2011,57)

أما الانعكاس الثاني لتمويل عجز الموازنة فيظهر عندما لا تمتلك المصارف التجارية احتياطياً نقدياً فائضاً، وعندئذ يمكن أن تلبي المصارف التجارية تمويل العجز إما بتخفيض متطلبات الاحتياطي النقدي القانوني للبنوك التجارية من قبل البنك المركزي، فيزيد ذلك الاحتياطيات الفائضة التي تسمح للمصارف باستمرار منح الائتمان للقطاع الخاص إلى جانب تمويل العجز، أو بقيام المصارف التجارية بتقليص قروضها إلى الوحدات الاقتصادية، وفي هذه الحالة لا يتأثر العرض النقدي بسبب استبدال المصارف القروض الممنوحة للقطاع الخاص بالقروض لغرض تمويل عجز الموازنة. وسواء كان للبنك التجاري احتياطي أو قام البنك المركزي بتوفير الاحتياطي، فإن ذلك يؤثر في القطاعات الأخرى بسبب الأثر التوسعي في الطلب الكلي وفي المخزون السلعي عن طريق الائتمان المقدم للحكومة، وينعكس ذلك على رفع أسعار الفائدة (Lahsan,2013,103-120). الذي يظهر تأثيره على سوق الأوراق المالية من خلال تدفق رأس المال الأجنبي إلى الداخل، إذ يسهم الارتفاع في أسعار الفائدة إلى جذب المستثمرين المحليين والاجانب، والتأثير على سوق العملات الاجنبية من خلال رغبة المستثمر الأجنبي في الحصول على سندات محلية فعليه الحصول على العملة المحلية، وبالتالي زيادة الطلب عليها وارتفاع قيمتها والذي ينعكس على أسعار السلع والخدمات، إذ ستكون تلك السلع المحلية أغلى بالنسبة للأجانب والسلع الأجنبية

أقل تكلفة بالنسبة للسكان المحليين، مما يقلل من الطلب على السلع والخدمات المحلية، فيؤثر سلباً في أرباح الشركات وتوزيعات الأرباح فتنخفض أسعار الأسهم وعمليات التداول في سوق الأوراق المالية. (Salem,2012,176-185).

أما عند اللجوء إلى الجمهور لتمويل عجز الموازنة عن طريق الاقتراض الذي يتم من خلال السندات وإذونات الخزينة، فيؤثر الاقتراض من الجمهور في القوة الشرائية للقطاع الخاص، ويؤدي ذلك في حدوث آثار انكماشية في الاقتصاد (Al Jubouri,2015,168-190)، فيسهم في انخفاض النمو الاقتصادي، وارتفاع معدلات البطالة الناتجة من هبوط مستوى التشغيل، بالاضافة إلى تراجع الطلب الاستهلاكي الناتج عن ذلك، وهو مايسهم في انخفاض المبيعات وانكماش ارباح الشركات المصدرة للاسهم، وينعكس على تراجع عمليات التداول في سوق الأوراق المالية (Hani,2013,5).

من جانب آخر فإن تمويل العجز من خلال المصادر الخارجية والمتمثلة بأنواع القروض التي تحصل عليها الدولة من مصادر خارجية سواء من الدول الاجنبية أو من مؤسسات الاقتراض الخارجية (Hasan,2018,2)، يمكن أن يكون لها تأثير على أسواق الأوراق المالية عن طريق كمية عرض النقد في التداول الداخلي، فزيادة الاقتراض سيؤدي إلى تعزيز رصيد الدولة من العملات الاجنبية، وعند قيام البنك المركزي بتقنيد العملة الاجنبية لحساب الخزينة العامة بما يعادلها من العملة المحلية، فإن العملة المحلية ستؤخذ إلى عملية التداول المحلي من خلال ماتقوم به الحكومة من عمليات دفع نقدية على شكل نفقات استهلاكية واستثمارية وغير ذلك، الامر الذي سيؤدي إلى إحداث زيادة في عرض النقد.(Al Jubouri,2015,168-190).

كما تسهم الزيادة في عرض النقد على سوق الأوراق المالية من خلال ما يتركه من تأثير على ارتفاع المستوى العام للأسعار، ممايؤدي إلى جعل أسعار السلع المحلية اقل قدرة على منافسة السلع الاجنبية، ويسهم ذلك زيادة الاستيرادات وانخفاض الصادرات(Al Mamouri & Al Zubaidi,2014,129-157)، مما يؤدي إلى انخفاض أرباح الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية، وينعكس ذلك في هبوط القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات وبالتالي حدوث انكماش في الطلب على الأسهم، وهو ما يؤثر سلباً على سوق الأوراق المالية (Taha & Al Iraqi,2019,117-136).

- **أهمية البحث.**

في ضوء ماتقدم، ومن خلال مايمكن أن يتركه عجز الموازنة، بعدها أحد متغيرات الاقتصاد الكلي، من تأثير على أداء القطاع المالي بصورة عامة وأداء سوق الأوراق المالية بصورة خاصة، جاءت الدراسة لتفسر وتحلل طبيعة ذلك الأثر في الدول عينة الدراسة.

- **مشكلة الدراسة.**

يعد سوق الأوراق المالية من مكونات الاقتصاد القومي التي تؤثر وتتاثر بمعظم المتغيرات الاقتصادية للدولة ومنها عجز الموازنة، وعليه فقد جاءت مشكلة الدراسة لتتجسد بالتساؤل التالي: ما طبيعة وآلية وحجم التأثير الذي يمكن أن يمارسه عجز الموازنة على أداء سوق الأوراق المالية للدول العربية عينة الدراسة؟

- **فرضية الدراسة.**

في ضوء ما طرح من تساؤل في مشكلة الدراسة صيغت فرضية الدراسة بالشكل الآتي: يمارس عجز الموازنة تأثيراً سلبياً ذا أهمية كبيرة في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية للدول عينة الدراسة.

- **هدف البحث.**

سعت الدراسة إلى عرض صورة شاملة وواضحة عن الأطر النظرية والدراسات الاقتصادية والمالية التي تم من خلالها تحليل وتفسير آلية وقنوات التأثير المباشرة وغير المباشرة التي يمكن أن يتركها عجز الموازنة في أداء سوق الأوراق المالية، بالاضافة إلى بناء أنموذج كمي يعكس حجم واتجاه تأثير متغيرات السياسة المالية في أداء سوق الأوراق المالية للدول العربية عينة الدراسة وللفترة (1997–2019).

- **منهجية الدراسة:**

رغبةً في بلوغ أهداف الدراسة واختبار فرضياتها، تم الاعتماد على منهجية مستندة من جانب إلى المنهج الوصفي القائم على الأطر النظرية التي تتناول تأثير عجز الموازنة على أداء سوق الأوراق المالية، ومن جانب آخر اعتماد منهج الاقتصاد القياسي الحديثة والمتمثلة بالبيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) ومن خلال منهجة الانحدار التجميعي (PRM) وأنموذج الأثر الثابت (FEM)، وأنموذج الأثر العشوائي(REM)، لغرض تقدير وتحليل أثر عجز الموازنة على أداء سوق الأوراق المالية في الدول عينة الدراسة.

- **حدود الدراسة:**

أ. **الحدود المكانية**

تناولت الدراسة عينة من الدول العربية وهي (الاردن، مصر، عمان، لبنان، المغرب، تونس، البحرين) باعتبارها بلدان تمتلك معدلات متقاربة من النمو والتطور في قطاعاتها المالية بصورة عامة وبأسواقها المالية بصورة خاصة، وحققت فيها تطورات ملحوظة خلال فترة نشاطها، فضلاص عن اعتماد بعض دول عينة الدراسة على الايرادات الضريبية بنسبة كبيرة من الايرادات العامة وباعتباره متغيراً اساسياً في الدراسة. كما أنها تميزت بكونها من البلدان المتبنية لبرامج الاصلاحات الاقتصادية، وانتهاجها سياسات مالية تهدف إلى استقرار النشاط الاقتصادي عن طريق التحكم في الانفاق الحكومي وانخفاض عجز الموازنة وتشريع قوانين ضريبة تحد من التهرب الضريبي.

ب. **الحدود الزمانية**

تشتمل مدة الدراسة الفترة (1997–2019) كونها فترة شهدت العديد من الاحداث الاقتصادية سواء الاقليمية او العالمية، ابتداء من الأزمة الاسيوية 1997 ومارافقها من انهيار في أسواق المال الآسيوية وانهيار أسعار النفط، إلى أزمة الرهن العقاري 2007–2008 ومانتج عن تلك الازمة من انهيار البورصات العالمية والدولية. كما اتسمت فترة الدراسة بشمولها لمعظم سنوات نشاط سوق الأوراق المالية في البلدان العربية واستقرار أداءها، فضلا عن كونها فترة اتسمت بتوفر البيانات.

١. **مراجعة الادبيات ذات العلاقة**

لم يكن اهتمام الأطر النظرية والدراسات الاقتصادية والمالية الاكاديمية والتجريبية الحديثة بعيدة عن تشخيص وتحديد طبيعة واتجاه الأثر الذي يتركه عجز الموازنة في أداء سوق الأوراق المالية، فقد اجريت العديد من الدراسات التي تناولت ذلك الأثر ومنها:

دراسة الموسوي وآخرون (2018)، "بعنوان أثر عجز الموازنة الحكومية في مؤشرات التداول في سوق العراق الأوراق المالية" استخدمت الدراسة التحليل الوصفي الذي استند إلى استخدام اختبار الانحدار الخطي البسيط للمدة (2005–2016)، وأظهرت نتائجها ان متغيرات الدراسة والمتمثلة بعجز الموازنة ومؤشرات سوق الأوراق المالية بوجود ارتباط ذات دلالة احصائية فيما بينها، ويدل ذلك على وجود تأثير يمتد من سوق العراق للأوراق المالية إلى السياسة الاقتصادية المتبعة في البلد.

واهتمت دراسة محمد وكنعان (2020) بعنوان " أثر عجز الموازنة على مؤشرات الأسواق المالية" واستخدمت الدراسة اختبارات قياسية لغرض فحص استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وفترات الابطاء، وكذلك اعتماد أسلوب جوهانسن للتكامل المشترك لغرض تحديد الأنموذج الأمثل وللفترة (1990–2019)، وتوصلت إلى أن 15% من التغيرات في مؤشر ناسداك ناجمة عن التغير في كل من عجز الموازنة والدين العام، بالاضافة إلى أنه لايوجد أثر معنوي لعجز الموازنة على قيمة المؤشر في المدى القصير والطويل الاجل بينما يظهر الأثر الايجابي للدين العام عليه.

في دراسة Saleem et al (2012) بعنوان "عجز الموازنة وأسعار الأسهم في باكستان والهند" إذ استخدمت الدراسة اسلوب ديكي– فولر الموسع (ADF) ومنهج جوهانس للتكامل المشترك واختبارات سببية كرانكر لتقييم العلاقة وللفترة (1990–2019)، وتوصلت إلى وجود علاقة سببية إيجابية على المدى الطويل بين عجز الموازنة وأسعار الأسهم في باكستان، أما في الهند فان زيادة عجز الموازنة ساهمت في زيادة الضرائب المستقبلية ومعدلات الفائدة، بالاضافة إلى ارتفاع قيمة الدولار، مما انعكس على ارباح الشركات ومن ثم انخفاض الطلب على الأسهم وانخفاض أسعارها.

وتناولت دراسة Joshi & Giri (2015) بعنوان العجز المالي وأسعار الأسهم في الهند: دليل تجريبي " وباستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL وللفترة (1988–2012)، وتوصلت إلى

وجود علاقة سلبية طويلة الاجل بين عجز الموازنة وأسعار الأسهم، ولاتظهر اي علاقة ذات اهمية في الأجل القصير.

تناقش دراسة Kabuga (2018) بعنوان " عجز الميزانية وأداء سوق الأوراق المالية: عينة مختارة من بلدان أفريقية"، وباستخدام اسلوب اختبار سببية كرانكر ومنهجية جوهانسن للتكامل المشترك وللفترة (2000–2016)، توصلت النتائج إلى وجود تكامل مشترك طويل الاجل بين عجز الموازنة وأسعار الأسهم، ووجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين عجز الموزانة وأداء سوق الأوراق المالية، وبسببية احادية الاتجاه تمتد من عجز الموازنة إلى أداء سوق الأوراق المالية، وبالتالي يمكن استخدام عجز الموزانة لغرض التنبؤ بسلوك أداء السوق في المستقبل.

ثانيا: المنهجية التجريبية (Empirical Methodology)

استناداً إلى الأطر النظرية والتجريبية للدراسات الاقتصادية والمالية، ولغرض تأكيد فرضيات الدراسة وتحقيق اهدافها، وبغية تصميم أنموذج كمي لمصفوفة عجز الموازنة، فضلا عن بعض المتغيرات الاقتصادية الضابطة الاخرى (المتغيرات المستقلة) وأثرها في أداء سوق الأوراق المالية ومؤشراته (المتغير المعتمد) لعينة من الدول العربية (البحرين، عمان، الاردن، تونس، المغرب، مصر، لبنان)، وباعتماد مايعرف باسلوب البيانات المزدوجة Panal Data وللفترة (1997–2019) ليصبح عدد المشاهدات (161) مشاهدة، فقد تم اتباع الخطوات الآتية:

١. مصادر البيانات

اعتمدت قاعدة بيانات التنمية المالية العالمية Global Financial Development Database الصادرة عن البنك الدولي، وقاعدة بيانات الاقتصاد العالمي The Gglobal Economy للحصول على البيانات الخاصة بالمتغيرات التوضيحية (الايرادات الضريبية، النمو الاقتصادي، التضخم، عرض النقد، سعر الفائدة). بينما المتغيرات المعتمدة المتمثلة في (مؤشر السوق، معدل دوران الأسهم) تم الحصول عليها من التقارير السنوية للاسواق المالية للدول عينة الدراسة وتقارير البنك الدولي وصندوق النقد العربي.

٢. متغيرات الأنموذج:

أ. المتغيرات المستقلة: تعبر المتغيرات المستقلة والتي تعرف ايضاً بالمتغيرات التوضيحية عن متغيرات السياسة المالية وبعض المتغيرات الاقتصادية الضابطة الاخرى التي يمكن أن تؤثر في أداء سوق الأوراق المالية بعده المتغير المعتمد، ويبين الجدول (1) ملخص للمتغيرات المستقلة المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية وطبيعة تأثيرها.

جدول (1): العوامل الموثرة في أداء سوق الأوراق المالية

ت	المتغيرات	ألمؤشر	الدراسات	التأثير المتوقع
١	الانفاق الحكومي SP	الانفاق الحكومي/ GDP	Eyo (2016), Hu et al(2018) Adeleke & Oyeleke (2021)	+
2	الايرادات الضريبية T	الضرائب / GDP	الصمادي ومدي(2015)، فرحات والقيزاني (2015)، كنعان والجشي (2018)، Nwaogwugwn(2018)	-
3	عجز الموازنة D	الدين العام / GDP	Hsing (2013) , Eyo (2016)باش والقريشي (٢٠١٧)،	-i
4	التضخم IF	معدل التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك	صالح (2017) ،العراقي وطه (2019)، يونس وعماد الدين (2009)، بسيوني (2012)	+
5	النمو الاقتصادي G	معدل النمو في الناتج المحلي الاجمالي	Prazak (2018), العراقي (٢٠١٧)، صالح (٢٠١٧)، Acikalin et al (2016).	+
6	عرض النقد M2	GDP/M2	Hu (2018)خليل (٢٠١٥)، العراقي (٢٠١٧)،	+
7	سعر الفائدة R	سعر الفائدة على الودائع	بسيوني (٢٠١٢)، العراقي وطه (٢٠١٩).	-

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بناء على الأطر النظرية والدراسات السابقة

ب. المتغيرات المعتمدة: تتضمن المتغيرات المعتمدة مجموعة من مؤشرات أداء الأسواق المالية للدول عينة الدراسة، والتي من خلالها يمكن الحكم على نشاط سوق الأوراق المالية، وهي:

أ. القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة (VA): ويمثل قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية وبمختلف الأسعار وخلال مدة زمنية معينة، ويعتبر من المؤشرات التي تعطي تلميحات ذات اهمية كبيرة عن قوة السوق واحتمال صعوده أو هبوطه في المستقبل. الدعمي (2017)، الموسوي (2018)، Hodan (2020). وعبر عنه بالقيمة الاجمالية للاسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ب. معدل دوران الأسهم % (TU): يعبر عن النسبة المئوية لتداول أسهم الشركات، ويستخدم في الغالب كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما يعتمد للتعبير عن نشاط السوق، لذا يعتبر مكملاً لمؤشر القيمة السوقية، ويفسر ارتفاع قيمة معدل الدوران إلى دخول السوق في حالة من النشاط الكثيف في حركة تداول الأسهم. الصمادي ومدي (2016)، باش والقريشي (2017) ، البطاط (2017).

إشارة إلى ما تقدم، يمكن صياغة أنموذج التقدير على شكل دالتين رياضية يتم الاستعانة بهم في بناء معادلتين قياسية تختلفان في متغيرهما المعتمد وتتماثلان في متغيراتهم المستقلة، إذ تعكس المعادلة الأولى أثر

الايرادات الضريبية والدين العام والانفاق الحكومي والتضخم وسعر الفائدة وعرض النقد والنمو الاقتصادي على مؤشر السوق (IN)، والمعادلة الثانية توضح الأثر على مؤشر معدل دوران الأسهم (TU)، وكما يأتي:

$$VA = F\{SP, T, D, IF, G, M2, R\} \quad (1)$$
$$TU = F\{SP, T, D, IF, G, M2, R\} \quad (2)$$
$$VA = \beta_0 + \beta_1 SP + \beta_2 T + \beta_3 D + \beta_4 IF + \beta_5 G + \beta_6 M2 + \beta_7 R + \varepsilon_i \quad (1)$$
$$TU = \beta_0 + \beta_1 SP + \beta_2 T + \beta_3 D + \beta_4 IF + \beta_5 G + \beta_6 M2 + \beta_7 R + \varepsilon_i \quad (2)$$

١. منهجية تقدير الأنموذج:

بهدف الحصول على نتائج أكثر دقة وواقعية، والوصول إلى تحليل سليم ومنطقي لأثر عجز الموازنة والمتغيرات الضابطة الأخرى على أداء سوق الأوراق المالية في الدول عينة الدراسة، يستخدم في اتخاذ القرارات الصائبة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية، اعتمدت الدراسة على اسلوب البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) والتي تتميز بقدرتها على أن تجمع مابين خصائص البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في ذات الوقت. ويتم التعامل مع هذه الآثار الزمنية والمقطعية وفقا لثلاثة نماذج:

أ. أنموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model) (PRM)

يعد أنموذج الانحدار التجميعي من أبسط نمإذج تحليل البيانات المزدوجة، إذ تكون فيه جميع المعلمات ثابتة ولجميع الفترات الزمنية اي يقوم الأنموذج باهمال اي تأثير للزمن.

(Al Gamal,2012.266-285)

ب. أنموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) (FEM)

يكون الهدف في أنموج الأثر الثابت هو معرفة وتحديد سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية على حدة، وذلك من خلال جعل معلمة المقطع متفاوتة من مجموعة (دول، أشخاص، شركات) إلى أخرى، وذلك للسماح لمعلمة المقطع من التغير بين المجاميع المقطعية (Al Ahmed & Asaad,2016,247-266) (Al Dabbagh,2020,78-79)

ت. أنموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model) (REF)

يتم التعامل وفق أنموذج الأثر العشوائي مع الاثار المقطعية والآثار الزمنية كونها معلمات عشوائية وليست معلمات ثابتة، أي يفترض الأنموذج أن العينة المستخدمة محسوبة بشكل عشوائي مما يسهم في أن تمثل معلمات انحدار الأنموذج العينة جميعها. ويعبر الأنموذج عن الحالة التي تكون فيها الفروقات الفردية غير مترابطة بقوة مع متغيرات الأنموذج، مما يلزم نمذجتها من خلال توزيع عشوائي بين الوحدات المقطعية، (Al Ahmed & Asaad,2016,247-266)

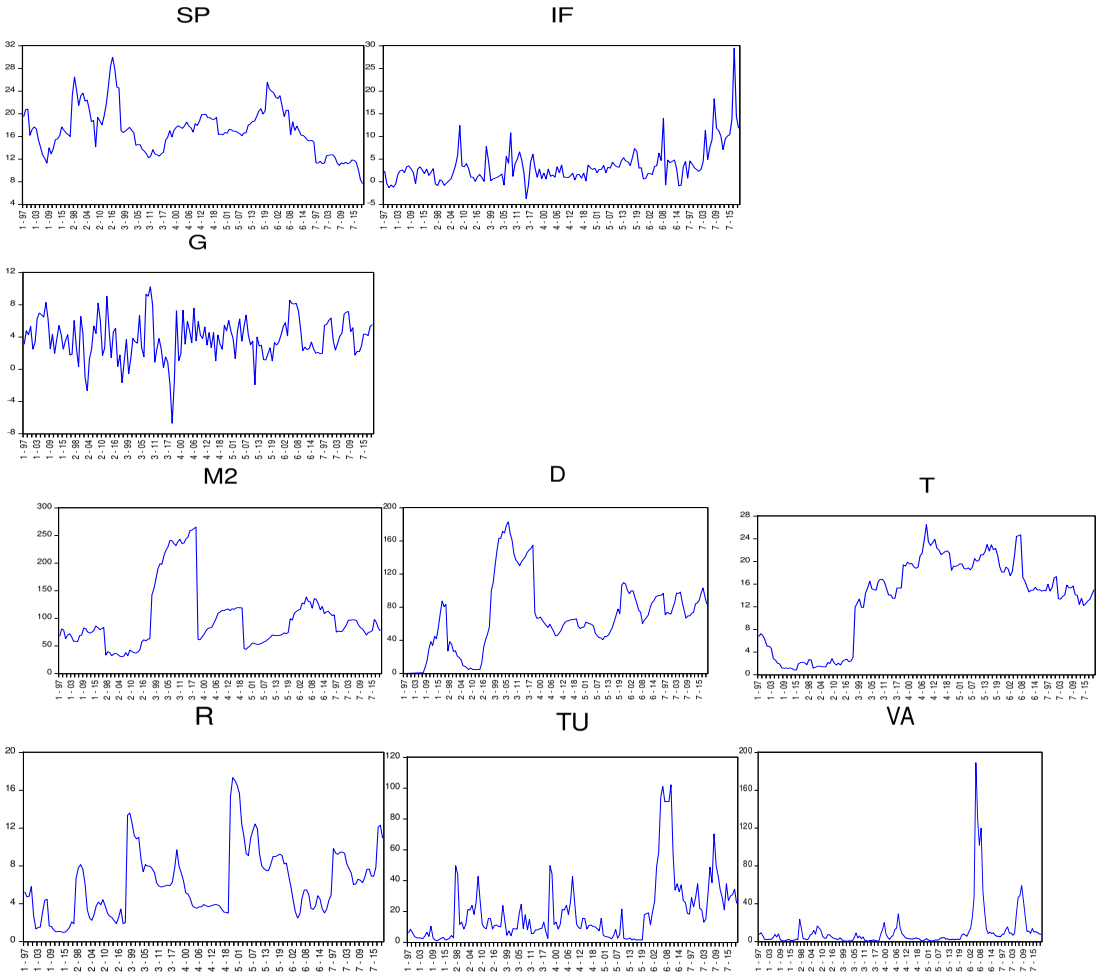
ولغرض المفاضلة بين النمإذج الثلاثة في التحليل يتم الاستعانة ب اختبار Fisher لغرض المفاضلة بين أنموذج الأثر التجميعي (PRM)، وأنموذج الأثر الثابت (FEM)، وعند معنوية أنموذج الأثر الثابت (FEM)

بوصفه الأنموذج المناسب في اختبار Fisher، يتم الاختيار بينه وبين أنموذج الأثر العشوائي (REM)، لغرض تحديد الأنموذج المناسب النهائي لبيانات الدراسة، ويتم ذلك من خلال اختبار Hausman (1978).

ثالثا: تقدير النموذج وتحليل النتائج:

لغرض الحصول على قيم كمية يمكن من خلالها تفسير وتحليل طبيعة واتجاه وحجم الأثر الذي يمكن أن تتركه المتغيرات المستقلة المتمثلة ببعض متغيرات السياسة المالية (الانفاق الحكومي، الدين العام، والضرائب)، وبعض المتغيرات الضابطة الأخرى (النمو الاقتصادي،التضخم، سعر الفائدة، عرض النقد)، على المتغيرات المعتمدة المتمثلة في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (مؤشر السوق ، معدل دوران الأسهم) في الدول العربية عينة الدراسة (البحرين، عمان، المغرب، تونس، الاردن، لبنان، مصر) وللفترة (1997–2019)، وبالتالي إثبات فروض الدراسة أو نفيها.

وللوصول إلى نتائج وتقديرات لأثر بعض متغيرات السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية في البلدان العربية عينة الدراسة ولفترة (1997–2019) تبتعد عن احتمالية اتهام اقيامها بالزيف والتضليل تم اعتماد اختبارات استقرارية البيانات المزدوجة الخاصة بمتغيرات الدراسة وبصيغتها الخطية، والتي عكستها الرسوم البيانية في الشكل (1)، للتأكد من عدم احتوائها على جذر الوحدة، وباستخدام اختبار Levin-Lin-Chu (2002) وعند مستوى معنوية ٥% والذي تم ادراج نتائجه في الجدول (2). حيث يوضح الجدول (2) ما عكسته نتائج اختبار Levin-Lin-Chu (2002) لاستقرارية البيانات المزدوجة Panel Data لمتغيرات الدراسة وبصيغتها الخطية عدم استقرارية جميع متغيرات الدراسة (G, IF, SP, D, T, M2, R, TU , IN ,)، عند المستوى، إذ فشل اختبار .Prob في الانخفاض عن حاجز الـ 5% سواء بوجود حد ثابت او بوجود اتجاه زمني أو عدم وجود حد ثابت واتجاه زمني، وعند إعادة الاختبار عند الفرق الأول ظهرت النتائج بعدم تجاوز قيم .Prob الـ 5% لمتغيرات الدراسة سابقة الذكر، مما يدل على استقراريتها عند وجود حد ثابت او وجود حد ثابت واتجاه زمني أو بدونهما.



الشكل (2) الاشكال البيانية لـ Panel Data لمتغيرات الدراسة وبالصيغة الخطية

المصدر: الشكل من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 10

الجدول (2): نتائج اختبار Levin-Lin-Chu,2002 لاستقرارية بيانات ال Panel Data لمتغيرات الدراسة بصيغتها الخطية

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
G Prob.	-212592 0.0168	-1.59169 0.0557	-2.33366 0.0098	-13.9846 0.0000	-10.6779 0.0000	-9.31333 0.0000
IF Prob.	-0.9876 0.1617	-2.17174 0.0149	-3.26029 0.0006	-17.2864 0.0000	-12.6908 0.0000	-9.65895 0.0000

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
Sp Prob.	-0.33224 0.3699	-0.05509 0.478	0.77196 0.7799	-11.1952 0.0000	-9.15068 0.0000	-8.55589 0.0000
D Prob.	0.04433 0.5177	0.27118 0.6069	1.1945 0.8839	-7.06171 0.0000	-2.81156 0.0025	-2.44992 0.0071
T Prob.	-0.03069 0.4878	-1.7098 0.0437	0.48498 0.6862	-11.2956 0.0000	-9.55368 0.0000	-7.98174 0.0000
M2 Prob.	3.9435 1	-3.26223 0.0006	-1.06366 0.1437	-8.97919 0.0000	-7.16854 0.0000	-6.87223 0.0000
R Prob.	-3.98404 0.0000	-4.40473 0.0000	-0.95191 0.1706	-7.38115 0.0000	-4.36173 0.0000	-4.12567 0.0000
Tu Prob.	-3.7673 0.0001	-2.50715 0.0061	-0.9703 0.1659	-14.0812 0.0000	-10.9501 0.0000	-7.26782 0.0000
In Prob.	0.25498 0.6006	-0.05267 0.4790	1.43128 0.9238	-8.37718 0.0000	-4.51207 0.0000	-3.5124 0.0002

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews 10

من خلال ماتقدم من معطيات، وبالاعتماد على نتائج اختبار Chow-Test (1960) والذي انعكست نتائجه في الجدول (3)، والتي تشير إلى ضرورة تفضيل أنموذج الأثر الثابت (FEM) على أنموذج الأثر التجميعي (PRM) بعد أن عكس الاختبار بعدم تجاوز قيمة .Prob حاجز الـ 5%، معنويته الإحصائية وترجيحه لقبول فرضية العدم في تحليل البيانات المزدوجة للأنموذجين.

جدول (3): اختبار Chow-Test للأنموذجين

Redundant Fixed Effects Tests **Equation: Untitled** **Test cross-section fixed effects**			
VA للأنموذج الاول Chow-Testاختبار			
Effects Test	**Statistic**	**d.f.**	**Prob.**
Cross-section F	9.728	(6,150)	0.0000
Cross-section Chi-square	52.916	6	0.0000
TU للأنموذج الثاني Chow-Testاختبار			
Effects Test	**Statistic**	**d.f.**	**Prob.**
Cross-section F	30.176	(6,150)	0.0000
Cross-section Chi-square	127.456	6	0.0000

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

وبالاعتماد على اختبار Hausman والمعروضة نتائجه في الجدول (4)،لغرض المفاضلة بين أنموذج الأثر الثابت (FEM) وأنموذج الأثر العشوائي (REM)، فقد تبين انخفاض قيمة .Probعن الـ 5% وهو مارجح

قبول فرضية العدم للأنموذج الأول واختيار أنموذج الأثر الثابت (FEM)، وقبول الفرضية البديلة للأنموذج الثاني من خلال ارتفاع قيمة .Prob عن الـ 5% الأمر الذي يدفع باتجاه اختيار منهجية الأثر العشوائي (REM).

الجدول (4): اختبار Hausman للأنموذجين

Correlated Random Effects - Hausman Test **Equation: Untitled** **Test cross-section random effects**			
اختبار Hausman للأنموذج الاول			
Test Summary	**Summary Chi-Sq. Statisti**	**Chi-Sq. d.f**	**Prob.**
Cross-section random	4.832	4	0.3049
اختبار Hausman للأنموذج الثاني			
Test Summary	**Summary Chi-Sq. Statisti**	**Chi-Sq. d.f**	**Prob.**
Cross-section random	8.637	4	0.0708

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

ووفقاً لذلك، تم اعتماد أنموذج الأثر الثابت (FEM) المعروضة نتائجه في الجدول (5)،للأنموذج الاول القيمة الاجمالية للاسهم المتداولة (VA).

الجدول (5): نتائج تقدير اثر متغيرالسياسة الضريبية والمتغيرات الضابطة في مؤشر القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة وفقا لأنموذج الأثر الثابت (FEM)

Method: Panel least squares (Cross-section random effects) **Dependent Variable: VA** **Sample: 1997 2019** **Periods included: 23** **Cross-sections included:7** **Total panel (balanced) observations: 161**				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
D	-0.206	0.081	-2.532	0.0123
IF	1.1٠٠	0.457	2.407	0.0172
M2	0.193	0.069	2.763	0.0064
G	2.251	0.605	3.719	0.0003
C	-6.619	8.371	-0.790	0.4303
Cross- section fixed (dummy variables)				
R-squared	**0.188**	**F-statistic**		**9.052**
Adjusted R-squared	0.167	Prob. (F-statistic)		0.000001
Durbin-Watson stat	0.727			

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

ويتضح من الجدول (5) مايلي:

معنوية التأثير لكل من الدين العام(D)،و التضخم (IF)، وعرض النقد (M2)، والنمو الاقتصادي (G)، من خلال عدم تجاوز قيم Prob حاجز الـ 5% في مؤشر القيمة الاجمالية للاسهم المتداولة (VA).

٢. توافق الأثر السلبي لمتغير الدين العام (D)، والأثر الايجابي لمتغير التضخم (I)، وعرض النقد (M2)، والنمو الاقتصادي (G)، مع المنطق الاقتصادي والدراسات ذات الشأن والتي تشير إلى أن انخفاض الدين العام بمقدار واحد صحيح سيعمل على تغير مؤشر القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة بمعامل.0.206 وبعكس اتجاه التغير في الدين العام. في حين إن الارتفاع في مؤشرات التضخم ،وعرض النقد، والنمو الاقتصادي وبمقدار واحد صحيح سيعمل على ارتفاع مؤشر القيمة الاجمالية للاسهم المتداولة وبمعاملات بلغت (0.193،1.100، 2.251) على التوالي، الأمر الذي يعكس مدى تغير مؤشر القيمة الاجمالية للاسهم المتداولة عند تغير قيم هذه المتغيرات.

٣. فسر التغير في متغيرات الدين العام (D)، والتضخم (IF)، وعرض النقد (M2)، والنمو الاقتصادي (G)، مانسبته 18.8388. % من التغير في متغير مؤشر القيمة الاجمالية للاسهم المتداولة.

٥. فشلت المتغيرات المتمثلة في الضرائب (T)، والانفاق الحكومي (SP)، وسعر الفائدة (R)، في إثبات تأثيرها المعنوي في أنموذج مؤشر القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة للبلدان عينة الدراسة.

واستكمالاً لما تقدم، تم الاعتماد على أنموذج الأثر العشوائي المعروضة نتائجه في الجدول (6) للأنموذج الثاني والمتمثل في مؤشر معدل دوران الأسهم (TU).

الجدول (6): نتائج تقدير أثر متغيرات السياسة المالية والمتغيرات الضابطة في مؤشر معدل دوران الأسهم وفقا لأنموذج الأثر العشوائي (REM)

Method: Panel least squares (Cross-section random effects) **Dependent Variable: TU** **Sample: 1977 2019** **Periods included: 23** **Cross-sections included:7** **Total panel (balanced) observations: 161**				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
D	-0.136	0.057	-2.376	0.0187
SP	-0.949	0.456	-2.081	0.0390
T	1.511	0.468	3.227	0.0015
G	1.036	0.455	2.274	0.0243
C	20.84	10.65	1.956	0.0521
Cross- section fixed (dummy variables)				
R-squared	**0.173**	**F-statistic**		**8.214**
Adjusted R-squared	0.152	Prob. (F-statistic)		0.000005
Durbin-Watson stat	0.218			

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

وتوضح النتائج الموضحة في الجدول (6) ما يأتي:

١. معنوية التأثير لكل من الدين العام (D)، والضرائب (T)، والانفاق الحكومي (SP)، والنمو الاقتصادي (G)، في مؤشر دوران الأسهم (TU).

٢.توافق الأثر السلبي لمتغير الدين العام (D)، في مؤشر معدل دوران الأسهم مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي بينت هذه العلاقة في مؤشر معدل دوران الأسهم (TU) والتي تشير إلى أن انخفاض الدين العام بمعامل واحد صحيح سينعكس على مؤشر دوران الأسهم بعكس اتجاه التغير في معامل الدين العام.

٣.توافق الأثر الايجابي لمتغير النمو الاقتصادي (G)، في مؤشر معدل دوران الأسهم (TU) مع المنطق الاقتصادي، إذ تشير إلى أن ارتفاع النمو الاقتصادي بمقدار واحد صحيح سيؤدي إلى انخفاض مؤشر معدل الدوران الأسهم بمقدار 1.036 .

٤. جاء الأثر السلبي لمتغير الانفاق الحكومي (SP) مناقضا للمنطق الاقتصادي، والذي اشار إلى أن انخفاض الانفاق الحكومي بمقدار واحد صحيح سيعمل على زيادة دوران الأسهم بمعامل 0.949 ، ويعود السبب في ذلك إلى أن الإنفاق الحكومي جزء من مكونات الطلب الكلي، وأن أي انخفاض أو ارتفاع في الإنفاق الحكومي سيسهم في تغيير هيكل الطلب الكلي الذي يختلف بحسب التزاحم بين أنفاق القطاع الخاص والإنفاق الحكومي، وماينتج عن ذلك من ضعف قدرة القطاع الخاص على الاستثمار نتيجة لأثر المزاحمة التي تنص على أن الزيادة في الإنفاق الحكومي ستسهم في ارتفاع أسعار الفائدة والتي بدورها تؤثر سلباً في أداء سوق الأوراق المالية.

٥. جاء الأثر الايجابي لمتغير الضرائب (T) في مؤشر معدل دوران الأسهم (TU)، مناقضاً للمنطق الاقتصادي، إذ يشير إلى أن ارتفاع الضرائب بمقدار واحد صحيح سينعكس على مؤشر دوران الأسهم بمعامل 1.511 وبالاتجاه نفسه. ويرجع عدم وجود علاقة عكسية بين الضرائب ومؤشر دوران الأسهم في البلدان عينة الدراسة إلى مجموعة من العوامل أهمها شيوع التهرب الضريبي وكثرة التعديلات الضريبية.

٦. أظهرت نتائج التحليل ان المتغيرات (الدين العام ،الضرائب، الانفاق الحكومي،النمو الاقتصادي) قد أسهمت في تفسير ما نسبته 17.39% من التغيرات الحاصلة في معدل دوران الأسهم في دول العينة، وهذا ما اشارت إليه قيمة معامل التحديد حيث بلغت (0.1739).

٧. فشلت المتغيرات التضخم (IF)، سعر الفائدة (R)، عرض النقد (M2)، في إثبات تأثيرها المعنوي على مؤشر معدل دوران الأسهم للبلدان عينة الدراسة وللفترة 1997–2019.

رابعا: الخاتمة.

شكلت دراسة الأثر الذي يمكن أن تتركه عجز الموازنة على أداء سوق الأوراق المالية الهدف الاساسي للبحث، متخذاً من أسواق الأوراق المالية العربية انموذجاً وللفترة (1997–2019)، كأنموذج لغرض اثبات ذلك، إذ تم استعراض أهم النظريات والدرسات التجريبية ذات العلاقة التي اطرت لتلك العلاقة، وذلك من خلال استخدام الأدوات القياسية الاقتصادية الحديثة والمتمثلة بالبيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data)، إذ عكست النتائج على ترك عجز الموازنة الأثر السلبي على مؤشر القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة ومؤشر معدل دوران الأسهم. إذ يجب على متخذي القرار لغرض تنشيط سوق الأوراق المالية الاتجاه نحو تمويل الدين العام بالأساليب المنشطة لسوق السندات، وذلك من خلال استخدام أدوات غير تضخمية، وإعادة جدولة الدين العام من

خلال عملية استبدال الديون قصيرة الأجل والديون التي لم يتم تداولها في سوق الأوراق المالية للدول عينة الدراسة، بديون أخرى ذات آجال طويلة يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، ويتم ذلك عن طريق إصدار السندات الحكومية وطرحها إلى الجمهور لغرض الاكتتاب بها في السوق.

Referenec

Al-Juhani, Eid Abdullah, 2006, The Effect of Government Deficit on the Profitability and Exchange Reserves of the Banking System in Saudi Arabia, *King Abdulaziz Journal: Economics and Management*, 20: 81-99.

Aisen, Ari & Hauner, David,2008, Budget Deficits and Interest Rates: A Fresh Perspective Prepared by Ari Aisen and David Hauner, *IMF Working Paper*,8 (42):1-19.

Al-Ahmad, Zeina & asaad Yara,2016, The Impact of Firm Characteristics on the Level of Its Social Responsibility Disclosure (An Applied Study on Firms Subject to the Regulations of the Syrian Commission on Financial Markets and Securities), *Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series,*38 (1): 247-266.

Alam, M.M. & Uddin, M.G.S. 2009, Relationship between interest rate and stock price: empirical evidence from developed and developing countries, *International Journal for Business and Management*,4(3):43-51.

Al-Dabbagh, Nawar Kanaan Hussein,2020, The Main Factors Affecting the Development of the Financial Sector "The Countries of the Gulf Cooperation Council are a Model", Master Thesis, *University of Mosul.*

Al-Dulaimi, Ragheed Imad Al-Din, 2006, The Impact of Inflation on Arab Capital Markets for the Period 1996-2002, Master Thesis, College of Administration and Economics, *University of Mosul.*

Algamal, Zakariya Y,2012, Selecting Model in Fixed and Random Panel Data Models, *Iraqi Journal of Statistical Sciences*, (21):266-285.

Ali, Wissam Hussein, 2013, The impact of inflation on the performance of the Iraqi stock exchange for the period (2005-2011) using vector error correction model (VECM), *Anbar University Journal of Economic and Administrative Sciences*, 5(10): 77-95.

Al-Jubouri, Sawsan Karim Hodan, 2015 Equilibrium relationship between the budget deficit and foreign cash reserves in Iraq for the duration of the test (2003-2013) using - Model Johansen-,*Al-Qadisiyah Journal of Administrative and Economic Sciences*, 17(3):168-190.

Al-Mamouri, Amer Omran Kazem and Al-Zubaidi, Salim Rashid Abboud, 2014, the impact of exchange rate fluctuations on the general index of stock prices, an applied study in the Iraqi stock market for the period (2005-2011), *Journal of Administration and Economics,* 3(12): 129-157.

Choi, K.-H & Yoon, S.-M. 2015, The Effect of Money Supply on the Volatility of Korean Stock Market. *Modern Economy*, (**6**):535-543.

Hani, Mohamed, 2013, Economic Cycles and the Mechanisms to Control them, the Case of Algeria (2000-2012), Master Thesis, Faculty of Economics and Facilitation Sciences, *Dr. Yahya Fares University*.

Hasan, Zubair, 2018, Deficit financing in developing countries: application and consequences, *MPRA Paper*, N° 89654, Munich Personal RePec Archive, October 2018.

Jadhav, Arvind&Neelankavil, James,2011, Deficit Financing – Causes, Consequences and Potential Cures, *Journal of Applied Business and Economics*, 12(6):83-99.

Kanaan, Ali & Aljashi, Mohamad,2018, The Effect Of Monetary And Fiscal Policies On The Volatility Of Stock Prices In Turk, *Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies*, 40 (4):265-283.

Khashnaw, Sabah Saber Muhammed, 2019, Analysis and measurement of the impact of public budget deficit and money supply at the general level of prices In Iraq for the period (1988-2017), *Anbar University Journal of Economic and Administrative Sciences*,11(25):20-58

Lahsan, Dardori, 2013, The State's Public Budget Deficit and Its Treatment in the Positive Economy, *Journal of Economic and Administrative Research*, (14):103-120.

Mousa, Mansouri Haj and Abdul Latif, Tibi, 2018, The impact of inflation asymmetry on stock index returns using NARDL methodology A case study of the Saudi stock market, *Afaq Scientific Journal*, 10 (2): 239-255.

Munshid, Helmy Ibrahim, 2004, Analyzing and measuring the phenomenon of double deficits in Egypt, Tunisia and Morocco for the period (1975-2000), PhD thesis, College of Administration and Economics, *University of Basra*.

Osinubi, Tokunbo Simbowale, Risikat Oladoyin S. Dauda, & Oladele Emmanuel Olaleru, 2010, Budget deficits, external debt and economic growth in Nigeria. *The Singapore Economic Review* 55(03): 491-521.

Razzaq, Hassan Muhammad Jawad, 2011, The Impact of Monetary Policy in Emerging Financial Markets, Master's Thesis, College of Administration and Economics*, University of Karbala*.

Saleem, Faiza, et al, 2012, Budget deficit and stock prices: evidence from Pakistan and India, *Interdisciplinary journal of contemporary research in business* ,4(5): 176-185.

Taha, Israa Abdl-Qader&, Al-Iraqi, Bashar Ahmed,2019, The impact of fluctuations in the exchange rate of the Iraqi dinar in some of the indicators of Iraqi market forsecuritiws, *Kirkuk University Journal of Administrative Sciences*, 9 (2):117-136.

Yeh, Chih-Chuan& Chi, Ching-Fang,2009, The Co-Movement and Long-Run Relationship between Inflation and Stock Returns: Evidence from 12 OECD Countries, *Journal of Economics and Management*, 5(2) : 167-186.

Younis, Mufeed Thanoun & Imad Al-Din, Ragheed, 2009, The Impact of Inflation on Arab Stock Markets, *Al-Rafidain Development Journal*, 31(93): 9-22.