

## تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية

مع الإشارة إلى سوق العراق

**The Objective Factors Which its affect on Financial markets with refer to Iraqi Market**

م.م محمود صالح عطية

كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة ديالى

**الملخص**

إن سوق الأوراق المالية يمثل العنصر الأساس في مكونات البناء المالي في أي نظام اقتصادي وان القطاع الخاص يمثل اللبنة الأولى في هذا البناء ، ولأنه مصدر التمويل المالي الأول (بالادخارات) للقطاع الأهلي الخاص ، والذي يلعب دوراً فاعلاً في القنوات الاستثمارية والتي من شأنها أن تنهض بمعدل النمو الاقتصادي وتحقيق الرفاه الاجتماعي ، وان هناك ثمة عوامل موضوعية لها تأثيراتها المباشرة وغير المباشرة في حركة مؤشرات الأسهم والسندات في الأسواق المالية ، وكذلك منطلق لجذب رؤوس الأموال والمدخرات ، وزيادة مشاركة أسهم الشركات المتداولة والمسجلة في هذا السوق أو ذاك من هذه العوامل ، أسعار الفائدة ، أسعار الصرف ، النشاط الاقتصادي ، الأزمات السياسية ، والاضطرابات والكوارث ، فضلاً عن الظروف النفسية للمستثمرين .

وقد قسم البحث إلى أربعة مباحث ، وكل مبحث إلى مطلبين أو ثلاثة مطالب تناول المبحث الأول تأثير عرض النقد بالمفهوم الضيق والواسع والأوسع ، ثم انصب المبحث الثاني على أدوات السياسة النقدية الأخرى ، وقد عالج المبحث الثالث تأثيرات العوامل المذكورة على سوق العراق للأوراق المالية ، وقد تضمن المبحث الرابع مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات .

## المقدمة

تعد أوضاع سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام في البلاد، واستقرار هذه الأسواق مقياساً لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة، ومن ثم تكون محاولة فهم تقلبات أسعار الأوراق المالية وعلاقتها بالعوامل الاقتصادية والمالية والنقدية والأزمات المالية، أي إن هناك ثمة عوامل ذاتية وعوامل موضوعية تلعب دوراً محورياً في تقلبات أسعار الأسهم والسندات لذلك سنتناول في هذا البحث تأثيرات العوامل الموضوعية (الخارجية) على الأسواق المالية، وقد قسم البحث على أربعة مباحث، تضمن المبحث الأول التعرف على أهم العوامل الأساسية التي تلعب دوراً مهماً في التأثير على الأسواق المالية، وتتناول المبحث الثاني تأثيرات كل من أسعار الفائدة، وأسعار الصرف والأزمات السياسية والمالية، وكان المبحث الثالث مخصص لدراسة العوامل المؤثر على سوق العراق للأوراق المالية .

## هدف البحث:-

يهدف البحث إلى إعطاء فكرة شاملة عن أهم الأسباب الموضوعية التي تؤثر على حركة الأسهم والسندات صعوداً ونزولاً في سوق الأوراق المالية، ومن ثم تكون منطلقاً لمعرفة تأثيرات هذه الأسباب على سوق العراق للأوراق المالية. فرضية البحث:- يتبنى البحث الفرضية الآتية " وجود عوامل خارجية لها تأثيراتها الايجابية والسلبية على أسواق المال ويتطلب معرفة هذه العوامل لاتخاذ الإجراءات اللازمة للحد من تأثيراتها السلبية، فضلاً عن تحديد أهم القنوات التي يمكن من خلالها انتقال آثار هذه العوامل إلى الأسواق المالية وخصوصاً سوق العراق " .

## منهجية البحث:-

اعتمد البحث على الأسلوب الوصفي في تحديد أهم المعضلات التي تؤثر على التعاملات في الأسواق المالية، ويعزز من ذلك استخدام الأشكال البيانية والجداول للوصول إلى الحقائق الموضوعية لتحقيق أهداف البحث.

## المبحث الأول

## عرض النقد

ليس هناك من يخفي طبيعة الجدل المستعر بين الباحثين من الاقتصاديين حول النقطة الجوهرية والمتمثلة في أي العناصر التي تؤلف عرض النقد ، ومما لا شك فيه إن الخلاف والجدل الدائر تطور لدرجة بالغة التعقيد بالشكل الذي لا يتسنى للمرء إدراك الحقيقة المنطقية للموضوع وبشكل واضح ، وهذا بالتأكيد يتطلب دراسة واضحة المعالم وشفافة في شتى المجالات المتعلقة به، وبالقدر الذي يعطي نتائج واقعية ومقنعة لذلك سنتناول عرضه على وفق الآتي:

المطلب الأول:- مفاهيم عرض النقد: والذي يتضمن الكتلة النقدية خارج الجهاز المصرفي والودائع الادخارية والجارية والودائع لدى المؤسسات المالية، والتي نوضحها على وفق الآتي:

### 1- عرض النقد بالمفهوم الضيق (M1) يمثل هذا النوع شكلاً من أشكال عرض

النقد وهو مجموعة وسائل الدفع المتداولة في البلد وخلال مدة زمنية معينة ويطلق عليها أحياناً (الكتلة النقدية) (1) والتي يحتفظ بها الأفراد والمشروعات والإدارة بشكل أرصدة نقدية ، وتمثل وسائل الدفع الفورية أمثال النقود الورقية والمعدنية والنقود المساعدة والودائع الجارية للقطاع الخاص لدى البنوك التجارية ويرمز لها (M1) وكانت سائدة حتى الخمسينات من القرن الماضي (2) . وتعبير آخر يمثل العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي .

(Currency in Circulation) مضافاً إليها الودائع الجارية ( الودائع تحت الطلب Demand Deposit ) والتي يمكن السحب عليها بواسطة الشيكات أو الصكوك، وقد تم استبعاد العملة المحتفظ بها داخل الجهاز المصرفي من مكونات عرض النقد بالمعنى الضيق، إلى جانب أن احتسابها يمكن أن يترتب عليه بعض المآخذ ، والودائع الجارية، وقد استخدم هذا المصطلح لأنه يمثل إجمالي كمية النقود المستخدمة للتداول ، وتم استبعاد الودائع الادخارية ( الودائع لأجل Time Deposit ) من عرض النقد بالمعنى الضيق (M1) نظراً لأنها لا تتمتع بالسيولة قياساً إلى العملة المتداولة من مؤسسات لها القدرة على خلقها كالبنوك المركزية والبنوك التجارية التي تخلق الودائع(3).

2- عرض النقد بالمفهوم الواسع (M2) يعرف عادةً بمصطلح السيولة المحلية والداخلية ويتخذ الرمز (M2) في الإحصاءات النقدية والدولية ، وهو مفهوم أوسع نسبياً من المفهوم الأول ويتناول إجمالي وسائل الدفع في مفهوم عرض النقد بالمفهوم الضيق (M1) مضافاً إليها الودائع الزمنية (ودائع الأجل Time Deposit) في المصارف التجارية أي يمكن اعتبار إن المفهوم الواسع M2 يتكون من M1 مضافاً إليها حسابات الادخار لدى مؤسسات الإيداع وأسهم صناديق النقد المشتركة وموازن صناديق سوق المال المتبادلة وحسابات ودائع سوق المال والودائع تحت الطلب والعملية في التداول، مضافاً إليها الودائع لأجل في المصارف التجارية(4).

3- عرض النقد بالمفهوم الأوسع (M3) يشمل في ظل هذا التعريف عرض النقد بالمعنى الواسع ( M2 )، أي السيولة المحلية مضافاً إليها الادخارات المودعة خارج المصارف التجارية ( أي لدى المؤسسات الادخارية وصناديق الادخار المشتركة )، ومثال هذه الودائع ( ودائع المستثمرين الزمنية Banks Investor Saving )، ومن الجدير بالذكر إن اغلب الاقتصاديين والباحثين يفضل التعامل مع المفهوم الضيق لعرض النقد (M1) لأنه يعمل على قصر صفة النقود على العملة والودائع الجارية لدى البنوك التجارية، فضلاً عن إن العرف الإحصائي لصندوق النقد الدولي و الجداول الإحصائية لعدد مهم من البنوك المركزية في العالم تتبع تحديد عرض النقد على الأساس المذكور أنفاً (5).

ولما كان المكون الأول لعرض النقد (M1) هو العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي، فإن هذه الكمية أو مقدارها تقع ضمن مسؤولية البنك المركزي بوصفه الجهة الوحيدة لإصدار العملة، كذلك يتحكم البنك المركزي ببقية أشكال عرض النقد من خلال أدواته الكمية والنوعية (6). بما يتلاءم وتطور النشاط الاقتصادي واستقراره، ولما كان نشاط الأسواق المالية جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي، فإن أي تغيير في عرض النقد سيكون له تأثيراته في هذه الأسواق، وبالقدر الذي يشجع أو

يثبط الجمهور على شراء أو بيع الأسهم والسندات على وفق الأدوات الكمية والنوعية لعرض النقد.

وان آثار انتقال ما يسمى بالصدمات النقدية\* إلى سوق الأوراق المالية أثار جدلاً واسعاً بين العديد من مدارس الفكر الاقتصادية، تركز حول نوع العلاقة التي تربط عرض النقد وأسعار الأوراق المالية من أسهم و سندات أو مشتقات مالية ، فضلاً عن الآلية التي يتم من خلالها انتقال أثر التغيير في عرض النقد إلى سوق الأوراق المالية.

إن أول من تصدى لحل عقدة الغموض التي تحيط هذه العلاقة من الباحثين والاقتصاديين . ( الاقتصاديان فريدمان وشوارتز (Friedman & chwartz) )، إذ توصلوا بعد إجراء عدد من الدراسات القياسية والإحصائية إلى وجود علاقة طردية موجبة تربط الكمية المعروضة من النقود بمستوى النشاط الاقتصادي.

بمعنى إن زيادة كمية النقود المعروضة ( على فرض ثبات المطلوب منها )، سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الأمر هذا يعني تشجيع المناخ الاستثماري، وسيؤدي بالضرورة إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة وسيؤدي إلى خلق الدخل التي عادة ما تنعكس على زيادة مستوى الطلب (7) ونظراً للتأثير الايجابي المحتمل لتلك الأحداث في أرباح منشآت الأعمال، فمن المرجح أن ارتفاع مستوى أسعار الأوراق المالية وبخاصة الأسهم العادية في السوق المالية هو المحصلة النهائية لزيادة عرض النقد

وقد شكك عدد من الاقتصاديين في التحليل السابق، ففي دراسة للاقتصادي كيران ( Keran )، لاحظ وجود علاقة عكسية تربط عرض النقد بأسعار الأوراق المالية، وفسر ذلك على أساس، انه إذا كان لزيادة عرض النقد تأثير ايجابي في أرباح المنشآت ( كما يرى فريدمان وشوارتز )، فان لها أيضاً تأثيراً سلبياً ناجم عن حدوث التضخم، الذي قد يؤدي في النهاية إلى زيادة الحد الأدنى للعائد\* الذي يطلبه

\* يقصد بالصدمة النقدية الزيادة الفجائية في وسائل الدفع (النقود بكل أشكالها) المتاحة في الاقتصاد.  
\* يتكون عائد السهم من : أ - مقسوم الأرباح للسهم الواحد، والذي يعبر عن تلك التدفقات النقدية الدورية التي تقرر إدارة الشركة توزيعها على حاملي الأسهم وفقاً لأرباحها وسيولتها.  
ب:- المكاسب الرأسمالية، وهي العوائد التي يجنيها مالك الأسهم نتيجة التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم الناجمة عن تغييرات العرض والطلب عليها.

المستثمرون على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم (8)، وكانت كلتا الدراستين السابقتين على حق، حيث فسرت كل دراسة منهما جزءاً من الحقيقة، فقد أجريت العديد من الدراسات على (فرضية فريدمان و شوارتز ) وعلى ( فرضية كيران ) وتوصل إلى أن زيادة عرض النقد يمكن أن يترك أثراً إيجابياً على أسعار الأسهم (فوق التأثير السلبي - الناجم عن ارتفاع معدل العائد على الاستثمار بسبب التضخم - فان عرض النقد يرتبط بعلاقة طردية مع أسعار الأسهم، وهو ما توصل إليه فريدمان وشوارتز، والعكس يصبح صحيحاً إذا ما اتضح إن لزيادة عرض النقد أثراً سلبياً - على عائد الاستثمار - يفوق الأثر الإيجابي في النشاط الاقتصادي ومن ثم في أسعار الأسهم، وهو ما توصل إليه الاقتصادي كيران .

هذا ويشير أدب الفكر الاقتصادي الخاص بالأسواق المالية إلى وجود أكثر من طريق لانتقال أثر التغيير في عرض النقد إلى سوق الأوراق المالية، بعبارة أخرى إن التغيير في عرض النقد يمكن أن يسبب تغيراً في أسعار الأسهم والسندات على نحو مباشر و غير مباشر وكالاتي (9):-

#### أ- الطريق المباشرة:-

إن التأثير المباشر يتم عن طريق قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقد ( ومع ثبات الطلب على النقد) فان الأفراد سيجدون أنفسهم أمام سيولة أكثر مما يحتاجون إليه لأغراض المعاملات المالية، فينفقون بعضاً من هذه الأموال الفائضة في شراء الأوراق المالية ومنها الأسهم، وبما أن عرض الأسهم ثابت في الأمد القصير، فان الطلب الفائض على الأسهم يولد حجم تداول كثيف ينعكس في ارتفاع أسعار الأسهم.

#### ب- بالطريق غير المباشرة:-

أما التأثير غير المباشر فيحصل عبر قناتين، القناة غير المباشرة الأولى تتم عبر سوق السندات، إذ أن زيادة عرض النقد تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة وبما أن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار السندات هي علاقة عكسية، فأن انخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع أسعار السندات ويعمل

ارتفاع أسعار السندات مباشرةً على انخفاض عوائدها، وحين يكون العائد على السندات اقل من العائد على الأسهم، فمن المحتمل أن ينخفض الإقبال على شراء السندات ويتحول مشتري السندات إلى سوق الأسهم، ونتيجة لتوسع الطلب على الأسهم يزداد حجم تداول الأسهم وترتفع أسعارها. في حين يمثل الانتقال عبر الناتج المحلي الإجمالي القناة غير المباشرة الثانية لتأثير عرض النقد في سوق الأوراق المالية، إذ أن زيادة عرض النقد تقود إلى انخفاض معدل الفائدة مما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري والإنفاق الاستهلاكي، الذي يعمل على زيادة الإنتاج وزيادة الدخل مما ينعكس في مستوى الطلب على منتجات الشركة والذي يعمل على زيادة أرباح الشركة وبالتالي ارتفاع الأرباح الموزعة على المساهمين، الأمر الذي يحفز المستثمرين والمدخرين على شراء الأسهم مما يؤدي بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار الأسهم (10)

إن النتيجة في الحالات الثلاث السابقة، سواء أكانت سلسلة السبب والنتيجة المباشرة ( من عرض النقد إلى أسعار الأسهم ) أم غير مباشرة ( عبر سوق السندات ونسبة العائد أو عبر الناتج المحلي الإجمالي )، هي نفسها وتتمثل في أن الزيادة في عرض النقد تقود إلى زيادة الطلب على الأسهم ثم إلى ارتفاع أسعارها.

#### المطلب الثاني: مستوى النشاط الاقتصادي *Level of Economic Activity*

إن أسعار الأوراق المالية لا تتحرك صعوداً وهبوطاً بشكل منعزل عن تحرك النشاط الاقتصادي، فقد أشارت عدد من الدراسات إلى أن أسعار الأوراق المالية (وبخاصة الأسهم) تتحرك بشكل متناسق ومنتظم مع حركة النشاط الاقتصادي، وبفواصل زمنية محددة ويرى كثير من الاقتصاديين والماليين إن استقرار الأسواق المالية وتأدية مهامها على النحو الأفضل يتوقف على استقرار النشاط الاقتصادي (11).

وقد حاولت بعض الدراسات إثبات هذه الحقيقة من خلال قياس العلاقة بين النشاط الاقتصادي ( ممثلاً بالناتج المحلي الإجمالي )، والأسواق المالية (ممثلةً بأسعار الأسهم والسندات) وقد جاءت النتائج مؤيدة لهذه الفرضية (12)، وتشير السلاسل الزمنية الخاصة بالناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product)، إلى أن النشاط

الاقتصادي لا ينمو بطريقة سلسلة ومتناسقة، بل يخضع إلى ما يسمى بالدورة الاقتصادية (Business cycle)، إذ يمكن عند تتبع الاتجاهات الاقتصادية إحصائياً، تشخيص أربع مراحل للتقلبات الاقتصادية (13).

1- مرحلة الركود أو الانكماش Recession في هذه المرحلة ينخفض الدخل الكلي والاستخدام التبادل التجاري ومستوى الاستثمار، وتستمر عادةً لمدة ستة أشهر أو أكثر. وتتصف هذه المرحلة بتقلص النشاط الاقتصادي في غالبية القطاعات الاقتصادية.

2- مرحلة الكساد Depression يصل النشاط الاقتصادي في هذه المرحلة إلى أدنى مستوى له، والذي يطلق عليه قاع الركود (Bottom of Recession) وبرز مثال على هذه الحالة ما تعرض له الاقتصاد العالمي خلال المدة (1929 - 1931).

3- مرحلة الانتعاش Recovery في هذه المرحلة يبدأ الإنتاج الكلي بالتزايد التدريجي، وعادة ما ترتفع معه الأرباح الكلية والاستخدام والأجور وأسعار الفائدة، وكلما اقتربت مرحلة الانتعاش من القمة تبدأ الأسعار بالارتفاع أيضاً.

4- مرحلة الازدهار Prosperity وتسمى كذلك بمرحلة الرواج الاقتصادي (Economic Boom)، تتميز هذه المرحلة بتزايد الإنتاج والأرباح بشكل سريع، وتنخفض فيها معدلات البطالة إلى أدنى مستوياتها فضلاً عن استغلال جميع الطاقات المتاحة، من خلال ما تقدم يمكن تعريف الدورة الاقتصادية بأنها تأرجح مجموع الناتج القومي والدخل والاستخدام، والتي تدوم لمدة تتراوح ما بين سنتين إلى عشر سنوات، وتتصف بتوسع معظم قطاعات الاقتصاد أو انكماشها (14)، وعن طرق الشكل أدناه نلاحظ أن الاقتصاد يبدأ من مرحلة الازدهار لينتقل بعد مدة (غير محددة) إلى حالة الانكماش والتي غالباً ما يتراجع فيها الناتج المحلي الإجمالي وترتفع فيها معدلات البطالة وصولاً إلى الركود الاقتصادي حيث تنهار فيه جميع المؤشرات الاقتصادية، وبعد ذلك يبدأ الاقتصاد باستعادة عافيته ضمن ما يسمى بالتوسع الاقتصادي The Economic Expansion

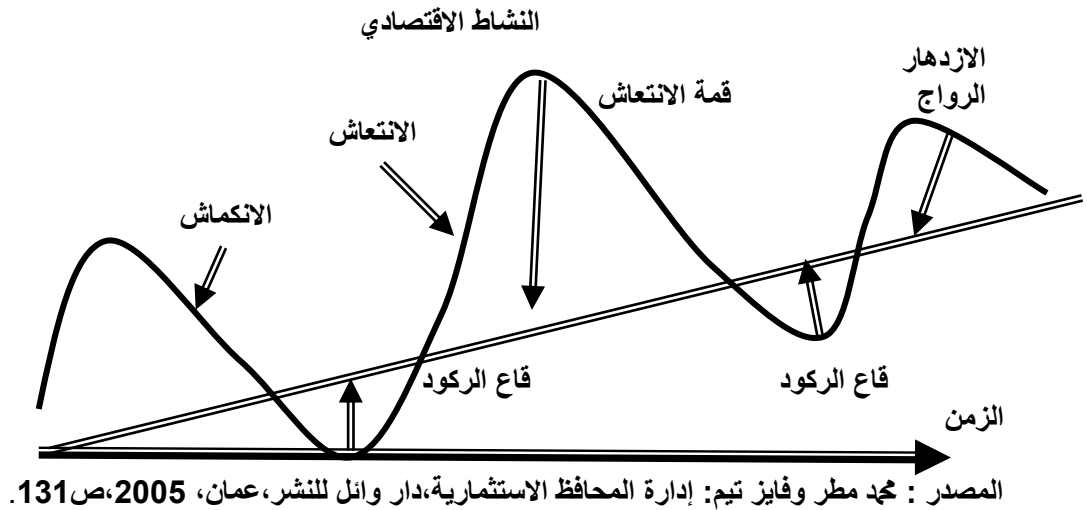
والشكل أدناه يوضح علاقة مراحل الدورة الاقتصادية وتأثيراتها على أسواق

المال .

شكل (1) مراحل الدورة الاقتصادية





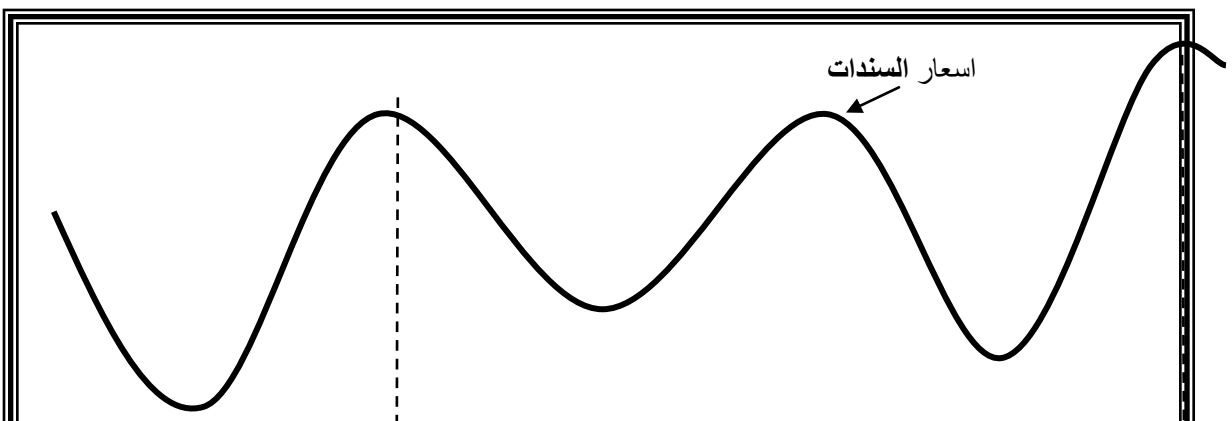


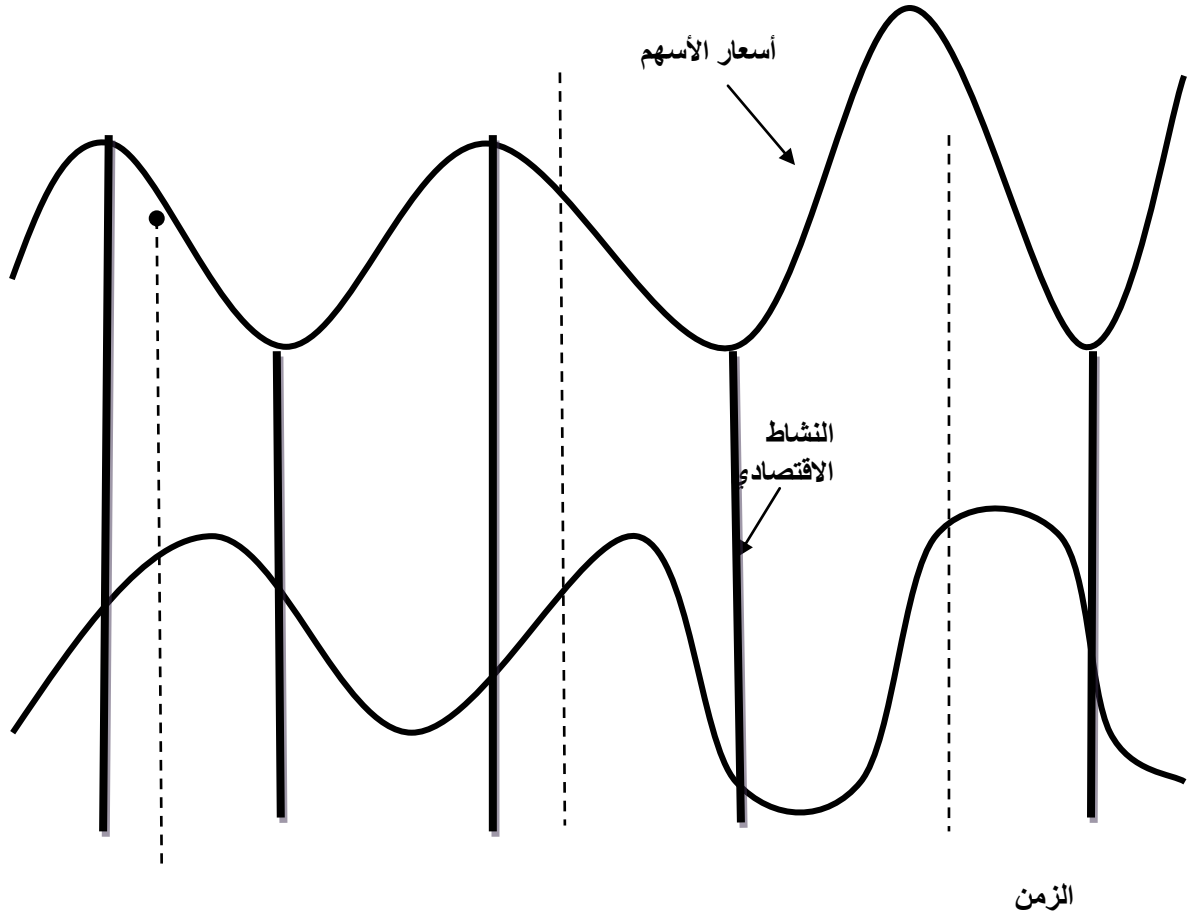
كونها مرآة عاكسة للنشاط الاقتصادي، فضلاً عما تحمله الدورة الاقتصادية بين مراحلها من تقلبات في متغيرات الاقتصاد الكلي، تتعكس بصورة مباشرة وغير مباشرة على أداء الأسواق المالية، إلا أن هذه التقلبات تتباين في تأثيرها في كل من الأسهم والسندات وان شكل (2) يوضح ذلك، نظراً لاختلاف طبيعة كل منهما، وعلى النحو الآتي (15):-

1. السندات *Bond* تنخفض أسعار السندات في مرحلة الانتعاش الاقتصادي بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، نظراً للعلاقة العكسية التي تربط أسعار السندات بأسعار الفائدة. وعلى العكس من ذلك، تميل أسعار السندات للارتفاع في أثناء مرحلة الكساد، وذلك لان أسعار الفائدة في أثناء هذه المرحلة تبدأ بالتراجع.

2- الأسهم *Stock* غالباً ما تتحرك أسعار الأسهم باتجاه معاكس لحركة أسعار السندات، إذ تصل أسعار الأسهم إلى أعلى مستوياتها قبيل وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش (الازدهار). وتنخفض أسعارها إلى أدنى مستوياتها قبيل وصول النشاط الاقتصادي إلى قاع الركود (الكساد)، وعلى هذا الأساس يجد المحللون الاقتصاديون والماليون أن حركة أسعار الأسهم مؤشراً مهماً للتنبؤ بالدورة الاقتصادية وبالتأكيد تلعب التوقعات والعوامل النفسية دوراً محورياً في تحليلات الاقتصاديين .

شكل (2) سلوك أسعار الأسهم و السندات في أثناء الدورة الاقتصادية  
الأسعار والنشاط الاقتصادي

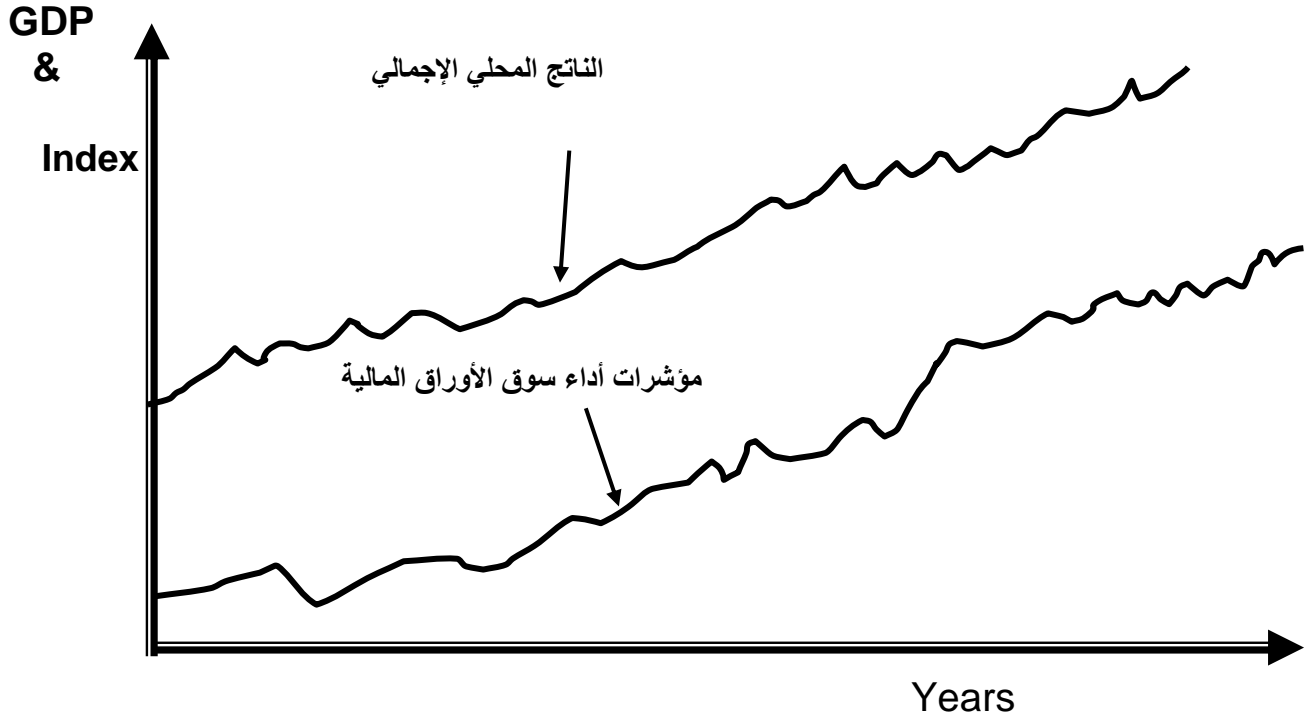




المصدر: محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 132. ويبين الشكل أعلاه سلوك أسعار الأسهم والسندات في أثناء الدورة الاقتصادية، إذ يلاحظ إن وصول أسعار الأسهم للقمة، يسبق وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش (الرواج)، كذلك فإن انخفاض أسعار الأسهم إلى أدنى مستوياتها يسبق وصول النشاط الاقتصادي إلى قاع الركود، وعلى العكس من ذلك تماماً فإن العائد على السندات يصل إلى أدنى مستوياته بينما يواصل النشاط الاقتصادي تقدمه تجاه قمة الانتعاش، ويرتفع العائد على السندات أثناء تدهور النشاط الاقتصادي وتراجعته نحو القاع.

وقد أثبتت بعض الدراسات، ما ذهبنا إليه من وجود ترابط ما بين مستوى أداء الأسواق المالية والتقلبات في النشاط الاقتصادي، فقد كشف تقرير لوزارة التجارة الأمريكية (16)، إن دراسة حركة الناتج المحلي الإجمالي ومستوى أسعار الأوراق المالية، خلال المدة ( 1956-1985 ) أفصحت عن وجود علاقة طردية بين المتغيرين خلال مدة الدراسة وكما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل (3)  
العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي  
ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية خلال المدة ( 1959-1985 )



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص216

ونرى أيضاً أن التقلبات في أسعار الأوراق المالية توازي تقريباً التغيرات الحاصلة في الناتج المحلي الإجمالي، مما يؤكد العلاقة الطردية التي تربط مؤشر أداء سوق الأوراق المالية بحالة النشاط الاقتصادي.

كذلك يرتبط نشاط السوق المالية بشكل عام بالنشاط الاقتصادي بسبب مقسوم إرباح الأسهم، إذ يؤدي الكساد إلى تراجع عام في النشاط الاقتصادي، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الطلب على إنتاج كل المنشآت وببطء حركة المبيعات أو تراجعها، وتميل الأرباح (Profit) إلى التناقص بشكل أسرع، بسبب ضرورة قيام المنشآت بتغطية تكاليفها الثابتة التي تلتزم بها (مثل فوائد الاقتراض) وهو ما يؤدي

إلى خفض هوامش الربح بدرجة حادة، وانخفاض مقسوم الأرباح ومن ثم انخفاض أسعار الأسهم تبعاً.

أما في حالة الازدهار الاقتصادي، فقد ينتج عن زيادة الطلب على السلع والخدمات التي تنتجها المنشآت والمؤسسات الإنتاجية والخدمية، زيادة في المبيعات والأرباح، وحتى المنشآت الضعيفة مالياً يمكن أن تشهد زيادة في المبيعات والأرباح، الأمر الذي ينعكس مباشرة في زيادة الطلب على أسهم الشركات بعد ارتفاع أرباحها (17).

كذلك يفسر عدد من الاقتصاديين العلاقة الموجبة بين النشاط الاقتصادي وارتفاع أسعار بعض الأوراق المالية (وبخاصة الأسهم)، على أساس أن نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، سيكون له اثر إيجابي في طلب الأسهم (18)، إذ أن زيادة الدخل الحقيقية للأفراد يساعدهم على ادخار كميات اكبر من الأموال، مما يدفع بهم إلى استثمار هذا الفائض ( الادخار ) النقدي في شراء الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها.

من جانب آخر يمكن أن تؤثر تقلبات النشاط الاقتصادي في نشاط سوق الأوراق المالية، إذا ما ترجمت نشاطات الشركات إلى أرباح أو خسائر، فقيم الأوراق المالية تترجم الفرق بين أسعار البيع وأسعار التكلفة، وعلى ذلك فإن القيمة السوقية للمشروعات المقيدة في سوق الأوراق المالية تتأثر أيضاً بمدى سلامة المركز المالي والاقتصادي لهذه المشروعات.

### المبحث الثاني

#### أدوات السياسة النقدية الأخرى

مما لا شك فيه إن الموضوع الأساسي والذي يمثل حجر الزاوية للسياسة النقدية هو عرض النقد بمفاهيمه الثلاثة، ومثلما أسلفنا فإن جذور المفهوم الأوسع لعرض النقد يرجع بالأساس إلى المساهمات العلمية الانكليزية والأميركية ويعدّ تقرير رادكلف Radcliffe Report المنشور في عام 1959 من أوائل الأبحاث ثم أعقبته أبحاث كل من Show Gurley بعنوان Money in a theory of finance عام 1960 (19) الأمر الذي يقودنا إلى البحث في العوامل الأخرى كسعر الفائدة وغيرها.

المطلب الأول: سعر الفائدة *Interest Rate*

يتباين مفهوم سعر الفائدة باختلاف الجهات المتعاملة فيه، فبالنسبة إلى الوحدات المقرضة يعد سعر الفائدة عائداً لها (Return)، وبالنسبة إلى الوحدات المقرضة فيعد تكلفة عليها (Cost).

أما بالنسبة إلى البنوك فإن سعر الفائدة يعدّ تكلفة عندما يدفع على الودائع المصرفية ويعد إيراداً حين تحصل عليه البنوك كفائدة مقابل القروض التي تمنحها. أما الأفراد الذين يحتفظون بمدخراتهم على شكل أرصدة نقدية فإن سعر الفائدة في هذه الحالة هو كلفة الفرصة البديلة (Opportunity Cost) أي مقدار التضحية التي يتحملها الأفراد نتيجة احتفاظهم بالثروة على شكل أرصدة نقدية (20)، وتلعب أسعار الفائدة في السوق المالية دوراً أساسياً في دورة النقد وبالتالي تساهم في توجيه الأموال عبر الوسطاء، من المدخرين إلى المقترضين. وعلى هذا الأساس يعد سعر الفائدة السوقي بمثابة المحرك الأساسي لآلية الأسواق المالية (21)، ويبرز تأثير أسعار الفائدة بشكل عام في سوق الأوراق المالية تحت أشكال متعددة يمكن إيجاز أهمها بالاتي (22).

أولاً - يعد سعر الفائدة عنصراً مهماً في نفقات المشروعات، وذلك لان المشروعات عادة ما تلجأ إلى الاقتراض في ظل غياب مواردها الذاتية المتاحة، وفي حال ارتفاع أسعار الفائدة فإن ذلك يزيد من التكاليف الكلية ومن ثم انخفاض مستوى الأرباح الكلية والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض مقسوم الأرباح الخاص بالأسهم وبالنتيجة انخفاض أسعارها.

ثانياً - إن أسعار الأوراق المالية تمثل القيمة الحالية لمال المستقبل (أرباح موزعة + قيمة الأصل في نهاية المدة) لذا فالقيمة المباشرة لها تتوقف على سعر الخصم أو العائد المتحقق، وهذا السعر هو بالطبع سعر الفائدة السائد في اللحظة نفسها والمتعلق بالتوظيف للمدة نفسها.

ثالثاً - يلعب سعر الفائدة دوراً بارزاً في الاختيار بين الأنواع المختلفة للتوظيفات التي يمكن أن يتجه إليها المستثمر، فالمدخرون الراغبون في توظيف أموالهم عليهم

المقارنة بين التوظيفات ذات العائد الثابت والمنخفض والمعروف مقدماً دون تحمل أي مخاطر، وبين تحمل المخاطر والحصول على عوائد مرتفعة ومتغيرة. هذا ويتباين تأثير سعر الفائدة من حيث القوة والاتجاه من أصل إلى آخر، وبحسب نوع الموجود المالي، ويمكن بحث هذا التأثير لكل من الأسهم و السندات من خلال الآتي:-

1-السندات *Bonds* ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة عكسية مع أسعار السندات باعتبار أن قيمة السند هي عبارة عن القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي تدره الورقة المالية خلال مدة الاستثمار. وبما أن سعر الفائدة السوقي هو عبارة عن معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذا تنخفض هذه القيمة حالما يرتفع سعر الفائدة السوقي وتنخفض بذلك قيمة السند في السوق أي يقل سعره (23). ويمكن توضيح العلاقة بين قيمة السندات وأسعار الفائدة بالمثل الآتي (24):

$$V = \frac{R}{r}$$

حيث أن

$$V = \text{قيمة السند أو سعر السند}$$

$$R = \text{العائد المحدد للسند بموجب الفائدة التي يحملها}$$

$$r = \text{سعر الفائدة في السوق}$$

فإذا كان سعر الفائدة في السوق (  $r$  ) يساوي سعر الفائدة الذي يحمله السند أي ( 5% ) مثلاً فان قيمة السند في السوق (  $V$  ) سوف تساوي قيمته الاسمية أي (100) دينار أي

$$V = \frac{5}{0,05} = 100$$

أما إذا ارتفع سعر الفائدة في السوق إلى ( 10% ) فان سعر السند سوف

$$V = \frac{5}{0,1} = 50$$

ينخفض إلى ( 50 ) دينار أي

والعكس صحيح، أي أن انخفاض سعر الفائدة في السوق إلى اقل من ( 5% ) يؤدي إلى ارتفاع سعر السند إلى أكثر من قيمته الاسمية، أي إلى أكثر من (100) دينار.

بالإضافة إلى ذلك فإن العلاقة العكسية بين تغيرات أسعار الفائدة والتغيرات الحاصلة في أسعار السندات يمكن أن تفسر بطريقة أخرى: إذ أن انخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض كلفة الائتمان، ثم زيادة الطلب على الائتمان عن طريق المصارف، الأمر الذي يقود إلى عدم توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل، أي قيام المستثمرين بإحلال المصارف التجارية محل الأسواق المالية، كقناة للتمويل، وهذا يعني انخفاض عرض السندات ثم ارتفاع أسعارها.

2- الأسهم Stock إن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم حظيت باهتمام العديد من الاقتصاديين، كونها احد العوامل الأساسية المؤثرة في سلوك أسعار الأسهم، ويمكن بيان أوجه العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم من خلال الآتي:-

أ- إن ارتفاع أسعار الفائدة والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع المصرفية، يشجع العديد من المستثمرين ببيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة، باعتبار أن إيداع أموالهم في البنوك التجارية وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار بالأسهم.

بعبارة أخرى إن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية تدفع المستثمرين إلى تغيير محافظهم الاستثمارية بطريقة تتلاءم مع معدلات الفائدة الخالية من المخاطر والتي تحققها الاستثمارات الأخرى، وبذلك يكون الأثر النهائي لارتفاع أسعار الفائدة هروب الأموال من سوق الأسهم وذهابها إلى المصارف التجارية والاستثمارات الأخرى (25).

ب- يقوم عدد كبير من المتعاملين بالأسهم بالاقتراض من البنوك التجارية أو من شركات الوساطة لأجل تمويل مشترياتهم من الأسهم، وعند ارتفاع أسعار الفائدة ترتفع تكلفة الاقتراض، وبالتالي ينخفض الطلب على القروض، وتنخفض الأموال

المخصصة لشراء الأسهم مما يخفض من الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها.

ج- إن ارتفاع أسعار الفائدة من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض مستوى الاستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية، مما يؤدي إلى انخفاض حجم المبيعات والأرباح، بالإضافة إلى إن أكثر الشركات تمول جزءاً من عملياتها بأموال مقترضة، وإن ارتفاع أسعار الفائدة يعمل على استنزاف جزء كبير من مواردها لتغطية الفوائد على تلك القروض. و يعمل كلا الأثرين على تخفيض مقسوم الأرباح وبالتالي انخفاض الطلب على الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها (26).

المطلب الثاني: سعر الصرف *Exchange Rate*

دخل سعر الصرف كمتغير اقتصادي مؤثر وفعال في حركة التدفقات النقدية والسلع والخدمات منذ نهاية الحرب العالمية الثانية، وبالتحديد بعد التوقيع على اتفاقية (بريتون وودز) عام 1944 والتي على ضوئها تم إنشاء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للأعمار والإنشاء، وإن الاقتصاد الدولي قد شهد العديد من التغيرات، كان في مقدمتها زيادة التعاون الاقتصادي الدولي، وبوجه خاص توطيد العلاقات النقدية والمالية الدولية، والتي أدت إلى تزايد حركة تدفقات رؤوس الأموال الدولية 0 و يعرف سعر الصرف بأنه ذلك السعر الذي يتم به تحويل إحدى العملات إلى عملة أخرى (27) أو هو سعر الوحدة من النقد الأجنبي معبراً عنها بوحدات من العملة الوطنية، فمثلاً إن سعر صرف الدولار الأمريكي، والجنيه الإسترليني يساوي تقريباً (1860، 1170) دينار عراقي لكل منهما .

وتبرز أهمية سعر الصرف بوصفه أحد العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية كونه احد محددات النشاط الاقتصادي، ولما كان نشاط السوق المالية جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي، فإن أي تقلب في أسعار الصرف سيجد صداه فوراً في هذه السوق.

إن حصيلة الدراسات الاقتصادية والقياسية التي تناولت العلاقة بين أسعار الصرف والأسواق المالية اتسمت بالندرة، بسبب تباين اثر سعر الصرف في



الأسواق المالية من بلد إلى آخر، فضلاً عن تعدد أنظمة الصرف المتبعة ودرجة التطور الاقتصادي والمالي والفلسفة الاقتصادية المتبعة، في هذا البلد أو ذاك. وقد وضحت عدد من الدراسات العلاقة التي تربط سوق الأوراق المالية بأسعار الصرف عن طريق حالتين فأما الأولى فإن انخفاض قيمة عملة بلد ما، من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية المحلية (كالأسهم)، أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب، مما يزيد من طلب المستثمرين الأجانب على الموجودات المحلية وتزداد سرعة تداول هذه الموجودات وترتفع أسعارها تبعاً (28).

من جانب آخر فإن انخفاض قيمة العملة للبلد المعني، يؤدي إلى دفع بعض المستثمرين المحليين، الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية، إلى التخلص منها والتوجه صوب الموجودات المالية الأخرى (كالأسهم) ومن ثم زيادة الطلب على هذه الموجودات وارتفاع أسعارها (29)، وبالطريقة نفسها يؤثر ارتفاع قيمة عملة هذا البلد باتجاه تخفيض الطلب على الموجودات المالية وبالتالي انخفاض أسعارها.

أما الحالة الثانية فإن انخفاض قيمة العملة لبلد ما، غالباً ما يؤدي إلى زيادة الصادرات وانخفاض الاستيراد، ومن شأن ذلك أن يزيد من القدرة التنافسية لشركات هذا البلد في السوق الدولية مما يدفع إلى زيادة الطلب على منتجات الشركات المحلية وبالتالي زيادة حجم الإنتاج، وارتفاع أرباح هذه الشركات، الأمر الذي سيؤثر إيجاباً في أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم (30)، غير أن تأثير أسعار الصرف في الشركات سيكون متبايناً، إذ يظهر بشكل ايجابي بالنسبة إلى الشركات ذات التوجهات التصديرية (31).

أما بالنسبة إلى الشركات التي تستخدم سلعاً مستوردة في عملياتها الإنتاجية، فإن تأثير قيمة العملة سيكون سلبياً فيها، لأنه يعني زيادة تكاليف إنتاجها، الأمر الذي يؤثر في مبيعاتها وأرباحها وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم العائدة لها.

نستنتج مما سبق، إن تأثير أسعار الصرف في سوق الأوراق المالية مؤكد لكنه يتباين من بلد إلى آخر، ومن قطاع إلى آخر داخل البلد الواحد، ومن شركة إلى أخرى داخل القطاع الواحد.

### المطلب الثالث

## التضخم والأزمات المالية والسياسية

يعد التضخم في الوقت الحاضر ظاهرة عالمية تمس حياة الناس في مختلف بلدان المعمورة مهما اختلفت أنظمتها السياسية، لكنها بدرجات متفاوتة، أما من الناحية التاريخية فقد مرّ الكثير من بلدان العالم بهذه الظاهرة، فروما القديمة في عهد الإمبراطورية Diocletian مرت بعد القرن الثاني الميلادي وفي الصين قبل أكثر من ألف عام وفي كلا من فرنسا وإسبانيا في القرنين السادس والسابع عشر وفي الولايات المتحدة خلال الحرب الأهلية وفي ألمانيا خلال الحرب العالمية الأولى (32)، أصبحت ظاهرة التضخم من أكثر الظواهر الاقتصادية و النقدية ارتباطاً بالاقتصاديات المعاصرة، سواء المتقدمة منها أو النامية وباختلاف مستويات نموها وتطورها الاقتصادي، ورغم أن التاريخ الاقتصادي حافل بمواضيع الغلاء وتزايد الأسعار، وخاصة تلك التي عانت منها المجتمعات الأوروبية (33)، إلا أن هذه الظاهرة أخذت تتنامى في أعقاب الحرب العالمية الثانية واشتدت حدتها منذ سبعينات القرن الماضي.

يعرف التضخم بأنه الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار (34)، والذي يعني بدوره انخفاض القوة الشرائية للنقود، ويعود سبب هذا الارتفاع، أما إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج أو إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات عن المعروض منها (35). ويعد تضخم الأسعار ذا أهمية كبيرة في سوق الأوراق المالية، كونه يتيح للمتعاملين في السوق التمييز بين العائد النقدي ( Nominal ) والعائد الحقيقي ( Real ). فالأفراد في العصر الحديث يتبادلون أشياءهم بالنقود، وفي حالة الاستثمار فإنهم يتبادلون نقوداً حالية بالنقود المستقبلية، كي تحقق فرقاً يسمى بالعائد النقدي، ولكن إذا كانت الأسعار تتغير، فإن العائد النقدي لا يمثل مقياساً جيداً للعائد الحقيقي، لذا كان التضخم مهماً في تحديد تقلبات أسعار الأسهم والسندات أيضاً، على اعتبار أن الاستثمارات ذات العائد الثابت (سندات، وودائع مصرفية) أكثر عرضة لهذا النوع من المخاطر، ذلك أن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للعائد على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد (36).

إن تحليل اثر التضخم النقدي في أداء سوق الأوراق المالية سنتناوله في السندات ومن ثم في الأسهم، نظرا لتباين هذا الأثر في كل منهما.

1- السندات ، من الأمور المعروفة في مجال الاستثمار المالي إن الأوراق المالية ذات العائد الثابت (كالسندات ) أكثر عرضة لمخاطر التضخم أو ما يعرف بمخاطر القوة الشرائية ( Purchase Power Risk ) ذلك إن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى ارتفاع معدلات الخصم، فتتخفض بذلك القيمة الحقيقية للاستثمار بسبب انخفاض قيمته الحالية، لذا يُنصح بعدم أفضلية الاستثمار بهذه الأدوات في ظل التضخم، إذ يلحق بها خطر تغير قيمة النقد بسبب ثبات العائد والأصل(37).

واجل حماية المستثمرين بالسندات من مخاطر التضخم، استحدثت الأسواق المالية في بداية الثمانينات من القرن الماضي، السندات ذات الفائدة المتغيرة أو المعمومة ( Variable Floating Interest Rates ) بقصد تأمين المستثمرين من مخاطر التضخم التي تتميز بها الاستثمارات ذات الدخل الثابت(38).

2- الأسهم ، حاول الاقتصاديون إثبات الفرضية القائلة بوجود علاقة طردية بين أسعار الأسهم والتضخم المتوقع، باعتبار إن ارتفاع معدلات التضخم وبداية فقدان النقود لقوتها الشرائية يدفع بالمستثمرين إلى حماية مدخراتهم من مخاطر تآكل القوة الشرائية، باستثمارها في شراء الأسهم فترتفع أسعارها.

من جانب آخر قدم عدد من الاقتصاديين تفسيراً آخر للعلاقة الطردية بين التضخم وارتفاع أسعار الأسهم، على أساس أن العديد من الشركات يؤدي الخزين السلعي فيها دوراً هاماً في تحديد مستوى الأرباح، ومن ثم يعني ارتفاع المستوى العام للأسعار، إمكانية بيع هذا الخزين بأسعار عالية مقارنةً بأسعار الكلفة، وهو ما ينعكس مباشرةً على مقسوم الأرباح ومن ثم على أسعار الأسهم(39)، لذلك أعتقد عدد كبير من الاقتصاديين بإمكانية استخدام الأسهم وسيلة تحوط ( Hedge )\* ضد مخاطر التضخم.

\* يقصد بمفهوم التحوط : الإجراء المتخذ بقصد (الحماية) من خسارة محتملة.

إذ يلاحظ قيام عدد كبير من الشركات\* بزيادة أسعار منتجاتها في أوقات التضخم، في الوقت الذي تبقى فيه العديد من الالتزامات ثابتة (مثل الإيجارات والفوائد ومقسوم الإرباح على الأسهم الممتازة )، لذلك فإن أي زيادة في الدخل الصافي ستذهب إلى حاملي الأسهم العادية لتعويضهم عن انخفاض القوة الشرائية لدخولهم جراء التضخم (40)، وإن التضخم على الرغم من تأثيره السلبي في القوة الشرائية للدخول، فإنه يمارس في الوقت ذاته تأثيراً إيجابياً، من خلال زيادة المبيعات وأرباح الشركات ومن ثم أسعار الأسهم وعوائدها، بشكل يفوق التأثير السلبي، مما يجعل في النهاية من الأسهم (وبخاصة العادية منها ) استثماراً ناجحاً في أوقات التضخم، وفي السبعينات من القرن الماضي، أظهر في الأدب الاقتصادي، عدداً من التفسيرات للعلاقة السلبية المحيرة بين أسعار الأسهم والتضخم. فقد قدم الاقتصادي فاما ( Fama ) آلية مختلفة لتفسير العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم تتلخص هذه الآلية في أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية ( النشاط الاقتصادي ) في حين يرتبط النشاط الاقتصادي بعلاقة عكسية مع التضخم الأمر الذي يجعل من التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية أيضاً (41).

أما فيما يخص الأزمات المالية والسياسية فإن أهم إسهامات الأدب الاقتصادي محاولة تحديد ماهية الأزمة وقد عرفت أنها حالة تمس الأسواق المالية وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة من البلدان، وتكمن خطورتها على اقتصاد البلدان لتخلق أزمة اقتصادية وقد يصاحبها انحصار القروض وأزمات السيولة النقدية وانخفاض الاستثمار وحالة الهلع والذعر والحذر في أسواق المال، وقد توالى الأزمات منذ الأزمة المالية الأولى أو ماتسمى بأزمة سندات الأجل في شباط (1637) بعد سنوات من المضاربة وانخفاض الأسعار المفاجئ في عموم أوروبا ثم تحولت إلى حالة الإفلاس، ثم أزمات القرن الثامن عشر (1720، 1797) والتي سميت أزمة الأسهم وأزمة البنوك إلى أزمات الألفية الثالثة (2000، 2001

\* من البديهي أن قدرة قطاع الشركات الصناعية ( خاصة الاحتكارية منها ) على زيادة أسعار منتجاتها تكون أكبر من قدرة الشركات التي تقدم الخدمات، نظراً لأن الأخيرة تكون مقيدة أو محددة من قبل الهيئات الحكومية.

،(2007) (42)، وقد ساعد الانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول واندماجها في منظومة التجارة العالمية، من انتشار هذه الأزمات وسهولة انتقالها من بلد إلى آخر.

وقد خلقت معظم هذه الأزمات أثراً واضحة في سلوك أسعار الأسهم والسندات خلال سنوات حدوثها، فالأحداث غير المتوقعة مثل الكساد العظيم والاثنين الأسود وأزمة جنوب شرق آسيا(43)، كانت تجد عدوى الأزمة صداها فوراً في مختلف أسواق المال العالمية.

وزاد اندماج الدول في الاقتصاد العالمي، عبر تبني سياسات الخصخصة والانفتاح والتحرير الاقتصادي والمالي في إطار اقتصاد العولمة ( Globalization Economy )، من إمكانية نقل الأزمات المالية والسياسية بين أسواق المال الدولية مع تنويع قنواتها، إن مراجعة أحداث الأزمات المالية العالمية يفصح عن إن انتكاس سوق الأوراق المالية كان القاسم المشترك لعدد من هذه الأزمات إضافة إلى ما يوفره الاندماج الاقتصادي العالمي من منافذ تزيد من سرعة انتشار وتأثير هذه الأزمات.

تعد كذلك الأسواق المالية ذات حساسية شديدة لمختلف الأحداث والتطورات السياسية ( مثل الحروب والاضطرابات وتغيير الحكومات ). فهي تتأثر بها و تتفاعل معها، بشكل مباشر أو غير مباشر، فاغلب التقلبات غير المتوقعة في أسواق المال العالمية كان وراؤها أزمات واضطرابات سياسية (44)، وقد أفصحت أحداث القرن العشرين عن بعض المتغيرات السياسية، التي غالباً ما تؤثر في نشاط الأسواق المالية وأسعارها واهم تلك المتغيرات هي (45):-

1- تعرض الأسواق المالية إلى خطر الاضطرابات السياسية والمظاهرات وما حدث في تونس ومصر بعد ثورات الشباب في كلا البلدين في مطلع العام الحالي(2011) والتي عملت على تعطيل الحركة الاقتصادية والتجارية، مما اثر سلباً في سوق الأوراق المالية في كلا البلدين .

2- تعرض بعض الحكومات، وخاصة النامية منها لانقلابات عسكرية، يصاب بسببها البلد بالشلل الكامل والتام لكافة النواحي الاقتصادية مما يؤدي إلى خلق خطر كبير يهدد كافة أنواع الاستثمار في البلاد.

3- اشتراك عدد من البلدان بالصراعات العسكرية (كالحروب) مما يثقل كاهلها بالالتزامات المالية ويخفض من قيمة عملتها أمام العملات الأجنبية الأخرى، الأمر الذي يضطر أصحاب رؤوس الأموال إلى تقادي الاستثمارات المحلية ونقل أموالهم خارج البلد، إلى حيث الاستقرار السياسي، ومن ابرز الحوادث السياسية، حوادث الاغتيال السياسي، فقد حدثت عمليات بيع هستيرية في سوق نيويورك، اثر تردد أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي جون كندي، مما اضطر المسئولون إلى إغلاق البورصة، وبيعت الأسهم آن ذاك بأسعار منخفضة جداً، وعندما فتحت البورصة أبوابها بعد يومين عادت أسعار الأسهم إلى حالتها الطبيعية (46).

### المبحث الثالث

#### العوامل المؤثر على سوق العراق للأوراق المالية

إن من أهم الثوابت التاريخية للنشاط النقدي والمصرفي ولادته في بلاد المشرق العربي وبالتحديد في المملكة البابلية بحدود (2000ق0م) ووجد في اورالمصرف (Eansir) والذي اتخذ من موانئ الخليج مركزا للتعامل التجاري، وفي بابل أقيم المصرف (Nebaahiddin)، (Egibi) والذي تخصص في عمليات التجار في المعادن النفيسة ، والأخر لتجارة الرقيق والنبذ (47)، إما في العصر الحديث فقد أسست مصارف عثمانية وبريطانية في بغداد عام (1890)، ثم توالى نشأت البنوك والمصارف الأهلية والحكومية إلى مطلع الخمسينات من القرن المنصرم ، الأمر الذي أدى إلى زيادة تنامي الموجودات والمطلوبات للبنوك وتزايد الاحتياطي النقدي، والتوسع الملحوظ في الائتمان (48) ولم يك هناك سوق للأوراق المالية إلا بعد الاحتلال الأمريكي للعراق عام

(2003)، إذ تأسست السوق المالية العراقية بقرار من سلطة الائتلاف وبالإمكانيات المحدودة وسنتناول في هذا المبحث التطورات الملحوظة لسوق العراق للاوراق المالية والعوامل المؤثرة فيه، وتجدر الاشارة إلى انه يشترك مع الأسواق المالية الناشئة بخصائص واحدة، منها ضيق السوق، والتركيز، والتذبذب في مؤشر السوق وعدم استقرار العائد، والتطور السريع، وارتفاع عوائد الاستثمار، وافتقار السوق للتنظيم (49).

### المطلب الأول

#### التطورات النقدية

لقد حققت السياسة النقدية التي اعتمدها البنك المركزي ومنذ صدور قانون البنك المركزي رقم 56 لسنة (2004) أهدافها في التصدي للتضخم وخفض المستوى العام للأسعار وصلا إلى تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي وقد شهد عام 2009 ارتفاعا بسيطا في معدل السيولة المحلية المتمثلة في عرض النقد بالمفهوم الواسع ليبلغ (1,30%) مقابل (29,5%) لعام (2008) في حين تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية مما اثر سلبا على المستوى العام للأسعار (50).

#### 1- عرض النقد والعوامل المؤثر فيه Money Supply and Contributing Factor

ازداد عرض النقد بمفهومه الضيق (M1) في نهاية العام (2009) إلى (37300) مليار دينار مقابل (28190) مليار دينار في نهاية (2008) أي بنسبة زيادة مقدارها (32,3%) وساهم صافي العملة في التداول في هذه الزيادة بنسبة (36%) فيما ساهمت الودائع الجارية بنسبة (64%) مما أدى إلى ارتفاع نسبة الودائع الجارية إلى عرض النقد من (34,4%) عام (2008) إلى (41,6%) عام (2009)، قائلها انخفاض العملة في التداول إلى عرض النقد إلى (58,4%) بعد ان كانت (65,6%) عام (2008).

أما عرض النقد بالمفهوم الواسع (M2) فقد ازداد من (34920) مليار دينار عام (2008) إلى (45438) عام (2009) أي بزيادة مقدارها (10518) مليار دولار كما مبين في الجدول أدناه .

#### جدول (1) يبين عرض النقد بالمفهومين M2, M1

2009.2008

عرض النقد M1	القيمة (2008)	القيمة (2009)	مقدار التغير	نسبة التغير %
--------------	---------------	---------------	--------------	---------------

مليار دولار	مليار دولار	مليار دولار	مليار دولار	
18	3283	21776	18493	صافي العملة في التداول
60	5827	15524	9697	الودائع الجارية
32	9110	37300	28190	المجموع = M1
/	7235	23662	16427	الودائع كجزء من M2
/	10518	45438	34920	عرض النقد بالمفهوم M2

المصدر: الجدول من إعداد الباحث على ضوء المعلومات من، البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي، 2009، ص 17 ص 55

2- العوامل المؤثرة في عرض النقد: الموازنة النقدية توضح في جانب الموجودات

الأثر الانكماشى للعوامل الخارجية المتمثلة برصيد صافي الموجودات الأجنبية البالغ (3898) مليار دولار في عام (2009)، أي نسبة انخفاض (6%) قياساً بالعام السابق ولتشكل ما نسبته (8,73%) من مجموع العوامل الانكماشية البالغ مقدارها (5281) مليار دينار قابلها الأثر التوسعي بارتفاع صافي مديونية الحكومة بمقدار (560) مليار دينار وديون القطاع الخاص والقطاعات الأخرى بمقدار (737) مليار دينار خلال العام (2009) مقارنة بالعام (2008) ليشكل الأثر التوسعي ما نسبته (9,3%)، (1,5%) على التوالي .

ويتضح في جانب المطلوبات غير النقدية الأثر الانكماشى لفقرة شبه النقد والبالغ (1383) مليا دولار وليشكل ما نسبته (2,26%) من مجموع العوامل الانكماشية، قابله الأثر التوسعي لكل من الودائع الحكومية والموازنة والتي شكل إثرهما التوسعي ما نسبته (3,43%) و(6,47%) على التوالي من مجموع العوامل التوسعية البالغة (14391) مليار دولار (51).

ومما تقدم يمكن استنتاج حقيقة إن هناك توسعا ملحوظا في عرض النقد بمفهومييه الضيق والواسع وارتفاع القاعدة النقدية في نهاية عام (2009) بنسبة (6,5%) لتبلغ (45270) مليار دولار مقابل (42859) مليار دينار عام (2008) ويعود ذلك إلى ارتفاع العملة خارج البنوك وبنسبة (8,17%)، وارتفع المضاعف النقد في نهاية عام



(2009) إلى (1%) وعن طريق الجدول (2) أدناه نسبة تطور العملة إلى الودائع والسيولة لدى المصارف.

جدول (2) نسبة تطور العملة إلى الودائع في عرض النقد الواسع M2 2006. 2010

2010.2009	2009.2008	2008.2007	2007.2006	السنوات النسبة المئوية
0,92	1,13	1,12	1,08	نسبة العملة /الودائع في عرض النقد M2
1,0	0,81	0,94	1,2	نسبة عرض النقد M2/القاعدة النقدية
0,55	0,11	0,22	0,32	نسبة الاحتياطي الفائض/الودائع
%22	%16	%14	%10	نسبة السيولة لدى المصارف

المصدر: الجدول من إعداد الباحث على ضوء البيانات من التقرير الاقتصادي، البنك المركزي العراقي، 2009، ص 104.106

### المطلب الثاني

#### سعر الفائدة وأسعار الصرف

لقد سجل الرقم القياسي لأسعار المستهلك انخفاضا وكذلك الحال بالنسبة إلى معدلات التضخم السنوي قد سجلت انخفاضا مقارنة بالسنوات السابقة، واستنادا إلى قواعد الاستقرار الاقتصادي والياتة التي تعتمد عليها السياسة النقدية، ومن هذا المنطلق سنبحث مؤشرات كل من سعر الفائدة وأسعار الصرف على وفق الآتي .:

1. أسعار الفائدة (Interest Rate)، لقد اعتمدت السياسة النقدية على آلية تحفيز النشاط الائتماني المؤازر لمستوى النمو الحقيقي في البلاد فقد قام البنك المركزي بخفض سعر الفائدة أربع مرات (من 15% سنويا" إلى 14% واعتبارا" من 2009/2/4 ثم تخفض إلى 11% وإلى 9% ولتصل إلى 7% سنويا" اعتبارا

من 2009/6/21 وبهذا يكون البنك قد خفض سعر الفائدة ثلاث عشرة نقطة من اعلي سعر له منذ بداية (2008) حيث كان (20%).

أما فيما يتصل بأسعار الفائدة علي الإيداع والائتمان المصرفي المعدل الموزون لأسعار الفائدة على ودائع التوفير لعام (2009) وصل إلى (5,9%) حيث كان بنسبة (8,8%) في عام (2008) أي انه انخفض بنسبة (32,9%) (52) ويمكن ملاحظة ذلك عن طريق الجدول أدناه.

جدول (3) معدلات أسعار الفائدة لدى المصارف العراقية  
(2010.2008)

المعدل السنوي	سعر فائدة البنك	التوفير لدى المصارف	الثابتة لدى المصارف	الائتمان لدى المصارف	معدل الإيداع المصرفي
2009.2008	%16,8	%8,8	%11,1	%17,4	%9,9
2010.2009	%8,8	%5,8	%8,2	%14,8	%7

المصدر: الجدول من إعداد الباحث على ضوء البيانات من التقرير الاقتصادي السنوي ، البنك المركزي العراقي ، 2009، ص70

من المؤكد أن مثل هذه السياسة النقدية التي يتبعها البنك المركزي ستؤدي إلى تحفيز أصحاب رؤوس الأموال والمدخرين على الاستثمار وسيكون بالضرورة لسوق العراق للأوراق المالية نصيب منها وكما أسلفنا .

2. أسعار الصرف (Exchange Rate) شهد العام (2009) استقراراً في أسعار صرف الدينار العراقي تجاه الدولار الأمريكي وبمعدل سعر بلغ (1170) دينار وهذا يعود للسياسة النقدية التي اتبعها البنك المركزي أداة لتحقيق الاستقرار في قيمة الدينار العراقي ، وقد ارتفع سعر صرف الدينار للدولار في مزاد البنك والسوق المحلية خلال عام (2009) بنسبة (2%) عن عام (2008) إذ تراوح سعر صرف الدينار تجاه الدولار في مزاد البنك ما بين (1170.1214) دينار لكل دولار وليستقر على سعر صرف (1170) للمدة بين (2010.2011) ، وعن طريق الجدول أدناه يمكن ملاحظة ذلك .

جدول (4) معدل سعر صرف الدينار العراقي

2010.2008

السنوات	معدل سعر الصرف في السوق	معدل سعر الصرف في المزاد
2008	1,203	1,192
2009	1,182	1,170
2010	1,170	1,170
معدل التغير	2-	2-

المصدر الجدول من إعداد الباحث على ضوء الأتي :

1. التقرير الاقتصادي السنوي, البنك المركزي العراقي, 2009, ص71

2. الإخبار الاقتصادية, الفضائية العراقية, العراقية, 2010/3/17

### المطلب الثالث

#### التطورات في سوق العراق للأوراق المالية

إن سوق العراق للأوراق المالية من الأسواق الحديثة وقد أسس بعد الاحتلال الأمريكي للعراق, وكان سوق متخلفا من حيث عدد الشركات المدرجة, والكفاءة الإدارية, ونظام العرض, وقد تعرض مؤشر السوق إلى تذبذبات حادة وبالخصوص بين الأعوام (2005.2007), وقد شهد عام (2008) تطورات عديدة انعكست على العديد من نشاطاته, إذ بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق (91) شركة مساهمة مقسمة الى (20) شركة مصرفية, (5) شركة تأمين, (9) شركة استثمار مالي, (12) شركة خدمية (28) شركة صناعية, (10) شركات سياحية, (7) شركات زراعية, فيما تم شطب إدراج (4) شركات, وهي بابل للإنتاج الحيواني, الإخاء للإنتاج الزراعي, بابل للإنتاج السينمائي, المأمون للتجارة العامة, وشهد العام (2009) من حيث عدد العقود, وحجم التداول والجدول أدناه يبين ذلك بالتفصيل.

جدول (5) مؤشر التداول لسوق العراق للأوراق المالية للعام (2010)

القطاع	الأسهم المتداولة مليار سهم	الأهمية النسبية	حجم التداول مليار دينار	الأهمية النسبية	عدد العقود	الأهمية النسبية	عدد الشركات المدرجة
المصارف	182,0	86,1	319,2	77,5	28004	56,8	21
الصناعي	17,6	8,3	29,9	7,3	10399	21,1	27
السياحي	1,7	0,8	42,6	10,3	7077	14,3	10
الخدمات	3,9	1,9	14,5	3,5	2673	5,4	10
الاستثمار	4,0	1,9	3,3	0,9	321	0,7	9
الزراعي	1,3	0,6	1,1	0,3	664	1,3	7
التأمين	0,8	0,4	1,0	0,2	201	0,4	5
المجموع	211,3	%100	411,8	%100	49339	%100	89

المصدر :- سوق العراق للأوراق المالية.

وبالمقارنة بالعام السابق ومن حيث عدد الجلسات فقد بلغت (152) جلسة إلى بداية العام (2010) فيما كانت في العام السابق (139) جلسة، وقد بلغت القيمة السوقية للأسهم المتداولة (3581) مليار دولار مقارنة ب(2353) مليار دولار في العام السابق، أما فيما يتصل بمؤشر أسعار الأسهم فقد سجل (100,89) نقطة في بداية العام (2010) وبالمقارنة بالعام السابق إذ سجل المؤشر (58,36) نقطة وبمعدل تغير سنوي قدره (72,82%) أما معدل التغير لعدد الأسهم المتداولة فقد بلغ (40,1%) بالمقارنة بالفترة السابقة (53).

مما تقدم نستنتج إن هناك جملة من العوامل السياسية والاقتصادية كانت وراء هذا التطور الملحوظ في سوق العراق للأوراق المالية الفتي، نذكر منها التحسن الأمني، السياسة النقدية والمالية الحكيمة فيما يتصلب عرض النقد وانحصار الآثار التضخمية، والثبات النسبي في العملة العراقية، وانخفاض معدلات الفائدة.

#### الاستنتاجات والتوصيات

#### أولاً:- الاستنتاجات

مما لا شك فيه إن هناك ثمة دروسا مستنبطة يستطيع الباحث التوصل إليها من خلال مساق البحث ورحلة التقصي بين آداب الفكر الاقتصادي وعلمائه وباحثيه الإجلاء، وضمن هذا الإطار نورد بعض الاستنتاجات وهي على وفق الآتي:

- 1- تؤثر العوامل الموضوعية (الخارجية) بشكل مباشر وغير مباشر في أداء الأسواق المالية، ولكن هذا التأثير متباين بين كل من (عرض النقد، وسعر الصرف، والنشاط الاقتصادي) بشكل ايجابي في سوق الأوراق المالية، ويكون كل من (سعر الفائدة والأزمات المالية والاقتصادية) تأثيراتها سلبية.
- 2- وجود حالات التلاعب والمضاربات والممارسات غير القانونية في الأسواق المالية من قبل كبار المتعاملين والسماسرة بقصد إيهام الانفراد وتزويدهم بمعلومات غير صحيحة لتوجيه الأسعار بالاتجاه الذي يخدم مصالحهم.
- 3- تمثل الأسواق المالية احدي المصادر الأساسية والمهمة لتجميع الثروة وإدارتها وتوجيهها، وفي الوقت نفسه تمثل مرآة عاكسة للنشاط الاقتصادي عامل مهم لتحفيز مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو مشاريع الاستثمار وسيؤدي بالضرورة إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي في البلد وخفض معدلات البطالة.

4- يمثل سوق العراق للأوراق المالية سوقا حديثا ومن الأسواق الناشئة وفي طور التطور والنمو، فانه يبقى بحاجة إلى الإدارة الكفؤة، والى تفعل دور المعلومات والشفافية، وقد لعبت السياسة المالية والنقدية دورا بارزا وبالخصوص في السنتين الأخيرتين في أداء هذا السوق .

5- إن السياسة النقدية للبنك المركز في خفض سعر الفائدة، وخفض سعر صرف الدينار العراقي، والذي أدى إلى خفض معدل التضخم، كان له المردود الايجابي على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية.

#### ثانيا:- التوصيات

- 1- ضرورة إنشاء مراكز استشارية نشطة وفعالة داخل السوق المالية تتيح للمستثمرين الاطلاع على المعلومات الوافرة والكاملة عن الشركات المدرجة

في السوق، وما الإجراءات التي تقوم بها السياسة النقدية والبنك المركزي بالتحديد.

- 2- لا بد من القيام بإجراءات تقييمه تقوم بها السلطات النقدية لتبيان المنافع والتأثيرات السلبية لقرارات السياسة النقدية على أداء الأسواق المالية .
- 3- التفكير الجدي من قبل السلطة التنفيذية للقيام بالإصلاح المالي وإعادة هيكلة المصارف بما يتلاءم ومتطلبات عصر العولمة .
- 4- تعميق الوعي الاستثماري لدى المستثمر العراقي والعربي والأجنبي من خلال الخطط المعدة سلفا والمبنية على الأسس العلمية لتشجيع الاستثمار، والذي يؤدي بالضرورة إلى تطوير أداء الأسواق المالية، وزيادة فاعليتها لخدمة الاقتصاد الوطني .
- 5- إصدار القواعد والضوابط والقوانين اللازم لتنظيم ورقابة سوق العراق للأوراق المالية ومراقبة حالات الغش والتلاعب والخداع التي يمارسها عدد من السماسرة وكبار المستثمرين على حساب باقي المتعاملين في السوق.
- 6- العمل على دعم كل الإجراءات الفنية المرتبطة بسوق العراق للأوراق المالية ورفع مستوى الإفصاح المحلي، وزيادة الشفافية فيما يتصل بالبيانات الخاصة بأداء الجهات المصدرة للأوراق المالية.

## Abstract

The analysis Of External Factors Affecting in the Security Market

With Refer to the Iraq's Stock Market

The security Market by its deferent system, basic element of the financing structure components in an economic systems, which are re-laid first of to all on private sector as the important role of these markets to mobilize domestic savings and steering them in an investment channels working to support the national economy and increasing the growth and welfare rates its individual

The research is divided to four sections ,and all of them is divided to two or three subdivided .the research dealt

with security market ,It was aiming to diagnose the important factors affecting in performance rather than discovering the effects ,which are left by economic variables such as money supply , interest rate ,exchange rate ,economic activity ,political disorder and inflation ,and the final section devoted to development of the Iraq security market and Influencing factors the research followed with several conclusions and Recommendations

### المصادر والمراجع

1. د. عوض فاضل إسماعيل، النقود والبنوك، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، بغداد، ص 111.114.
- 2-D, Wrightsman, an introduction to Monetary Theory and policy, the free Press Macmillan Co, Inc 3<sup>rd</sup> 1983
- 3- د. محمد صالح القرشي، النقود والبنوك، مكتبة الجامعة، عمان / الشارقة، ط2009، ص1، ص77.
4. د. عوض فاضل إسماعيل، النقود والبنوك، مصدر سبق ذكره ص111.
5. د. عوض فاضل إسماعيل، المصدر السابق، ص589.
6. د. منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعرفة، الإسكندرية، 1999، ص291.
7. د. منير ابراهيم الهندي، المصدر السابق، ص292.
8. د. منير إبراهيم الهندي، نفس المصدر السابق ص292.
- 9-Lawrence, and Ritter and William ,L, Silber, principles of money ,banking and Financial Market, Basic Book, Inc, Publishers, NY 1989, P546.
- 10-Lawrence, and Ritter, L, Silber, op, cit, p542
11. د. محمد علي العامري، السوق المالية انعكاس لطبيعية النشاط الاقتصادي، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، مجلد2، ع4، كلية الإدارة والاقتصاد

- جامعة بغداد، 1995، ص158.
12. محمود صالح عطية ،عولمة الأسواق المالية وتأثيراتها في البلدان النامية،رسالة ماجستير ،كلية الإدارة والاقتصاد ،الجامعة المستنصرية ، 2007،ص153.
13. عبد المنعم السيد علي ،ونزار سعد الدين ، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية ، دار الحامد للنشر ، 2003،ص175-178.
14. بول سامولسون ووليام نوردهاوس ،الاقتصاد،ترجمة هاشم عبداللة،الأهلية للنشر والتوزيع ،عمان، 2001،ص585 .
15. محمد مطر،وفائز تيم،ادارة المحافظ الاستثمارية ،دار وائل للنشر والتوزيع،عمان، 2005،ص130.
16. منيرابراهيم الهندي،الأوراق المالية وسوق رأس المال،مصدر سبق ذكره،ص216.
17. طارق عبد العال حماد،التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ،دار الجامعة للنشر، الإسكندرية ، 2000،ص10.
- 18-Abdullh ,Al-Batel,Macroeconomic,Determinants of stock prices in Saudi Arabia ,  
مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية ،جامعة الكويت ،ع1999،94،ص203.
19. د. عوض فاضل اسماعيل ،النقود والبنوك ،مصدر سبق ذكره ،ص115.
20. عبد المنعم السيد ونزار سعد الدين العيسى، اقتصاديات النقود ،مصدر سبق ذكره،ص298.
21. محمد مطر وفائز تيم ، مصدر سبق ذكره ،ص129.
22. أسامه محمد الغولي وزينب عوض اللة،اقتصاديات النقود والتمويل ،دار الجامعة الجديدة ،مصر، 2005،ص213.
23. محمد مطر وفائز تيم ،مصدر سبق ذكره ،ص45 .
24. عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين ، اقتصاديات النقود والبنوك ،مصدر سبق ذكره ،ص103.



25-Khalid ,A.Al-Bassam and Ebid. A.Al-Jahani,The Impact ,of some Major Economic Varibles on the Saudi Stock Market

25. مجلة آفاق اقتصادية ،مجلد 18، ع 70، الإمارات ،1997، ص12.

26. سلام عبدالجواد، واخرون، مدخل الى علم التمويل ،جامعة النجاح ،فلسطين ،1998، ص183.

27-Charles ,W.L,Hill,Global Business,MC Gram, Inc, USA, 2001,P260.

28. فاخر عبد الستار حيدر، تحليل العوامل الاقتصادية الكلية المؤثرة في تغيرات أسعار الأسهم ،اطروحة دكتورا،كلية الإدارة والاقتصاد ،جامعة بغداد، 1996، ص256.

29. بشير الزغبى ،تأثيرات العوامل الاقتصادية الكلية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان،مجلة دراسات العلوم الادارية ،مجلد 27، ع2،جامعة الاردن، 2000، ص327.

30. فاخر عبد الستار حيدر، مصدر سبق ذكره، ص.243

31. بشير الزغبى ،تأثيرات العوامل الاقتصادية الكلية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان ،مصدر سبق ذكره، ص257.

32-T.Mayer,J,S,Duesenberry,And R,Z,Aliber, Money, Banking and The economy, Norton 2<sup>nd</sup>,NY 1984,P326

33. ناظم محمد أشمري، ومحمد موسى، مدخل علم الاقتصاد ،ط3، دار زهران للنشر والتوزيع ،عمان، 2003، ص767.

34-Herbort,B,Mayo,Financial Institutions and Management ,7<sup>Th</sup>,Harcout college publishing ,USA, 2001 ,P263.

35- ج ، الكلي ،الاقتصاد الكلي ،النظرية السياسية ،ترجمة د.عطيه مهدي ، مطبعة جامعة الموصل ،1980، ص619

. فايز بن إبراهيم الحبيب ،مبادئ الاقتصاد الكلي ،ط4، مطابع الفرزدق التجارية،الرياض، 2000، ص407.

36. سلامه جواد واخرون ،مدخل الى علم التمويل ،ص178.

37. يسرى مهدي السامرائي، تحليل العوامل المؤثرة في بورصة الأوراق المالية وتقويمها من خلال الدراسات الاقتصادية، بيت الحكمة، بغداد، 2002، ص 356
38. خليل الشماع، الإدارة المالية، ط2، مطبعة الخلود، بغداد، 199، ص 77
39. نبيل مهدي الجنابي، العلاقة بين تقلبات أسعار الأسهم والتضخم والتوقعات في أسواق أسهم ناشئة، أطروحة دكتورا، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، 2005، ص 91.
40. سلام عبد الجواد وآخرون، مصدر سبق ذكره، ص 183.
41. فاخر عبد الستار، مصدر سبق ذكره، ص 236.
42. د. الداوي الشيخ، الأزمة المالية وانعكاساتها، جامعة الجنان، طرابلس، 2009، شبكة المعلومات الدولية .
43. محمود عبد الفضيل، العرب والتجربة الآسيوية، بيروت، مركز دراسات الوحدة العربية، 2000، ص 191.
44. يسرى مهدي السامرائي، تحليل العوامل المؤثرة في بورصة الأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 364.
45. جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر، عمان، 2002، ص 230.
46. سلام عبد الجواد وآخرون، مصدر سبق ذكره، ص 181.
- 47-Woodworth, the Money and Banking system ,McGram-HillBook Co, Inc, 1950, p68.
48. عبد المنعم السيد علي، التطور التاريخي للأنظمة النقدية في الأقطار العربية، صندوق النقد العربي، 1983، ص 56.
49. د. خليل الشماع، دراسة النظام المصرفي في العراق، مركز البحوث الإدارية والاقتصادية، جامعة بغداد، 1978، ص 145.148.
- . للمزيد انظر. مصرف الرافدين، دائرة الدراسات، قسم الإحصاء والأبحاث، بغداد، 1984، ص 11.

- 
- . فليح حسن خلف، الائتئمان المصرفي ودوره في الاقتصاد العراقي ،مطبعة الجامعة ،بغداد، 1977، ص6561.
50. التقرير الاقتصادي السنوي ، البنك المركزي العراقي ، 2009، ص17.15.
51. نفس المصدر السابق ، ص.17
52. البنك المركزي العراقي ، نفس المصدر السابق ، ص38..40
53. التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية ، 2010.