



انعكاس الصدمات المالية في أداء اسواق الوراق المالية

دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية

م. د. لميس محمد مطرود أ. م. د. سمير عبد الصاحب ياره

الجامعة التقنية الوسطى \ الكلية التقنية الادارية, الجامعة المستنصرية \ كلية الادارة والاقتصاد,
بغداد \ العراق بغداد \ العراق

Reflection of Financial Shocks in the Performance of Stock Markets An Applied Study in the Iraqi Stock Market

Assist. Prof. Dr.

Dr. Lamees M. Matrood

Sameer Abdulsaaheb Yara

Middle Technical University/Technical
Administration College, Baghdad/Iraq.

Al-Mustansiriya University/
Administration and Economic College,
Baghdad /Iraq.

dr.lamees.aljanabi@mut.edu.iq

sameeralyara@uomustansiriyah.edu.iq



المستخلص

يهدف البحث الحالي الى دراسة انعكاس و تأثير الصدمة المالية التي حدثت في العراق والمتمثلة بقيام السلطة النقدية برفع سعر الصرف الدينار العراقي مقابل الدولار الامريكي لتغطية عجز الموازنة العامة في اداء سوق العراق للأوراق المالية من خلال ثلاثة مؤشرات وهي حجم التداول وقيمة التداول وقيمة مؤشر السوق (ISX60) للمدة (-20) يوم لغاية (+20) يوم من تاريخ تنفيذ عملية التخفيض في (2020/12/21). ولتحقيق هذا الهدف تم استخدام اختبار (Shapiro - Wilk) لبرهنة مدى اعتدالية البيانات من حيث انها تتبع التوزيع الطبيعي ام لا, واختبار (T) لأثبات الفروقات المعنوية في اداء المؤشرات قبل وبعد الصدمة فضلاً مستوى المعنوية (Sig). وتوصل البحث الى ان قيمة مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (SIX60) هو المؤشر الوحيد الذي سجل فروقات معنوية قبل وبعد الازمة على عكس المؤشرات الاخرى.

الكلمات الافتتاحية: الصدمة المالية، الاداء المالي، المؤشرات المالية.

Abstract

The current research aims to study the reflection and impact of the financial shock that occurred in Iraq, represented by the monetary authority raising the exchange rate of the Iraqi dinar against the US dollar to cover the general budget deficit in the performance of the Iraqi market for securities through three indicators: trading volume, trading value and market index value (ISX60) For a period of (-20) days until (+20) days from the date of implementing the reduction process on (21/12/2020). To achieve this goal, the (Shapiro - Wilk) test was used to prove the moderation of the data as it follows a normal distribution or not, and the (T) test to prove the significant differences in the performance of indicators before and after the shock as well as the level of significance (Sig). The research concluded that the value of the Iraq Stock Exchange Index (SIX60) is the only indicator that recorded moral differences before and after the crisis, unlike other indicators.

Keywords: Financial shock, Financial performance, Financial indicators.



المبحث الاول \ منهجية البحث

1-1 مشكلة البحث

تعد الصدمات المالية بأنواعها واحدة من اهم المعوقات امام تطور اداء المؤسسات المالية وخاصة اسواق الوراق المالية، فالتغيرات المفاجئة في اسعار صرف العملة والتي تعد واحدة من اهم تلك الصدمات قد يكون لها انعكاس واضح على نشاط اسواق الوراق المالية وهنا تكمن مشكلة البحث والتي يمكن صياغتها بالسؤال الاتي: هل للصدمة المالية انعكاس في اداء اسواق الوراق المالية؟.

2-1 اهمية البحث

تكمن اهمية البحث من اهمية موضوع تخفيض قيمة الدينار العراقي وبنسبة كبيرة بلغت بحدود (24%) في وقت كانت مستويات اسعار النفط متدنية والتي يعتمد عليه العراق في تمويل موازنته، وتأثير هذا التخفيض في اداء المؤسسات المالية وخاصة اسواق الوراق المالية. كما يكمن اهمية البحث في دراسة انعكاس هذا التخفيض في اداء سوق العراق للأوراق المالية بشكل كمي.

3-1 اهداف البحث

تكمن اهداف البحث بالاتي:

1. دراسة الاطار المفاهيمي للصدمة المالية وانواعها.
2. التعرف على اداء اهم مؤشرات قياس اداء سوق الوراق المالية.
3. الاطلاع على كل من حجم وقيمة التداول في سوق العراق للأوراق المالية فضلاً عن قيمة مؤشر السوق خلال المدة.
4. دراسة انعكاس وتأثير الصدمة المالية المتمثلة في تخفيض قيمة الدينار العراقي مقابل الدولار في اداء سوق العراق للأوراق المالية.



1-4 مجال البحث ومدته

لتحقيق اهداف البحث تم اختيار سوق العراق للأوراق المالية كعينة للبحث من خلال اختيار اهم المؤشرات المالية التي تضمها وهي حجم التداول وقيمة التداول فضلاً عن قيمة مؤشر السوق (ISX60) وللمدة (-20) يوم لغاية (+20) يوم من تاريخ تغير سعر صرف الدينار العراقي (2020/12/21).

1-5 فرضيات البحث

استند البحث الى الفرضيات الرئيسة الاتية:

الفرضية الرئيسة الأولى: توجد فروق معنوية ذات دلالة احصائية في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية قبل وبعد الصدمة.
الفرضية الرئيسة الثانية: توجد فروق معنوية ذات دلالة احصائية في قيمة التداول في سوق العراق للأوراق المالية قبل وبعد الصدمة.
الفرضية الرئيسة الثالثة: توجد فروق معنوية ذات دلالة احصائية في قيمة مؤشر سوق العراق للأوراق المالية قبل وبعد الصدمة.

1-6 الاساليب الاحصائية في البحث

1 - Shapiro - Wilk Test: يستخدم هذا الاختبار لبرهنة مدى اعتدالية البيانات من حيث انها تتبع التوزيع الطبيعي ام لا.
2 - T- test: يستخدم هذا الاختبار لاستخراج تأثير المتغير المستقل في المتغير التابع.
3 - (Sig) Significance): ويطلق عليه مستوى المعنوية ويستخدم لقياس مستوى معنوية تأثير المتغير المستقل في المتغير التابع.



المبحث الثاني \ الجانب النظري

1-2 الصدمة المالية Financial Shock

1-1-2 مفهوم الصدمة المالية Concept of financial shock

اصبح مفهوم الصدمات المالية والاقتصادية واحدة من المفاهيم المتداولة بكثرة في الادبيات المالية والاقتصادية لكونها مشكلة عالمية مشتركة بين الدول سواء كانت النامية ام الدول المتقدمة، فلا يمكن القول ان هناك دولة يمكن ان تكون بمعزل عن هذه المشكلة فضلاً عن عدم مرور عقد من الزمن دون تعرض الاقتصاد العالمي الى صدمة مالية. فالصدمة لغوياً وجمعها صدمات تعني نازلة او مصيبة تفاجئ الانسان، وهي حالة غير متوقعة (الرازي، 1999: 34)، كما تعني كلمة (Shock) باللغة الإنكليزية " ارتجاج او اصطدام" (Oxford, 2010). اما الصدمة الاقتصادية فتعني "الحدث الذي يؤدي الى انخفاض في رفاهية الافراد او المجتمع او نقطة معينة كأزمة في الاقتصاد الكلي" (كاظم، 2016: 11)، او هي "حدوث تغير شديد و مفاجئ في المتغيرات الاقتصادية والمالية، فأما ان تكون ايجابية او سلبية فالصدمة الايجابية تؤدي الى زيادة قيمة المتغير بينما الصدمة السلبية فتؤدي الى انخفاض قيمة المتغير" (Rebert, 2010: 123)، وعرفت ايضاً بانها " اضطراب خارجي غير متوقع يتميز بتأثير مهم على النظام الاقتصادي، كما يستخدم هذا المصطلح إلى حد كبير للظواهر التي لها تأثير سلبي على الاقتصاد، ولكن في المقابل قد يكون هناك صدمات ذات تأثير إيجابي (Bhattacharya and Kar, 2011). ومن الجدير بالذكر بان الصدمة الاقتصادية قد لا تتوقف على المتغيرات الكلية فقط وانما قد تحدث في اجزاء مهمة من الاسواق كحدوثها في احدى الشركات الكبيرة ذات المكانة المميزة في الاقتصاد (Cook, et al., 2013: 16). وفي نفس السياق فان مفهوم الصدمات المالية لا يتبع كثيراً عن مفهوم الصدمة الاقتصادية كون ان السياسة المالية هي جزء من السياسة الاقتصادية، لذلك تم تعريف الصدمة المالية بانها "التغيير المفاجئ في السياسة



المالية او تغييرات غير متوقعة في مكوناتها" مما يعني التغيير في توليفة أدواتها أو مزج مكوناتها بشكل لم يكن معه السوق أو صناع القرار بقادرين على التنبؤ به بشكل كامل مسبقاً، وعلى جانب آخر تحدث هذه المفاجآت في السياسة المالية تغييرات هامة في المتغيرات المحلية للاقتصاد ككل. (Mountford and Uhlig,2009:14).

2-1-2 انواع الصدمات المالية Type of financial shock

يمكن تقسيم الصدمات المالية الى عدة انواع على وفق تصنيفات متعددة اهمها (Sola,2012:4) (درويش،2018: 82):

- أ - من حيث النوع: يمكن ان يقسم هذا النوع من الصدمة الى منحنيين الاول من حيث التأثير فقد تكون الصدمة ذو تأثير ايجابي او ذو تأثير سلبي، والمنحنى الثاني من حيث نوع الاداة المالية التي حدثت فيها الصدمة مثل صدمة اليرادات او صدمة النفقات العامة والتي تدعى صدمة الانفاق العام.
- ب - من حيث مدة التأثير: تتوزع الصدمات من حيث مدة تأثيرها او مدى استمرارها إلى صدمات مالية مؤقتة تظهر وتنتهي في الأجل القصير، أو أن تكون صدمات مالية دائمة أو مستمرة تمتد إلى أجل طويل.
- ج- من حيث حجم الصدمة: وتقسم الى صدمات ذات اثار صغيرة و لا اتحمل اهمية كبيرة او صدمات كبيرة ذات اثار عميقة وهامة.
- د- من حيث المنشأ: هنا يتم تقسيم الصدمات الى صدمات داخلية ناتجة عن تغيير مكونات المتغير المالي او خارجية ناتجة عن تأثير المتغيرات الاقتصادية للبلد المعني على المتغير المالي.

ويرى بعض المتخصصين ان الصدمات المالية هي جزء مهم من الصدمات النقدية كونها تؤثر بشكل مباشر ام غير مباشر على ادوات الاسواق المالية، وتعرف الصدمة النقدية بانها " الفرق بين السياسة المدركة للسلطات النقدية والسياسة المتوقعة من وحدات اتخاذ القرار" (كاظم،2016: 12)، وهنا يمكن ان تقسم الى صدمات نقدية كمية والناتجة عن التغييرات غير المنتظمة في الكميات المعروضة او المطلوبة من النقود، والصدمات السعرية



الناجمة عن التغير غير المنتظم في اسعار الفائدة واسعار الصرف. ويمكن تقسيم الصدمات المالية كونها جزء من الصدمات النقدية الى:

أ - صدمات عرض النقد: تعرف صدمات عرض النقد بأنها التغير غير المتوقع في المعروض النقدي الأسمى، وقد تكون هذه الصدمات ايجابية او سلبية فالصدمة النقدية الايجابية هي زيادة غير متوقعة في المعروض النقدي التي تؤدي الى زيادة الاستثمار ومن ثم الناتج، اما الصدمة النقدية السلبية فهي الانخفاض غير المتوقع في المعروض النقدي والذي الى انخفاض الناتج. وعادة ما تؤثر تلك الصدمات على مستوى الاسعار والتضخم واسعار الصرف ودورة الاعمال بصورة عامة، فاذا كان العرض الإسمي للنقود قليلاً جداً فان البنك المركزي يستطيع اتخاذ اجراءات لازمة لزياته باستخدام ادواته المباشرة وغير المباشرة ، وبالعكس اذا كان العرض الاسمي للنقود كبير جدا فان البنك المركزي يستطيع ان يتخذ اجراءاته لتخفيضه (سجل،1986:488).

ب- صدمات الطلب على النقود: تعرف هذه الصدمات بأنها التغيرات المتباينة في الطلب على النقود نتيجة للتغيرات الحاصلة في طلب الافراد والمؤسسات على النقود والناجمة عن عوامل مختلفة كالتغيرات في مستوى الدخل الفردي واسعار الفائدة ومستوى الاسعار العامة. وقد تكون هذه الصدمات ايجابية في حالة الزيادة على الطلب النقدي والصدمات السلبية في حالة انخفاضها (Mishkin,2007:6).

ج- صدمات سعر الفائدة: يعد سعر الفائدة اداة حيوية للسياسة المالية فلها الاولوية عند التعامل مع المتغيرات خاصة الاستثمار والتضخم، فالفائدة هي مبلغ محدد كنسبة مئوية في مدة محددة يحتسب على المبلغ الاصلي يدفع للمقرض او هي الثمن الذي يدفع لاستخدام راس المال ، وتعرف صدمة سعر الفائدة بانها التغيرات الحاصلة في دالة سعر الفائدة والتي تؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي للبلد ككل (Delong and Olney, 2006:285).

د- صدمات سعر الصرف: يعرف سعر الصرف بأنه " عدد الوحدات من النقد المحلي التي يتم مبادلتها بوحدة واحدة من النقد الاجنبي، او عدد الوحدات بالعملة الاجنبية التي تدفع ثمناً للحصول على وحدة واحدة من النقد المحلي " (Appleyard et al.,2006:475). وتعد صدمة سعر الصرف من اهم الصدمات المالية والنقدية التي



يمكن ان تتعرض لها اي اقتصاد في العالم، وتعرف بانها "التغيرات العشوائية التي تحدث في دالة سعر الصرف"، اذ تؤثر التذبذبات الكبيرة غير المخططة والمخططة (محور بحثنا هذا) في سعر الصرف الاجنبي مقابل العملة المحلية على مستوى النشاط الاقتصادي، ويتوقف حجم هذا التأثير على طبيعة تلك الاقتصادات فيكون كبيراً في الاقتصادات الصغيرة والمفتوحة في حين يقل تأثيرها في الاقتصادات الكبيرة والمغلقة نسبياً (كاظم، 2016: 34). ومرت نظريات سعر الصرف بعدة مراحل لتحديد العوامل المؤثرة في سعر الصرف اهمها (ميدو، 2017: 22):

أ - نظرية القوة الشرائية: وضع هذه النظرية الاقتصادي السويدي (Gustav Castle) عام 1920، يرى صاحب هذه النظرية ان سعر صرف أية عملة يتحدد وفقاً للقوة الشرائية لهذه العملة في السوق المحلية مقارنة بقوتها الشرائية، اي ان العلاقة بين عملة دولة واخرى يتحدد على وفق العلاقة بين مستويات الاسعار السائدة في كل من البلدين، إذ ان سعر الصرف لدولة ما يتحدد من خلال النسبة بين مستوى الاسعار المحلية مقوماً بالعملة الوطنية ومستوى الاسعار العالمية مقدراً بالعملة الاجنبية.

ب- نظرية ميزان المدفوعات: تعتمد هذه النظرية على النتيجة النهائية لميزان المدفوعات لدولة ما في تحديد سعر الصرف. وعلى وفق هذه النظرية يكون سعر الصرف جزء من نظرية الاسعار ومن ثم فانه يتحدد في ضوء قاعدة العرض والطلب (سعر الصرف التوازني). ونلاحظ ان صدمات سعر الصرف ترتبط بالتغيرات التي تحدث في فقرات ميزان المدفوعات فاذا ارتفع الدخل الحقيقي بشكل اكبر من ارتفاع الاستهلاك فان هذا يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة الوطنية والعكس صحيح ، وان صدمات سعر الصرف ينتج عنه تغيير في الاسعار المحلية للسلع والخدمات المستوردة ، ففي حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات فإن ذلك يعني زيادة في الطلب على العملة الوطنية ومن ثم ارتفاع في قيمتها الخارجية ، بينما يحدث العكس في حالة وجود عجز في ميزان المدفوعات فان ذلك يعني زيادة المعروض النقدي من العملة ، ومن ثم انخفاض قيمتها الخارجية.

ج- النظرية النقدية: تفسر هذه النظرية تغيرات سعر الصرف من خلال دراسة اثر كل من كمية النقود وسعر الفائدة في تحديد سعر الصرف اي ان هذه النظرية تعد سعر الصرف ظاهرة نقدية نظراً لتأثره بالمحددات الحقيقية للطلب على النقود ، اذ ان عرض

النقد في كل بلد يحدد بشكل مستقل من قبل السلطات النقدية الوطنية المتمثلة بالبنك المركزي , اما مستوى الطلب على النقد فيعتمد على مستوى الدخل الحقيقي ومعدل الفائدة، وعلى وفق هذه النظرية فان سعر الفائدة يمارس تأثيراً مهماً في تحديد سعر الصرف , فزيادة سعر الفائدة في بلد ما بالنسبة لمثيله في الخارج يؤدي إلى زيادة سعر الصرف وبالعكس اذا انخفض سعر الفائدة في بلد ما بالنسبة لمثيله في الخارج يؤدي ذلك إلى انخفاض سعر الصرف.

د- نظرية توازن محفظة الوراق المالية: استخدمت هذه النظرية كبديل للنظرية النقدية اذ أنها تختلف عنها في النقاط التالية:

- تفترض نظرية المحفظة بأن الاسهم المحلية والاجنبية ذات بدائل غير كاملة.
- يتحدد سعر الصرف من خلال توازن العرض والطلب على الموجودات المالية اذ تدخل النقود كأحد عناصرها فحسب.
- للتجارة دور أساسي في تحديد سعر الصرف

وتنص هذه النظرية على أن الطلب على النقود يعتمد على الطلب على الموجودات المالية وليس على العملة نفسها لذلك فان زيادة الطلب على نوع معين من الموجودات في إحدى الدول سيؤدي إلى زيادة الطلب على عملة تلك الدولة مما يرفع من قيمتها في سوق الصرف الاجنبي وكثيراً ما يحصل عندما يصبح نوع معين من الموجودات جاذباً للمستثمرين.

2-1-3 انواع صدمات اسعار الصرف

تنقسم الصدمات التي تتعرض لها اسعار الى الصرف الى نوعين هما:

أ - صدمات سعر الصرف المرن: يطلق على نظام سعر الصرف المرن اسم " نظام تعويم العملات " وفي ظل هذا النظام لا تتحمل السلطات المالية والنقدية عبء معالجة الخلل في ميزان المدفوعات عن طريق اتخاذ السياسات المناسبة من خلال الحد من الواردات او احداث اي تغييرات في الاسعار او مستويات الدخل او اسعار الفائدة (سلمى، 2015: 22)، اي ان السلطات لا تتدخل بشكل مباشر في خفض او رفع قيمة العملة بل ان التغييرات تطال الصرف الأجنبي والطلب عليه أو عرض العملة المحلية والطلب



عليها وتأتي هذه التغيرات أما بفعل أدوات تستخدمها السلطات النقدية للتأثير على العرض والطلب النقدي أو بفعل التحركات الناجمة عن آلية السوق بحيث تدفع سعر الصرف نحو التحرك ارتفاعاً وانخفاضاً.

ب - صدمات سعر الصرف الثابت: تأتي الصدمات الى هذا السعر عادة بتخطيط من السلطات النقدية بتغيير سعر الصرف إدارياً كونها تسيطر على هذا النمط من أسعار الصرف باختيارها للنظام الثابت للصرف، وتكون الصدمة إما بتخفيض قيمة العملة (Devaluation) (رفع سعر الصرف الأجنبي) أو برفع قيمة العملة (Evaluation) (خفض سعر الصرف الأجنبي) والصدمة الأكثر شيوعاً في هذا الميدان هي التخفيض أي رفع سعر الصرف الأجنبي، وهذا ما حدث في العراق في نهاية العام 2020. فصدمة رفع سعر الصرف (تخفيض قيمة العملة تعرف بانها زيادة عدد وحدات العملة المحلية المدفوعة للحصول على وحدة واحدة من النقد الأجنبي، وهذا يعني تغيير قيمة العملة المحلية لتصبح اقل مقارنة بالعملات الأخرى. إن التخفيض هو إجراء تتخذه السلطات النقدية ويختلف عن الانخفاض في قيمة العملة والذي يحصل نتيجة الاختلال بين العرض والطلب عليها. وعادة ما تكون هناك أهداف محددة تبتغيها السلطات من وراء تخفيض قيمة عملتها يأتي في مقدمتها تشجيع الصادرات والحد من الاستيرادات، ويترتب على هذا الهدف الرئيس جملة من الأهداف المشتقة وهي:

1. معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات ولاسيما العجز في الميزان التجاري.
2. توفير العملة الصعبة للمساهمة في زيادة الاحتياطيات الأجنبية أو معالجة المديونية وغيرها.
3. زيادة الإنتاج السلعي في القطاعات المنتجة للسلع القابلة للتصدير وزيادة الكفاءة من خلال التخصيص الأفضل للموارد المحلية، وتحسين القدرة التنافسية للمنتجات المحلية ولاسيما السلع القابلة للتصدير نتيجة انخفاض تكاليف إنتاجها وانخفاض أسعارها عن مثيلتها الأجنبية.
4. تحسين مستوى التشغيل وتقليل البطالة من خلال تحريك الاستثمارات في قطاع السلع القابلة للتصدير ومن ثم في الاقتصاد برتمته.

- وعليه فان السلطة ستقدم على إجراء عملية تخفيض قيمة العملة أو صدمة رفع سعر الصرف في حالة توفر مجموعة من الشروط اهمها:
- استقرار مستويات الأسعار المحلية.
 - ان يكون هناك طاقات إنتاجية معطلة تسمح بزيادة التصدير للاستفادة من عملية التخفيض.
 - عدم قيام الشركاء التجاريين بإجراء مماثل بتخفيض عملاتهم.
- من خلال ما تقدم نلاحظ ان العراق قام برفع سعر الصرف (تخفيض قيمة العملة المحلية) لتحقيق هدف معالجة المديونية وتوفير المبالغ اللازمة لتمويل النفقات التشغيلية كونه يمر بأزمة اقتصادية نتيجة انخفاض ايراداتها المعتمدة على النفط والذي انخفض اسعاره بشكل كبير ان وصل الى (22) دولار امريكي والتي لا توازن نفقاتها حتى التشغيلية منها. ولكن في المقابل لم تستطع من الالتزام او اجراء اي من الشروط اللازمة لتخفيض قيمة الدينار.

2-2 اداء الاسواق المالية

2-2-1 مفهوم الاداء

يتصف مفهوم الاداء بالمرونة من حيث قابلية التوسع في محتواه لمواكبة التطورات التي تشهدها البيئة الاقتصادية والمالية، عولج هذا المفهوم من نواحي مختلفة لتعدد آراء واتجاهات المتخصصين عند دراسته وان بدت متقاربة قد تختلف بتنوع وطبيعة كل مؤسسة واختلاف بيئتها (لطيفة، 2017: 3). فالأداء من الناحية اللغوية كلمة مستمدة من الكلمة اللاتينية "Performare" واشتقت منها الكلمة الانكليزية "Performance" والتي تعني الطريقة التي يعتمد عليها التنظيم للوصول الى اهدافه (Kamel, 2007: 16)، ومن ناحية المعنى فلفظ الاداء يعكس التعبير عن الحدث او فعل ما. اما ادارياً فيعرف بأنه "انعكاس لكيفية استخدام المؤسسة للموارد المادية والبشرية والمعلوماتية واستغلالها بكفاءة وفاعلية بالصورة التي تجعلها قادرة على تحقيق اهدافها" (لطيفة، 2017: 5)، وهذا يعني ان الاداء محصلة لقدرة المؤسسة على استغلال مواردها لغرض تحقيقي



اهدافها. كما يرى (Barillot) ان الاداء يتجسد في مستويات الكفاءة والفاعلية التي تحققها المؤسسة، اما (Lorino) يرى الاداء بانه " الفرق بين القيمة المقدمة للسوق وتكاليف مختلف الانشطة (Lorino,2003:5). اما الاداء المالي فانه " قدرة المؤسسة المالية على الاستغلال الامثل لمواردها ومصادر تمويلها في تعظيم ثروة الملاك " (حجاج،2017: 15). ومن هنا نلاحظ ان مفهوم الاداء المالي لم يبتعد كثيراً عن مفهوم الاداء بصورة عامة بل انه كيف ليحبر عن اداء المؤسسات المالية.

2-2-2 مؤشرات قياس اداء سوق الاوراق المالية.

يمكن التعبير عن نشاط واداء سوق الاوراق المالية من خلال عدة مؤشرات توضح مدى تقدمها في تحقيق اهدافها ودرجة نضجها، ومن اهم تلك المؤشرات: (،45:2006 Kontonikas and Christes (صيوان،2016: 402).

أ - مؤشر حجم السوق: ويتضمن مؤشرين هما:

1 - مؤشر القيمة السوقية: ويقصد بها اجمالي القيمة السوقية للاسهم المدرجة في السوق خلال مدة معينة، اذ ان ارتفاع هذه القيمة دليلاً على زيادة نشاط السوق.

2 - مؤشر عدد الشركات: يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية التي يتم التداول في أوراقها المالية، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني، لما له من دلالة مهمة على التطور السريع، إلا أن هذا المؤشر يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبير ولكن اجمالي القيمة السوقية لاسهم تلك الشركات صغير.

ب- المؤشر العام للسوق: يعرف مؤشر سوق الاوراق المالية بانه " مؤشر احصائي يستخدم لقياس الاداء الكمي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له والذي يتكون من معدل اسعار مجموعة من الاسهم يفترض انها تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق"، فارتفاع هذا المؤشر دليل على ارتفاع نشاط السوق من خلال ارتفاع القيمة السوقية للاسهم.

- ج - مؤشر سيولة السوق: تعني سيولة السوق القدرة على شراء الوراق المالية وبيعها في السوق الثانوية، وهناك عدة مؤشرات لقياس السيولة اهمها:
- 1 - مؤشر حجم التداول: يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الاسعار خلال مدة زمنية معينة , إذ يعكس حجم التداول القيمة الاجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال هذه المدة.
 - 2 - مؤشر قيمة التداول: ويقصد به القيمة المالية لحجم التداول ويستخرج من خلال ضرب عدد الاسهم المتداولة في القيمة السوقية لتلك الاسهم. فارتفاع قيمة هذا المؤشر دليل على ارتفاع القيمة السوقية للاسهم او ارتفاع عدد الاسهم المتداولة وفي الحالتين دليل على تحسن نشاط سوق الوراق المالية.
 - 3 - مؤشر معدل دوران الاسهم: يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الاسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة.
- د - مؤشر درجة التركيز: يقصد بدرجة تركيز التداول, إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد محدود من الشركات المدرجة أو موزعاً على عدد كبير فيها, و يمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي واجمالي قيمة التداول.



المبحث الثالث \ الجانب التطبيقي

3-1 تحليل متغيرات البحث

3-1-1 تحليل اسعار صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الامريكي خلال مدة البحث. تعرض العالم الى واحدة من اقوى الازمات الصحية على مدى التاريخ الحديث اذ انتشر فيروس (COVID-19) المميت منذ بداية عام 2020 والتي اثرت بشكل واضح على الاقتصاد العالمي من خلال تأثيره على كافة القطاعات الزراعية والصناعية والسياحية وغيرها، وبالتالي ادى الى انهيار اسعار النفط بشكل كبير اذ كان سعر البرميل الواحد من نفط خام برنت في الاسبوع الاخير من عام 2019 بحدود (63) دولار ليبدأ الانهيار مع انتشار الفيروس ليصل الى (16.94) دولار للبرميل في منتصف الشهر الرابع من عام 2020 اي ان الاسعار قد انخفضت بنسبة (272%)، ولكون الاقتصاد العراقي من الاقتصاديات الريعية التي تعتمد على الإيرادات النفطية بنسبة تصل اكثر من (90%) في تمويل موازنتها العامة فقد كان العراق من اكثر الدول تضرراً بانخفاض اسعار النفط وهذا الانخفاض بالإيرادات النفطية ادى الى خلق عجز كبير في موازنتها، لذلك كانت واحدة من اهم الحلول لخفض قيمة العجز هو خفض قيمة الدينار العراقي امام الدولار الامريكي (كون عملة المبيعات النفطية بالدولار وعملة الموازنة العامة بالدينار العراقي)، لذلك تم رفع قيمة الدولار من 1180 دينار للدولار الواحد الى 1460 دينار للدولار الواحد اي ان تم خفض العملة بنسبة (24%).

3-1-2 تحليل اداء سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة البحث

يوضح الجدول (1) قيم متغيرات اداء سوق العراق للأوراق المالية والمتمثلة بحجم التداول وقيمة التداول فضلاً الى قيمة مؤشر السوق لمدة (20-) لغاية (20+) من تاريخ تغيير سعر صرف الدينار العراقي في (2020/12/21).

جدول (1) قيم متغيرات اداء سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة البحث

التاريخ	حجم التداول (سهم)	قيمة التداول (دينار)	قيمة المؤشر (نقطة)
2020/11/22	515,500,939	597,169,192	476.78
2020/11/23	3,389,278,075	2,828,733,457	476.94
2020/11/24	360,567,020	449,486,326	478.54
2020/11/25	519,787,569	562,692,987	481.03
2020/11/26	973,728,367	1,852,796,655	483.92
2020/11/29	753,128,619	1,267,183,891	482.10
2020/11/30	17,351,601,412	8,724,432,755	480.80
2020/12/1	818,644,981	621,615,432	474.85
2020/12/2	606,895,994	690,021,882	477.17
2020/12/3	219,802,141	254,532,365	479.72
2020/12/6	420,883,650	666,595,360	481.07
2020/12/7	225,887,103	334,197,949	481.35
2020/12/8	949,393,842	866,651,256	481.62
2020/12/9	965,313,596	448,999,575	481.68
2020/12/13	1,031,499,522	707,559,242	480.30
2020/12/14	517,576,302	517,882,906	483.20
2020/12/15	1,055,919,071	1,099,376,870	482.07
2020/12/16	425,618,051	437,710,867	481.3
2020/12/17	356,061,726	485,396,981	481.10
2020/12/20	1,911,685,181	1,670,104,120	498.87
2020/12/21	794,696,415	763,024,559	505.45



التاريخ	حجم التداول (سهم)	قيمة التداول (دينار)	قيمة المؤشر (نقطة)
2020/12/22	683,417,497	1,010,206,170	501.46
2020/12/23	806,235,695	673,665,822	500.21
2020/12/24	739,299,022	1,398,503,644	508.03
2021/1/4	886,170,254	601,615,883	500.80
2021/1/5	596,503,435	706,168,556	494.74
2021/1/7	250,591,004	347,229,681	493.39
2021/1/10	851,622,393	642,671,327	487.08
2021/1/11	2,364,932,681	2,044,848,866	485.92
2021/1/12	4,900,708,030	4,019,760,344	486.15
2021/1/13	394,334,081	453,138,108	486.24
2021/1/14	647,889,380	374,620,814	488.58
2021/1/17	300,616,859	349,065,619	490.76
2021/1/18	590,628,337	568,840,658	488.45
2021/1/19	9,241,793,618	3,975,319,761	489.43
2021/1/20	360,172,580	510,581,227	491.56
2021/1/21	309,594,044	508,051,150	491.57
2021/1/24	579,356,929	833,169,580	489.66
2021/1/25	2,569,695,839	1,156,883,796	488.35
2021/1/26	244,383,145	360,847,811	489.65
2021/1/27	455,483,260	665,052,493	486.44
المعدل	1510656040	1147473316	487.03

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على البيانات الخاصة بسوق العراق للأوراق المالية.

تبين من الجدول ان معدل حجم التداول قد بلغ (1510656040) سهم خلال المدة، كما بلغ معدل قيمة التداول (1147473316) دينار اي ان معدل سعر السهم قد بلغ (0.760) دينار فقط وهذا يدل على ضعف القيمة السوقية للاسهم المتداولة. ونلاحظ ان معدل حجم التداول في المدة قبل تخفيض سعر العملة العراقية في 21 / 12 قد بلغ (1668438658) سهم وبقيمة بلغت (1254157003) دينار، بينما بلغ حجم التداول بعد التخفيض (1388671404) سهم وبقيمة بلغت (1060012066) دينار وبالتالي انخفاض حجم التداول بنسبة (17%) وبالمقابل انخفاض قيمة التداول بنسبة (15%)، ومن خلال ذلك فان معدل سعر السهم قبل التخفيض قد بلغ (0.752) دينار بينما بلغ بعد التخفيض (0.763) دينار اي ان حجم التداول قد انخفض بينما ارتفع معدل القيمة السوقية للاسهم المتداولة. ونلاحظ ان ان اعلى حجم تداول سجل كان بتاريخ 11/30 اذ بلغ (17,351,601,412) سهم كما سجل ادنى حجم تداول قد بلغ (219,802,141) سهم بتاريخ (12/3). على الرغم ان حجم التداول قد سجل شبه استقرار ولكن سجل اعلى طفرة في حجمه في 11/30 اذ سجل ارتفاعاً بنسبة (2204%) اذ ارتفع من (753,128,619) سهم الى (17,351,601,412) سهم وبالمقابل ارتفعت قيمة التداول بنسبة (588%)، اما اعلى انخفاض في حجم التداول قد بلغ (96%) وبتاريخ (2021/1/20). اما فيما يخص قيمة المؤشر فنلاحظ ان معدل قيمة المؤشر خلال المدة قد بلغ (487) نقطة اذ سجل اعلى قيمة لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية (508.03) نقطة بتاريخ (2020/12/24) بينما سجل ادنى قيمة (476.78) نقطة. ويتبين ان معدل قيمة المؤشر قبل التخفيض قد بلغ (481.22) تقطه بينما سجل المعدل بعد التخفيض (491.92) نقطة.

3 - 2 اختبار فرضيات البحث

3-2-1 اختبار اعتدالية البيانات ضمن مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية

يستعرض الباحثان في طيات هذه الفقرة نتائج الاختبارات الاحصائية المتعلقة بالبحث مع تفسير كل نتيجة تظهر من تطبيق الاختبارات الاحصائية على البيانات المدروسة، إذ تم اختبار (Shapiro - Wilk Test) لبرهنة مدى اعتدالية البيانات من حيث



انها تتبع التوزيع الطبيعي ام لا، ولاسيما أن (Shapiro - Wilk Test) يستعمل في حال كان حجم العينة (عدد المشاهدات) أقل من خمسين. فإذا كانت القيمة الاحتمالية ويطلق عليه ايضاً (Significance) التي تكتب اختصاراً (Sig.) في نتائج الاختبار أكثر من مستوى المعنوية المعتمد بالبحث والبالغ (0.05) فإن ذلك مؤشر على ان البيانات المدروسة تتبع التوزيع الطبيعي وبالتالي يستطيع الباحث من تطبيق جميع الاساليب والمقاييس الاحصائية المعلمية (parametric) على بيانات البحث ولاسيما ان جميع المؤشرات قيد البحث هي مؤشرات كمية وليست وصفية. وكانت نتائج اختبار اعتدالية البيانات كما مثبتة في جدول (2).

جدول (2) نتائج اختبار (Shapiro - Wilk Test) على بيانات البحث

المتغيرات	قيمة احصائية الاختبار	القيمة الاحتمالية Sig	التعليق
حجم التداول	0.167	0.096	مؤشر حجم التداول يتبع التوزيع الطبيعي
قيمة التداول	0.181	0.088	مؤشر قيمة التداول تتبع التوزيع الطبيعي
قيمة المؤشر	0.236	0.115	مؤشر قيمة المؤشر يتبع التوزيع الطبيعي

المصدر: اعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الاحصائي لبرنامج SPSS V24

يؤكد جدول (2) أعلاه أن القيمة الاحتمالية في اختبار (Shapiro - Wilk Test) لبيانات البحث المتمثلة بـ (حجم التداول، قيمة التداول، قيمة المؤشر) سجلت (0.096، 0.088، 0.115) على التوالي وهي جميعها أكبر من مستوى المعنوية (0.05) بما يؤكد ان مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية المدروسة تتبع التوزيع الطبيعي وبالتالي امكانية تطبيق جميع الاساليب والمقاييس الاحصائية المعلمية (parametric) على البيانات.

3-2-2: اختبار PAIRED SAMPLES TEST لمقارنة بين مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية قبل وبعد الصدمة.

يستخدم هذا الاختبار في حال المقارنة بين المجاميع (العينات) المترابطة، إذ يعتمد هذا الاختبار على قيمة اختبار (T- Test)، ولاسيما عدد المشاهدات في بيانات العينة

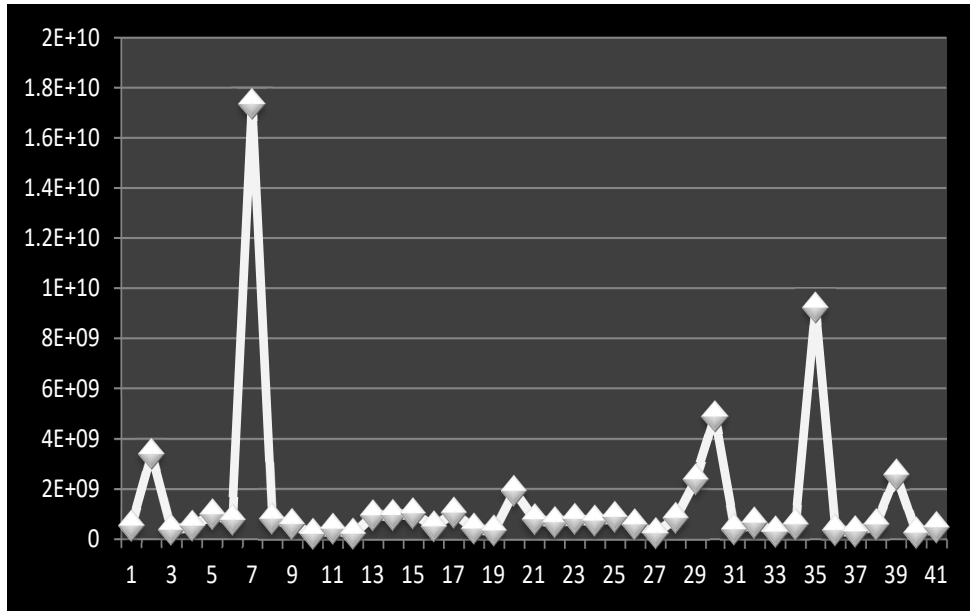
مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية قبل وبعد الصدمة) كانت متساوية وبواقع عشرين يوماً (n=20)، إذ ستقبل فرضية الفروق (التي تشير إلى وجود فروق معنوية بين مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية قبل وبعد الصدمة) في حال أصبحت قيمة T المحتسبة معنوية وذلك عندما تكون القيمة الاحتمالية (p-value) المناظرة لها أقل من مستوى المعنوية (0.05) المعتمد في البحث، والعكس صحيح. كانت النتائج اختبار PAIRED SAMPLES TEST لمقارنة مؤشرات سوق الأوراق المالية قبل وبعد الصدمة كما موضح في جدول (3) الآتي:

جدول (3) نتائج اختبار فرضيات الدراسة

T-Test			سمة المقارنة	الفرضية
نتيجة الاختبار	P-Value	قيمة T المحتسبة		
رفض	0.781	0.282	حجم التداول	الرئيسية الأولى
رفض	0.709	0.379	قيمة التداول	الرئيسية الثانية
قبول	0.000	-5.511	قيمة المؤشر	الرئيسية الثالثة

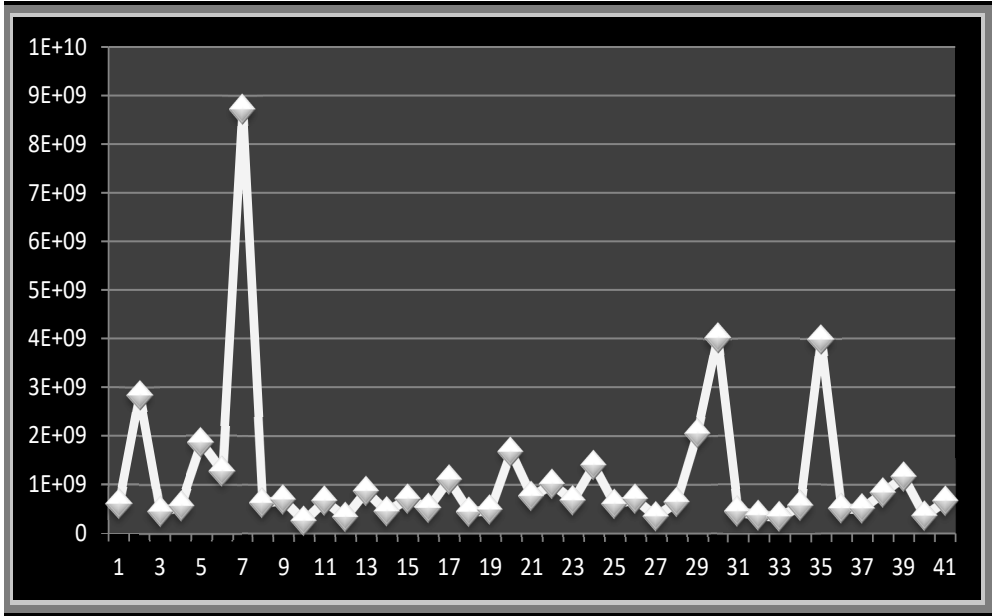
المصدر: اعداد الباحث على وفق نتائج التحليل الإحصائي بواسطة برنامج SPSS V25

يتبين من الجدول (3) عدم وجود فروق معنوية بين مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية قبل وبعد الصدمة من حيث حجم التداول، بما يوثق رفض الفرضية الرئيسية الأولى والقائلة (توجد فروق معنوية ذات دلالة احصائية في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية قبل وبعد الصدمة) وبنسبة ثقة (95 %) وذلك شروعاً من معطيات (PAIRED SAMPLES TEST) إذ بلغت قيمة T المحتسبة (0.282) وهي غير معنوية لان القيمة الاحتمالية (p value) المناظرة لها سجلت (0.781) وهي أكبر من مستوى المعنوية المستخدم في الدراسة والبالغ (0.05). بما يؤكد ان الصدمة لم تؤثر بشكل ملحوظ في حجم التداولات في سوق العراق للأوراق المالية. كما يشير إلى ذلك الشكل (1) الآتي:



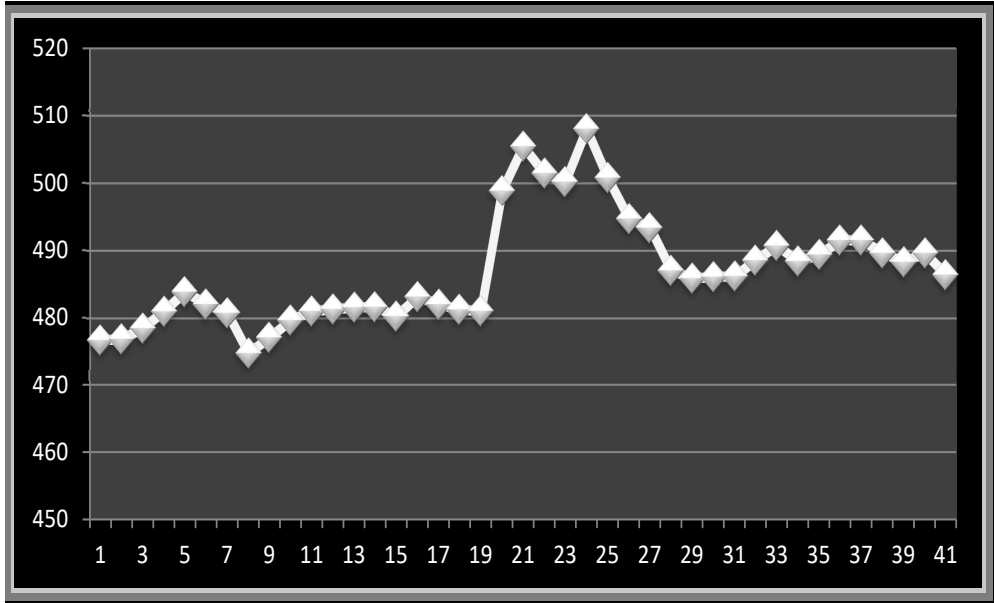
شكل (1) حجم التداول قبل وبعد الصدمة

يتبين من الشكل (1) أعلاه أن حجم التداول قد سجل استقراراً واضحة قبل الصدمة بثلاثة عشر يوم واستمر لغاية سبعة ايام بعد الصدمة ثم حدث بعض التقلبات ولكنها لم تسجل اي تأثير فيها. كما يوضح الجدول (2) عدم جود فروق معنوية بين مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية قبل وبعد الصدمة من حيث قيمة التداول، بما يوثق رفض الفرضية الرئيسية الثانية وبنسبة ثقة (95 %) وذلك شروعاً من معطيات (PAIRED SAMPLES TEST) إذ بلغت قيمة T المحسوبة (0.379) وهي غير معنوية لان القيمة الاحتمالية (p-value) المناظرة لها سجلت (0.709) وهي أكبر من مستوى المعنوية المستخدم في الدراسة والبالغ (0.05). بما يؤكد ان الصدمة لم تؤثر بشكل ملحوظ في قيمة التداول في سوق العراق للأوراق المالية. كما يظهر ذلك جلياً في شكل (2) الاتي:



شكل (2) قيمة التداول قبل وبعد الصدمة

يوضح الشكل (2) أعلاه أن قيمة التداول قد سجل استقراراً أيضاً قبل الصدمة بأربعة عشر يوم واستمر لغاية ثمانية يوم بعد الصدمة ثم شهد بعض التقلبات التي لم يتوضح بوجود الفروق قبل الصدمة وبعد الصدمة. اما فيما يخص الفرضية الرئيسة الثالثة فقد بلغت قيمة T المحتسبة (-5.511) وهي معنوية لان القيمة الاحتمالية (p value) المناظرة لها سجلت (0.00) وهي أصغر من مستوى المعنوية الجدولية والبالغ (0.05). بما يؤكد ان الصدمة سجلت تأثيراً وبشكل ملحوظ في قيمة المؤشر في سوق العراق للأوراق المالية وبهذا تم قبول الفرضية الرئيسة الثالثة والتي تنص على (توجد فروق معنوية ذات دلالة احصائية في قيمة مؤشر سوق العراق للأوراق المالية قبل وبعد الصدمة)، كما يبين ظهور الاشارة السالبة في قيمة T المحتسبة تعني ان العلاقة بين قيمة المؤشر في سوق العراق للأوراق المالية قبل وبعد الصدمة كانت عكسية. والشكل (3) يوضح تقلبات قيمة مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX60).



شكل (3) قيمة مؤشر سوق العراق للأوراق المالية قبل وبعد الصدمة

يستدل من الشكل (3) أعلاه أن قيمة المؤشر في سوق العراق للأوراق المالية تراجع قليلا بعد الصدمة ثم عاد ليرتفع مجدد ثم انخفض بشكل واضح وكبير بعد ذلك منذ الخامس من كانون الثاني عام 2021 والذي استمر لغاية الرابع عشر شهر كانون الثاني عام 2021 نلاحظ ان اتجاه سلسلة قيمة المؤشر في سوق العراق للأوراق المالية قبل يوم 21 كانون الأول من العام 2020 كان نحو الصعود بشكل قليل، بينما انعكس اتجاه سلسلة قيمة المؤشر في سوق العراق للأوراق المالية نحو التراجع.



المبحث الرابع \ الاستنتاجات والتوصيات

1-4 الاستنتاجات

- 1 - قررت الحكومة العراقية بتخفيض قيمة الدينار العراقي مقابل الدولار الامريكي في 2020/12/21 لتكون 1460 لكل دولار بعد كان 1180 وذلك لتغطية العجز في الموازنة وتغطية النفقات التشغيلية فضلاً عن دعم احتياطات البنك المركزي وبذلك تعرض الاقتصاد العراقي الى صدمة سعر الصرف الثابت المخطط.
- 2 - لم تتخذ الحكومة العراقية اي اجراءات لتخفيف اثار الصدمة على الجمهور.
- 3 - انخفاض معدل القيمة السوقية للاسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة البحث اذ بلغ (0.760) دينار فقط.
- 4 - انخفاض حجم التداول بعد قرار تخفيض قيمة الدينار العراقي مقابل الدولار الامريكي بينما ارتفعت قيمة التداول بعد التخفيض وهذا يدل على تحسن القيمة السوقية.
- 5 - اثبت البحث من خلال الاطار العملي بان هناك فروقات معنوية لقيمة مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX60) قبل وبعد الصدمة على عكس المؤشرات الاخرى والتي تمثلت بحجم التداول وقيمة التداول.

2-4 التوصيات

- 1 - ضرورة اتخاذ مجموعة من الاجراءات اللازمة للتخفيف من اثار الصدمة قبل البدء باي قرار تخفيض قيمة للعملة.
- 2 - القيام بحملة اعلامية واسعة لتحفيز الجمهور على الاستثمار في الوراق المالية وخاصة المدرجة منها في سوق العراق للأوراق المالية وذلك لرفع حجم التداول في السوق.
- 3 - تعديل بعض قوانين هيئة الوراق المالية للمساهمة في رفع قيمة الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية كمنح الصلاحيات للسوق بالقيام بالإصدار الاولي لاسهم الشركات المساهمة.



4 - ادراج اسهم الشركات الاستثمارية العربية والاجنبية العاملة في العراق وخاصة العاملة في القطاع النفطي في سوق العراق للأوراق المالية وذلك لتحفيز المستثمرين على الاستثمار فيها وبالتالي زيادة حجم التداول وقيمة التداول.

المصادر

اولاً: المصادر العربية

- 1 - الرازي، محمد بن ابي بكر(1999) " مختار الصحاح " المكتبة العصرية - بيروت.
- 2 - كاظم، ايمان عبد الرحيم (2016) " اثر الصدمات النقدية في الاستقرار الاقتصادي " رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى جامعة كربلاء - كلية الادارة والاقتصاد.
- 3 - سلمى، دوحه (2015) " اثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري وسبل علاجها " دراسة حالة الجزائر " اطروحة دكتوراه غير منشورة مقدمة الى كلية العلوم التجارية - جامعة محمد خضيرة بسكرة - الجزائر.
- 4 - درويش، هنادي سليمان (2018) " الاثار المتبادلة بين صدمات السياسة المالية والعوامل الاقتصادية في سورية خلال الفترة (1990-2017) " اطروحة دكتوراه غير منشورة مقدمة الى كلية الاقتصاد - جامعة تشرين - دمشق - سوريا.
- 5 - ميدو، المعتز بالله محمد(2017) " اثر تقلبات اسعار الصرف في الاسواق المالية - دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية " رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى كلية الاقتصاد - جامعة تشرين - دمشق - سوريا.
- 6 - سيجل، باري(1986) " النقود والبنوك والاقتصاد " مترجم من قبل دار الميرخ للترجمة والنشر - السعودية.
- 7 - لطيفة، بكوش(2017) " مساهمة التسيير على اساس الانشطة في تحسين اداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية / دراسة الحالة: مجمع صيدل " اطروحة دكتوراه غير منشورة مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - امعة محمد خضيرة بسكرة - الجزائر.
- 8 - حجاج، نفيسة (2017) " اثر الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والاتصال على الاداء المالي / دراسة حالة عينة من المؤسسات البترولية الجزائرية خلال الفترة (2010-2014) " - اطروحة دكتوراه الى كلية الاقتصاد / جامعة قاصدي مرباح - الجزائر.
- 9 - صيوان، ضهاب احمد (2016) " مؤشرات اداء سوق العراق للأوراق المالية " - مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة - العدد 48.



ثانياً: المصادر الأجنبية

- 10- Oxford Wordpower (2010), oxford university press.
- 11- Bhattacharya, A. BKar "(2011) Shock economic growth and the Indian economic" series Working Papers of esocialsciences - id:4319.: <http://www.esocialsciences.org>.
- 12- Cook, J. Pringle, S. Bailey, D. Cammiss ,S. Wilkinson, C. Aison,"(2013) Economic shocks research " A report to the Department for Business, Innovation and Skill Coventy University SQW; England..
- 13- Mountford, A. and Uhlig ,H.(2009) " What are the effects of policy shocks? NBER Working Paper NO: 14551 Cambridge: England
- 14- SOLA,(2012) Stemporary and Persistent Fiscal Policy Shocks. Working Paper No: 06/2013, The Graduate Institute of International and Development Studies (IHEID), University in Geneva: Switzerland.
- 15- Robert Kollmann.(2010) "International Financial Contagion: The Role of Banks" ,Working papers ECARES 2011-001 , Universite Librede Bruxelles , London, England.
- 16- Mishkin ,Frederic S. ,(2017)"The Economics of Money , Banking , and Financial Markets" , Tenth Edition ,McGraw Hill, Americas, New York,
- 17- Christes Ioannidis and Alexandros , Kontonikas ,(2006) "The Impact of monetary policy on stock price " , University of Bath , UK.

