



اسم المقال: أثر عجز الموازنة في أداء عينة من الأسواق المالية العربية

اسم الكاتب: أوس محمد علي ادهام الخطاب، بشار أحمد العراقي

رابط ثابت: <https://political-encyclopedia.org/library/3757>

تاريخ الاسترداد: 2025/05/14 05:38 +03

الموسوعة السياسية هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناءمجموعات 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 السياسية – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على [info@political-encyclopedia.org](mailto:info@political-encyclopedia.org)

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسية – 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 الراذدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسية مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكرية ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي يتضمن 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](http://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<sup>1</sup>; Bashar A. AL-Iraqi<sup>2</sup>**

<sup>1&2</sup>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](mailto: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 الأسواق المالية العربية

أوس محمد علي ادهام الخطاب<sup>١</sup> ، بشار أحمد العراقي<sup>٢</sup>  
 ٢٨١ 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](mailto:Awse.bap221@student.uomosul.edu.iq)

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

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

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 المقالة في أي وسیط نقل، بشرط اقتباس العمل الأصلي بشكل صحيح.

الاقتباس: الخطاب، أوس محمد علي ادهام، العراقي، بشار احمد (٢٠٢٢). "أثر عجز الموازنة في أداء عينة من الأسواق المالية العربية" *تنمية الرافدين*، ٤، ١ (١٣٣)، ٢٤٣-٢٢٥

<https://doi.org/10.33899/tanra.2021.131049.1116>

### الكلمات الرئيسية

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

P-ISSN: 1609-591X  
 e-ISSN: 2664-276X  
[tanmiyat.mosuljournals.com](http://tanmiyat.mosuljournals.com)

#### المقدمة

تؤدي الأسواق المالية وبحسب ما أجمعـت عليه بعض الأدبـيات المالية والإقتصـادية، ومن خـلال قدرتها على تعـبـة المـدـخـرات من وـحدـاتـ الفـائـضـ المـالـيـ وإـعادـةـ تـوجـيهـهاـ نحوـ الوـحدـاتـ الإـقـتصـادـيـ ذاتـ العـجـزـ المـالـيـ وبـما يـضـمـنـ التـخـصـيـصـ الـامـثلـ لـتـلـكـ المـوـارـدـ، وـتـوزـعـ وـادـارـةـ المـخـاطـرـ، دـورـاـ بـالـغـ الـاـهـمـيـةـ فـيـ رـفـعـ مـعـدـلاتـ النـمـوـ الـإـقـتصـادـيـ للـبـلـادـ الـمـتـقـدـمـةـ وـالـنـامـيـةـ، بـالـاـضـافـةـ إـلـىـ تـحـفيـزـ الـوـحدـاتـ الإـقـتصـادـيـ نحوـ تـحـقـيقـ مـسـتـوـيـاتـ مـرـتـقـةـ مـنـ التـطـوـرـ وـالـتـنـمـيـةـ.

وكان لاتساع دور الدولة في النشاط الاقتصادي بعد تحررها من القيود التي فرضتها المفاهيم الكلاسيكية على تدخلها في النشاط الاقتصادي الأثر المهم في التطور الاقتصادي للدولة، وأسهم ذلك الاتساع في ارتفاع كبير في حجم الإنفاق الحكومي من دون أن يواكب هذا الارتفاع 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.

وتـشيرـ مـعـظـمـ الأـدـبـيـاتـ المـالـيـةـ وـالـإـقـتصـادـيـةـ إـلـىـ أـنـ عـجـزـ المـواـزـنـةـ الـذـيـ يـحـدـثـ بـشـكـلـ عـامـ عـنـدـمـاـ يـكـونـ لـلـإـنـفـاقـ الـحـكـومـيـ مـضـاعـفـ نـمـوـ أـعـلـىـ بـكـثـيرـ مـنـ مـعـدـلـ نـمـوـ إـيـرـادـاتـ (Jadhar & Neelankavil, 2011, 83-99) (Osinub et al., 2010, 491-521).

ورغم اختلاف الأدبـياتـ الـإـقـتصـادـيـةـ وـالـمـالـيـةـ حولـ مـصـادـرـ تـموـيلـ عـجـزـ المـواـزـنـةـ، وـتأـثـيرـ كـلـ مـصـدرـ منـ مـصـادـرـ التـموـيلـ تـلـكـ عـلـىـ الـوـضـعـ الـإـقـتصـادـيـ بـصـورـةـ عـامـةـ وـفـيـ سـوقـ الـأـورـاقـ المـالـيـةـ بـصـورـةـ خـاصـةـ، فـإـنـهـ لـاـ تـرـجـعـ عـنـ ثـلـاثـةـ مـصـادـرـ، فـعـنـ اللـجوـءـ إـلـىـ الـبـنـكـ الـمـركـزـيـ لـتـموـيلـ عـجـزـ المـواـزـنـةـ، الـذـيـ يـتـخـذـ أـسـلـوبـيـنـ اـسـلـوبـيـاـ مـباـشـراـ يـتـجـسـدـ فـيـ قـيـامـ الـحـكـومـةـ بـطـلـبـ السـلـفـ الـنـقـدـيـ وـالـقـرـوـضـ مـنـ الـبـنـكـ، وـاسـلـوبـيـاـ غـيرـ مـباـشـرـ يـتـمـ مـنـ خـلـالـهـ اـصـدارـ الـحـكـومـةـ لـلـسـنـدـاتـ وـبـيـعـهـاـ لـلـبـنـكـ الـمـركـزـيـ (Khashnaw, 2019, 58-20), فـعـنـدـ تـموـيلـ عـجـزـ عنـ طـرـيقـ الـاصـدارـ الـنـقـدـيـ يـؤـديـ ذـلـكـ إـلـىـ زـيـادـةـ كـمـيـةـ الـنـقـدـ الـجـدـيـدةـ الـتـيـ تـضـافـ إـلـىـ الرـصـيدـ الـنـقـدـيـ تـقـولـ إـلـىـ الـدـوـلـةـ لـغـرـضـ اـسـتـعـمالـهـ فـيـ تـموـيلـ نـفـقـاتـ الـعـامـ الـتـيـ تـكـوـنـ أـكـبـرـ مـاـ حـصـلتـ عـلـيـهـ الـحـكـومـةـ مـنـ إـيـرـادـاتـ عـامـ (Munshid, 2004, 25). وـهـذـهـ التـغـيـيرـاتـ فـيـ عـرـضـ الـنـقـدـ عـادـةـ مـاـ تـرـتـبـتـ بـتـقـلـيـاتـ أـسـعـارـ الـأـسـهـمـ، كـمـ تـؤـثـرـ بـشـكـلـ مـباـشـرـ فـيـ سـوقـ الـأـسـهـمـ، وـغـيرـ مـباـشـرـ فـيـ سـوقـ الـسـنـدـاتـ عـنـ طـرـيقـ التـغـيـيرـ فـيـ مـعـدـلاتـ الـفـائـدـةـ، وـفـيـ كـثـيرـ مـنـ الـأـحـيـانـ يـتـوـقـعـ الـمـسـتـثـمـرـونـ زـيـادـةـ فـيـ عـوـائـدـ الـأـسـهـمـ بـعـدـ زـيـادـةـ الـمـعـروـضـ الـنـقـدـيـ (Choi&Yoon, 2015, 535-543). وـيـؤـكـدـ Tobin (1977) بـنـظـريـتـهـ الشـهـيرـةـ Q Theory بـوـجـودـ عـلـاقـةـ إـيجـابـيـةـ بـيـنـ عـرـضـ الـنـقـدـ وـسـعـرـ الـأـسـهـمـ، فـالـرـيـادةـ فـيـ عـرـضـ الـنـقـدـ يـمـكـنـ أـنـ يـؤـديـ إـلـىـ اـرـتـاقـ فـيـ أـسـعـارـ الـأـسـهـمـ، عـنـ طـرـيقـ مـاـ يـعـرـفـ بـأـثـرـ الـثـرـوـةـ، وـإـنـ آـلـيـةـ اـنـتـقالـ التـغـيـيرـ فـيـ عـرـضـ الـنـقـدـ إـلـىـ سـوقـ الـأـورـاقـ الـمـالـيـةـ وـإـلـىـ النـشـاطـ الـإـقـتصـادـيـ، يـتـمـ تـقـسـيـمـهـاـ بـأـنـمـوذـجـ الـمـحـفـظـةـ الـاستـثـمـارـيـةـ، فـعـندـ



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 بایجاد اثر الثروة، وسيؤدي إلى عدم توازن المحفظة المالية للمستثمرين، وذلك يؤدي إلى قيامهم بإعادة ترتيب الموجودات المالية لمحفظهم الاستثمارية، وهذا التعديل سيفضي إلى حدوث توازن جديد، يكون به تغير مستوى الأسعار للموجودات 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، بعده مؤشرًا يستطيع المستثمرون من خلاله تحديد القرارات الاستثمارية لغرض الوصول إلى التنوع الأفضل لمحفظتهم الاستثمارية (Yeh & Chi, 2009, 167-186). ويؤيد اقتصاديون وماليون أن التضخم يؤثر في حركة الأسهم والسنادات بشكل إيجابي، وأن العلاقة الإيجابية تظهر في أسعار الأسهم والسنادات للشركات التي تنتج سلعاً استهلاكية بشكل أكبر من الشركات التي تنتج سلعاً إنتاجية، ويكون السبب في ذلك في أن ارتفاع التضخم سيسمح في انخفاض مستوى دخول الأفراد الحقيقة، وللحافظة 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 الحقيقة، وتوجيهه هذه الأموال للاستثمار في سوق الأوراق المالية، ويمكن السبب في ذلك في أن أسعار الأسهم والسنادات تعكس القيمة الحقيقة 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 فان 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 انكماس 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 السنادات وإذونات الخزانة سينعكس على سعر الفائدة بالارتفاع، ورغم حاجة المصادر لسنادات الخزانة لغرض استثمار جزء من فائض مواردها وإدارة مخاطرها، فإن ذلك قد يؤدي إلى الضغط على الاستثمار الخاص، حيث ترتفع معدلات الفائدة من تكلفة الاقتراض، وبالتالي تقييد 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 إيداعها في القطاع المصرفي، وينعكس ذلك بالتأثير 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 فسيزيد نتيجة التوسيع في الائتمان المصرفي وارتفاع دخول الأفراد (Mousa, 2017, 919-962).

والزيادة في عرض النقود هذه تستعكس بصورة مباشرة على أسعار الأوراق المالية، الذي يظهر عادة عندما يجد الأفراد أنفسهم أمام سبولة أكبر مما هم بحاجة إليه لعرض تعاملاتهم اليومية، فينفقون تلك الأموال الفائضة في شراء الأسهم، وهو ما يعمد على ارتفاع أسعار تلك الأسهم وزيادة في عمليات التداول، مما يؤثر بالإيجاب على سوق الأوراق المالية، في حين تتعكس الزيادة في عرض النقد بشكل غير مباشر عن طريق الناتج المحلي الإجمالي، إذ يتربّط على تلك الزيادة ارتفاع الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، فينعكس في ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي ويسمّهم في زيادة الطلب على السلع ثم زيادة أرباح الشركات، وفي مقدمة الأرباح مما يحفز المستثمرين على شراء أسهم 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 بما بتخفيف 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 بتقليل 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 التوسيع في الطلب الكلي وفي المخزون السمعي 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 الأجنبية 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 فتختفي 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 انكمashية في الاقتصاد (Al Jubouri, 2015, 168-190)، فيسهم في انخفاض النمو الاقتصادي، وارتفاع معدلات البطالة الناتجة من هبوط مستوى التشغيل، بالإضافة إلى تراجع الطلب الاستهلاكي الناتج عن ذلك، وهو مايسهم في انخفاض المبيعات وانكمash ارباح الشركات المصدرة للاسم، 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 الأجنبية 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 الأجنبية، وعند قيام البنك المركزي بتنقييد العملة الأجنبية 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، مما يؤدي إلى جعل أسعار السلع المحلية أقل قدرة على منافسة السلع الأجنبية، 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 انكمash في الطلب على الأسهم، وهو ما يؤثر سلباً على سوق الأوراق المالية (Taha & Al Iraqi, 2019, 117-136).

#### • أهمية البحث.

في ضوء ما precedes، 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 لتقسر وتحل طبيعة ذلك الأثر في الدول عينة الدراسة.



### • مشكلة الدراسة.

يعد سوق الأوراق المالية من مكونات الاقتصاد القومي التي تؤثر وتنثر بمعظم المتغيرات الاقتصادية للدولة ومنها عجز الموازنة، وعليه فقد جاءت مشكلة الدراسة لتجسد بالسؤال التالي: ما طبيعة آلية 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، بالإضافة 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 اعتمد منهج الاقتصاد القياسي الحديث والمتمثلة بالبيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) ومن خلال منهجة الانحدار التجميعي (PRM) وأنموذج الأثر الثابت (FEM)، وأنموذج الأثر الشوائي (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 (الأردن، 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، فضلاً عن اعتماد بعض دول عينة الدراسة على الإيرادات الضريبية بنسبة كبيرة من الإيرادات العامة وباعتباره متغيراً أساسياً في الدراسة. كما أنها تميزت بكونها من البلدان المتبنية لبرامج الإصلاحات الاقتصادية، وانتهاجها سياسات مالية تهدف إلى استقرار النشاط الاقتصادي عن طريق التحكم في الإنفاق الحكومي وانخفاض عجز الموازنة وتشريع قوانين ضريبية تحد من التهرب الضريبي.



### بـ. الحدود الزمنية

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

### ١. مراجعة الادبيات ذات العلاقة

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

دراسة الموسوي وأخرون (2018)، "عنوان أثر عجز الموازنة الحكومية في مؤشرات التداول في سوق العراق للأوراق المالية" استخدمت الدراسة التحليل الوصفي الذي استند إلى استخدام اختبار الانحدار الخطي البسيط للمدة (2005-2016)، وأظهرت نتائجها أن 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 وكعنان (2020) بعنوان "أثر عجز الموازنة على مؤشرات الأسواق المالية" واستخدمت الدراسة اختبارات قياسية لغرض فحص استقرارية السلسل الزمنية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وفترات الابطاء، وكذلك اعتماد أسلوب جوهانسن للتكامل المشترك لغرض تحديد الأنماذج الأمثل وللفترة (1990-2019)، وتوصلت إلى أن 15% من التغيرات في مؤشر ناسداك ناجمة عن التغير في كل من عجز الموازنة والدين العام، بالإضافة إلى أنه لا يوجد أثر معنوي لعجز الموازنة على قيمة المؤشر في المدى القصير والطويل الأجل بينما يظهر الأثر الإيجابي للدين العام عليه.

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

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



وجود علاقة سلبية طويلة الأجل بين عجز الموازنة وأسعار الأسهم، ولا تظهر أي علاقة ذات أهمية في الأجل القصير.

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

### ثانياً: 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، فضلاً عن بعض المتغيرات الاقتصادية الضابطة الأخرى (المتغيرات المستقلة) وأثرها في أداء سوق الأوراق المالية ومؤشراته (المتغير المعتمد) لعينة من الدول العربية (البحرين، عمان، الأردن، تونس، المغرب، مصر، لبنان)، وباعتماد مايعرف بأسلوب 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 (الإيرادات الضريبية، النمو الاقتصادي، التضخم، عرض النقد، سعر الفائدة). بينما المتغيرات المعتمدة المتمثلة في (مؤشر السوق، معدل دوران الأسهم) تم الحصول عليها من التقارير السنوية لأسواق المال للدول عينة الدراسة وتقارير البنك الدولي وصندوق النقد العربي.

#### ٢. متغيرات الأنماذج:

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



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

التأثير المتوقع	الدراسات	المؤشر	المتغيرات	ت
+	Eyo (2016), Hu et al(2018) Adeleke & Oyeleke (2021)	الانفاق الحكومي / GDP	عجز الموازنة SP	١
-	الصمادي ومدي (2015)، فرات و القيزاني (2015)، كنان والجشي (2018)، Nwaogwugwn(2018)	GDP / الضرائب	الإيرادات الضريبية T	٢
-	Hsing (2013) , Eyo (2016) باش والقرشي (٢٠١٧)،	GDP / الدين العام	عجز الموازنة D	٣
+	صالح (2017) ، العراقي وطه (2019)، يونس وعماد الدين (2009)، بسيوني (2012)	معدل التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك	التضخم IF	٤
+	Prazak (2018)، العراقي (٢٠١٧)، صالح (٢٠١٧)، Acikalin et al (2016).	معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي	النمو الاقتصادي G	٥
+	Hu (2018)، العراقي (٢٠١٥)، خليل (٢٠١٧)	GDP/M2	عرض النقد M2	٦
-	بسيوني (٢٠١٢)، العراقي وطه (٢٠١٩).	سعر الفائدة على الودائع	سعر الفائدة R	٧

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

بـ. 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:

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

بـ. معدل دوران الأسهم % (TU): يعبر عن النسبة المئوية لتداول أسهم الشركات، ويستخدم في الغالب كمقاييس 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 والقرشي (2017)، البطاط (2017).

إشارة إلى ما نقدم، يمكن صياغة أنموذج التقدير على شكل داللين رياضية يتم الاستعانة بهم في بناء معادلتين قياسية تختلفان في متغيرهما المعتمد وتماثلان في متغيراتهما المستقلة، إذ تعكس المعادلة الأولى أثر



الإيرادات الضريبية والدين العام والإنفاق 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. منهجة تقدير الأنماذج:

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 تميز بقدرها على أن تجمع مابين خصائص البيانات المقطعة والسلسل الزمنية ذات الوقت. ويتم التعامل مع هذه الآثار الزمنية والمقطعة وفقاً لثلاثة نماذج:

##### أ. نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model) (PRM)

يعد نموذج الانحدار التجميعي من أبسط نماذج تحليل البيانات المزدوجة، إذ تكون فيه جميع المعلومات ثابتة ولجميع الفترات الزمنية أي يقوم الأنماذج باهتمال أي تأثير للزمن.

(Al Gamal,2012.266-285)

##### ب. نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) (FEM)

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

(Dabbagh,2020,78-79)

##### ت. نموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model) (REF)

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

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

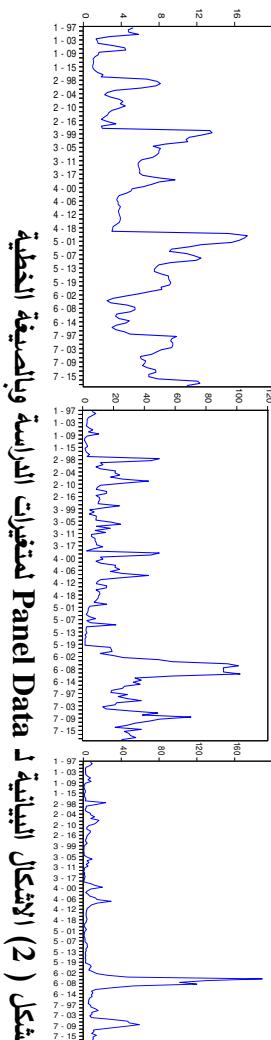
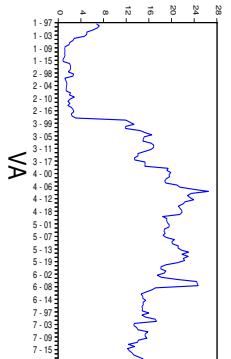
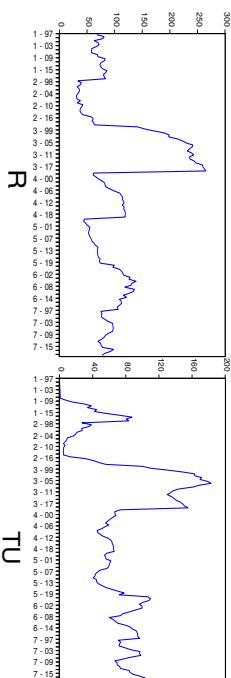
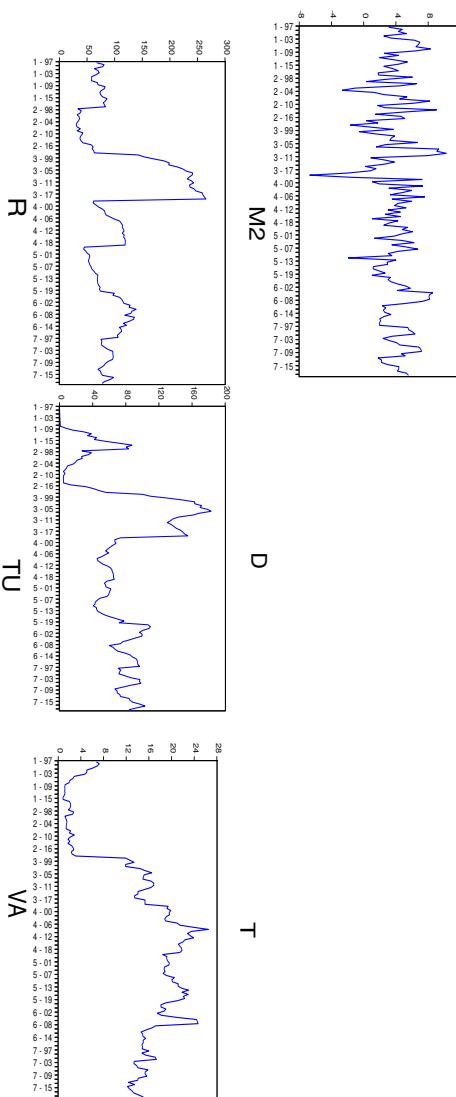
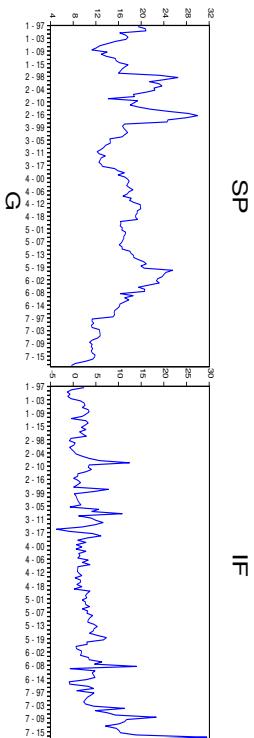


بوصفه الأنماذج المناسب في اختبار Fisher، يتم الاختيار بينه وبين أنماذج الأثر العشوائي (REM)، لغرض تحديد الأنماذج المناسب النهائي لبيانات الدراسة، ويتم ذلك من خلال اختبار Hausman (1978).

### ثالثاً: تقييم النماذج وتحليل النتائج:

للغرض الحصول على قيم كمية يمكن من خلالها تفسير وتحليل طبيعة واتجاه وحجم الأثر الذي يمكن أن تتركه المتغيرات المستقلة المتمثلة ببعض متغيرات السياسة المالية (الإنفاق 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، الأردن، 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 وللفترة (1997-2019) تبعد عن احتمالية اتهام اقیامها بالزييف والتضليل تم اعتماد اختبارات استقرارية البيانات المزدوجة الخاصة بمتغيرات الدراسة وبصيغتها الخطية، والتي عكستها الرسوم البيانية في الشكل (1)، للتأكد من عدم احتواها على جذر الوحدة، وباستخدام اختبار Levin-Lin-Chu (2002) وعنده 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 الا ٥٪ سواء بوجود حد ثابت او بوجود اتجاه زمني او عدم وجود حد ثابت واتجاه زمني، وعند إعادة الاختبار عند الفرق الأول ظهرت النتائج بعدم تجاوز قيم Prob. الا ٥٪ لمتغيرات الدراسة سابقة الذكر ، مما يدل على استقراريتها عند وجود حد ثابت او وجود اتجاه زمني أو بدونهما.



**الشكل (2) الاشكال البيانية لـ Panel Data لمتغيرات الخطية**

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

الجدول (2): نتائج اختبار Levin-Lin-Chu,2002 لاستقرارية بيانات الـ Panel Data

#### بعضيتها الخطية

Variables	Level		First Difference			
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
G	-2.12592	-1.59169	-2.33366	-13.9846	-10.6779	-9.3133
Prob.	0.0168	0.0557	0.0098	0.0000	0.0000	0.0000
IF	-0.9876	-2.17174	-3.26029	-17.2864	-12.6908	-9.65895
Prob.	0.1617	0.0149	0.0006	0.0000	0.0000	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 ما تقدم من معطيات، وبالاعتماد على نتائج اختبار Chow-Test (1960) والذي انعكس نتائجه في الجدول (3)، والتي تشير إلى ضرورة تفضيل أنموذج الأثر الثابت (FEM) على أنموذج الأثر التجمعي (PRM) بعد أن عكس الاختبار بعدم تجاوز قيمة Prob. حاجز لا 5%， معنويته الإحصائية وترجيحه لقبول فرضية عدم في تحليل البيانات المزدوجة لأنماذجين.

جدول (3): اختبار Chow-Test للأنمودجين

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
اختبار Chow-Test الأول VA للأنمودج			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.728	(6,150)	0.0000
Cross-section Chi-square	52.916	6	0.0000
اختبار Chow-Test الثاني TU للأنمودج			
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 Eviews 10

وبالاعتماد على اختبار Hausman والمعرفة نتائجه في الجدول (4)، لعرض المفضلة بين أنموذج الأثر الثابت (FEM) وأنموذج الأثر العشوائي (REM)، فقد تبين انخفاض قيمة Prob. عن لا 5% وهو مارجح



قبول فرضية عدم لأنموذج الأول و اختيار أنموذج الأثر الثابت (FEM)، و قبول الفرضية البديلة لأنموذج الثاني من خلال ارتفاع قيمة Prob. عن لا 5% الأمر الذي يدفع باتجاه اختيار منهجه الأثر العشوائي (REM).

#### الجدول (4): اختبار Hausman لأنموذجين

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
اختبار Hausman لأنموذج الأول				
Test Summary	Summary	Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random		4.832	4	0.3049
اختبار Hausman لأنموذج 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)، لأنموذج الأول القيمة الإجمالية للاسهم المتداولة (VA).

#### الجدول (5): نتائج تدريب اثر متغير السياسة الضريبية والمتغيرات الضابطة في مؤشر القيمة الإجمالية للاسهم المتداولة وفقاً 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	1.1 ..	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

ويتبين من الجدول (5) مايلي:

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



٢. توافق الأثر السلبي لمتغير الدين العام (D)، والأثر الإيجابي لمتغير التضخم (I)، وعرض النقد (M2)، والنمو الاقتصادي (G)، مع المنطق الاقتصادي والدراسات ذات الشأن والتي تشير إلى أن انخفاض الدين العام بمقابل واحد صحيح سيعمل على تغير مؤشر القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بمعامل 0.206. وبعكس اتجاه التغيير في الدين العام. في حين إن الارتفاع في مؤشرات التضخم، وعرض النقد، والنمو الاقتصادي وبمقابل واحد صحيح سي العمل على ارتفاع مؤشر القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة وبمعاملات بلغت (0.193، 1.100، 2.251) على التوالي، الأمر الذي يعكس مدى تغير مؤشر القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة عند تغير قيم هذه المتغيرات.
٣. فسر التغيير في متغيرات الدين العام (D)، والتضخم (IF)، وعرض النقد (M2)، والنمو الاقتصادي (G)، مانسبته 18.8388% من التغيير في متغير مؤشر القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة.
٤. فشلت المتغيرات الممثلة في الضرائب (T)، والإنفاق الحكومي (SP)، وسعر الفائدة (R)، في إثبات تأثيرها المعنوي في أنموذج مؤشر القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة للبلدان عينة الدراسة. واستكمالاً لما تقدم، تم الاعتماد على أنموذج الأثر العشوائي المعروضة نتائجه في الجدول (6) لأنموذج الثاني والمتمثل في مؤشر معدل دوران الأسهم (TU).
- الجدول (6): نتائج تقدير أثر متغيرات السياسة المالية والمتغيرات الضابطة في مؤشر معدل دوران الأسهم وفقاً لأنموذج الأثر العشوائي (REM)**

<b>Method:</b> Panel least squares (Cross-section random effects)				
<b>Dependent Variable:</b> TU				
<b>Sample:</b> 1977 2019				
<b>Periods included:</b> 23				
<b>Cross-sections included:</b> 7				
<b>Total panel (balanced) observations:</b> 161				
<b>Variable</b>	<b>Coefficient</b>	<b>Std. Error</b>	<b>t-Statistic</b>	<b>Prob.</b>
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
<b>Cross- section fixed (dummy variables)</b>				
<b>R-squared</b>	<b>0.173</b>	<b>F-statistic</b>	<b>8.214</b>	
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)، والإنفاق 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 الإيجابي 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 الإنفاق الحكومي (SP) مناقضاً للمنطق الاقتصادي، والذي اشار إلى أن انخفاض الإنفاق 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 سيؤدي في تغيير هيكل الطلب الكلي الذي يختلف بحسب التراحم بين إنفاق القطاع الخاص وإنفاق الحكومي، وماينتج عن ذلك من ضعف قدرة القطاع الخاص على الاستثمار نتيجة لأثر المازحة التي تنص على أن الزيادة في الإنفاق الحكومي ستؤدي في ارتفاع أسعار الفائدة والتي بدورها تؤثر سلباً في أداء سوق الأوراق المالية.

٥. جاء الأثر الإيجابي 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 أن المتغيرات (الدين العام، الضرائب، الإنفاق الحكومي، النمو الاقتصادي) قد أسممت 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.  
رابعاً: الخاتمة.

شكلت دراسة الأثر الذي يمكن أن تتركه عجز الموازنة على أداء سوق الأوراق المالية الهدف الأساسي للبحث، متخذًا من أسواق الأوراق المالية العربية انموذجًا وللفترة (1997-2019)، كأنموذج لغرض اثبات ذلك، إذ تم استعراض أهم النظريات والدراسات 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 الإجمالية للأسهم المتداولة ومؤشر معدل دوران الأسهم. إذ يجب على متخذى القرار لغرض تشيط 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.

### References

- 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*.
- Algammal, 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 Abdal-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.