

تحليل العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الأسهم وبعض المتغيرات النقدية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)

أ.د. بتول مطر عبادي

طالبة الماجستير : هبة محمد عبد الزهرة

جامعة القادسية / كلية الادارة والاقتصاد / قسم العلوم المالية والمصرفية

2018م

1439هـ

المستخلص

يدرس هذا البحث العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الاسهم وبعض المتغيرات النقدية اذ استخدم نماذج قياسية لتحليل النموذج منها اختبار استقرارية لدكي فولر الموسع (ADF)، و اختبار سببية جرانجر، ونموذج (VAR) لقياس هذا التأثير بشكل كمّي ، على الفترة الزمنية ميدان البحث ببيانات ربع سنوية تغطي الفترة (2004-2016) واستنتج وجود علاقة سببيه بين المؤشر العام لأسعار الاسهم والمتغيرات النقدية (عرض النقد وسعر الفائدة وسعر الصرف) في العراق .

المقدمة

يعد موضوع الأسواق المالية من المواضيع الحديثة نسبياً وقد احتلت مكانة مهمة ومتباينة في اقتصادات دول العالم المتقدمة والنامية كما وقد حظيت بالاهتمام الكثير وذلك بسبب الدور المهم الذي تلعبه في الحياة الاقتصادية عن طريق مساهمتها في تحقيق النمو الاقتصادي وتنفيذ السياسات الاقتصادية، من خلال التأثير في سيولة السوق المحلي، ويكتسب المؤشر العام لأسعار الاسهم اهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية ، إذ يمكن ان يعطي تلميحات مهمة عن السوق الأمر الذي يساعد المستثمرين على تحديد قراراتهم الاستثمارية ، ويمكن استخدام المؤشر العام لأسعار الاسهم في معرفة التقسيم الحقيقي للاستثمارات فضلاً عن ذلك اصبحت المقارنة بين كفاءة الاسواق تتم من خلال هذه المؤشرات بصورة يومية والتي تعمل على نشر التطورات الطارئة على اسعار الاسهم الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن اوضاع استثماراتهم وبالتالي زيادة قدرتهم على توجيه اموالهم نحو الاسواق الاكثر كفاءة واستقراراً ، أن سوق العراق للأوراق كغيره من الأسواق العالمية يتأثر بتنوع العوامل والاحداث من داخل السوق وخارجها التي يكون عدد منها ذا تأثير إيجابي في أداء السوق ويكون عدد آخر ذا تأثير سلبي ،مما يسبب التقلبات في مؤشراتها ،وقد اصبح لمجموعة من العوامل تأثير كبير جدا يزيد عن العوامل الاخرى ، وللحد من

التقلبات في مؤشرات السوق ينبغي التعرف على العوامل المسببة لهذه التقلبات ، وعلى هذا الاساس اخذ موضوع المتغيرات النقدية يحظى بأهمية كبيرة بين محلي أسواق راس المال بوصفها أحد العوامل الخارجية المؤثرة في أداء أسواق راس المال .

اهمية البحث: يكتسب البحث اهميته من اظهار دور المؤشر العام لأسعار الاسهم في النمو والنشاط الاقتصادي، وبما أن أسواق رأس المال تعد جزءا مهما ومكملا للنشاط الاقتصادي كان لابد من دراسة أسواق رأس المال وتطور أدائها ، والتعرف الى ما تولده متغيرات السياسة النقدية من تأثيرات وانعكاسات على مؤشر أداء أسواق رأس المال بالقدر الذي يسهم في طرح معلومات جديدة ومهمة لعدد من الجهات المعنية بأسواق رأس المال ، من أجهزة حكومية ومستثمرين وباحثين في هذا المجال .

مشكلة البحث: تتمثل مشكلة البحث بالسؤال الاتي :هل هناك علاقة بين مؤشرات الأسواق المالية والمتغيرات النقدية ومنه تتفرع التساؤلات الآتية:

- 1- معرفة فيما اذا كان هناك علاقة بين المؤشر العام لأسعار الأسهم وعرض النقد.
- 2- معرفة فيما اذا كان هناك علاقة بين المؤشر العام لأسعار الأسهم وسعر الفائدة .
- 3- معرفة فيما اذا كان هناك بين المؤشر العام لأسعار الاسهم وسعر الصرف .

اهداف البحث : يسعى البحث الى تحديد جملة من الاهداف ,وهي:

- 1- التعرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم .
- 2- التعرف على المتغيرات النقدية ذات العلاقة بالمؤشر العام للاسهم .
- 3- قياس وتحليل اثر المتغيرات النقدية في المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية .

منهج البحث : اعتمد البحث المنهج الاستقرائي في تحليله للعلاقة بين المتغيرات النقدية والمؤشر العام لأسعار الاسهم ومن ثم تعزيزه بأسلوب القياس الكمي وذلك لمعرفة درجة تلك العلاقة وحجم التأثير الذي يتركه كل متغير من المتغيرات النقدية في مؤشر اداء الأسواق المالية في بلد العينة (العراق).

المبحث الاول:الاطار النظري لمؤشر العام لأسعار الاسهم والمتغيرات النقدية

مفهوم المؤشر العام لأسعار الاسهم : هو مؤشر احصائي يستخدم لقياس الاداء الكلي للسوق المالي الذي تم احتساب المؤشر له (الشبلي ، 2000، ص 148) ، والذي يتكون من معدل اسعار مجموعة من الاسهم نفترض انها تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق (جابر ،

2005 ، ص 215) ويكتسب المؤشر العام لاسعار الاسهم اهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية ، إذ يمكن ان يعطي تلميحات مهمة عن السوق الأمر الذي يساعد المستثمرين على تحديد قراراتهم الاستثمارية ، ويمكن استخدام المؤشر العام لاسعار الاسهم في معرفة التقسيم الحقيقي للاستثمارات فضلاً عن ذلك اصبحت المقارنة بين كفاءة الاسواق تتم من خلال هذه المؤشرات بصورة يومية والتي تعمل على نشر التطورات الطارئة على اسعار الاسهم الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن اوضاع استثماراتهم وبالتالي زيادة قدرتهم على توجيه اموالهم نحو الاسواق الأكثر كفاءة واستقراراً . (العاني ، 2002 ، ص 57)

2- اهمية المؤشر العام لاسعار الاسهم .

أ- يوفر المؤشر معلومات مفيدة لصانعي السياسات الاقتصادية بطريقتين :

1- من خلال استخدامه بوصفه اداة للتنبؤ بالنشاط الاقتصادي . (Thomas ، 2002 : 7)

إن مؤشر اسعار الاسهم يمكن ان يعطي تنبيه مسبق بحدوث انتعاش او انكماش اقتصادي ، أي انه يتجه نحو التغير (الارتفاع او الانخفاض) قبل حدوث تغير في النشاط الاقتصادي بعد شهور ويعد عندئذٍ من المؤشرات القيادية التي تساعد رجال الاعمال والاقتصاديين على التنبؤ بالنشاط الاقتصادي (التميمي ، 2004 ، ص 183) ، وهناك عدد من وجهات النظر التي تحاول تبرير استخدام المؤشر العام لاسعار الاسهم بوصفه قائداً للتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي ، تعتمد وجهة النظر الاولى على النموذج التقليدي لتحديد سعر السهم بوصفه القيمة الحالية للتدفقات النقدية ، فكلما ارتفعت توقعات الارباح ارتفعت اسعار الاسهم ، كما ان الانخفاض في الاسعار يمكن ان يحدث حتى لو لم يوجد توقع بانخفاض الارباح ، ليغدو من الممكن لسوق رأس المال في هذه الحالة ان يبعث بإشارات خاطئة عن مستقبل الوضع الاقتصادي العام . اما وجهة النظر الثانية لتسويق اعتماد اسعار الاسهم بوصفها قائداً للوضع الاقتصادي تعكس حالة الوضع العام فتتركز حول التأثيرات النفسية لتغيرات اسعار الاسهم ، إذ ترى ان اسعار الاسهم تتذبذب مع حالات التفاؤل والتشاؤم ، ذلك ان اسعار الاسهم تبدأ بالارتفاع عندما يشعر الافراد بأن الوضع الاقتصادي في حالة انتعاش مما يزيد من رغبتهم في الاستثمارات ذات المخاطر العالية كالأسهم ، وبذلك تصبح الموضوعية وليس ارباح الشركة هي المحرك الاساس لأسعار الاسهم وبما ان توقعات الارباح تتحدد كذلك بوضعية الثقة في السوق، فان النموذج التقليدي يضم في تحليله كذلك الوضعية النفسية للمستثمرين . (حنفي ، 2007 ، ص 187) .

2- من خلال استخدامه في قياس المخاطرة يمكن استخدام المؤشر في قياس المخاطر المنتظمة وهي مخاطر لها صفة العموم تصيب عوائد جميع الاوراق المالية نظراً لان مصدرها هو الظروف العامة سواء كانت اقتصادية أم سياسية ، ولا يمكن تجنب هذه المخاطر او تخفيضها بتنويع محفظة الاوراق المالية .

ب- اعطاء فكرة سريعة عن اداء محفظة الاوراق المالية : ان حركة الاسعار في السوق تسير في اتجاه واحد مما يدل على وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الاسعار التي تعكس حركة اسعار جميع الاسهم المتداولة في السوق ، ليتمكن

المستثمر بعد ذلك ان يعطي فكرة سريعة عن التغيير في عائد محفظة الاوراق المالية التي يمتلكها ايجابياً او سلبياً بمجرد مقارنته بالتغير الذي حدث بمؤشر السوق .

ج-الحكم على اداء المديرين المحترفين . إن المدير المحترف الذي يستخدم اساليب متقدمة في تنويع محفظة الاوراق المالية التي دائماً ما تكون بقيمة تمكنه من ذلك يتوقع منه تحقيق عائدٍ اعلى من متوسط عائد السوق ، ويمكن للمستثمر والجهة التي اسندت للمدير المحترف إدارة محفظتها ان تستخدم عائد احد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة بوصفه اساساً للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته المحفظة ، وينبغي ان لا تتركز المقارنة على العائد فحسب بل على المخاطرة كذلك التي يتعرض لها عائد المحفظة مقارنة بمخاطرة السوق التي يعكسها التقلب في عائد المؤشر .

المطلب الثاني : المتغيرات النقدية .

اولاً: عرض النقد : (Money Supply) : يعد عرض النقد أحد أدوات السياسة النقدية الفعالة و يعبر عن مجموع العملة في التداول خارج الجهاز المصرفي مضافاً إليه الودائع الجارية تحت الطلب مما يملكه القطاع الخاص اللامصرفي لدى المصارف التجارية ويطلق عليه (عرض النقد بمعناه الضيق ويرمز له M1) ، إذ يعتبر البنك المركزي المسؤول الوحيد عن عرض النقد فهو يؤثر ويتحكم فيه وبما يتلائم مع تطور النشاط الاقتصادي , وبما إن نشاط أسواق الأوراق المالية جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي فإن أي تغيير في عرض النقد سيكون له تأثير على هذه الأسواق ، أما ان تكون تأثيرات مباشرة عبر تغييرات العوائد عن طريق تغيير التدفقات النقدية المخصومة للشركة ، أو تأثيرات غير مباشرة عبر تأثيراتها في النشاط الاقتصادي الحقيقي الذي يظهر في المقابل على أنه من المحددات الرئيسية لأسعار الأسهم ومن ثم العوائد ، (habibullah ، 2000: 413) ومن خلال نموذج تسعير الأسهم الذي يعبر عن الأثرين والصيغة العامة لهذا النموذج كالآتي :

$$P_0 = \left[\sum_0^{\infty} (E_{te} \setminus I + it + rt)^t \right] \longrightarrow (7)$$

إذ أن :

P_0 = السعر الجاري (الحالي) للسهم .

It = معدل الفائدة الخالي من المخاطرة .

rt = مكافأة المخاطرة .

Ete = العوائد المتوقعة

T = الزمن

وطبقاً لهذه الصيغة فإن تغيرات عرض النقد تؤثر على عوائد الاسهم من خلال (أثر السيولة وأثر أسعار الأسهم ومكافأة المخاطرة)، فينعكس أثر السيولة على أسعار الفائدة ، لأن النقود تعتبر إحدى مكونات الحافطة الاستثمارية .

1- أما أثر الأسعار فتتأثر بعرض النقد من خلال التغير في الطلب الفعال على السلع والخدمات ، إذ أن عوائد الشركات واحدة من أكثر عناصر الدخل التي تستجيب للتغيرات الحاصلة في هذا الطلب ، أما فيما يخص مكافأة المخاطرة على الاسهم كونها أحد المكونات المهمة لمجموع الثروة ، وطالما أن التحركات في عوائد الاسهم تكون كبيرة فإن المستثمرين يطالبون بمكافأة مخاطر أعلى إذ كانوا يحتفظون بأسهم والتي تعد أكثر الاستثمارات المالية مخاطرة (وينتقل هذا الأثر عن طريق قناة العرض النقد على أسعار الأسهم وان التغيرات في أسعار الأسهم لا ترتبط بالتغيرات السابقة في عرض النقد ولكن عوائد الأسهم كانت مرتبطة بالتغيرات المستقبلية والجارية في عرض النقد وهذه النتيجة مع فرضية السوق الكفوة التي تؤكد على ان المعلومات السابقة ليس لها أهمية في نموذج التنبؤ بأسعار الأسهم . (Hampurger، 1992، 331)

ثانياً : سعر الفائدة : (Interest Rate) يتمثل سعر الفائدة ثمن التخلي عن النقود أو رأس المال، وتستخدمه الدولة أداة لضبط الأسواق وتوجيه النشاط الاقتصادي ،لذلك فإنه تغيراً طفيفاً في سعر الفائدة يؤثر في حركة رؤوس الأموال في الأسواق وتوجهات الاستثمار فيها، سواء كان مباشراً على شكل مشروعات أم غير مباشر في الأوراق المالية (هندي، 2004، ص67)، وفيما يتعلق بتأثير سعر الفائدة في أسواق الأوراق المالية تحت إشكال متعددة :

أ- إن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية تمثل القيمة الحالية للنقود فقيمتها تتوقف على سعر الخصم أو العائد المتوقع، وهذا السعر هو سعر الفائدة السائد في اللحظة نفسها والمتعلق بالتوظيف للمدة ذاتها.

ب- بعد دراسة عنصر مهماً في نفقات المشروع وذلك لان المشروعات عادةً تلجأ الى الاقتراض في ظل مواردها الذاتية المتاحة من الاحتياطيّات والإرباح المتراكمة وما تحوزه من أصول نقدية سائلة .

ج- يؤثر سعر الفائدة في الاستثمارات الخاصة في شركات الأعمال وبهذا فهي تؤثر في الإنفاق الكلي والإرباح والعوائد الموزعة على المساهمين .

د- يؤثر سعر الفائدة في تخصيص الأموال بين أسواق الأسهم فهي بذلك تؤثر في الطلب على الأسهم وأسعارها.

وان التغير في أسعار الأسهم في الأجل القصير ناتج من تغيرات أسعار الخصم وهذا بدوره يؤثر على القيمة السوقية للأسهم ، التي تعكس النقل الذي يضعه المستثمرون على الدخل المستقبلي للأسهم عند تحديد قيمة الأسهم (Bank & Marke : 2001) وهذا يعني أن البنك المركزي يستطيع أن يغير في مستويات واتجاه حركات أسعار الفائدة التي تنعكس سلباً على التدفقات النقدية للشركة فعند ارتفاع أسعار الفائدة بهدف إيداع الأموال بشكل ودائع مصرفية بأسعار عالية وإذا ما اتجه أكبر من هؤلاء لبيع أسهمهم فإن ذلك ينتج عنه عرض كثيف للأسهم فينخفض حجم التداول وانخفاض الأسعار الأسهم ومن ثم العوائد. وعلى العكس من ذلك في حالة انخفاض أسعار الفائدة فإن المستثمرين قد يجدون من الأفضل لهم أن يستخدموا الائتمان لانخفاض كلفته لزيادة استثماراتهم فالموارد المالية ذات كلفة أقل تميل إلى تفضيل الاستثمارات ذات رؤوس الأموال الكثيفة ونتيجة لاستخدام الائتمان والتوجيه نحو أسواق الأسهم ، يزداد الطلب ذلك إلى ارتفاع أسعار الأسهم وعوائدها. ومن ذلك يتضح ان هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وعوائد الأسهم فارتفاع أسعار الفائدة سيكون له تأثير سلبي على عوائد الأسهم من خلال تأثيرها بشكل مباشر على مستوى إرباح الشركات عن طريق ارتفاع تكلفة الإقراض من البنوك وهذه الزيادة تؤثر على قرارات المستثمرين في الاستثمار في الأسهم لان معظم الشركات تحول رأس مالها من القروض وارتفاع أسعار الفائدة سيزيد كلفة المعاملات في سوق الأسهم مما يؤدي انخفاض الطلب من ثم انخفاض الإرباح والعوائد وبالعكس . (Lee chain ، Ramin : 2004 : 54) .

ثالثاً. سعر الصرف : (Exchange Rate) أن التغيرات أسعار الصرف تؤثر من خلال قناتين (العرض والطلب الكليين)، في مستويات الأسعار الداخلية وفي المنافسة بين الشركات ، وفي ظل اقتصاديات مفتوحة ستؤثر تقلبات أسعار الصرف على الأنشطة الاقتصادية المحلية والدولية بسبب بتغيرات في أسعار النسبية للسلع المحلية والأجنبية ومن ثم تؤثر على الطلب المحلي والأجنبي على السلع من خلال التغير في قيمة العملة، بافتراض انخفاض قيمة العملة المحلية سوف يؤدي إلى زيادة صادرات هذه الدولة أي زيادة الطلب الخارجي على السلع المحلية فينعكس إلى زيادة الاستثمار في سوق الأسهم وبالتالي ارتفاع مستوى اسعار وعوائد الأسهم، وهذا يعني إن سوق الأسهم مرتبطة بشكل عكسي لتغيرات سعر الصرف ، وعلى العكس من ذلك عند ارتفاع قيمة العملة . (Ramin ، 2004 : 54) أذ تؤثر تحركات سعر الصرف على الطلب والعرض الكليين تنعكس على معدل التضخم والناتج، فعند إتباع سياسة نقدية انكماشية تؤدي الى انخفاض عرض النقد وبالتالي ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية مما يدفع رؤوس الأموال الأجنبية الى إيداعها في المصارف، وهذا بدوره يؤدي الى ارتفاع إجمالي الودائع في الجهاز المصرفي ويترتب على هذا

الأثر ارتفاع سعر الصرف الذي بدوره يؤثر على الاقتصاد عن طريق تأثيره على الأسعار ومن ثم على مراكز الاستثمار في أسواق المال، ومن ثم ارتفاع الاسعار و العوائد في سوق الأسهم . (Taylor، 1995: 12) .

المبحث الثاني : تحليل اداء وتطور المؤشر العام لأسعار الاسهم والمتغيرات النقدية في العراق

اولاً: اداء المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية : اتسم مؤشر اسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية بالتذبذب والتقلب وبحسب ما هو موضح في جدول (1) . إذ بلغت قيمة المؤشر (64.669) في عام (2004) وانخفضت هذه القيمة في عامي (2005) و (2006) لتصل الى (45.644) نقطة و (25.29) نقطة على التوالي ويرجع سبب الانخفاض الى تراجع اسعار النفط وانخفاض كميات تصديره وكذلك بسبب حدوث ازمة الاقتصاد العالمي ، وكذلك بسبب عدم الاستقرار الامني وتلكؤ اداء الكثير من الشركات المساهمة . وفي عام (2007) اخذ المؤشر العام بالارتفاع إذ اصبح (34.59) ويعود هذا الارتفاع الى تطبيق قانون الاستثمار رقم (13) لسنة 2006 والذي يسمح للمستثمرين غير العراقيين بالتداول في سوق العراق للأوراق المالية .(التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية ، 2007: 7) .

وكذلك بسبب تحسن الوضع الامني وعودة اسعار وكمية النفط المصدرة للارتفاع ، واستمر الارتفاع التدريجي في قيمة مؤشر اسعار الأسهم ليصل الى (136.03) في عام 2011 وبمعدل نمو (34،70) ويعكس هذا الارتفاع تحسن نشاط الاستثمار في الاوراق المالية . (التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي ، 2011: 36) . ومن ثم بدأت قيمة المؤشر بالانخفاض التدريجي خلال الاعوام (2012، 2013 ، 2014) لتصل قيمته الى (92) في عام (2014) ويعود سبب هذا الانخفاض الكبير في قيمة المؤشر الى تدهور الوضع الامني والسياسي والاقتصادي متمثلاً بالاعتداءات الارهابية التي شهدتها البلاد في هذا العام من قبل عصابات داعش وتراجع اسعار النفط عالمياً ، اما في عامي 2015 و 2016 ، فقد شهد انخفاضاً بمعدل نمو سالب (26.80) ليصل الى (730.560)

وفي عام 2016 الى (649.480) نقطة ويرجع سبب الانخفاض الى تدهور الاوضاع الامنية إذ دمر الارهاب الداعشي البنى التحتية والمكونات الرأسمالية المادية المنتجة الى جانب الدمار الذي لحقه بالإرث الحضاري والثقافي العراقي واصبح حجم السكان ممن هم تحت خط الفقر يقدر بنحو 30% في عموم العراق مع وجود مليوني نازح من المحافظات.

جدول (1)

مؤشر اسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية

السنة	المؤشر العام لأسعار الأسهم IS	معدل النمو %
2004	64.669	=
2005	45.644	(29.41)
2006	25.288	(44.59)
2007	34.590	36.77
2008	58.360	68.71
2009	100.86	72.82
2010	100.98	0.12
2011	136.03	34.70
2012	125.02	(8.09)
2013	113.15	(9.49)
2014	92.998	(18.7)
2015	730.560	(26.80)
2016	649.480	(36.08)

*من اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات سنوية من سوق العراق للأوراق المالية .

ثانيا: اداء المتغيرات النقدية في العراق

اولا: عرض النقد M2 : عرض النقد بالمفهوم الواسع (M₂) فقد اتسم بالارتفاع التدريجي ، ففي عام (2004) كان يبلغ (12254) مليون دينار وبعد ذلك وفي عام (2005) ارتفع الى (14684) وبمعدل نمو (19.8%) واستمر بالارتفاع التدريجي ليبلغ في عام (2014) ما يقارب (90728) مليون دينار وبمعدل نمو (3.5%) ، وفي عام (2015) انخفض ليبلغ (82595) وبمعدل نمو سالب (8.9%)، وكان معدل نموه السنوي المركب (18.7%) ، اما في عام 2016 فأرتفع الى (88067) ، ويتضح مما سبق ان الزيادة في عرض النقد جاءت نتيجة لعدة عوامل منها : زيادة رواتب موظفي الدولة والانفاق الاستثماري والانفاق العسكري وكذلك نتيجة استبدال العملة العراقية بعد صدور قانون البنك المركزي العراقي المرقم (56) في عام (2004) ورفع حجم الاحتياطيات الاجنبية للبنك المركزي العراقي

مقابل العملة العراقية من اجل الحفاظ على استقرار اسعار الصرف للدينار العراقي . (التقرير الاقتصادي السنوي لسنوات متفرقه).

ثانيا: سعر الفائدة : يعد البنك المركزي هو السلطة النقدية المسؤولة عن تحديد سعر الفائدة بالشكل الذي يتلاءم مع ظروف الاقتصاد, ففي أوقات التضخم يعمل البنك المركزي على دفع سعر الفائدة مرتفع على الودائع من أجل جذب مدخرات الأفراد وامتصاص أكبر قدر ممكن من السيولة وبالعكس في حالة الانكماش فان البنك المركزي يعمل على تقليل أسعار الفائدة من أجل التشجيع على منح الائتمان وتحريك الاقتصاد. (التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي، 2004: 15)

بدأ البنك المركزي العراقي يعتمد سعر فائدة البنك (سعر فائدة السياسة النقدية) في تاريخ 2005/1/26 بمعدل (6.33%) وكما موضح في الجدول رقم (2) الذي يوضح تطور معدلات الفائدة . ثم بعد ذلك قام البنك المركزي برفعة تدريجياً الى أن وصل أعلى مستوى له (20%) في عام (2007) وكان الهدف من ذلك هو تحفيز معدلات الفائدة في تأدية دورها في تعظيم مستويات الادخار والحفاظ على مستوى عوائد الإيداعات لدى المصارف , وكذلك منح السوق المالية إشارات قوية لتعديل معدلات الفائدة المعتمدة لديها وعلى نحو متناسب ومرغوب في الهيكل الزمني لمعدلات الفائدة في تعبئة الادخار , فضلا عن تأثيرها في معدلات السيولة المصرفية الأمر الذي يؤدي الى معدلات فائدة توازنه لتقلص الفجوة بين الاستثمار والعائد على الادخار التي بدورها تؤدي الى خفض التضخم والاستقرار النظام المالي وتشجيعا للنشاط الاقتصادي.

ثالثا : سعر الصرف : سعى البنك المركزي العراقي منذ تأسيسه الى تثبيت سعر الصرف الاجنبي امام الدينار العراقي إذ تم ربط الدينار العراقي بالدولار الامريكي ، وعلى الرغم من التعديلات التي اجريت خلال العقود الماضية على قيمة الدينار العراقي الا انها كانت ضمن حدود ضيقة إذ كان سعر الصرف الاجنبي امام الدينار العراقي ثابتاً طوال تلك العقود ، وادى ذلك الى تعدد اسعار الصرف في العراق وبلغت في مطلع الالفية الجديدة نحو عشرة اسعار مختلفة للصرف الاجنبي وفي الواقع ان المعاملات الحكومية كانت بموجب السعر الرسمي لكنه يبتعد عن قيمته الواقعية نتيجة لارتفاع معدلات التضخم التي شهدها العراق وهذا قد جعل الاقتصاد العراقي في حالة تعرف بالدولة للدينار العراقي تجاه الدولار الامريكي ، والجدول التالي يوضح تطور سعر الصرف الاجنبي خلال مدة الدراسة (2004-2016) .

فقد اتسم سعر الصرف خلال مدة الدراسة بالتذبذب ارتفاعاً وانخفاضاً ، ففي عام (2005) ارتفع سعر الصرف الى (1473) دينار وبنسبة ارتفاع (1.3) بعد ان كان (1454) دينار في عام (2004) ويعود السبب وراء الارتفاع هو انخفاض الطلب على الدولار بسبب اغلاق الحدود في ذلك العام وكذلك قيام البنك المركزي ببيع مبالغ على شكل نسب من الكميات المطلوبة في المزاد

، ففي عام (2007) انخفض سعر الصرف بشكل ملحوظ إذ بلغ (1266) دينار وبنسبة انخفاض (-14.3) ويعود سبب الانخفاض الى تحسن قيمة الدينار العراقي والاستقرار في الوضع الامني ، وقد انخفض سعر الصرف ووصل الى ادنى مستوى له في عام (2009) وبلغ (1183) دينار ، وبنسبة انخفاض (-1.9) ويعود سبب الانخفاض الى اتباع البنك المركزي سياسة نقدية متشددة من اجل رفع قيمة الدينار العراقي ، وكلما كان سعر صرف العملة منخفضاً دل ذلك على تحسن القوة الشرائية لهذه العملة وانخفاض المستوى العام للأسعار وزيادة صادرات البلد وانخفاض استيراداته.

جدول رقم (2) يوضح تطورات المتغيرات النقدية في العراق

السنوات	عرض النقد M2	سعر الفائدة للبنك المركزي R	سعر الصرف EX
2004	12254	لا يوجد	1454
2005	14684	6.33	1473
2006	21080	16	1477
2007	26956	20	1266
2008	34920	16.8	1206
2009	45438	7	1183
2010	60386	6	1187
2011	72178	6	1199
2012	75466	6	1234
2013	87679	6	1233
2014	90728	6	1218
2015	82595	6	1247
2016	88067	4.33	1275

*من اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات سنوية من البنك المركزي .

المبحث الثالث : تحليل وقياس العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الاسهم والمتغيرات النقدية

. 2016-2004

اولاً : توصيف وصياغة النموذج القياسي .

يعتمد نموذج (VAR) على دراسة التأثيرات الديناميكية بين المتغيرات النقدية والمؤشر العام لاسعار الأسهم من خلال اعتماد نموذج المؤشر العام لاسعار الأسهم (ISX) والمتغيرات النقدية، ويتضمن النموذج الصيغة الآتية:

$$ISX = M2 , R , EX$$

إذ إن :

ISX : المؤشر العام لاسعار الأسهم .

M2 : عرض النقد .

R : سعر الفائدة .

Ex : سعر الصرف .
 CPI : الرقم القياسي لاسعار المستهلك .
 والنموذج العام لمتجه الانحدار الذاتي يكون كالآتي :

$$\Delta Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} + \pi Y_{t-1} + BX + U_t \dots \dots \dots ()$$

إذ إن :

(Y_t) : متجه المتغيرات الداخلية .

(a₀) : متجه الحد الثابت (nx1) .

(Γ) : مصفوفة المعاملات التي تمثل المتغيرات الخارجية (n x n) .

ثانياً : توصيف بيانات النموذج .

تم تقدير النموذج في المدة (2004-2016) بيانات ربعية بواقع (49) مشاهدة ، ويوضح الجدول (3) نتائج وصف المتغيرات المستخدمة في النموذج محل الدراسة .

جدول (3)

نتائج وصف المتغيرات في النموذج للمدة (2004-2016) (بيانات ربعية)

M2	R	EX	ISX	
54414.20	8.469388	1267.796	192.1889	Mean
58453.00	6.000000	1222.000	100.9800	Median
90728.00	20.00000	1488.000	1000.560	Maximum
12254.00	4.000000	1178.000	25.28800	Minimum
28630.60	4.865277	101.7652	251.1839	Std. Dev.
-0.157919	1.487407	1.313772	1.981248	Skewness
1.431450	3.636937	3.231545	5.634419	Kurtosis
5.226874	18.89604	14.20510	46.22648	Jarque-Bera
0.073282	0.000079	0.000823	0.000000	Probability
2666296.	415.0000	62122.00	9417.255	Sum
3.93E+10	1136.204	497096.0	3028482.	Sum Sq. Dev.
49	49	49	49	Observations

المصدر : نتائج البرنامج الاحصائي .

يوضح الجدول اعلاه ان المؤشر العام لاسعار الأسهم كانت اعلى قيمة له (1000.560) نقطة خلال الربع الثاني من عام (2015) وادنى قيمة له (25.288) نقطة في الربع الرابع من عام (2006) ، وكان متوسطه الحسابي (192.1889) ، والوسيط (100.98) ، والانحراف المعياري (251.1839) ، اما سعر الصرف (EX) بلغت اعلى قيمة له (1488)

نقطة في الربع الثالث من عام (2006) وادنى قيمة له (1178) نقطة في الربع الاول من عام (2009) ، ومتوسطه الحسابي (1267.796) ، والوسيط (1222.00) ، والانحراف المعياري له (101.7652) ، ومعدل الفائدة (R) فقد بلغت اعلى قيمة له (20) نقطة خلال السنة (2007) وادنى قيمة له (4) نقطة خلال السنة (2016) ، اما متوسطه الحسابي (8.469388) ، والوسيط (6.00) ، والانحراف المعياري له (4.865277) ، بينما عرض النقد (M2) بلغ اعلى قيمة له (90728) نقطة خلال الربع الرابع من عام (2014) وادنى قيمة له (12254) نقطة خلال الربع الرابع من عام (2004) ، ومتوسطه الحسابي (54414.2) ، والوسيط (58453) ، والانحراف المعياري (28630.6).

ثالثا : اختبار جذر الوحدة:

يوضح الجدول (4) النتائج الاحصائية التي تم الحصول عليها من خلال تطبيق اختبار (ADF) عند المستوى (level) وعند الفروق الاولى (Differences1) ، والقيمة الحرجة وعند مستوى معنوية (1%) ، (5%) ، (10%) ، وكان سكون المتغيرات عند الفروق الاولى بقاطع واتجاه زمني .

جدول (4)

نتائج اختبار (ADF) الجذر الوحدة للمتغيرات المدروسة للمدة (2016-2004)

Variable	Level	1 st Difference	Test Critical value		
	ADF test	ADF test	1%	5%	10%
M2	- 0.988710	- 6.134725***	- 3.577723	- 2.925169	- 2.600658
R	- 0.980034	- 4.181552***	- 2.615093	- 1.947975	- 1.612408
Ex	- 3.606355	- 5.771324***	- 4.170583	- 3.510740	- 3.185512
ISX	- 1.345258	- 5.897495***	- 2.615093	- 1.947975	- 1.612408

المصدر : نتائج البرنامج الاحصائي .

* : مستوى معنوية 1% .

** : مستوى معنوية 5% .

*** : مستوى معنوية 10% .

يتضح من الجدول (9) ان السلاسل الزمنية للمتغيرات (M2 ، R ، EX ، ISX) غير ساكنة في المستوى، إذ كانت جميع القيم المقدره لها اقل سالبيه من القيم الجدولية مما يعني قبول فرضية عدم القائله بعدم سكون المتغيرات في مستوياتها اي احتوائها على جذر الوحدة ، وعند اخذ الفروق الاولى يتضح لنا ان القيمة المقدره للمتغير (M2) والبالغة (-6.134725)

اقل سالبية من القيمة الجدولية البالغة (-3.577723) وعند مستوى معنوية (1%) ، وكانت القيمة المقدرة للمتغير (R) (-4.181552) اقل سالبية من القيمة الجدولية (-2.615093) وعند مستوى معنوية (1%) ، بينما القيمة المقدرة للمتغير (EX) والتي تبلغ (-5.771324) اقل سالبية من القيمة الجدولية (-4.170583) وعند مستوى معنوية (1%) ، وكانت القيمة المقدرة للمتغير (ISX) التي تبلغ (-5.897495) اقل سالبية من القيمة الجدولية (-2.615093) وعند مستوى معنوية (1%) ، مما يعني قبول الفرضية البديلة القائلة بسكون المتغيرات في فروقها الاولى ، أي انها متكاملة من الدرجة الاولى . (I~1) .

رابعاً : اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ وسببية (Granger) .

المؤشر العام لاسعار الأسهم (ISX) .

أ- اختبار التكامل المشترك (Cointegration test) .

تعتمد طريقة (Johanson) لتقدير متجه التكامل على نوعين من الاختبارات (اختبار الاثر Trace ، واختبار القيمة العظمى (Maximum Eigenvalue) حيث يوضح الجدول (10) للاختبارات القيمة المحسوبة لنسبة الاثر (trace) البالغة (59.90107) اكبر من القيمة الحرجة المقابلة (54.07904) وبمستوى معنوية (5%) ، مما يعني رفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود أي متجه للتكامل المشترك ، ويلاحظ من النتائج المتضمنة في الجدول وجود اربع متجهات للتكامل المشترك .

الجدول (3)

نتائج اختبار التكامل المشترك لنموذج المؤشر العام لاسعار الأسهم (ISX) والمتغيرات النقدية (الاثر) خلال مدة الدراسة (2004-2016)

Date: 04/10/18 Time: 23:56				
Sample (adjusted): 3 49				
Included observations: 47 after adjustments				
Trend assumption: No deterministic trend (restricted constant)				
Series: M2 R EX ISX				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
	0.05			Hypothesized
Prob.**	Critical Value	Trace Statistic	Eigenvalue	No. of CE(s)
0.0007	76.97277	96.86881	0.544586	None *
0.0138	54.07904	59.90107	0.426777	At most 1 *
0.0710	35.19275	33.74647	0.322510	At most 2

0.2019	20.26184	15.44652	0.190210	At most 3
0.2302	9.164546	5.530428	0.111009	At most 4
Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

ويوضح الجدول (4) للاختبار ان القيمة العظمى المحسوبة البالغة (26.1546) اكبر من القيمة الحرجة المقابلة التي تبلغ (25.88808) وبمستوى معنوية (5%) مما يعني رفض فرضية عدم القائلة بعدم وجود أي متجه للتكامل المشترك ، ويلاحظ من النتائج المتضمنة في الجدول وجود اربع متجهات للتكامل المشترك .

جدول (4)

نتائج اختبار التكامل المشترك لنموذج المؤشر العام لاسعار الأسهم (Isx) والمتغيرات النقدية (القيمة العظمى) خلال مدة الدراسة (2004-2016)

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Prob.**	0.05 Critical Value	Max-Eigen Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
0.0272	34.80587	36.96774	0.544586	None *
0.0491	25.88808	26.15460	0.426777	At most 1 *
0.1651	22.29962	18.29995	0.322510	At most 2
0.3421	15.89210	9.916094	0.190210	At most 3
0.2302	9.164546	5.530428	0.111009	At most 4
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

ب- تقدير نموذج تصحيح الخطأ (Error correlation Model) .

بعد الحصول على علاقة تكامل مشترك يتم بناء نموذج تصحيح الخطأ (ECM) ، وبحسب فرضية (Granger) المتضمنة في حالة وجود التكامل المشترك يعني امكانية بناء نموذج (VAR) على هيئة فروق اولى للمتغيرات مع اضافة فجوة زمنية متباطئة لحد تصحيح الخطأ (ect-j) والذي يقيس سرعة تكيف الاختلالات في الاجل القصير الى التوازن في الاجل الطويل ، الى النموذج المقدر ، وأشار جوهانسون الى ان القيم المتباطئة زمنياً

للتغير في المتغيرات المستقلة تمثل اثر العلاقة السببية في الاجل القصير، بينما يمثل حد تصحيح الخطأ اثر العلاقة السببية في الاجل الطويل ، وعليه يكون النموذج كالاتي:

$$\begin{aligned}
 -\text{Log ISX} = & \alpha_{01} + B_{11} \sum_{i=1}^n \log \text{ISX}_{t-j} + B_{21} \sum_{i=1}^n \text{Log } M2_{t-j} \\
 & + B_{31} \sum_{i=1}^n \text{Log } R_{t-j} + B_{41} \sum_{i=1}^n \text{Log } EX_{t-j} \\
 & + B_{51} \sum_{i=1}^n \text{Log } CPI_{t-j} + ec_{1t-j} + Ut \dots \dots \dots ()
 \end{aligned}$$

ولتقدير نموذج تصحيح الخطأ يستخدم طريقة (OLS) وبالاستعانة بالاختبارات الاحصائية مثل (DW , R² , F) لاختبار جودة النموذج ، ويوضح الجدول (5) نتائج تقدير النموذج ، ويتبين منها ان قيمة معامل التكيف (ec_{t-j}) حد تصحيح الخطأ كانت (0.060829) وهي موجبة مع قيمة قليلة تعكس وجود علاقة طويلة الاجل بين مؤشرات المتغيرات النقدية والمؤشر العام لاسعار الأسهم (ISX) ، اما العلاقة قصيرة الاجل بينهما كما تعكسها معاملات النموذج المقدر ، إذ توضح النتائج وجود علاقة طردية ضعيفة في الربع الاول والثاني بين المؤشر العام لاسعار الأسهم وعرض النقد M2 إذ بلغت (0.01243) و(0.004511) ، وعلاقة طردية في الربع الاول والثاني بين معدل الفائدة (R) والمؤشر العام لاسعار الأسهم ISX وقيمتها (2.545607) و(6.908518) ، وعلاقة طردية في الربع الاول بين سعر الصرف (Ex) و(ISX) والتي تبلغ (0.288221) ، فضلاً عن ذلك تعكس النتائج جودة النموذج المقدر إذ بلغ معامل التحديد المعدل (0.708511) اي ان النموذج نجح في تفسير (71%) من التغيرات في المؤشر العام لاسعار الأسهم ISX ، وخلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي واختلاف التباين.

جدول (5)

نتائج نموذج تصحيح الخطأ لنموذج المؤشر العام لاسعار الأسهم ISX

المعادلة المختارة: معادلة (1)

D(ISX)	Error Correction:
0.060829	CointEq1
(0.06981)	

[0.87130]	
0.104716	D(ISX(-1))
(0.19390)	
[0.54005]	
-0.181549	D(ISX(-2))
(0.18385)	
[-0.98748]	
0.012430	D(M2(-1))
(0.00937)	
[1.32689]	
0.004511	D(M2(-2))
(0.00954)	
[0.47282]	
2.545607	D(R(-1))
(18.5808)	
[0.13700]	
6.908518	D(R(-2))
(17.8690)	
[0.38662]	
0.288221	D(EX(-1))
(0.93083)	
[0.30964]	
-0.216784	D(EX(-2))
(0.91314)	
[-0.23741]	
-22.87594	C
(41.0826)	
[-0.55683]	
0.708511	R-squared
0.614206	Adj. R-squared
671189.5	Sum sq. resids
140.5022	S.E. equation
0.450878	F-statistic
-285.7990	Log likelihood
12.94778	Akaike AIC
13.42482	Schwarz SC
12.88813	Mean dependent
130.7328	S.D. dependent

المصدر: نتائج البرنامج الاحصائي .

ج- سببية (Granger) .

يوضح الجدول (6) نتائج سببية (Granger) بين المؤشر العام لاسعار الأسهم (ISX) والمتغيرات النقدية ، ويتضح في التباطؤ الاول معنوية (F) المقدره مقارنة مع الجدولية، إذ بلغت قيمة (F) المحسوبة (3.89399) وبمستوى معنوية (5%) مما يعني قبول فرضية وجود علاقة سببية بين المؤشر العام لاسعار الأسهم والمتغيرات النقدية.

جدول (6)

نتائج اختبار سببية (Granger)

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 04/12/18 Time: 13:48

Sample: 1 49

Lags: 1

F- Statisti	Prob.	c	Obs	Null Hypothesis:
	0.0456	3.8939	9	M2 does not Granger Cause ISX
	0.0603	3.7138	8	ISX does not Granger Cause M2

المصدر :نتائج البرنامج الاحصائي .

الاستنتاجات :

1- أتسمت مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية بالتقلب وعدم الاستقرار ولكن باتجاه صعودي , إذ حققت خلال المدة المبحوثة ارتفاعات مقبولة في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية , ففي عام 2004 كان المؤشر العام (64.669) نقطه وارتفع المؤشر الى (649.480) نقطه في عام 2016.

2- أستمر البنك المركزي من خلال سياسته النقدية المحافظة على استقرار سعر صرف الدينار العراقي, باستخدام أسلوب التعويم المدار لسعر الصرف, ووضع مزاد العملة الأجنبية الذي بدء بتاريخ 2003\10\4 حداً للتقلبات في قيمة الدينار مقابل الدولار وحصول تقارب بين سعر الصرف الحقيقي وسعر الصرف الاسمي بعد أن كان هناك تعددية في أسعار الصرف.

3- على الرغم من الإجراءات التي اتخذتها السلطة النقدية في المرحلة الجديدة والتي كان لها اثر واضح على نجاح ادوات السياسة النقدية الا ان تأثيرها على نشاط

- سوق العراق للأوراق المالية لم يكن بالمستوى المطلوب, نتيجةً لضعف ارتباط نشاط السوق الاستثماري بمؤشرات السياسة النقدية في تحديد حجم الاستثمار فيها .
- 4- يتضح من خلال النتائج وجود تقلبات في قيمة المؤشر العام لاسعار الاسهم اذ ارتفعت الى اعلى مستوى لها لتبلغ (1000.560) نقطة خلال الربع الثاني من عام (2015) وانخفضت الى ادنى قيمة لها لتبلغ (25.288) نقطة في الربع الرابع من عام (2006).
- 5- نلاحظ عدم سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات (M2 ، R ، EX ، ISX) في المستوى، بسبب ان القيم المقدرة لها اقل سالبية من القيم الجدولية المقابلة لها وبالتالي احتوائها على جذر الوحدة.
- 6- عند اخذ الفروق الاولى للمتغيرات (M2 ، R ، EX ، ISX) نستنتج قبول الفرضية البديلة القائلة بسكون (استقرارية) المتغيرات في فروقها الاولى، أي انها متكاملة من الدرجة الاولى ($I \sim 1$).
- 7- نستنتج وجود علاقة طويلة الاجل بين مؤشرات المتغيرات النقدية والمؤشر العام لاسعار الاسهم (ISX)، وفيما يتعلق بالعلاقة قصيرة الاجل بينهما التي تعكسها معلمات النموذج المقدر، يتضح وجود علاقة طردية ضعيفة في الربع الاول والثاني بين المؤشر العام لاسعار الاسهم وعرض النقد M2 ، وعلاقة طردية في الربع الاول والثاني بين معدل الفائدة (R) والمؤشر العام لاسعار الاسهم ISX ، وعلاقة طردية في الربع الاول بين سعر الصرف (Ex) و (ISX). كذلك تستنتج وجود علاقة سببية بين المؤشر العام لاسعار الاسهم والمتغيرات النقدية.

التوصيات :

- 1- ان الاصلاح النقدي والمالي وتعميق وعي المستثمر العراقي للأسس العلمية للاستثمار ضروري جدا لتطوير سوق العراق للأوراق المالية، وبما يؤدي الى زيادة فاعليته في خدمة الاقتصاد العراقي .
- 2- أنشاء مراكز خاصة داخل سوق العراق للأوراق المالية، هدفها إطلاع المستثمرين على المعلومات المتعلقة بالإجراءات التي يتخذها البنك المركزي العراقي بشأن السياسة النقدية، بما يدعم قرارات البيع والشراء داخل السوق من جانب، ومن جانب آخر لا بد أن

تاخذ السلطة النقدية في إجراءاتها وقراراتها الموازنة بين التأثيرات الايجابية والسلبية في أداء سوق العراق للأوراق المالية.

3- ان تحظى نتائج هذه الدراسة باهتمام القائمين على شؤون سوق العراق للأوراق المالية , لتدعيم الجوانب المرتبطة بكفاءة السوق , ورفع مستوى الإفصاح المالي, وزيادة شفافية البيانات المالية بأداء الجهات المصدرة للأوراق المالية.

4- الاستفادة من النتائج التي تم التوصل إليها, في اتخاذ قرارات البيع والشراء الخاصة بالمتعاملين في السوق, أو عند وضع تعديل بعض الجوانب المتعلقة بسياسة البنك المركزي العراقي.

المصادر :

- 1- محمد ابراهيم الشبلي ، وطارق ابراهيم الشبلي ، مقدمة في الاسواق المالية والنقدية ، دار وائل للنشر ، عمان ، الطبعة الاولى ، 2000
- 2- محمد صالح جابر ، الاستثمار في الاسهم والسندات وادارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر ، عمان ، الطبعة الرابعة، 2005 ، ص 215 .
- 3- عماد محمد العاني ، اندماج الاسواق المالية الدولية (اسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي)، بيت الحكمة ، بغداد ، الطبعة الاولى، 2002
- 4- ارشد فؤاد التميمي ، واسامة عزمي سلامة ، الاستثمار بالاوراق المالية ، دار المسيرة ، عمان ، الطبعة الاولى، 2004 ، ص 183 .
- 5- عبد الغفار حنفي ، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية ، الدار الجامعة للنشر والتوزيع ، الاسكندرية ، الطبعة الاولى، 2007 ،
- 6- يسرى مهدي حسن السامرائي ، تحليل العوامل المؤثرة في بورصة الأوراق المالية وتقويمها ، خلال تجربة مصر ، بحوث المناقشات ، المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية ، الطبعة الأولى ، بيت الحكمة ، بغداد ، 2002
- 7- منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في الاستثمار ، ط9 توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية 2004

- 8- الدعيمي ,عباس كاظم ,السياسات المالية والنقدية ,ط ,1 دار صفاء للنشر والتوزيع , عمان 2010 ,
- 9- البنك المركزي العراقي ، التقرير الاقتصادي السنوي لعام 2010 و 2011 و 2012.
- 10- البنك المركزي العراقي ، التقرير الاقتصادي السنوي لعام 2004 .
- 11- البنك المركزي العراقي ،التقرير الاقتصادي السنوي لعام 2005 .
- 12- البنك المركزي العراقي ،التقرير الاقتصادي السنوي لعام 2006.
- 13- البنك المركزي العراقي ،التقرير الاقتصادي السنوي (2010-2016)
- 14- البنك المركزي العراقي, المديرية العامة للإحصاء والأبحاث ,التقرير الاقتصادي السنوي لعام 2016.
- 15- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي ، 2004 .
- 16- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الحادي عشر ، 2014 .
- 17- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي السابع ، 2010 .
- 18- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي العاشر ، 2013 .
- 19- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الثاني عشر ، 2015 .
- 20- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الثاني ، 2005 .
- 21- Sara Watip Singh & Prem.p Talwar, (1982), "monetary and stock prices ,"Jounral of Business Finance and accounting , Vol .9 , No1
- 22- Nathans Bank & Marke (2001) , " Explaining Stock prices Movements: I there a case for fundamentals Economic and Financial Review, third quarter
- 23- Thomas, M. Hoeing , Monetary Policyin changing , world , Economic review vol.2 No.2,2000
- 24- Muzafar shah habibullah & Ahmed Zubaidi Baharun shah , (2000) , " The Stock market and Economic Activity : A causal Analysis, working paper , faulty of Economic and management , university part Malaysia
- 25- Ramin cooper maysami , Lee chain Howe, Mohomd Atkin Hamzah ,(2004), " Relations ship between macroeconomic
- 26- John B. Taylor , (1995), " The monetary transmission ,mechanism An Empirical frame work, Vol, g.No,4,

Hampurger . M, and kochim, (1992), " money and stock -27
prices : the channels of Influence , journal of finance, Vol