



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة كربلاء

كلية الادارة والاقتصاد

قسم العلوم المالية والمصرفية

السياسة النقدية وأثرها على مؤشرات الاستقرار المالي

عبر مؤشرات سوق رأس المال

أطروحة مقدمة

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة كربلاء وهي جزء
من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية

كتبت بواسطة

أثير نجاح كامل سميسم

بإشراف

الأستاذ الدكتور

حيدر يونس كاظم الموسوي

10/2022 م

1444 هـ / ربيع 1

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



﴿ قُلْ لَوْ أَنْتُمْ تَمْلِكُونَ خَزَائِنَ رَحْمَةِ رَبِّي إِذًا
لَأَمْسَكْتُمْ خَشْيَةَ الْإِنْفَاقِ ۗ وَكَانَ الْإِنْسَانُ
قَتُورًا ﴾

[الإسراء: 100]

إقرار لجنة المناقشة

نشهد نحن رئيس وأعضاء لجنة المناقشة إننا أطلعنا على هذه الأطروحة الموسومة بـ (السياسة النقدية واثرها على مؤشرات الاستقرار المالي عبر مؤشرات سوق راس المال) وقد تمت مناقشة الطالب (أثير نجاح كامل سميسم) في محتوياتها وكل ما يتعلق بها، ونعتقد بأنها جديرة بالقبول لنيل درجة الدكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية بتقدير () .

أ.د. حاكم محسن محمد

جامعة الكوفة/ كلية الادارة والاقتصاد

(رئيساً)

2022 / /

أ.د. صادق راشد الشمري
كلية بغداد للعلوم الاقتصادية
(عضواً)

2022/ /

أ.م.د. أمير علي خليل
جامعة كربلاء/ كلية الإدارة والاقتصاد
(عضواً)

2022/ /

أ.د. ادبيد قاسم شندي
جامعة واسط/ كلية الادارة والاقتصاد
(عضواً)

2022 / /

أ.م.د. زينب مكي محمود
جامعة كربلاء/ كلية الادارة والاقتصاد
(عضواً)

2022/ /

أ.د. حيدر يونس الموسوي
جامعة كربلاء / كلية الإدارة والاقتصاد
(عضواً و مشرفاً)

2022/ /

إقرار رئيس لجنة الدراسات

بناء على إقرار المشرف العلمي والخبير اللغوي على الأطروحة الموسومة
(السياسة النقدية وأثرها على مؤشرات الاستقرار المالي عبر مؤشرات سوق
راس المال) والمقدمة من الطالبة (أثير نجاح كامل سميمم)، أرشح هذه
الأطروحة للمناقشة.

أ.د. محمد حسين الجبوري

رئيس لجنة الدراسات العليا

2022 / /

مصادقة مجلس الكلية

صادق مجلس كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء على قرار لجنة المناقشة

أ.د. محمد حسين الجبوري

عميد كلية الإدارة والاقتصاد

2022 / /

الإهداء

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك ..ولا تطيب
اللحظات إلا بذكرك ... ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك ... ولا تطيب الجنة إلا
برؤيتك ...
الله جل جلاله.

إلى من كلفه الله بالهيبة والوقار ... علمني العطاء بدون انتظار ...
أحمل اسمه بكل افتخار ... أرجو من الله أن يمد في عمرك لتري ثماراً قد حان
قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوم أهتدي بها اليوم وفي الغد
وإلى الأبد... والدي الحبيب.

إلى ملاكي في الحياة ... إلى معنى الحب والحنان والتفاني ... بسمه الحياة
وسر الوجود التي كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي ...
أمي الحبيبة.

إلى توأم روحي ورفيق دربي في هذه الحياة، معك أكون أنا وبدونك أكون مثل
أي شيء ... أرى التفاؤل بعينها والسعادة في ضحكتها ...
زوجتي.

إلى من رافقوني منذ أن حملنا حقايب صغيرة ومعكم سرت الدرب خطوة
بخطوة وما زلتهم ترافقوني حتى الآن ... يا شمعة متقدة تنير ظلمة حياتي...
أخوتي

الباحث

شكر و عرفان

الحمد لله وحده له الشكر أولاً وأخراً على نعمه التي لا تعد ولا تحصى، والحمد لله الذي تجلى للقلوب بالعظمة واحتجب عن الابصار بالعزة واقتدر على الاشياء بالقدره، والصلاة والسلام على نبي الهدى محمد وعلى إله وصحبه المنتجبين الاطهار اللهم صل عليهم أجمعين وسلم تسليماً كثيراً.

من واجب العرفان بالجميل اتقدم بالشكر والامتنان الى استاذي الكريم أ. د. حيدر يونس كاظم الموسوي لما ابداه من ارشادات وتوجيهات قيمة كان لها الاثر الكبير في اخراج هذا الجهد بهذه الكيفية، فكان نعم الأستاذ، الذي لم يبخل على الباحث بغزير علمه، فجزاه الله خير الجزاء وأتمنى له من القلب كل التوفيق ودوام الصحة والعافية. كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى الأساتذة الكرام أ.د. محمد حسين الجبوري عميد كلية الإدارة والاقتصاد و أ.م.د. كمال كاظم جواد الشمري رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية لما أولوه من رعاية وتعاون مع طلبة الدراسات العليا أتمنى لهم التوفيق.

وان واجب العرفان يملي على الباحث ان يتقدم بالشكر والامتنان للسادة رئيس لجنة المناقشة وأعضاءها المحترمين لما تحملوه من عناء المراجعة والتقويم على الرغم من مشاغلهم فجزاهم الله خير الجزاء، كما أقدم شكري وامتناني إلى الاستاذ الدكتور علاء فرحان طالب والاستاذ الدكتور ميثم ربيع هادي والاستاذ الدكتور عباس كاظم الدعيمي و أ.د. علي احمد فارس و أ.م.د. زينب مكي، أ.م.د. هاشم جبار الحسيني، لما أبدوه من مساعدة ونصح فجزاهم الله خير الجزاء.

كما لا يسعني الا ان اشكر أصدقائي وأعضاء دفعتي الذين ساندوني باستمرار في مسيرة دراستي لما قدموه لي من مسانده ونصح فجزاهم الله عني خير الجزاء.

وفي الختام أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من مد يداً بيضاء..... وقد ذكره قلبي ولم يذكره قلبي.....

المستخلص

تكتسب السياسة النقدية أهمية كبيرة في النظام الاقتصادي بوصفها إحدى الدعائم الأساسية لتطور الاقتصاد الوطني وتقدمه، ومن ثم المساهمة في تعزيز الاستقرار المالي والاقتصادي، لذا يحرص البنك المركزي العراقي على إحاطته بمنظومة إشرافية ورقابية متطورة وفاعلة، وهنا يبرز دور قنوات السياسة النقدية التي تؤثر في المؤسسات المصرفية والمالية وتداخلها مع الأسواق المالية. لذلك تنطلق الدراسة من مشكلة التي يعاني منها اغلب اقتصاديات العالم وهي حالة عدم الاستقرار المالي فضلا عن المتغيرات التي من الممكن ان تؤثر على تحقيق الاستقرار المالي، ومن هنا سعت الدراسة الى تحقيق عدد من الأهداف كان أبرزها هو التعرف على مدى تأثير قنوات السياسة النقدية على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، وبيان أي من هذه القنوات أكثر تأثير من غيرها على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، ومعرفة كيف تؤثر قنوات السياسة النقدية على مؤشرات سوق رأس المال، و التعرف على مدى تأثير مؤشرات سوق رأس المال على المؤشر التجميعي الاستقرار المالي في العراق، وأيضا تهدف الى دراسة الأثر الموسمي لكل من قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق، اذ اعتمد الحدود المكانية الدراسة على الاقتصاد العراقي ، اما الحدود الزمانية فقد شملت البيانات الفصلية للمدة (2010-2020)، وتم استخراج البيانات واختبار موسمية متغيرات الدراسة واختبار الارتباط والاثر عن طريق البرنامج الاحصائي (Spss) وبعد اختبار فرضيات الأثر لقنوات السياسة النقدية على مؤشرات للاستقرار المالي عبر مؤشرات سوق رأس المال، توصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات لعل من أهمها وجود تأثير معنوي لقناة الائتمان على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي وعلى مؤشر القيمة السوقية، ويوجد إثر لقناة سعر الصرف على القيمة السوقية، وان القيمة السوقية تؤثر بشكل مباشر على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، وهذا يدل على ان هناك علاقة قوية بين المكونات الأساسية للنظام المالي والمتمثلة في البنك المركزي والأسواق المالية والبنية التحتية للنظام المالي متمثلة في مجموعة الأطر القانونية والتنظيمية والرقابية، لا يمكن لأي من هذه المكونات العمل بمعزل عن الآخر، اذ ان لكل مكون يؤثر ويتأثر بالتطورات التي تحدث في أي من هذه المكونات، لذلك من الضروري تحقيق التكامل الفعال بين قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال من اجل تعزيز الاستقرار المالي في ظل بيئة مواتية للمؤسسات المالية والمصرفية التي تدعم عمل الاسواق المالية بشكل كفؤة وفعال، لذلك من الضروري استخدام مؤشرات الاستقرار المالي بشكل فعلي في العراق وفق السياسة الحديثة للبنك المركزي العراقي.

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
أ	المستخلص
ب	قائمة المحتويات
ج-هـ	قائمة الجداول
و-ز	قائمة الاشكال
2-1	المقدمة
18-3	الفصل الاول: منهجية الدراسة وبعض الدراسات السابقة
8-4	المبحث الاول: منهجية الدراسة
18-9	المبحث الثاني: الاستعراض المرجعي لبعض الدراسات السابقة
74-19	الفصل الثاني: الإطار النظري للسياسة النقدية والأسواق المالية وعلاقتها بالاستقرار المالي
40-21	المبحث الاول: الإطار النظري للسياسة النقدية
49-41	المبحث الثاني: مفهوم الأسواق المالية وأهم مؤشرات اداءها
77-50	المبحث الثالث: النظام المالي ومتطلبات الاستقرار المالي
171-78	الفصل الثالث: السياسة النقدية وأثرها على مؤشرات الاستقرار المالي عبر مؤشرات سوق رأس المال
112-80	المبحث الاول: تحليل السلاسل الزمنية لقنوات السياسة النقدية
145-113	المبحث الثاني: تحليل السلاسل الزمنية لمؤشرات سوق رأس المال
156-146	المبحث الثالث: تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر التجميعي للاستقرار المالي
171-157	المبحث الرابع: ارتباط وأثر قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال وعلاقتها بالمؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق
177-172	الفصل الرابع: الاستنتاجات والتوصيات
175-173	المبحث الاول: الاستنتاجات
177-176	المبحث الثاني: التوصيات
196-178	قائمة المصادر
212-197	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	التسلسل
61	مؤشرات قياس المؤشر التجميعي للاستقرار المالي	1-2
81	القيم النسبية لمعدل دوران قناة الائتمان مجردة من إثر الاتجاه العام	1-3
83	المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة	2-3
85	ملخص المؤشرات الفصلية لقناة الائتمان	3-3
88	المؤشرات الفصلية لقناة الائتمان	4-3
88	المؤشر الموسمي المعدل لقناة الائتمان	5-3
89	معدل دوران قناة الائتمان مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)	6-3
92	القيم النسبية لمعدل دوران سعر الصرف مجردة من اثر الاتجاه العام	7-3
94	المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة	8-3
97	ملخص المؤشرات الفصلية	9-3
99	المؤشرات الفصلية لقناة سعر الصرف	10-3
99	المؤشر الموسمي المعدل لقناة سعر الصرف	11-3
100	معدل دوران قناة سعر الصرف مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)	12-3
103	القيم النسبية لمعدل دوران سعر الفائدة مجردة من اثر الاتجاه العام	13-3
105	المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة	14-3
107	ملخص المؤشرات الفصلية	15-3
109	المؤشرات الفصلية لقناة سعر الفائدة	16-3
110	المؤشر الموسمي المعدل لقناة سعر الفائدة	17-3
110	معدل دوران قناة سعر الفائدة مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)	18-3
113	القيم النسبية لمعدل دوران حجم التداول مجردة من اثر الاتجاه العام	19-3
115	المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة	20-3
118	ملخص المؤشرات الفصلية	21-3
121	المؤشرات الفصلية لمؤشر حجم التداول	22-3
121	المؤشر الموسمي المعدل لمؤشر حجم التداول	23-3
121	معدل دوران حجم التداول مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)	24-3
124	القيم النسبية لمعدل دوران المؤشر العام للسوق مجردة من اثر الاتجاه العام	25-3

126	المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة	26-3
129	ملخص المؤشرات الفصلية	27-3
132	المؤشرات الفصلية لمؤشر العام للسوق	28-3
132	المؤشر الموسمي المعدل لمؤشر العام للسوق	29-3
132	معدل دوران لمؤشر العام للسوق مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)	30-3
135	القيم النسبية لمعدل دوران القيمة السوقية مجردة من اثر الاتجاه العام	31-3
137	المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة	32-3
140	ملخص المؤشرات الفصلية	33-3
143	المؤشرات الفصلية للقيمة السوقية	34-3
143	المؤشر الموسمي المعدل للقيمة السوقية	35-3
143	معدل دوران للقيمة السوقية مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)	36-3
147	القيم النسبية لمعدل دوران المؤشر التجميعي للاستقرار المالي مجردة من اثر الاتجاه العام	37-3
148	المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة	38-3
151	ملخص المؤشرات الفصلية	39-3
154	المؤشرات الفصلية المؤشر التجميعي للاستقرار المالي	40-3
154	المؤشر الموسمي المعدل المؤشر التجميعي للاستقرار المالي	41-3
154	معدل دوران المؤشر التجميعي للاستقرار المالي مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)	42-3
157	مصفوفة الارتباط بين قنوات السياسة النقدية والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي	43-3
158	مصفوفة الارتباط بين قنوات السياسة النقدية ومؤشر حجم التداول	44-3
159	مصفوفة الارتباط بين قنوات السياسة النقدية والمؤشر العام للسوق	45-3
160	مصفوفة الارتباط بين قنوات السياسة النقدية ومؤشر القيمة السوقية	46-3
161	مصفوفة الارتباط بين متغيرات سوق رأس المال ومتغير المؤشر التجميعي للاستقرار المالي	47-3
162	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي المدمج	48-3
163	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي المدمج	49-3
164	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي المدمج	50-3

165	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي المدمج	51-3
166	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي المدمج	52-3
167	التأثيرات المباشرة وغير المباشرة	53-3
170	ارتباط وأثر قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق	54-3
170	الارتباط قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال	55-3
171	إثر قنوات السياسة النقدية على مؤشرات سوق رأس المال	56-3

قائمة الاشكال

الصفحة	العنوان	التسلسل
27	قواعد السياسة النقدية وآليات التحويل	1-2
28	قناة الائتمان	2-2
37	قناة سعر الفائدة	3-2
40	قناة سعر الصرف	4-2
54	استقرار النظام المالي	5-2
85	المؤشرات الفصلية لقناة الائتمان للمدة 2020-2010	1-3
86	المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2020-2010	2-3
88	المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2020-2010	3-3
87	المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2020-2010	4-3
88	المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2020-2010	5-3
90	معدل دوران قناة الائتمان مجرد من إثر الموسم للمدة 2020-2010	6-3
96	المؤشرات الفصلية لسعر الصرف للمدة 2020-2010	7-3
97	المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2020-2010	8-3
98	المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2020-2010	9-3
98	المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2020-2010	10-3
99	المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2020-2010	11-3
101	معدل دوران القيمة السوقية مجرد من إثر الموسم للمدة 2020-2010	12-3
107	المؤشرات الفصلية سعر الفائدة للمدة 2020-2010	13-3
108	المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2020-2010	14-3
108	المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2020-2010	15-3
109	المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2020-2010	16-3
109	المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2020-2010	17-3
111	معدل دوران سعر الفائدة مجرد من إثر الموسم للمدة 2020-2010	18-3
118	المؤشرات الفصلية لحجم التداول للمدة 2020-2010	19-3
119	المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2020-2010	20-3
119	المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2020-2010	21-3

120	المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020	22-3
120	المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020	23-3
123	معدل دوران حجم التداول مجرد من إثر الموسم للمدة 2010-2020	24-3
129	المؤشرات الفصلية للمؤشر العام للسوق للمدة 2010-2020	25-3
130	المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020	26-3
130	المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020	27-3
131	المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020	28-3
131	المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020	29-3
134	معدل دوران حجم للمؤشر العام للسوق مجرد من إثر الموسم للمدة 2010-2020	30-3
140	المؤشرات الفصلية للقيمة السوقية للمدة 2010-2020	31-3
141	المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020	32-3
141	المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020	33-3
142	المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020	34-3
142	المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020	35-3
145	معدل دوران القيمة السوقية مجرد من إثر الموسم للمدة 2010-2020	36-3
151	المؤشرات الفصلية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي للمدة 2010- 2020	37-3
152	المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020	38-3
152	المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020	39-3
153	المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020	40-3
153	المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020	41-3
156	معدل دوران المؤشر التجميعي للاستقرار المالي مجرد من إثر الموسم للمدة 2010-2020	42-3
167	مسارات العلاقة المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة	43-3

مقدمة

تعد السياسة النقدية جزءاً مهماً من السياسة الاقتصادية العامة، إذ تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف اقتصادية متعددة أهمها خفض معدلات التضخم والاستقرار في المستوى العام للأسعار وتحقيق الاستقرار المالي والنقدي، لذا نجد السياسة النقدية مهتمة بشكل كبير بالاستقرار المالي والنقدي، وكيفية إدارته، عن طريق رسم السياسة المؤثرة والمسيطرة على عمل القطاع المصرفي والتضخم والنتائج المحلي الإجمالي والهادفة إلى تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار فضلاً عن النمو الاقتصادي. وعلية تمارس قنوات السياسة النقدية تأثيرها بشكل مباشر وغير مباشر على العناصر الاقتصادية من أجل تحقيق الاستقرار المالي والنقدي.

وقد أصبح استقرار النظام المالي احد اهداف البنوك المركزية الرئيسية الى جانب تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار وأسعار الصرف لضمان أداء كفاء للوحدات الاقتصادية جميعها وهذا ما يجعل البنوك المركزية في مختلف دول العالم تركز على سلامة ومتانة أنظمتها المالية، ويعني استقرار النظام المالي الحالة التي يكون فيها النظام المالي بمكوناته (المؤسسات، الأسواق، البنى التحتية) قادراً على أداء وظائفه الأساس المتمثلة بتعبئة المدخرات ومنح القروض بمختلف انواعها وتسوية المدفوعات بفعالية ولا سيما أوقات الازمات المالية لأن الاستقرار المالي يرتبط بجملة من العوامل منها الداخلية التي يتأثر بها النظام المالي مثل المخاطر التي تواجه المؤسسات والمخاطر التي تواجه الاسواق والمخاطر التي تسبب هشاشة البنى التحتية، فضلاً عن العوامل الخارجية سواء من القطاع الحقيقي او الناجمة عن تأثير الصدمات المالية العالمية.

وشهدت الأسواق المالية والصناعة المصرفية عديد من التطورات السريعة أدت الى تغييرات في بناء هيكل النظام المالي الدولي، إذ أصبح أكثر تطوراً وارتباطاً عبر الربع الأخير من القرن السابق وأدت هذه التغييرات إلى توسع دور المؤسسات المالية وظهور عدد هائل ومتنوع من الخدمات المالية والمصرفية التي تقدمها والمجالات الاقتصادية التي تمولها، إذ أتضح عبر الأزمات المالية الدولية شدة الترابط بين المؤسسات المالية وآليات عمل أسواق المال.

وتعد دراسة الأسواق المالية من المواضيع المهمة التي تحظى باهتمام المؤسسات الحكومية والأكاديمية فضلاً عن القطاع الخاص، فلأسواق المالية للأهمية الكبيرة في الاقتصاد فضلاً عن ما تقدمه من مهام كبيرة في توفير الأموال اللازمة للشركات لتمويل خططها الاستثمارية وما توفره من أموال لدعم خطط التنمية الحكومية وتعبئة مدخرات الأفراد وتوجيهها

نحو الاستثمار الأفضل، وتوفير فرص استثمارية مختلفة، فقد أصبح للأسواق المالية أثر كبير في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي، فكلما كان أداء الأسواق المالية فعالاً وكفوءاً أسهمت في دعم الاستقرار المالي، فمثلما تكشف الأسواق المالية عن الحالة الاقتصادية للبلد، تظهر أية مشكلة تحدث في السوق المالي تؤثر في الوضع الاقتصادي العام، كون الأسواق المالية تعد بمنزلة المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام ومن ثم فإن استقرارها يمثل مقياساً لمدى نجاح السياسة الاقتصادية، وفي ضوء الانفتاح الاقتصادي وظهور العولمة والتجارة الإلكترونية ظهرت حالة عدم الاستقرار في الاقتصاد العالمي وزيادة مخاطر تقلبات الأسعار. لتحقيق أهداف الدراسة قسمت الدراسة على أربعة فصول: تضمن الفصل الأول مقدمة ومنهجية الدراسة. أما الفصل الثاني فقد وضح (الإطار النظري لكل من السياسة النقدية والأسواق المالية والاستقرار المالي) وبمباحث ثلاثة، كرس الأول لدراسة مفهوم السياسة النقدية وأهم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة وكذلك أهم قنوات السياسة النقدية بينما انصرف الثاني إلى توضيح مفهوم الأسواق المالية وأهم مؤشرات أدائها وكيف يتم بناء المؤشر في الأسواق المالية، ويأتي الثالث للتعبير عن مفهوم النظام المالي ومكونات النظام المالي ومفهوم الاستقرار المالي وكيف يتم بناء مؤشر تجميعي للاستقرار المالي.

بينما تضمن الفصل الثالث أربع مباحث، فقد تضمن المبحث الأول تحليل الأثر الموسمي لقنوات السياسة النقدية، ووضح المبحث الثاني تحليل الأثر الموسمي لمؤشرات سوق رأس المال، أما المبحث الثالث فقد تضمن تحليل الأثر الموسمي للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق، بينما تضمن المبحث الرابع قياس ارتباط وأثر قنوات السياسة النقدية وأثرها على مؤشرات الاستقرار المالي عبر مؤشرات سوق رأس المال. والفصل الرابع عرض أبرز الاستنتاجات والتوصيات التي توصلت إليها الدراسة.

الفصل الأول

منهجية الدراسة وبعض الدراسات السابقة

المبحث الأول

منهجية الدراسة

المبحث الثاني

بعض الدراسات السابقة

المبحث الاول منهجية الدراسة

1-1-1- مشكلة الدراسة

في ظل التطور الاقتصادي ولا سيما في الاعوام الأخيرة وازدياد حدوث الازمات المالية والاقتصادية وعدم الاستقرار المالي، فإن من الضروري دراسة قنوات السياسة النقدية ووضع استراتيجيات فعالة في اختبار قنوات مناسبة لتحقيق الاستقرار المالي وتقليل المخاطر الى ادنى حد ممكن، لذلك فان البنك المركزي العراقي اعتمد على بناء مؤشر تجميحي والذي يعكس حالة الاستقرار المالي في العراق، فقد شهد المؤشر التجميحي تقلبات مستمرة عبر مدة الدراسة، بناء على قرارات السياسة النقدية التي ينعكس على جميع المؤسسات المالية وعلية تؤثر على الاستقرار المالي ومن هنا نناقش مشكلة الدراسة عن طريق التساؤلات الآتية.

- 1- هل يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية (الأثر الموسمي) على متغيرات الدراسة (قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال ومؤشرات الاستقرار المالي)؟
- 2- هل يوجد تأثير لبعض قنوات السياسة النقدية على مؤشرات الاستقرار المالي؟
- 3- هل توجد علاقة بين قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال؟
- 4- هل يوجد تأثير لمؤشرات سوق رأس المال على مؤشرات الاستقرار المالي؟
- 5- هل ان أسواق رأس المال فعالة في نقل إثر قنوات السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار المالي؟

1-1-2- اهمية الدراسة

تتبع اهمية الدراسة عبر تسليط الضوء على الجوانب الأساسية المتعلقة بكل من السياسة النقدية وسوق رأس المال والاستقرار المالي ضمن التوجهات الحديث والانفتاح والتطور المالي، وتحليل واقع واتجاهات كل من السياسة النقدية وسوق رأس المال والاستقرار المالي، والعمل على تحليل مؤشرات الاستقرار المالي في العراق عن طريق بناء المؤشر التجميحي الذي يعبر عن حاله الاستقرار المالي، وبيان إثر المتغيرات الفصلية (الأثر الموسمي) على كل من قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال والمؤشر التجميحي للاستقرار المالي، وبيان اهمية قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال في الاقتصاد. وتوضح اهمية هذه الدراسة عبر محاولتنا تحديد العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وسوق رأس المال ومؤشرات الاستقرار المالي، وهذا لمعرفة القناة الممثلة التي تعمل على نقل إثر السياسة النقدية على كل من سوق رأس المال والاستقرار المالي، و العمل على تحليل وتحديد الأثر الموسمي لكل من قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال والمؤشر التجميحي للاستقرار المالي.

3-1-1- اهداف الدراسة

تسعى الدراسة الى تحقيق جملة من الاهداف اهمها.

- 1- دراسة الأثر الموسمي لكل من قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال والمؤشر التجميحي للاستقرار المالي في العراق.
- 2- تحليل المتغيرات الفصلية ومعرفة أكثر فصل من المتغيرات الفصلية له تأثير في متغيرات الدراسة.
- 3- قياس مدى تأثير قنوات السياسة النقدية على المؤشر التجميحي للاستقرار المالي، وبيان أي من القنوات أكثر تأثير من غيرها على المؤشر التجميحي للاستقرار المالي
- 4- بيان كيف تؤثر قنوات السياسة النقدية (قناة الائتمان، قناة سعر الصرف، قناة سعر الفائدة) على مؤشرات سوق رأس المال، وبيان أي من القنوات أكثر تأثير من غيرها على مؤشرات سوق رأس المال.
- 5- بيان مدى تأثير مؤشرات سوق رأس المال(مؤشر حجم التداول، مؤشر العام للسوق، مؤشر القيمة السوقية) على المؤشر التجميحي الاستقرار المالي في العراق. وأي من المؤشرات أكثر تأثير من غيرها على المؤشر التجميحي للاستقرار المالي.
- 6- تحديد فيما إذا كانت هنالك علاقة مباشرة او غير مباشرة بين قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال والمؤشر التجميحي الاستقرار المالي.

4-1-1- فرضيات الدراسة

- 1- لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية (الأثر الموسمي) على متغيرات الدراسة
- 1-1 لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على قنوات السياسة النقدية.
- 2-1 لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على مؤشرات سوق رأس المال.
- 2-3 لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على المؤشر التجميحي للاستقرار المالي.
- 2- لا توجد علاقة ارتباط بين المتغير الدراسة.
- 1-2 لا توجد علاقة ارتباط بين السياسة النقدية في مؤشرات الاستقرار المالي.
- 2-2 لا توجد علاقة ارتباط بين السياسة النقدية في مؤشرات سوق رأس المال.
- 3-2 لا توجد علاقة ارتباط بين مؤشرات سوق رأس المال في مؤشرات الاستقرار المالي.
- 4-2 لا توجد علاقة ارتباط بين السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال في مؤشرات الاستقرار المالي

3- لا توجد علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين المتغير الدراسة.

1-3 لا توجد علاقة إثر ذات دلالة معنوية للسياسة النقدية في مؤشرات الاستقرار المالي.

2-3 لا توجد علاقة إثر ذات دلالة معنوية للسياسة النقدية في مؤشرات سوق رأس المال.

3-3 لا توجد علاقة إثر ذات دلالة معنوية لمؤشرات سوق رأس المال في مؤشرات الاستقرار المالي.

3-4 لا توجد علاقة إثر ذات دلالة احصائية للسياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال في مؤشرات الاستقرار المالي.

1-1-5- حدود الدراسة

يقتصر الاهتمام في هذه الدراسة على محاولة قياس الأثر الموسمي وقياس ارتباط وإثر قنوات السياسة النقدية على مؤشرات الاستقرار المالي عبر مؤشرات سوق رأس المال، إذ اعتمدت الحدود المكانية للدراسة على الاقتصاد العراقي وسوق العراق للأوراق المالية، أما الحدود الزمانية فقد شملت البيانات الفصلية للمدة (2010-2020) وذلك بسبب عدم توفر البيانات الفصلية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي للعام 2021 و2022.

1-1-6- هيكلية الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة قسمت الدراسة على أربعة فصول: تضمن الفصل الأول مقدمة ومنهجية الدراسة. أما الفصل الثاني فقد وضح (الإطار النظري لكل من السياسة النقدية والأسواق المالية والاستقرار المالي) وبمباحث ثلاثة، كرس الأول لدراسة مفهوم السياسة النقدية وأهم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة وكذلك أهم قنوات السياسة النقدية بينما انصرف الثاني إلى توضيح مفهوم الأسواق المالية وأهم مؤشرات ادائها وكيف يتم بناء المؤشر في الأسواق المالية، ويأتي الثالث للتعبير عن مفهوم النظام المالي ومكونات النظام المالي ومفهوم الاستقرار المالي وكيف يتم بناء مؤشر تجميعي للاستقرار المالي.

بينما تضمن الفصل الثالث أربع مباحث، فقد تضمن المبحث الأول تحليل الأثر الموسمي لقنوات السياسة النقدية، ووضح المبحث الثاني تحليل الأثر الموسمي لمؤشرات سوق رأس المال، أما المبحث الثالث فقد تضمن تحليل الأثر الموسمي للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق، بينما تضمن المبحث الرابع قياس ارتباط وأثر قنوات السياسة النقدية وأثرها على مؤشرات الاستقرار المالي عبر مؤشرات سوق رأس المال. والفصل الرابع عرض أبرز الاستنتاجات والتوصيات التي توصلت إليها الدراسة.

1-1-7- اجراءات واساليب الدراسة:

تبلورت اجراءات الدراسة واساليبها بالخطوات الاتية

1. حساب وزن مؤشر القطاع المصرفي

$$BI = \sum_{n=1}^{10} (d_n w_n)$$

2. حساب وزن مؤشر الاقتصاد الكلي

$$EI = \sum_{n=1}^6 (d_n w_n)$$

3. حساب وزن مؤشر سوق رأس المال

$$CI = \sum_{n=1}^2 (d_n w_n)$$

4. حساب وزن الدورة المالية

$$FI = d_n w_n$$

5. تحويل البيانات الأساسية للمؤشر التجميعي الى قيم معيارية

$$d_{jt} = \frac{X_{jt} - X_{j \min}}{X_{j \max} - X_{j \min}}$$

6. ترجيح المؤشرات الفرعية للمؤشر التجميعي

$$I_t = \sum_j^n = 1 w_j d_{jt}$$

7. حساب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي

$$AFSI_t = \sum_{j=1}^n \omega_{jBI} d_{jt} + \sum_{j=1}^n \omega_{jEI} d_{jt} + \sum_{j=1}^n \omega_{jCI} d_{jt} + \omega_{jFI} d_{jt}$$

$$= BI + EI + CI + FI$$

8. حساب مشاهدات السلسلة الزمنية

$$Y = T * S * C * I$$

9. تقدير معادلة خط الاتجاه العام

$$T = \bar{Y} = \widehat{a_0} + \widehat{a_1} t_i$$

10. تجريد مشاهدات الظاهرة (Y) من إثر الاتجاه العام (T) باستعمال المعادلة الآتية.

$$Y^* = \frac{Y}{T} * 100\%$$

11. طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك لإيجاد المؤشر الموسمي

$$\text{المؤشر الموسمي المعدل} = \frac{\text{متوسط مؤشر الفصل}}{\text{مجموع متوسطات مؤشرات الفصول}} * 4 * 100\%$$

12. ازالة إثر الموسم من مشاهدات الظاهرة (Y) وفقاً للمعادلة الآتية

$$\text{مشاهدات الظاهرة مجردة من إثر الموسم} = \frac{\text{مشاهدات الظاهرة (Y)}}{\text{المؤشر الموسمي المعدل للخطوة السابق}} * 100\%$$

13. اختبار نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمتغيرات الدراسة

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} + \beta_3 X_{it3} + e_{it}$$

المبحث الثاني

الاستعراض المرجعي لبعض الدراسات السابقة

1-2-1- بعض الدراسات العربية السابقة:

1. دراسة (جراح: 2018)

دراسة بعنوان (اثر الأدوات الكمية (غير المباشرة) للسياسة النقدية على بعض مؤشرات الاستقرار المالي)

تنطلق الدراسة من مشكلة وجود ضعف في اداء مؤشرات الاستقرار المالي عن طريق استخدام ادوات السياسة النقدية غير المباشرة من اجل تحقيق الاستقرار المالي عن طريق استخدام مؤشر تجميعي للاستقرار المالي، وأصبح الاستقرار المالي وعلى مدى عقود من الزمن هدفا استراتيجيا جوهريا تزايدت اهميته في سياق السياسات الاقتصادية لمختلف دول العالم والمغزى من تحقيق الاستقرار المالي تتجاوز المفهوم البسيط هو عدم وقوع الازمات المالية، لذا فقد ركزت هذه الدراسة على اهمية مؤشرات الاستقرار المالي في تحقيق الاستقرار للقطاع المصرفي والذي ينعكس على تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وايضا استخدمت هذه الدراسة ادوات السياسة النقدية غير المباشرة من اجل تحقيق الاستقرار المالي في الاقتصاد و بيان اثر كل من الاحتياطي الاجنبي للبنك المركزي وعمليات السوق المفتوحة وتأثيرها على مؤشرات الاستقرار المالي ، لذلك تهدف هذه الدراسة الى تحقيق استقرار مالي وفق المؤشرات المختارة (هامش الفائدة) وتحقيق سياسة نقدية مثلى تحقق اهداف التنمية للسياسة الاقتصادية في البلد، وقد تم استخدام نماذج قياس اختبار الاثر الحاصل في استخدام ادوات السياسة النقدية غير المباشرة في تحقيق الاستقرار المالي في ضوء مؤشرات تجميعة مختارة، وقد استنتج ان الادوات الكمية غير المباشرة للسياسة النقدية ساهمت في التأثير على المؤشر التجميعي لاستقرار المالي بنسبة بلغت (56%) لذلك ان عمليات السوق المفتوح تؤثر بشكل مباشر على الاحتياطي الاجنبي وتؤثر على المؤشر التجميعي ، وقد اوصى بضرورة استخدام مؤشرات الاستقرار المالي بشكل فعلي ، وضرورة تعديل سعر اعادة الخصم عند استخدامه كأداة من ادوات السياسة النقدية والعمل على ايجاد وسائل جديدة للانتماء الكلي وهو احد مؤشرات الاستقرار المالي والذي يتم عبره استقرار السوق وكذلك تحقيق الاستقرار المالي في القطاعات الاقتصادية كافة وكذلك مقياس للتطور المالي.

2. دراسة (عزيز: 2019)

دراسة بعنوان (استراتيجية البنك المركزي ودورها المرتقب في تعزيز الاستقرار المالي) تنطلق الدراسة من مشكلة الاقتصاد الريعي الذي يعتمد في رفق موازنته الاتحادية على إيرادات النفط فمن الطبيعي أن عملية الاستقرار المالي ترتبط بشكل مباشر بالطلب العالمي على النفط وأسعاره العالمية وعلية يقع على البنك المركزي مسؤولية تنمية عن طريق تطوير السياسات والأدوات لدعم الاستقرار المالي في ظل الحد من المخاطر النظامية واتخاذ الإجراءات التحوطية من أجل التغلب على الاضطرابات المالية. وتهدف الدراسة الى التعرف على استراتيجية البنك المركزي وكيف سيتم دعم وتعزيز الاستقرار المالي كونه وضع كهدف رئيس في هذه الاستراتيجية. وعمل على تحديد نقاط القوى والضعف في استراتيجية البنك المركزي عن طريق رسم سيناريو للنجاح والفشل ووضع الحلول والتوصيات الملائمة لإمكانية نجاح هذه الاستراتيجية، والبحث في الوسائل والآليات الممكنة لتعزيز الاستقرار المالي وهل هناك إمكانية لنجاح هذه الاستراتيجية في ظل انخفاض بعض مؤشرات الاستقرار المالي، واهم استنتاجات هو افصاح استراتيجية البنك المركزي عن مقارنة جديدة في إدارة السياسة النقدية تعمل على تحفيز الاقتصاد وتعزيز الاستقرار المالي والنقدي بما يكفل تحقيق التنمية الاقتصادية عن طريق زيادة تنوع القروض المقدمة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، إضافة عن إدارة البنك المركزي لهذه الاستراتيجية من أجل وضع حلول سريعة وأخرى متوسطة وطويلة الاجل والتي تهدف الى أرساء الثقة بالقطاع المصرفي، وقد استمدت وتميزت هذه الاستراتيجية من وحي السياسة العامة للدولة الهادفة الى بناء اقتصاد حر قائم على مبادئ السوق والمنافسة وتمكين القطاع الخاص من لعب دور كبير وأساس في التنمية الاقتصادية ، واهم ما أوصى هو تحقيق التكامل الفاعل في تعزيز الاستقرار المالي (البنية التحتية لقوانين وتشريعات وتعليمات لدعم الاستقرار المالي في ظل بيئة صالحة من مؤسسات مالية ومصرفية تساند وتدعم عمل الاسواق المالية، واعطاء أهمية كبيرة لتحقيق أهداف استراتيجية البنك المركزي ليكون لها دور حقيقي في التنمية الاقتصادية لاسيما الهدف الأول فيها دعم وتحقيق الاستقرار المالي.

3. دراسة (عبد الله: 2019)

دراسة بعنوان (الاستقرار المالي في العراق باستخدام السياسة الاحترازية الكلية). تنطلق مشكلة الدراسة من ان النظام المالي في العراق يعتمد بشكل كبير على إيرادات الصادرات النفطية كأحد مصادر الدخل، فأن ذلك يجعل من النظام المالي في العراق عرضة للصدمات الخارجية، كما يؤثر ذلك في زيادة المخاطر النظامية التي تعمل على تعطيل النظام المالي عن القيام بوظائفه الرئيسية، وعلية فأن هناك حاجة حقيقية وضرورية إلى اعتماد وتطوير

أدوات السياسة الاحترازية الكلية التي تسهم في منع أو الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها النظام المالي العراقي وبما يعزز من استقراره. وتهدف الدراسة الى عرض وتبسيط الضوء على الجوانب الأساسية المتعلقة بكل من الاستقرار المالي والسياسة الاحترازية الكلية ضمن التوجهات الحديثة للانفتاح والتطور المالي. فقد هدفت الى تحليل العوامل المؤثرة على الاستقرار النظام المالي من طريق بناء مؤشر تجميعي يعبر عن حالة الاستقرار النظام المالي ، وأيضا تحليل التطورات التي شهدتها السياسة الاحترازية الكلية في العراق ومراحل تنشيط أدواتها، ودراسة مدى فاعلة أدوات السياسة الاحترازية في تعزيز الاستقرار المالي ، وقد توصلت الدراسة إلى عدة استنتاجات عدة أهمها ، ان هنالك تغيرات في قيم المؤشر التجميعي للاستقرار المالي عبر المدة (2005-2017)، وأن الاتجاه العام لهذه التغيرات كان موجبا، ما يوضح أن درجة استقرار النظام المالي تعد مقبولة ومستقرة نسبياً، وذلك عند الأخذ بالاعتبار التطورات الاقتصادية والأمنية التي مرّ بها الدولة وبدورها تأثير على درجة الاستقرار المالي، وكذلك يعكس قانون البنك المركزي الاهتمام بالاستقرار المالي منذ عام 2004، كما ويهدف البنك المركزي الى تطبيق العديد من أدوات السياسة الاحترازية الكلية قبل حدوث الأزمة المالية العالمية عام 2008، فضلاً عن تطوير أدوات السياسة الاحترازية في ضوء التطورات المالية والرقابية العالمية، وفي ضوء متطلبات. النظام المالي العراقي للوصول إلى نظام مالي. مستقر وفعال، وخرجة الدراسة بعدد من التوصيات أهمها يجب على البنك المركزي ان يعمل بالمؤشر التجميعي للاستقرار المالي الذي يأخذ بمؤشرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات سوق رأس المال وعدم الاقتصار على المؤشر المصرفي. للتعبير عن حالة الاستقرار المالي، من اجل الوقوف على أهم التطورات في هذين القطاعين. وانعكاساتهما على الاستقرار المصرفي في العراق. فضلاً عن زيادة وعي القطاع المصرفي في الحيلولة. دون اتباع سياسات انتمائية توسعية في النظام المالي فتزيد التمويل المفرط للأنشطة الاقتصادية في مرحلة الازدهار والتطور وتعمل على تقليل الائتمان في أيام الركود هذا سوف يؤدي إلى تعميق. الركود الاقتصادي وإطالة مداه الزمني.

4. دراسة (مسجت:2020)

دراسة بعنوان تحليل أثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2014-2017)

تتمحور مشكله الدراسة عن طريق التساؤل هل لمتغيرات السياسة النقدية إثر على المؤشر العام لأسعار الاسهم للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، اذ ان التقلبات التي تحدث في متغيرات السياسة النقدية تؤدي الى خلق ازمات حاده على مستوى الاقتصاد وتكون

هذه الازمات تدفع بمستخدمين السياسة النقدية الى البحث عن كافة الاساليب والوسائل التي تمكنهم من السيطرة على هذه التقلبات او الحد منها، لذلك فقد هدفت هذه الدراسة الى معرفه كيف اثرت السياسة النقدية على سوق الاوراق المالية ودراسة واقع السياسة النقدية في العراق عن طريق تحليل متغيراتها سعر الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف والمعروض النقدي وايضا بيان اي من المتغيرات السياسة النقدية أكثر تأثيرا من غيرها على المؤشر العام لأسعار الأسهم، إذ تنبع اهمية هذه الدراسة من كونها تركز على السياسة النقدية ودورها الكبير في تطوير سوق الاسهم الذي يشكل جزءا اساسي من سوق العراق للأوراق المالية مما يترتب على ذلك ضخ المزيد من الاموال لتنشيط القطاع الخاص في العراق ، وقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لقياس هذه العلاقة، وقد توصلت الدراسة الى وجود اثر قوي لمعدل التضخم على المؤشر العام لأسعار الاسهم في حين كان هذا الاثر منخفضا لبقية المتغيرات، وبين نتائج الدراسة القياسية وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة و المؤشر العام لأسعار الاسهم في حين كانت هناك علاقة طردية بين العرض النقدي و المؤشر العام لأسعار الاسهم وعلاقة عكسية بين سعر الصرف ومؤشر العام للأسعار الاسهم وان هذه المتغيرات لم تؤثر بشكل كبير في قيمه المؤشر العام لأسعار الاسهم اذا كانت المعلمات غير معنوية وهذا يعني ان هذه المتغيرات لم يكن لها اثر كبير في التغيرات التي حدثت في المؤشر العام لأسعار الأسهم، ويرجع السبب لهذا انخفاض الى الوضع الخاص لسوق العراق للأوراق المالية والذي يتأثر بشكل كبير بعدم استقرار الاوضاع الاقتصادية والأمنية في البلد، وهذا لا يعني ان هذه المتغيرات ليس لها اهمية في التأثير على تداول الاسهم والسندات في السوق المالي، ولكن هذا الاثر كان دون المستوى المطلوب ، وقد اوصى بضرورة اجراء تقييم لأدوات و متغيرات السياسة النقدية بالشكل الذي يجعلها فاعل ومؤثره في الاقتصاد بشكل عام وفي سوق الاوراق المالية بشكل خاص.

5. دراسة (موسى: 2020)

دراسة بعنوان (دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار المالي في العراق للمدة -2009)

((2017))

تتعلق الدراسة من مشكله ان السياسة النقدية لم تتخذ الاجراءات الكافية للحد من افراط المصارف في منح الائتمان، وسوء منح الديون ونوعيتها والفئات المقترضة ونقص السيولة والازمه المالية مما يؤدي الى عدم استقرارها ومن ثم الى فشلها، لذلك تهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على الدور الكبير للسياسة النقدية من اجل المحافظة على تحقيق الاستقرار المالي عن طريق تشخيص المخاطر الناجمة عن نشاط المصارف ووضع الحلول الملائمة لها، وكانت اهم الاستنتاجات الدراسة وجود زياده في رؤوس الاموال مما يعطي للمصارف امكانية لمواجهة

المخاطر التي تتعرض لها، إضافة الى وجود ارتفاع في اجمالي الديون المتعثرة هذا سوف يؤدي الى اضعاف المركز المالي والذي يشكل تراجع في تحقيق الاستقرار المالي لتلك المصارف، وان نقاط الضعف التي جاءت في الدراسة بسبب ضعف الاجراءات الرقابية المتخذة من قبل السياسة النقدية في متابعتها للمصارف، الا ان السياسة النقدية اتخذت مؤخرا بعض الاجراءات التي تحد من المشاكل تعثر الديون وكذلك التوسع في منح الائتمان عن طريق زياده الرقابة على المصارف مما يساهم في تحقيق الاستقرار المالي، فضلا عن الزام المصارف بالاحتفاظ على نسبه مقبولة من كفاية رأس المال عن طريق تطبيق المعايير الدولية كونها تمثل احدى متطلبات الصيرفة الدولية الحديثة وقد أوصى، يتطلب من السياسة النقدية متابعه الديون المتعثرة للقطاع المصرفي عن طريق دراسة الجدارة الائتمانية للمقترضين وايضا رصد وتحليل التغيرات في النظام المالي من قبل السلطة النقدية لأنها المسؤول عن سلامه واستقرار النظام المالي وكذلك الاستمرار في الرقابة والاشراف على القطاعات المالية من اجل تشخيص المبكر لنقاط الخلل ومعالجه المشاكل والمخالفات التي تواجهها

1-2-2- بعض الدراسات الاجنبية السابقة:

1. دراسة (Smets:2014)

دراسة بعنوان الاستقرار المالي والسياسة النقدية: ما مدى الترابط الوثيق (Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked) تنطلق الدراسة من تساؤل ما هو إثر السياسة النقدية على الاستقرار المالي، اذ ان السياسة النقدية تركز على الحفاظ على استقرار الأسعار، فضلاً عن أن استقرار الأسعار أثبت أنه ليس شرطاً كافياً للاستقرار المالي ويمكن أن يكون لانعدام الاستقرار المالي آثار سلبية كبيرة على استقرار الأسعار. وايضا أن ضمان سلامة المؤسسات المالية لا يكفي لضمان استقرار النظام المالي بأكمله وأن هناك حاجة إلى نهج جديد للاستقرار المالي، وهذا ما يدفع البنوك المركزية الى اعطاء اهتمام اكبر. في ضمان سلامة ومتانة واستقرار. انظمتها المالية، لذا فان الاهتمام المتزايد من قبل البنك المركزي من اجل تحقيق الاستقرار المالي نابع من مسؤوليته القانونية في ضمان نظام مالي. سليم ومستقر والحفاظ عليه والعمل على تقليل المخاطر المحتملة بعد التنبؤ بها، لذا فان السياسة النقدية تهدف في المقام الأول إلى استقرار الأسعار وان والسياسات الاحترازية الكلية تهدف في المقام الأول إلى الاستقرار المالي، بينما تركز السياسة الاحترازية الجزئية على سلامة المؤسسات المالية. لذلك تهدف السياسات الاحترازية الكلية إلى منع تراكم الاختلالات المالية، وأيضا يجب على السياسة النقدية أن تراقب الاستقرار المالي، مع الحفاظ

على تركيزه الأساسي على استقرار الأسعار على المدى المتوسط، بشكل عام يمكن أن يؤدي إدخال السياسات الاحترازية الكلية لمساعدة الحفاظ على الاستقرار المالي في ضمان وجود نظام مالي يعمل بشكل جيد وعملية نقل فعالة تجعل تحقيق استقرار الأسعار أكثر كفاءة.

ومع ذلك، فإن العلاقة بين السياسات النقدية والسياسات الاحترازية الكلية تتوقف أيضًا على "الأثار الجانبية" التي تنطوي عليها سياسة ما على أهداف الأخرى وكيف تعمل كل منها بشكل مثالي في السعي لتحقيق هدفها الأساسي. أخيرًا، لا تختلف أدوات السياسة النقدية الغير مباشرة، مثل عمليات السوق المفتوحة أو التغييرات في متطلبات الاحتياطي، عن أدوات السياسة الاحترازية الكلية مثل قيود السيولة وتنظيم متطلبات الهامش. وأن السياسة النقدية تظل أكثر مرونة مما هو ضروري لاستقرار الأسعار لأنها تساعد في الحفاظ على الاستقرار المالي.

2. دراسة (Hamilton, et. at: 2017)

دراسة بعنوان الابتكار والتكامل في الأسواق المالية وانعكاساته على الاستقرار المالي (Innovation and Integration in Financial Markets and the Implications for Financial Stability)

تنطلق هذه الدراسة من مشكلة مفادها ان التطور الكبير في الأسواق المالية يؤثر بشكل مباشر على عمل النظام المالي ولها آثار كبيرة على إدارة المخاطر وإدارة النظام المالي، لذلك تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الدوافع الرئيسية لتطوير وتكامل الأسواق المالية ، مع التركيز والاهتمام بالعلاقة بين أسواق المالية والاستقرار النظام المالي، وكيف أثرت قوى الابتكار والتكامل في الحفاظ على الاستقرار المالي، وتظهر النتائج أن تطوير البنية التحتية للأسواق المالية والتغير التكنولوجي كانا من العوامل الرئيسية وراء النمو السريع والابتكار في تقديم الخدمات المالية، اذا قدم ذلك فوائد كبيرة للاقتصاد للتوسع عن طريق تزويد الأسر والشركات بخدمات اكثر التي يمكن عن طريقها الاقتراض والإقراض وإدارة المخاطر ، ولا توضح تمامًا إلى أي مدى ساهم الابتكار والتطوير للأسواق المالية في جعل النظام المالي أكثر تكاملاً، تؤكد النتائج المستخلصة من نهج الاختبار المرتبط بـ ARDL وجود ارتباط طويل الأجل بين تطوير السوق المالية واستقرار النظام المالي. على الرغم من أن تطوير الأسواق المالية ليس له أي تأثير على النمو الاقتصادي، ولكن له إثر في الاستقرار النظام المالي بسبب زيادة الإقراض والاقتراض وزيادة انتقال الأموال وقد تم دعم ذلك عن طريق زيادة قدرة الاسواق المالية على إدارة المخاطر داخل النظام المالي نفسه، علاوة على ذلك، باستخدام اختبار جرانجر السببية، وجدنا علاقة سببية أحادية الاتجاه بين تطوير السوق المالية الاستقرار النظام المالي، مما يعني أن تطوير السوق المالية هو عامل سببي مهم للجودة النظام المالي. وبالنظر

إلى هذه النتائج، ينبغي أن تُصمم صياغة السياسات من قبل الحكومات لتعزيز تطوير الأسواق المالية، وفي الوقت نفسه القضاء على الفساد والحواجز المؤسسية الأخرى أمام التنمية.

3. دراسة (Ananwude:2017)

دراسة بعنوان السياسة النقدية وأداء سوق رأس المال

(Monetary Policy and Capital Market Performance)

تتلخص مشكلة هذه الدراسة ان للسياسة النقدية تأثير كبيرة سواء كانت تأثيرات مباشر او تأثيرات غير مباشرة في أداء سوق رأس المال. وان سوق رأس المال يلعب دورا كبير في التأثير على النمو الاقتصادي والتنمية في أي بلد، لذلك تهدف هذه الدراسة الى معرفة مدى تأثير السياسة النقدية على أداء سوق رأس المال، وأيضا تهدف إلى معرفة مدى تأثير سعر الفائدة ونسبة الاحتياطي النقدي على أداء سوق رأس المال، وان لسوق رأس المال أهمية كبيرة في التأثير على السياسة النقدية عن طريق توفير معلومات مبكرة عن المؤشرات الرائدة فيما يتعلق بتوقعات السوق حول تطورات الاقتصاد الكلي، وأيضا يوفر معلومات عن قياس التقلبات المتوقعة في أسعار الأوراق المالية (اسهم ، سندات) المستقبلية، لذلك يدور النقاش حول الادوات المختلفة التي يستخدمها البنك المركزي للتأثير على أداء سوق رأس المال، وطبقت هذه الدراسة أسلوب الانحدار العادي ذي المربعات الصغرى (OLS) وايضا تحليل السببية، وتم تطبيق اختبار ديكي-فولر واختبار جوهانسن للتحليل الديناميكي الطويل الأجل لمعرفة فيما إذا أن المتغيرات مستقرة مع مرور الزمن وكذلك فيما إذا كانت المتغيرات ترتبط بعلاقة طويلة الأمد. وهل ان نتائج الدراسة متفقة مع الأبحاث التطبيقية السابقة التي غطت الأسواق، اذ تبين تراجع التغيرات في جميع مؤشرات الأسهم على سعر الفائدة ونسبة الاحتياطي النقدي. أظهر التحليل أن أدوات السياسة النقدية ليس لها تأثير كبير على أداء سوق رأس المال. وان سعر الفائدة له علاقة سلبية مع أداء سوق رأس المال، بينما نسبة الاحتياطي النقدي ترتبط بشكل إيجابي بأداء سوق رأس المال. لذلك يجب مراجعة وتنظيم أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية إلى الحد الذي يجعلها ملائمة لتحكم في أداء سوق رأس المال، وان سوق رأس المال من اهم القنوات التي تنقل الأموال عن طريقها من وحدات العجز المالي الى وحدات الفائض المالي وعلية يمكن للسياسة النقدية عن طريق سوق رأس المال تحقيق النمو الاقتصادي.

4. دراسة (Picault&Raffestin:2019)

دراسة بعنوان هل البنوك المركزية مقيدة بالأسواق المالية (Are central banks constrained by financial markets)

تنطلق الدراسة من مشكلة ان للبنك المركزي له تأثير كبير في الأسواق المالية عن طريق عمليات السوق المفتوح في الاجل القصير لذلك تهدف هذه الدراسة الى تقديم نموذجًا نظريًا يهتم فيه البنك المركزي باستقرار الأسواق المالية على المدى القصير. وأيضًا تهدف الى أن البنك المركزي لديه السلطة على الرقابة البنوك وتعد البنوك من اهم المستثمرين في الأسواق المالية، كذلك تهدف البنوك المركزية لزيادة الحافز للحفاظ على توقعات السوق حول معدلات الفائدة المستقبلية عند مستويات منخفضة، والسيطرة على أداء السوق ، وان النموذج النظري يركز على ان البنك المركزي يهتم بالاستقرار قصير الأجل للأسواق المالية ويركز على أكثر الأدوات تأثير على مؤشرات الأسواق المالية، ويكون هذا الحافز أقوى عندما يُنظر إلى المؤسسات المالية على أنها قوية، فازدادت بذلك المنافسة بين البنك المركزي والاسواق المالية، ويقابل ذلك أيضًا نمو وتوسع الأسواق المالية لأنها ترتبط بالجهاز المصرفي بشكل كبير، وعن طريق دور المصارف في تنشيط استثمارات سوق الأوراق المالية، ابتداء عن طريق شراء الإصدارات الجديدة، وأيضًا تقديم المشورة للجهات المصدرة للأوراق المالية، أو بدخولها في عمليات التداول بائعًا او مشتريًا للأوراق المالية، وعلية تؤثر على اتجاه الأسواق، وان المصارف تدير محافظها الاستثمارية بشكل محترف وتعد من التعاملين الرئيسيين في أسواق المشتقات المالية، وتنفذ صفقاتها المالية بشكل كبير نظرًا لحساسية الاستثمارات المالية، فإن الرقابة البنك المركزي من الشروط الضرورية لتحقيق الاستقرار المالي، لأن التأثير على الاستقرار المالي من جراء ارتفاع توقعات الأسعار يكون أعلى في هذا السياق. من الناحية العملية يعد كل الهدف طويل الأجل للبنك المركزي وقوة القطاع المالي على المدى القصير متنبئات قوية لتطور أسعار الأوراق المالية.

5. دراسة (Goldberg:2020)

دراسة بعنوان استراتيجيات وأدوات السياسة النقدية: تحقيق الاستقرار المالي (Monetary

(Policy Strategies and Tools: Financial Stability Investigation

تتلخص مشكلة الدراسة في الارتباط المحتمل بين الاستقرار المالي واستراتيجيات وأدوات السياسة النقدية، وإن أهداف السياسة النقدية المتمثل في التوظيف الكامل واستقرار الأسعار يؤدي الى تعزيز الاستقرار المالي، ومع ذلك فان عدم الاستقرار المالي بمعنى زيادة المخاطر المالية، يؤثر بشكل كبير على السياسة النقدية، لذلك تهدف هذه الدراسة الى تحقيق الاستقرار

المالي عن طريق أدوات السياسة النقدية (سعر الفائدة). وتحقيق الاستقرار في مستوى العام للأسعار في نفس الوقت، وقد توصلت إلى أن السياسة النقدية تركز في المقام الأول على الهدف الرئيسي هو تحقيق الاستقرار في مستوى العام لأسعار وكذلك تهدف للتحوط من عدم الاستقرار المالي التي يجب أن يركز عليها البنك المركزي بشكل أفضل، وأيضًا تهدف إلى تحقيق في العلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي، وقد توصلت إلى أن السياسة النقدية عن طريق أدواتها (سعر الفائدة) يجب أن تستجيب وتعتمد على الاختلالات المالية من أجل التحوط في المستقبل، وأيضًا تجنب الفقاعات المالية واحتواء المخاطر المالية، ومن المرجح أن تكون جميع الأدوات المالية أكثر فعالية في معالجة المخاطر المالية، ونجد أن إدراج أداة سعر الفائدة لمعالجة عدم الاستقرار المالي يوفر نتيجة ضعيفة. علاوة على ذلك فيما يتعلق بالأدوات السياسية النقدية تشير النتائج إلى أن الأدوات التي تتكيف تلقائيًا مع مستوى المخاطرة هي (عمليات السوق المفتوحة) إذ تعمل بشكل أفضل في تحقيق الاستقرار للقطاع المالي، وأهم ما أوصى أن السلطات النقدية يمكن أن تساهم بشكل كبير في تحسين نتائج الاقتصاد الكلي والاستقرار المالي بشكل عام، عن طريق توخي مزيد من الحذر بشأن التطورات في القطاع المالي وتأثيرها على النشاط الاقتصادي الحقيقي. بعبارة أخرى، تُستخدم تدخلات سعر الصرف الأجنبي وعمليات السوق المفتوحة كأداة احترازية في الاقتصادات الناشئة للتخفيف من تعرضها للصدمات الخارجية.

6. دراسة (Venter & Zoe: 2021)

دراسة بعنوان السياسة النقدية والاستقرار المالي (monetary policy and financial stability)

تهدف هذه الدراسة إلى إضافة الأدبيات الموجودة حول القضية الأساسية للعلاقة بين الاستقرار المالي والسياسة النقدية، موضوع تقليدي اكتسب أهمية في أعقاب الأزمة المالية العالمية إذ خفضت البنوك المركزية أسعار الفائدة في محاولة لإنقاذ اقتصاداتها. مع اقتراب الحد الأدنى من الصفر وتضييق نطاق السياسة النقدية التقليدية، أدرك صانعو السياسات أن هناك حاجة إلى أطر بديلة، وعلية تم إدخال تدابير السياسة الاحترازية الكلية التي تهدف إلى استهداف النظام المالي ككل. يبحث الفصل الثاني في العلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي، والتي اكتسبت أهمية في السنوات الأخيرة إذ اقتربت معدلات سياسة البنك المركزي من الحد الأدنى من الصفر. نستخدم نموذج SVAR لدراسة تأثير صدمات السياسة النقدية على للاستقرار المالي. يتم تمثيل السياسة النقدية عن طريق معدلات السياسة الخاصة ببلدان الأسواق الناشئة، وتظهر نتائج الدراسة أنه يمكن استخدام السياسة النقدية لتصحيح أخطاء تسعير الأصول، قد يكون التدخل في السياسة النقدية ناجحًا في المساهمة في تحقيق الاستقرار المالي، ومع ذلك تظهر

النتائج أن السياسة النقدية قد لا تتمتع بالقدرة على الحفاظ على الاستقرار المالي، لذا يمكن تنفيذ خيارات السياسة البديلة مثل السياسة الاحترازية الكلية التي تهدف إلى استهداف النظام المالي ككل كوسيلة لتقوية الاقتصاد، يمكن تلخيص نتائج العمل الذي تم إجراؤه في هذه الدراسة على النحو التالي. تظهر نتائجنا أن السياسة النقدية تساهم في تحقيق الاستقرار المالي. ومع ذلك، فإن السياسة النقدية وحدها ليست كافية وينبغي تعزيزها بخيارات سياسية أقل تقليدية مثل أدوات السياسة الاحترازية الكلية. ثانيًا، نجد أنه يجب كبح مستوى البنك المركزي في أوقات ارتفاع عرض الائتمان في محاولة للحفاظ على الاستقرار المالي. أخيرًا، نستنتج أن أدوات السياسة الاحترازية الكلية تلعب دورًا مهمًا في تحقيق الاستقرار المالي.

1-2-3- اهم الإضافات التي جاءت بها هذا الدراسة:

تعد هذا الدراسة من الدراسات القليلة جداً التي سلطت الضوء على قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق بجميع علاقاتها، وتناولت تحليل الأثر الموسمي لكل من قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي، وقياس ارتباط واثق قنوات السياسة النقدية على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي بشكل مباشر وبشكل غير مباشر عن طريق المتغير الوسيط (مؤشرات سوق رأس المال) ، كما أن هذه الدراسة تضمنت بناء مؤشر تجميعي يعتمد على اربع مؤشرات فرعية (مؤشر القطاع المصرفي، مؤشر الاقتصاد الكلي، مؤشر سوق رأس المال ، مؤشر الدورة المالية) وكل مؤشر فرعي يحتوي على مؤشرات ضمنية ، من اجل توضيح درجة الاستقرار المالي في العراق عبر المدة (2010-2020) وتم الاعتماد على البيانات الفصلية في جميع متغيرات الدراسة، اما الدراسات السابقة ركزت غالبيتها على تحليل وقياس جانب معين سواء سياسة نقدية بشكل عام واثرها على الاستقرار المالي والمتمثل بالاستقرار المصرفي، فضلاً عن اختبار فيما إذا كانت هناك علاقة توازنية طويلة الاجل بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة ومدى استجابة مؤشرات الاستقرار المالي للتغير عبر مدة الدراسة .

الفصل الثاني

الإطار النظري للسياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال وعلاقتها بالاستقرار المالي

المبحث الأول

الإطار النظري للسياسة النقدية.

المبحث الثاني

مفهوم الأسواق المالية وأهم مؤشرات أداءها.

المبحث الثالث

النظام المالي ومتطلبات الاستقرار المالي.

تمهيد:

يتضمن هذا الفصل السياسة النقدية التي تمثل أداة من أدوات السياسات الاقتصادية وتستخدم الى جانب السياسات الاخرى كالسياسة المالية للتأثير في مستوى النشاط الاقتصادي عن طريق تأثيرها في المتغيرات المحورية المكونة لهذا النشاط كالاستثمار والأسعار والنتاج والدخل، وكذلك يتناول هذا الفصل الأسواق المالية واهميتها على مدى العقود الأربعة الماضية. وقد نما حجم رأس المال المتداول فيها بشكل كبيرة جداً، فضلاً عن ذلك، أصبحت الأسواق المالية العالمية من اهم المؤسسات المالية التي تنتقل عن طريقها الاموال، وأيضاً يتناول هذا الفصل الاستقرار المالي الذي يكتسب أهمية كبيرة في النظام الاقتصادي بوصفه إحدى الدعائم الأساسية لتطور الاقتصاد الوطني وتقدمه، ومن ثم المساهمة في تعزيز الاستقرار الاقتصادي، فقد بحث هذا الفصل مما يأتي:

المبحث الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية.

المبحث الثاني مفهوم الأسواق المالية واهم مؤشرات ادائها.

المبحث الثالث: النظام المالي ومتطلبات الاستقرار المالي.

المبحث الأول

الإطار النظري للسياسة النقدية

Theoretical framework for monetary policy

1-1-2 مفهوم السياسة النقدية concept monetary policy

تعد السياسة النقدية جزءًا مهمًا من سياسات الاقتصاد الكلي وتعد من أكثر الإجراءات التي تساعد في إيجاد الحلول للمشكلات التي تواجه الاقتصاد عن طريق أدواتها المختلفة، إذ تلعب دورًا مهمًا وفعالًا في تنظيم عرض النقد والسيطرة على السيولة النقدية والائتمانية للبلد. وعن طريق هذا الدور المهم يمكن للسلطات النقدية الممثلة في البنك المركزي كأعلى سلطة نقدية أن تحقق أهدافًا حيوية محددة وفقًا للأولويات المحددة ضمن السياسة الاقتصادية للبلد الحد من التضخم وتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار وتحقيق التنمية الاقتصادية (Lepetit&Albero,2022:3)، وأحيانًا تستخدم السلطات النقدية أهدافًا وسيطة مثل: المعروض النقدي. ومعدلات الفائدة وسعر الصرف للوصول إلى الهدف النهائي والمتمثل في تحقيق الاستقرار المالي واستقرار في المستوى العام للأسعار وخفض نسبة التضخم، وهو أحد أبرز وأهم الأهداف التي تسعى إليها جميع اقتصادات العالم من أجل تحقيق استقرار مالي واستقرار نقدي وتحقيق النمو الاقتصادي (Lee&Bowdler,2022:2).

أما عن مفاهيم السياسة النقدية المعاصرة فيمكن توضيحها عن طريق عدة تعاريف عدة، فقد عرفت السياسة النقدية بأنها عملية الإشراف على المعروض النقدي لدولة ما لإكمال أهداف محددة مثل كبح التضخم أو تحقيق التوظيف الكامل (Warin,2005:3). كما عرفها Brue & McConnell بأنها التغيرات المتأنية والمدروسة في المعروض النقدي للتأثير بمعدلات الفائدة من أجل تحقيق الاستقرار في مستوى العام للأسعار في الاقتصاد (Case&Fair,2002:505) وكذلك عرفت السياسة النقدية بأنها الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي لدولة ما للتأثير على إجمالي الإنتاج والأسعار عن طريق التغييرات في احتياطات البنوك أو متطلبات الاحتياطي القانوني أو أسعار الفائدة المستهدفة (Piros&Pinto,2013:738) وعلى هذا الأساس فقد عرف Johnson السياسة النقدية بأنها عبارة عن سيطرة وتحكم البنك المركزي في كمية عرض النقود وأسعار الصرف وأسعار الفائدة من أجل تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، وكذلك فقد عرفت السياسة النقدية من الجانب الضيق والواسع، إذ أن المفهوم الضيق يشير إلى تنفيذ إجراءات مباشرة يمكن بواسطتها تنظيم كمية النقود في التداول، أما المفهوم الواسع هو يشتمل التنظيم النقدي والصيرفي وتأثيره على

النقد وبذلك تكون السياسة النقدية متضمنة كل من السياسة الائتمانية وسياسة الدين العام وسياسة التحويل الخارجي (Cauvery,et,al.,2010:234)، وينظر للسياسة النقدية أنها " إجراءات البنك المركزي لإدارة عرض النقود وأسعار الفائدة لبلوغ أهداف السياسة الاقتصادية الكلية ، استقرار الأسعار، معدلات الفائدة طويلة الأجل (Hubbard&Glenn,2013:456) ويتم استخدام بعض الأدوات الكمية للسيطرة على الاستقرار المالي والاقتصادي والذي يعد من أهم أهداف السياسة النقدية. إذ تمتلك السياسة النقدية العديد من الأدوات والتي تستخدمها من أجل التأثير على كثير من العوامل ومن أهمها عرض النقد وسعر الفائدة وسعر الصرف من أجل الوصول إلى الهدف النهائي هو تحقيق الاستقرار المالي والنقدي عن طريق تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار (Jordan,2005:21)

والسياسة النقدية تعد من أهم الأدوات الحكومية التي تستخدمها عن طريق البنك المركزي للسيطرة على الاقتصاد والأسواق، وأن الآثار المترتبة على استخدام أدوات السياسة النقدية تنتقل لتحقيق أهدافها عن طريق القطاعات الاقتصادية الفرعية إلى الاقتصاد الحقيقي عن طريق التأثير على جانب الطلب سواء كان الطلب محلياً أو خارجياً (Mishkin,2011:9). إذ أن السياسة النقدية تؤثر على الطلب الكلي في أي اقتصاد عن طريق قدرتها في تحديد القيمة الاسمية أو النقدية للسلع والخدمات والأوراق المالية. (Salin,2016:217) وفي ضوء السياسة النقدية نستطيع العمل على زيادة كمية عرض النقود وتخفيض أسعار الفائدة في فترات الانكماش، أما في فترات التوسع يتم رفع أسعار الفائدة وتخفيض كمية النقود وذلك بهدف المحافظة على الاستقرار والتوازن الاقتصادي (Cupta,2010:371) ويمكن للبنك المركزي من اتباع سياسة من شأنها تحفيز الاقتصاد، طالما أنها لا تعرض هدف استقرار الأسعار للخطر، لكنها لا تسمح للبنك المركزي باتباع أي سياسة تحفيزية إذا كان ذلك من شأنه أن يضر بهدف استقرار الأسعار. (Simpson,2014:212)، إذ أن جميع البنوك المركزية تقريباً يشار إلى أن التضخم هو دائماً وفي كل مكان ظاهرة نقدية، طالما أن التضخم يشير إلى زيادة مستدامة في مستوى العام الأسعار، وأن استقرار الأسعار له فوائد مهمة ومن أهمها تحقيق الاستقرار المالي. وتخضع السياسة النقدية لمشكلة عدم الاتساق الزمني¹(التباطؤ الزمني)، لذلك فإن السياسة النقدية والمتمثلة بالبنك المركزي تعمل بكل الأدوات الكمية والنوعية من أجل تحقيق هدفها وهو الاستقرار المالي والاستقرار النقدي (Mishkin,2011:3)

¹ يقصد بعدم الاتساق الزمني أن الخطة المثلى التي يتم تصميمها في الوقت الحاضر لتطبيقها في مدة زمنية مستقبلية تصبح غير مثلى عندما يحين ميعاد تطبيقها أي عندما تبدأ هذه المدة المستقبلية.

2-1-2- أدوات السياسة النقدية الكمية (غير مباشرة) (Indirect monetary) (policy tools)

إن السياسة النقدية الكمية تهدف الى التحكم في حجم وكمية الائتمان المصرفي المتاح وفقا لحاجة النشاط الاقتصادي والاهداف التي تسعى السلطات النقدية الى تحقيقها في إطار طبيعة الدورة الاقتصادية سواء كانت في مرحلة الانتعاش أم الانكماش عن طريق عمليات السوق المفتوحة وسياسة سعر الخصم ومتطلبات الاحتياطي القانوني وكالاتي:

1-2-1-2- عمليات السوق المفتوحة (Open market operations)

تعد إحدى الأدوات الحديثة والمؤثرة في ادارة السياسة النقدية والائتمانية وبأسلوب غير مباشر، وتستخدم من أجل تحقيق الاستقرار والتوازن في الاسواق عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية، إذ ان فاعليه عمليات السوق المفتوحة تتوقف على وجود اسواق ماليه فعاله يتم فيها تداول الاوراق المالية بشكل كفوء الى الدرجة التي تجعل البنك المركزي يؤثر على الاسواق عن طريق البيع والشراء الى جانب استعمال التسهيلات المصرفية وتعد واحدة من أكثر الطرق غير المباشرة للسياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزي من اجل زيادة أو تقليل كمية الأموال المتداولة في الأسواق (عرض النقد) (Ireland,2005:5)، وتشير عمليات السوق المفتوحة إلى الوقت الذي يدخل فيه البنك المركزي مشترياً او بائعاً للأوراق المالية بشكل أساسي في السوق المفتوحة من أجل معالجة مشكلة اقتصادية او تحقيق الاستقرار في الأسعار او في الأسواق او تنظيم عرض الأموال، ولهذه الاداة ثلاثة تأثيرات مباشرة هي: تغيير حجم احتياطات المصارف، وتغيير اسعار الاوراق المالية (Koeniger,et.al.,2022:5)، وتغيير التوقعات الاقتصادية، وإن الهدف الاساسي من هذه العمليات هو التأثير في حجم الاحتياطات لدى المصارف، ومن ثم على قدرة المصارف على منح الائتمان للعملاء مما يؤثر على حجم المعروض النقدي (Bank of New York,2019:10)، إذ ان البنك المركزي قادر على تخفيض كمية النقود في السوق عن طريق دخوله بائعاً للأوراق المالية من ميزانيته العمومية وإخراج الأموال من التداول ، فضلاً عن إمكانية زيادة كمية النقود في السوق عن طريق شراء الأوراق المالية باستخدام الأموال التي تم إنشاؤها حديثاً ، مما يشكل ضغطاً إيجابياً على أسعار الفائدة. كما وتشمل عمليات السوق المفتوحة شراء وبيع السندات الحكومية من وإلى البنوك التجارية وصناع السوق. (Piros&Pinto,2013:350)

وإن نجاح عمليات السوق المفتوحة تعتمد على وجود أسواق مالية متطورة يوجد فيها العديد من الأوراق المالية بين مختلف أنواع الأسهم والسندات ، ولكن في حالة عدم توفر الاسواق المالية الواسعة والمنظمة كما هو الحال في بعض الدول النامية والتي تتميز الاوراق

المالية فيها بالضيق ومحدودية التداول في الأسواق، لذا فإن تدخل البنك المركزي بعمليات البيع والشراء بنطاق واسع فإنه سيخلق تقلبات كبيرة في اسعار الاوراق المالية مما يترتب عليه زعزعة المراكز المالية للبنوك التجارية وزعزعة الثقة في مستقبل الاوراق المالية. (Li,2022:9) (مفتاح،2005: 152) (الغالبى،2015: 200).

تتفوق سياسة السوق المفتوحة على غيرها، لما لها من خصائص ومنها:

- 1) يمكن للبنك المركزي أن يتحكم في الائتمان لأن عمليات السوق المفتوحة بيده، ومبادرة الدخول إلى السوق المفتوحة عن طريق الشراء أو البيع الأوراق المالية تعود للبنك المركزي.
- 2) قدرة البنك المركزي على إجراء عملية شراء للأوراق المالية، وبعدها عملية بيع كبيرة في مدة وجيزة، فضلاً عن قدرته على إجراء عملية إعادة الشراء، مما يجعله يتمتع بمرونة كبيرة في السيطرة على الائتمان، ومن ثم السيطرة على عرض النقود في مدة زمنية قصيرة.
- 3) يمكن ان تستعمل هذه الأداة لتلافي الآثار غير الملائمة للإجراءات المالية وغيرها على الاحتياطيات المصرفية في المدى القصير.
- 4) إن الاستخدام المستمر لهذه الأداة لا يتبع آثار التوقعات ويؤدي أيضاً إلى انخفاض سعر الفائدة عند شراء الأوراق المالية، وهذا الانخفاض يؤدي إلى انتعاش الاقتصاد.

2-2-1-2- سعر إعادة الخصم (Rediscount price)

ويسمى أيضاً معدل إعادة الخصم، هو وسعر الفائدة الذي يحدده البنك المركزي وله تأثير على القروض وحجم الائتمان الذي تمنحه البنوك التجارية والوسطاء الماليين الآخرين، انا إطلاق تسمية سعر الخصم على هذا النوع من اسعار الفائدة يعود الى ان البنوك التجارية ستعيد خصم الاوراق المالية لدى البنك المركزي والتي سبق وان خصمتها الوحدات الاقتصادية المختلفة. لذا فإن الهدف الاساس من استعمال هذه السياسة بتغيير سعر اعاده الخصم هو التأثير في حجم الائتمان. لذلك في حالة رفع هذا السعر يعني تبليغ البنوك التجارية بوضع القيود على منح الائتمان في حين تخفيضه يعني اشعار واضح للبنوك للتوسع في منح الائتمان، فأن التغيير في سعر الخصم يؤدي الى التغيير في اسعار الفائدة على القروض المصرفية بشتى انواعها سواء كانت ودائع ائتمانية او قروض عن طريق خصم الاوراق التجارية او السندات الحكومية او غيرها. (Ben&Mark,1995:146)

وان سياسة سعر الخصم تكمل عمليات السوق المفتوحة في تحقيق الاستقرار المالي في السوق. يعد تخفيض معدل الخصم أمراً توسعياً لأن معدل الخصم هو معدل الفائدة، فعندما تلجا السلطة النقدية الى اتباع سياسة نقدية انكماشية فأنها تقوم برفع سعر الخصم إذا يقوم البنك المركزي برفع أسعار الفائدة فإن الهدف هو تقليل المعروض النقدي في الاقتصاد ومن ثم التأثير

على البنوك التجارية من اجل تقليل منح الائتمان وعلية السيطرة على الاستقرار المالي في الاقتصاد(Boeck&Feldkircher,2021:4). ومع ارتفاع معدلات الفائدة يُتوقع عدم منح الائتمانات النقدية بأشكالها المختلفة وهذا بدوره يساعد على جذب ودائع أكبر للاستفادة منه وهذا يعني انتقال من الاسوق المالية الى الاسوق النقدية اي التحول من الاستثمار طويل الاجل الى الاستثمار قصير الاجل لان الفائدة أعلى لذلك فان اسعار الفائدة طويله الاجل ستأخذ في الارتفاع لوقوف انتقال رؤوس الاموال نحو الاسوق النقدية، لذ تشجع المعدلات المنخفضة للفائدة على منح القروض أي زيادة الائتمان من قبل البنوك ومن ثم زيادة المعروض النقدي هذا سوف يؤدي الى ارتفاع الاستثمار والإنفاق من قبل المستهلكين والشركات بسبب زيادة النقد في السوق. (Bellinger,2016:206)

2-1-2-3- نسبة الاحتياطي القانوني (Legal reserve ratio)

إن متطلبات الاحتياطي تتمثل بمقدار النقد الذي يجب أن تمتلكه البنوك في خزائنها، بما يتلاءم مع الودائع التي تملكها البنوك. فقد تم تحديد متطلبات الاحتياطي القانوني من قبل البنوك المركزية، وهي تعد إحدى الأدوات الرئيسية الثلاث للسياسة النقدية (Gray,2016:21) وعرفت بأنها النسبة المئوية التي تضعها البنوك المركزية على الودائع لدى البنوك. ويشير الهدف الذي تضع البنوك المركزية متطلبات احتياطي القانوني لضمان احتفاظ البنوك بالسيولة الكافية لتحمل عمليات السحب غير المتوقعة للالتزامات القابلة للاحتفاظ (الودائع والأموال قصيرة الأجل). كما تم استخدام متطلبات الاحتياطي لإدارة الائتمان والسيولة بشكل معاكس للدورة الاقتصادية في عدد من اقتصادات الأسواق الناشئة (Brei&Moreno,2018:4-5) وتعد متطلبات الاحتياطي أداة السياسة النقدية البارزة في العديد من البلدان الناشئة. ولم تعد متطلبات الاحتياطي تُستخدم كأدوات للسياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة، واستمرت السلطات النقدية في اقتصادات الأسواق الناشئة الرئيسية في استخدام متطلبات الاحتياطي كبديل لأسعار الفائدة في السعي لتحقيق أهداف الاستقرار المالي (Glocker&Towbin,2012:67-68)

لذ تستخدم البنوك المركزية أداة الاحتياطي القانوني الإلزامي لغرض تحقيق أهداف السياسة النقدية من ناحية ، وكذلك لحماية البنوك التجارية والمودعين من ناحية أخرى ، اذ تلتزم البنوك التجارية بوضع نسبة معينة من الودائع كاحتياطيات إلزامية مع البنك المركزي الذي يجعلها لا تتوسع بشكل كبير في منح الائتمان مما يؤثر على سيولة البنوك باستخدام الاحتياطي الإلزامي أو تغييره لمعالجة المشاكل الاقتصادية في أوقات الركود وفي حالة رغبة

البنك المركزي في توفير حجم أكبر من أجل تشجيع الاستثمار ، سيقوم البنك المركزي بتخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي ، مما سيزيد من الاحتياطيات المتاحة لدى البنوك التجارية وعلية زيادة قدرتها على منح الائتمان (الحلبي،2000: 156)

وتختلف نسبة الاحتياطي القانوني من دولة الى دولة لأخرى وحسب الظروف الاقتصادية العامة، وذلك في حالة ازمة التضخم تكون النسبة مرتفعة من اجل تقليل من معدلات عرض النقد وفي حالة ازمة الكساد تكون منخفضة وذلك من اجل التوسيع في عرض النقد للتشجيع على الاستثمار، وتختلف حسب نوع الودائع لكون هذه النسبة تكون عالية على الودائع تحت الطلب بينما تفرض على الودائع لأجل بنسب منخفضة وذلك لاختلاف درجة استقراره هذه الودائع وامكانية استثمارها لمدد اطول من الودائع تحت الطلب ، ان سياسة الاحتياطي كان لها تأثير اكبر في احتياطيات المصارف التجارية ومقدرتها الاقتراضية إلا انها لا تمتلك المرونة التي تمتلكها عمليات السوق المفتوحة كونها تحدث تغيرات بفترات متقاربة او متكررة يؤدي الى ارباك عمل المصارف التجارية لهذا توصف بانها مولدة لعدم الاستقرار المالي والنقدي(سامويلسون&هاوس،2001: 547)

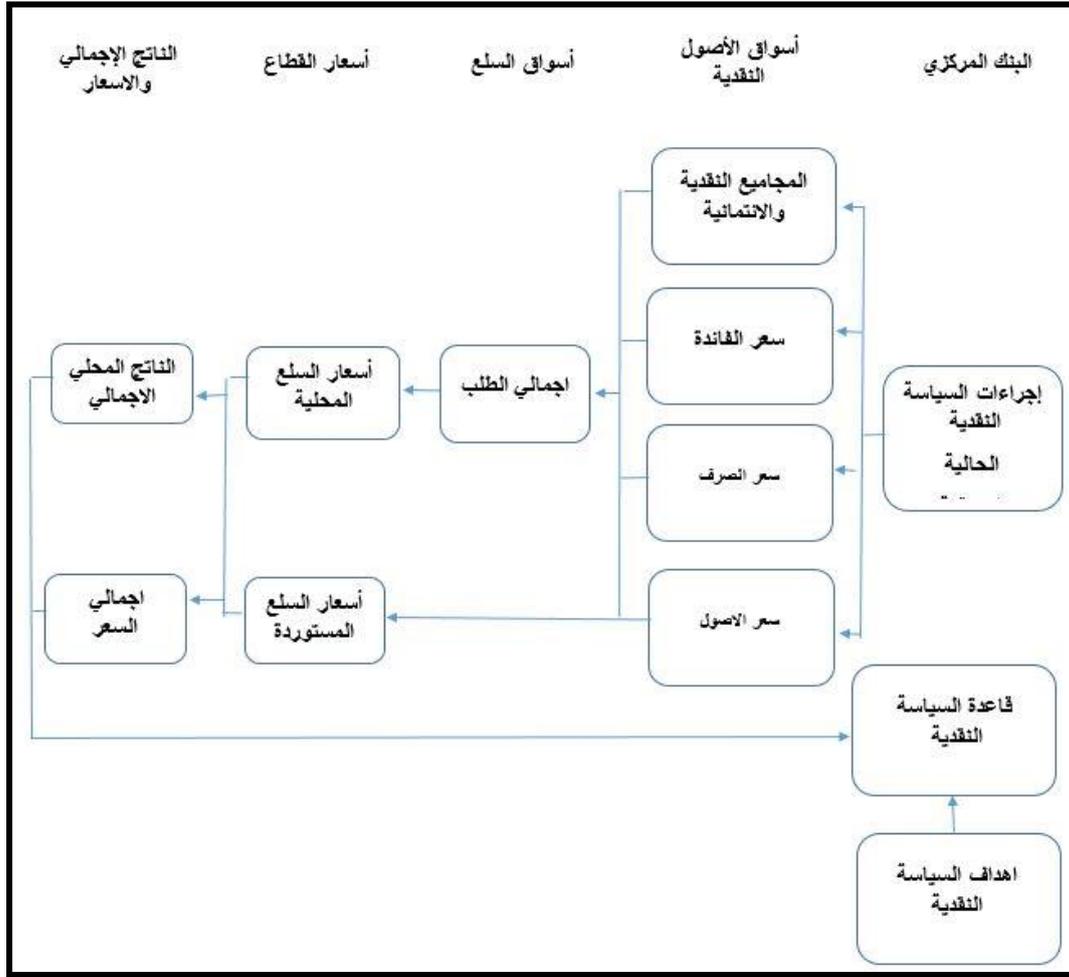
إن الفكرة الحديثة للسياسة النقدية تدعو الى الجمع بين ادوات السياسة النقدية الكمية المختلفة كلما دعت الضرورة وحسب الحاجة بهدف الوصول الى افضل النتائج لاسيما أن السلطات النقدية لم تعد تحصر استعمال تلك الادوات لتحقيق هدف نهائي واحد بل أهداف متعددة وقد تكون في بعض الاحيان متعارضة مع بعضها، لذا فإن استعمال ادوات السياسة النقدية يتطلب احيانا الجمع بين أداتين أو أكثر للتحكم في حجم الائتمان وعرض النقد ولاسيما بالتنسيق بين عمليات السوق المفتوحة التي يستعملها بالدرجة الأولى ومن ثم سياسة سعر الخصم اما الاحتياطي القانوني فأنها لا تستعمل بكثرة كواحد من الأدوات العامة للسياسة النقدية.

2-1-3- عرض بعض قنوات انتقال أثر السياسة النقدية الى الاقتصاد الحقيقي

Channels of transmission of the impact of monetary policy to the real economy

تعمل آلية انتقال السياسة النقدية عن طريق قنوات مختلفة ومن اهمها قناة سعر الصرف وقناة الائتمان وقناة سعر الفائدة، وتؤثر السياسة النقدية عن طريق هذه القنوات على مختلف الأنشطة الاقتصادية ومختلفة الاسواق، ويعد تحديد قنوات النقل هذه أمراً مهماً لأنها تحدد مجموعة أدوات السياسة النقدية الأكثر فاعلية في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي، وتوقيت تغييرات السياسة، ومن ثم القيود الرئيسية التي تواجهها البنوك المركزية في اتخاذ قراراتها(Loayza&Schmidt,2002:2).

ويوضح الشكل (1-2) العلاقة بين قواعد السياسة النقدية وآليات الانتقال. إذ تنتقل إجراءات السياسة (الحالية والمتوقعة) المتخذة على أساس قواعد سياسة البنك المركزي مباشرة إلى أسواق المال والأصول، وتؤثر التغييرات في هذه الأسواق بدورها على أسواق السلع وأسواق العمل وأسواق الأوراق المالية، وفي النهاية تؤثر في إجمالي الإنتاج والأسعار..

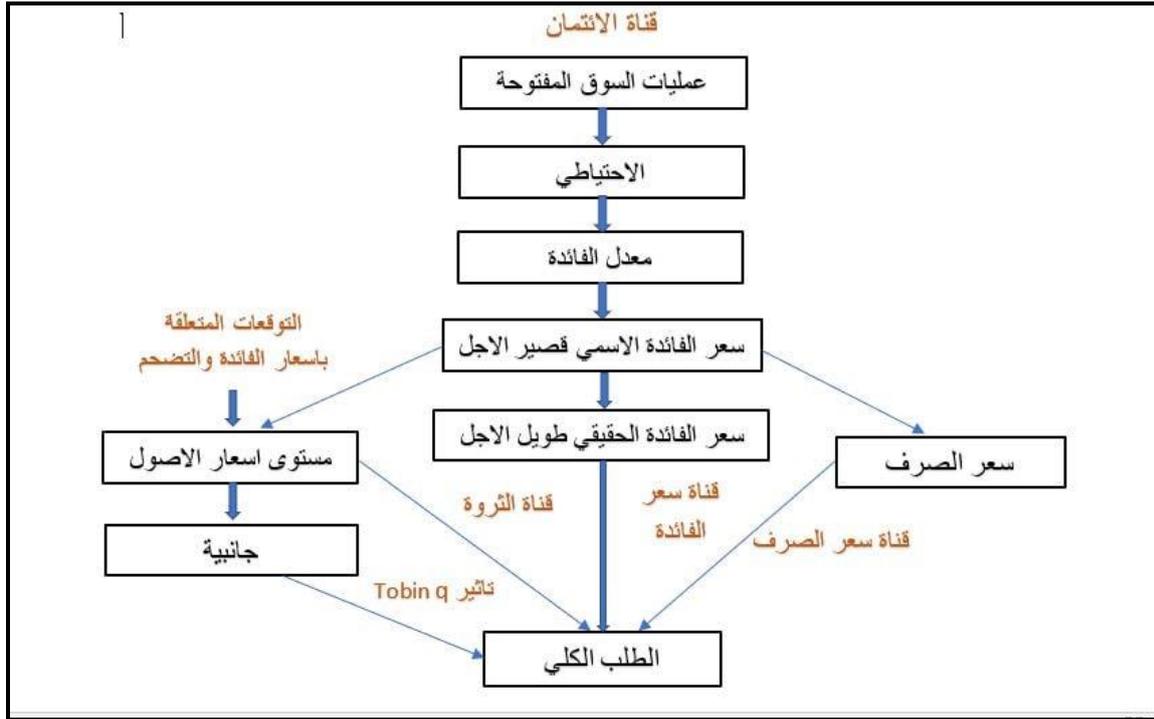


الشكل (1-2) قواعد السياسة النقدية وآليات التحويل

Source: Peterson, Thorarin J, Monetary policy transmission mechanism, Reykjavik University, Published by Elsevier, 2018, p63

1-3-1-2 - قناة الائتمان: Credit Channel

تأتي أهمية هذه القناة في نقل آثار السياسة النقدية إلى الاقتصاد عن طريق العلاقة الوثيقة بين حجم الائتمان وتأثيره في عرض النقد والتأثير في إجمالي الإنفاق والاستثمار، وان قناة الائتمان تنقسم إلى قناة الإقراض المصرفي، وقناة الميزانية العمومية.



شكل رقم (2-2) قناة الائتمان

Source: Curdia ,Vasco& Woodford ,Michael, Credit Frictions and Optimal Monetary Policy, Published by National Bureau of Economic Research, ,2015, p54

2-1-3-1-1-1- قناة الإقراض المصرفي Bank Lending Channel:

الذي يُطلق عليه أيضًا اسم الائتمان الضيق إذ تركز هذه القناة على البنوك كمقرضين، تتحدد الية عمل الائتمان المصرفي عن طريق السياسة النقدية للبنوك التي تكون الودائع هي المصدر الرئيسية للأموال في البنوك التجارية وان الائتمان المصرفي ينشأ بصورة قروض مباشرة او بصورة حسابات مدينه لذلك يعد الائتمان المصرفي من اهم الخدمات التي تقدمها المصارف وكذلك تعد ذات مخاطر عالية لان التوسع في الائتمان يؤثر علي السيولة و المركز المالي للمصرف ومن ثم فان سلامة الائتمان المصرفي يعتمد على سلامة السياسات الائتمانية المتبعة في البنوك التجارية لذلك فقد عرف الائتمان المصرفي بانه عباره عن تقديم او منح البنوك عمليه ائتمان بضمانات حسن علاقته مع الزبون او بضمان المشاريع الحالية و تمويل هذه المشاريع او بضمانات شخصيه أخرى، وتختلف تقديم الائتمان من زبون الى زبون اخر وفق المركز المالي والسمعة الخاص بالزبون (Gordon,2011:421).

وأن عملية منح الائتمان المصرفي معرضة للعديد من المخاطر، فإن مخاطر الائتمان هي خسارة محتملة ناتجة عن عدم قدرة العميل المقترض على سداد قيمة أصل المبلغ المقترض وفوائده للبنك المقرض في تاريخ الاستحقاق المحدد. في شروط عقد الائتمان ، وتشمل هذه

المخاطر بنودًا في الميزانية العمومية مثل القروض والسندات والبنود خارج الميزانية مثل الاعتمادات المستندية وخطابات الاعتماد (Siam,et.al.,2011:30-33) وتعد مخاطر الائتمان من اهم المخاطر التي تتعرض لها المصارف على الرغم من وجود مخاطر أخرى كمخاطر السوق والمخاطر التشغيلية ، وان معظم الدراسات تشير ان معظم الازمات التي حدثت في الدول المتقدمة والدول النامية كانت اهم اسبابها هو تعثر الائتمان المصرفي والتي جعلت ذلك ان يكون في اهتمام المسؤولين ليس في الدول التي حدثت فيها الازمات فقط ولكن على المستوى المصرف الدولي، اذ ان المخاطر تنشأ من احتمال عدم قدره او عدم رغبه المقترض من الوفاء بالتزاماته في الوقت المحدد مما يلحق بخسائر اقتصادية مباشر للمصارف وتمتد هذه الخسارة لتشمل تكاليف الفرص البديلة وتكاليف مصاريف المعاملات التابعة للائتمانات المتعثرة المتعلقة بالمقترض وقدرته على سداد مبلغ القرض الاصلي مع الفائدة المستحقة في تاريخ الاستحقاق، كما ان قرار منح الائتمان هو من أصعب القرارات التي تتخذها إدارة البنوك لأنها مسؤولة عنها (Villca,2022:3) ، وان من اهم التحديات التي تواجه ادارة البنوك هي مخاطر عدم انتظام الفحص الدوري للائتمان، وعدم التركيز كثيراً على مرحلة ما قبل الائتمان لتحليلها ودراسة أسبابها ومراجعتها داخلياً وبشكل دوري، وبسبب مخاطر تآكل الضمانات يركز البنك على تقديم الائتمان للعملاء ويتطلب ضمانات قوية تضمن السداد الكامل لمبلغ القرض مع الفائدة، لذا يركز البنك على المتابعة الدائمة وتقييم حجم الضمان لتجنب مخاطر تخفيض قيمتها، وينصب تركيزه بشكل عام على تقديم ضمانات مثل العقارات والأوراق التجارية والأوراق المالية، لذلك فانه كلما كان المصرف ناجحاً في تحقيق توازن بين حجم الودائع ورأس المال وإدارة ائتمان وكذلك تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر هذا الامر سوف يؤدي الى زيادة ارباح المصارف والعكس صحيح (يوسف،2008: 22-23)

كما يؤدي الائتمان المصرفي دوراً رئيسياً وفعالاً في تنمية القطاعات الاقتصادية والتجارية والاستثمارية، لأن الحجم الكبير لعمليات الائتمان والإقراض من قبل البنوك التجارية لكافة القطاعات الاقتصادية والاستثمارية تساهم بشكل فعال في دفع عجلة النمو الاقتصادي وتساهم في تعميق سوق رأس المال المحلي وتنفيذ مشاريع إنتاجية وخدمية عن طريق عمليات تمويل البنك وتوسيع المنح الائتمانية تساعد في تحقيق معدلات نمو عالية في مختلف القطاعات الاقتصادية وتساعد في توفير الاستقرار المالي.. (Maitah,et.al.,2012:116-120)

وأن السياسة النقدية قد تزيد من حجم القروض التي تقدمها البنوك التجارية وان البنوك تؤدي دوراً مهماً في أسواق الائتمان للتغلب على مشاكل عدم تناسق المعلومات وغيرها من اختلالات السوق، كما توضح قناة الإقراض المصرفي أن الزيادة في احتياطات البنوك بسبب

السياسة النقدية التوسعية تزيد من قدرة البنوك على تقديم القروض علاوة على ذلك، سيؤدي خفض سعر الفائدة إلى زيادة القيمة السوقية لأسهم البنوك، مما قد يؤدي أيضًا إلى مزيد من الإقراض (Kuttner,2018:126) وتعد قناة الإقراض المصرفي ذات صلة أيضًا بالسياسة النقدية غير التقليدية في سياق تأثيرات رصيد المحفظة، وهذا قد يؤدي شراء الأصول على نطاق واسع إلى زيادة أسعار الأصول المالية وقيمة الميزانيات العمومية للبنوك، وهذا يزيد من نسب رأس مال البنوك ويسمح لها بتقديم المزيد من القروض.

وبحسب هذه القناة فإن توافر الائتمان المصرفي مرتبط بالسعي لتحقيق التأثير في حجم النشاط الاقتصادي، لذلك تظهر الأدلة العلمية والنظرية عند اتباع سياسة نقدية انكماشية يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الائتمان بفعل ارتفاع سعر الفائدة ومن ثم انخفاض الطلب على الائتمان مما سيؤدي إلى انخفاض العرض النقدي الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض حجم الودائع وتقليص حجم الائتمان الممنوح لدى البنوك ومنه ينخفض حجم الائتمان المصرفي الممكن تقديمه ومن ثم انخفاض أسعار الأسهم والسندات وينخفض الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي فيهبط الطلب الكلي ويؤدي إلى انخفاض النمو الاقتصادي (Kamati,2014:206). والعكس عند اتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى انخفاض تكلفة الائتمان بفعل انخفاض سعر الفائدة ومن ثم زيادة الطلب على الائتمان عن طريق المصارف التجارية الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجه الأفراد والشركات والمستثمرين نحو الأسواق المالية لطلب التمويل أي قيام المقترضين بإحلال مهمه الاقتراض من الاسواق المالية الى المصارف التجارية ، وهذا يؤدي الى ارتفاع العرض النقدي الامر الذي يؤدي الى ارتفاع حجم الودائع لدى البنوك ، اذ سيؤدي ذلك إلى زيادة حجم كل من الاحتياطيات والودائع، مما قد يؤدي إلى زيادة الإقراض المصرفي والتوسع في منح الائتمان، وينتج عن ذلك ارتفاع أسعار الأسهم والسندات وزيادة في الإنفاق الاستثماري، ومن ثم زيادة الدخل والإنفاق الاستهلاكي وزيادة الطلب، وهو ما ينعكس على الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي. فالتأثير الأكبر في هذه الحالة يكون على المنشآت الصغيرة، والتي غالبًا ما يكون لها مصادر تمويل أخرى غير الائتمان المصرفي ويمكن توضيح ذلك وفق الآلية الآتية:

(Amar,2011: 9

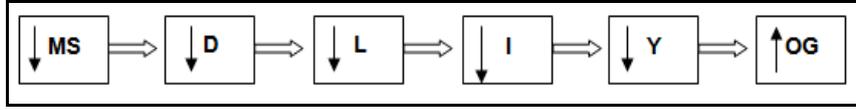
$$M \uparrow \Rightarrow \text{bank deposits} \uparrow \Rightarrow \text{bank loans} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

$$(M \uparrow) \rightarrow (C \uparrow) \rightarrow (L \uparrow) \rightarrow (I \uparrow) \rightarrow (Y \uparrow)$$

إذ إن:

(M): عرض النقد. (I): الانفاق الاستثماري. (Y): الناتج الإجمالي. (C): الائتمان المصرفي.
(L): الإقراض المصرفي.

وكذلك



إذ إن:

(MS): عرض النقود. (I): الاستثمار. (Y): الناتج الإجمالي. (OG): فجوة الناتج. (D): حجم
الودائع المصرفية. (L): الإقراض المصرفي.

وفي ضوء المخطط السابق يتضح لنا انه في حالة انخفاض عرض النقد ينخفض حجم
الودائع وهذا يؤدي الى انخفاض الإقراض المصرفي والاستثمار والدخل او الناتج المحلي ومن
ثم زيادة فجوة الإنتاج.

2-1-3-1-2- قناة الميزانية العمومية Balance Sheet Channel:

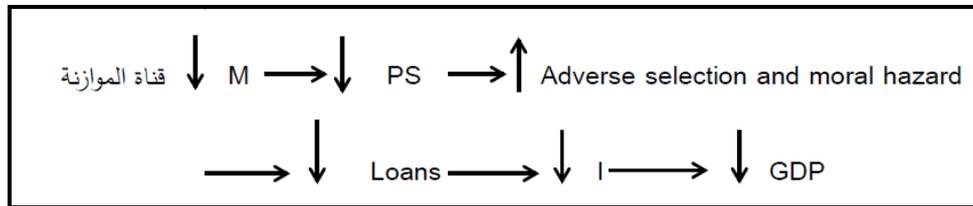
إذ إن قناة الميزانية العمومية هي القناة الثانية والتي يطلق عليها أيضًا قناة الائتمان
الواسعة، وان هذه القناة تنطلق من تأثير السياسة النقدية على الميزانيات العمومية وبيانات الدخل
(بما في ذلك صافي القيمة والأصول السائلة والتدفقات النقدية) للشركات في الاقتصاد. أقوى
الميزانيات العمومية للشركات تنطلق من فكره أن المقترضين يمكن أن يقللوا من مشكلة
الاختيار الخاطئ أو المخاطر الأخلاقية عن طريق التمويل الذاتي لجزء من المشروع
الاستثماري، أو عن طريق تقديم المزيد من الضمانات لضمان القرض
(Chmielewski,2018:15). هذا يدفع البنوك إلى الاقراض أكثر وخفض معدلات الفائدة.
علاوة على ذلك قد يؤدي ارتفاع جودة الميزانية العمومية إلى زيادة استثمار الشركة وإنفاقها.
والسبب هو أن الميزانيات العمومية القوية والتدفقات النقدية للمقترضين في الاقتصاد تؤثر على
مقدار الاقراض، وعالية يؤثر على المبلغ الإجمالي للإنفاق في الاقتصاد.
(Thomas,2006:540) هناك عدة طرق يمكن عن طريقها للسياسة النقدية أن تؤثر على
الميزانية العمومية للمقترض المحتمل. (Bernanke,2013:28)

(1) يؤدي انخفاض معدل الفائدة على المدى القصير إلى خفض نفقات الفائدة وزيادة صافي
التدفقات النقدية وتعزيز المركز المالي للمقترض.

(2) يرتبط انخفاض أسعار الفائدة عادةً بزيادة أسعار الأصول (عن طريق انخفاض معدل
الخصم)، مما يزيد من قيمة ضمانات المقترض.

3) يكون التأثير غير المباشر عن طريق زيادة الإيرادات: قد يؤدي تأثير الميزانية العمومية إلى زيادة إنفاق الشركات الأخرى التي تكون عملاء لشركة معينة.

ان هذه القناة تعمل عن طريق العلاقة ما بين الانفاق الاستثماري والسيولة اذ ان هنالك فكره مفادها ان التمويل الخارجي والداخلي بدائل غير متكاملة بسبب عدم تناسق المعلومات وتوفرها بنفس الوقت والذي يعوق اداء الاسواق المالية ويؤثر على الشركات الصغيرة بشكل كبير عن الشركات الكبيرة، إذ ان ميزانيات الشركات تتأثر بسبب عدم الحصول على اموال بشكل مستمر ودائم عندما تكون ثرواتها الصافية منخفضة اي عندما يكون هنالك انكماش نقدي تواجه الشركات الصغيرة صعوبة في الوصول الى اسواق السندات ومن ثم تقل السيولة الموجهة للاستثمار، وهذا دليل على ارتباط ما بين المتغيرات في السياسة النقدية وقوة ميزانيات الشركات ومن ثم قد يعاني الاقتصاد من بطء في النمو (stuart&Nandmi,2011:5). اذ يؤدي الانخفاض في صافي قيمة أصول البنوك إلى زيادة مخاطر مشكلة عدم تناسق المعلومات مما يؤثر على حجم الائتمان الممنوح لهذه البنوك وعلية يقلل من الاستثمار والارباح. فعندما يتم اتخاذ سياسة نقدية انكماشية سوف يؤدي الى انخفاض عرض النقد (M) اي زيادة مخاطر عدم السداد وعدم اختيار مقترضين ذات كفاءة عالية. لذلك في حالة انخفاض عرض النقد سيؤدي الى انخفاض السيولة في الأسواق بسبب انخفاض أسعار الأسهم (Ps) والى انخفاض صافي قيمة الشركة ومن ثم انخفاض الضمانات التي تقدمها عند الاقتراض، وهذا سوف يؤدي الى انخفاض رغبة المصارف على تقديم الائتمان ومنح القروض (I) وخاصة الشركات الصغيرة وبالشكل الذي يؤثر سلبيا في الاستثمارات ويؤدي الى انخفاض نمو الناتج (GDP) (Negro,et.al.,2019:250)، فضلاً عن أن الارتفاع في سعر الفائدة يخفض التدفق النقدي لتلك الشركات مما يزيد في مخاطر إقراضها وعلية هذا الامر لا يشجع المصارف على تقديم الائتمان لها مما يحد من استثمار القطاع الخاص والناتج وزيادة فجوة الناتج.



وان انخفاض صافي الثروة لشركات الأعمال، سيؤدي إلى انخفاض في منح القروض لتمويل الإنفاق الاستثماري، فالسياسة النقدية التوسعية تسبب ارتفاعا عرض النقد (M) وعلية سوف يؤدي الى زيادة السيولة وارتفاع أسعار الأسهم (Ps) وهذا سيرفع القيمة الصافية

للشركات مما يقلل خطر سوء الاختيار والخطر الاخلاقي وذلك سيؤدي إلى زيادة الاقراض
ومن ثم الاستثمار. (I) والطلب الكلي (Y). (Hubbard,2013:127).

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow \text{adverse selection} \downarrow, \text{moral hazard} \downarrow \Rightarrow \text{lending} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

2-3-1-2- قناة أسعار الأصول المالية: Channel Financial Asset Prices

إن هذه القناة تحلل إثر السياسة النقدية على الاقتصاد من وجهة نظر المدرسة النقدية
(كينز)، إذ ينتقل الأثر عن طريق قناتين رئيسيتين: وان توبين في عام (1969) قد اقترح تفسيراً
لكيفية تأثير حركات أسعار الأسهم على الاقتصاد. غالباً ما يشار إليها باسم نظرية توبين،
وجادل بأن نسبة سعر سوق الأوراق المالية إلى تكلفة استبدال رأس المال يجب أن تكون مؤشراً
جيداً لحوافز الاستثمار التي تقدمها الشركة. يتم تعريف Tobin's q على أنه القيمة السوقية
لجميع الأسهم في الاقتصاد مقسومة على تكلفة استبدال رأس مال
الشركات (Caporale, et.al.2017:3).

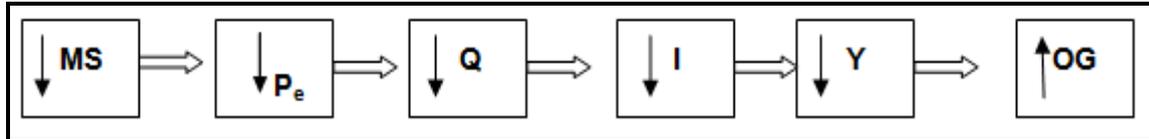
عندما تكون النسبة منخفضة (أقل من 1)، تكون القيمة السوقية للشركات أقل من تكلفة
رأس مالها. هذا يعني أنه إذا قامت الشركات بإصدار أسهم جديدة، فإن رأس المال الإضافي
الذي تم رفعه سيكون منخفضاً نسبياً مقارنة بسعر الاستثمار الجديد. ومن ثم يكون المنطقي
أن تقوم الشركات بشراء شركات أخرى والحصول على رأس مال قديم. وعلية في ظل هذه
الظروف، سيكون الإنفاق الاستثماري (شراء سلع استثمارية جديدة) منخفضاً
(Mishkin,2013:664). بدلاً من ذلك، عندما تكون النسبة مرتفعة (أعلى من 1)، يكون
سعر السوق للشركات مرتفعاً بالنسبة لتكلفة استبدال رأس المال. يتم بعد ذلك تحفيز الشركات
على إصدار أسهم جديدة، لأنها تستطيع شراء الكثير من السلع الاستثمارية بإصدارات صغيرة
نسبياً من الأسهم. هذا يزيد من الاستثمار الذي تقوم به الشركات. (Robert,2010:288)
تعمل هذه القناة عن طريق المحفظة الاستثمارية للأفراد، في حالة انخفاض عرض النقود سوف
تصبح المحافظ المالية في حالة عدم توازن سوف يؤدي الى ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي بسبب
اتباع سياسة نقدية انكماشية يجعل من السندات اكثر جاذبية من الأسهم وهذا ما يؤدي الى
انخفاض القيمة السوقية لأسعار الأسهم بسبب انخفاض الطلب عليها ، بما ان انخفاض أسعار

الأسهم يؤدي الى انخفاض نسبة (Q^*) وعلية انخفاض الانفاق الاستثماري الخاص على الأوراق المالية ونتيجة كون انخفاض عرض النقود يزيد في نسبة الأوراق المالية ويقلل نسبة الأرصدة النقدية في المحفظة الاستثمارية بحوزة الافراد، مما يؤدي إلى أن المستثمرين يحاولون التخلص منها، وهذه العملية تؤدي إلى انخفاض أسعارها يليها انخفاض في حجم الاستثمار ثم الناتج. (عاشور، 2013: 9)



أما في حالة اتباع سياسة نقدية توسعية فيعني زيادة عرض النقد وانخفاض أسعار الفائدة الحقيقية يجعل من السندات أقل جاذبية من الأسهم أي انخفاض الطلب على السندات، مما يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية الأسهم ويؤدي الى ارتفاع (Q) ومن ثم زيادة الانفاق الاستثماري، وعلية زيادة الطلب الكلي على الناتج.

قناة الثروة والاستهلاك تعمل هذه القناة عن طريق أسعار الأوراق المالية، إذ يؤدي انخفاضها بسبب انخفاض عرض النقود إلى انخفاض قيمة الثروة بحوزة الافراد، فضلاً عن إن الاستهلاك الخاص يرتبط مباشرة بحجم الثروة فان الانخفاض في الثروة يؤدي إلى انخفاض في الاستهلاك ومن ثم انخفاض في الناتج كما موضح وفق الآلية الآتية (Mishkin, 2012: 238):



اذ إن:

(MS): عرض النقود ، (P_e): أسعار الأوراق المالية، (Q): مؤشر توبن الاستثمار،
(I): الاستثمار، (Y): الناتج، (OG): فجوة الناتج.

3-3-1-2 قنوات السيولة والثروة للعائلات: Channels of liquidity and wealth for families

تتشابه آثار السيولة والثروة في الأسرة مع تأثيرات الميزان ومع ذلك، فهي لا تعمل عن طريق قرارات إنفاق الشركات، بل عن طريق قرارات إنفاق الأسرة التي تؤثر على استعداد الأسر للإنفاق، تم تطوير تأثير الثروة من قبل Modigliani (1971) الذي عرّف الاستهلاك بأنه

* حسب مفهوم توبن نسبة القيمة السوقية الى كلفة الاستبدال لرأس المال في حالة كانت نسبة (Q) عالية فهذا يعني ان القيمة السوقية مرتفعة نسبة الى الكلفة الاستبدالية لرأس المال.

إنفاق على السلع والخدمات غير المعمرة. يشير نموذج (life cycle) إلى أن الاستهلاك الحالي هو دالة لموارد عمر المستهلكين بعبارة أخرى، يقلل المستهلكون من استهلاكهم على مدار حياتهم ، ومن ثم فإن ما يحدد الإنفاق الاستهلاكي الحالي هو ثروتهم مدى الحياة ، وليس دخلهم الحالي فقط. نظرًا لأن الأصول المالية هي جزء من ثروة الأسرة، فإن تأثير الثروة يوفر ارتباطًا بين أسعار الأصول والاستهلاك. وان الأفراد الأكثر ثراءً يستهلكون أكثر، مع افتراض ثبات العوامل الأخرى. عندما ترتفع أسعار الأصول المالية تزداد ثروة الأسرة وهذا يؤدي إلى زيادة الاستهلاك (Guzman,et.al,2018:52).

وأن الزيادة في سيولة ثروة الأسرة تدفع الأسر إلى زيادة إنفاقها على السلع الاستهلاكية المعمرة والإسكان (العقارات). التفسير هو أن السلع الاستهلاكية المعمرة والعقارات هي أصول غير سائلة نسبيًا، وعلية في حالة العجز المالي سيعاني المستهلكون من خسارة كبيرة إذا اضطروا إلى جمع الأموال من بيع السلع الاستهلاكية المعمرة أو العقارات. هذا لأنهم لن يكونوا قادرين على تحقيق أصولهم بقيمتها الكاملة بسبب البيع السريع (السيء) بسبب عدم اليقين بشأن دخلهم المستقبلي، فإن الأسر تدفع نفقات المستهلكين الدائمة أو نفقات الإسكان فقط عندما يكون لديها سيولة كافية (Mishkin,2011:3-4) وان الأصول المالية على عكس السلع الاستهلاكية المعمرة أو العقارات، لأنها أكثر سيولة بكثير. وعلية يعمل تأثير السيولة عندما تؤدي الزيادة في سعر الأصول المالية إلى زيادة سيولة الأسرة. ثم يزداد إنفاق الأسرة على السلع الاستهلاكية المعمرة والعقارات

2-1-3-4- قناة التدفق النقدي Cash Flow Channel:

تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى زيادة عرض النقد والى خفض معدلات الفائدة الاسمية أي انخفاض تكلفة الائتمان ومن ثم التوسع في منح الائتمان وعلية ارتفاع أسعار الأسهم والسندات، ومن ثم يؤدي التحسن في الميزانية العمومية للشركات إلى زيادة التدفق النقدي. اذ يزيد التدفق النقدي العالي من سيولة الشركة وهذا يسهل على المقرضين معرفة ما إذا كانت الشركة موثوقة أم لا، ومن ثم فإن مخاطر سوء الاختيار والمخاطر الأخلاقية تصبح مشاكل أقل حدة مما يؤدي إلى زيادة نشاط الإقراض والتخطيط الاقتصادي (Petersun,2001:65) . والعكس عندما يتم اتباع سياسة نقدية انكماشية مما يعني انخفاض المعروض النقدي وارتفاع أسعار الفائدة وتقليص حجم الائتمان الممنوح وهذا سوف يؤدي بشكل مباشر الى انخفاض التدفق النقدي للبنوك نتيجة انخفاض السيولة وانخفاض أسعار الأسهم والسندات، وتؤدي هذه السياسة عن طريق ارتفاع اسعار الفائدة اي ارتفاع الميل للادخار ومن ثم انخفاض الانفاق الاستهلاكي. الامر الذي يؤدي الى انخفاض السيولة النقدية لديها مما يزيد من فجوة التمويل، وهو ما يؤدي

الى ارتفاع المخاطر ومن ثم انخفاض الائتمان المتاح وعمليات الاقراض والانفاق الاستثماري وتراجع الانشطة الاقتصادية ، اما في حالة اتباع سياسة نقدية توسعية سوف يؤدي الى زيادة عرض النقد (M) وانخفاض أسعار الفائدة (i) هذا سوف يؤدي الى زيادة التدفقات النقدية ومن ثم سوف يؤدي الى زيادة السيولة وانخفاض المخاطر الأخلاقية وعدم التسديد وعلية سوف ترتفع البنوك في منح القروض وهذا يساعد على زيادة السيولة والاستثمار (I) وزيادة الطلب الكلي (Y) . (شبانة،2001: 23)

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{cash flow} \uparrow \Rightarrow \text{adverse selection} \downarrow, \\ \text{moral hazard} \downarrow \Rightarrow \text{lending} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

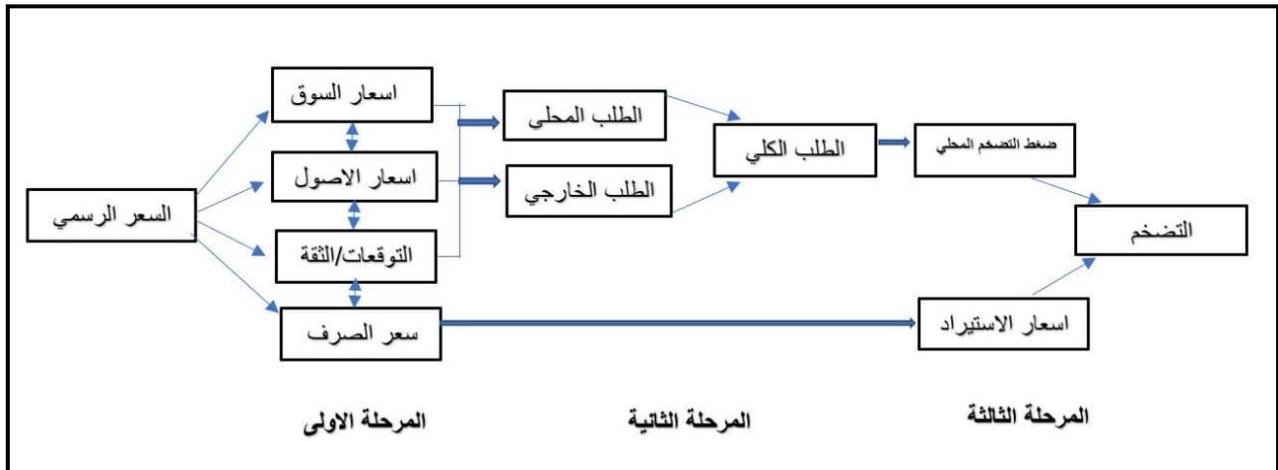
2-1-3-5- قناة التوقعات forecast channel

تمثل التوقعات الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية ذات أهمية كبيرة وأن توجهات سياسة البنك المركزي ذات اهمية بالغه في نجاح الاجراءات التي تقوم بها السلطات النقدية في تحقيق الاهداف النهائية، وتتضمن هذه القناة إعداد ونشر مجموعة من التنبؤات بشأن متغيرات الاقتصاد الكلي التي يمكن أن تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على المستوى العام للأسعار ومن ثم على مستقبل النمو الاقتصادي بشكل عام (Inoue & Rossi, 2019:420)، فإن الارتفاع غير المتوقع في المستوى العام للأسعار يقلل من التزامات الشركة بالقيمة الحقيقية (يقلل من عبء الديون). ففي هذه الحالة عند اتباع سياسة النقدية التوسعية سوف يؤدي الى زيادة عرض النقد والسيولة داخل الأسواق هذا سوف يؤدي الى ارتفاع مستوى العام لأسعار وعلية يؤدي الى زيادة معدل التضخم سيؤدي إلى ارتفاع غير متوقع في المستوى العام للأسعار (P) ومن ثم رفع صافي قيمتها الحقيقية وتقليل مخاطر الاختيار والمخاطر الأخلاقية مما يؤدي إلى زيادة الإقراض وارتفاع الإنفاق الاستثماري (I) وإجمالي الطلب الكلي (Y) (Bank of England, 2017:5)

$$M \uparrow \Rightarrow \text{unanticipated } P \uparrow \Rightarrow \text{adverse selection} \downarrow, \\ \text{moral hazard} \downarrow \Rightarrow \text{lending} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

2-1-3-6- قناة أسعار الفائدة interest rate channel

تعد قناة أسعار الفائدة في الاقتصادات المتقدمة هي القناة الأكثر أهمية في السياسة النقدية ، ولا سيما في تحويل النقد. وتتكون قناة أسعار الفائدة بشكل أساسي من ثلاث مراحل. المرحلة الأولى هي أن التغيير في سعر الفائدة الرسمي الذي تحدده لجنة السياسة النقدية سيؤثر على أسعار الفائدة الأخرى. يتعين على البنوك والمؤسسات المالية الأخرى أن تتفاعل مع أي تغيير رسمي في الأسعار عن طريق تغيير معدلات مدخراتها وقروضها، سيؤثر التغيير أيضًا على أسعار العديد من الأصول الأسهم والسندات والعقارات وأسعار الأوراق المالية وما إلى ذلك (Iddrisu & Alagidede, 2020:185)، والمرحلة الثانية هي أن كل هذه التغييرات في الأسواق ستؤثر على أنماط الإنفاق للمستهلكين والشركات، بمعنى آخر سيكون هناك تأثير على إجمالي الطلب، إذ إن انخفاض سعر الفائدة الحقيقي يؤدي إلى زيادة عرض النقد (MS1) في السوق ومن ثم سيؤدي إلى زيادة الاستثمار ومن ثم زيادة الطلب على السلع والخدمات ومن ثم يرتفع معدل النمو والنتائج المحلي الإجمالي ، ستكون هناك أيضًا تأثيرات دولية إذ يتغير مستوى الواردات والصادرات استجابة للتغيرات المحتملة في سعر الصرف (Patrick & Akanbi, 2017:150)، والمرحلة الثالثة هي تأثير تغير الطلب الكلي على الناتج المحلي الإجمالي والتضخم. سيميل هذا إلى الاعتماد على المستويات النسبية لإجمالي الطلب والعرض. إذا كانت هناك قدرة كافية في الاقتصاد ، فقد لا تكون الزيادة في إجمالي الطلب تضخمية. ومع ذلك ، إذا كان الاقتصاد بالفعل في نقطة انفجار ينتج قدر المستطاع ، فإن زيادة الطلب الكلي قد تكون تضخمية. (Morik, 2010:5)



شكل رقم (2-3) قناة سعر الفائدة

Source: Murik Mohamed, The transmission mechanism of monetary policy and monetary transfer channels in Serbia, Published by Societe Generale Bank Serbia, Belgrae, 2014, p5.

2-1-3-7- قناة سعر الصرف exchange rate channel

هنالك علاقة وثيقة بين سعر الصرف والسياسة النقدية وتعد أكثر السياسات التي تؤثر على سعر الصرف هي السياسة النقدية عن طريق التحكم في عرض النقد وسعر الفائدة (Warin,2005:17) فقد عرف سعر الصرف هو الأداة التي تربط العملة المحلية بالعملات الأجنبية أي هو عملية شراء العملات الأجنبية وبيعها مقابل العملة المحلية، وبما سعر الصرف يمثل سعر التبادل بين العملتين (Brown&Reilly,2012:117)، ففي حالة زيادة الطلب على العملة المحلية أي زيادة عملية الشراء الموجودات المالية المحلية بعملة بلد، فهذا يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية. فعندما يرتفع سعر الصرف الأجنبي فإن قيمة العملة المحلية تنخفض والعكس صحيح عندما ينخفض سعر الصرف الأجنبي فإن قيمة العملة المحلية ترتفع مقابل قيمة العملات الأجنبية (mashkin,et.al.,2013:381-383).

لذا فإن ارتفاع قيمة العملة المحلية (القوة الشرائية) عن قيمة العملة الأجنبية يشير إلى انخفاض سعر الصرف الأجنبي، فإن هذا يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع المحلية بسبب ارتفاع أسعارها مقابل السلع الأجنبية، ومن ثم يؤدي إلى انخفاض السعر النسبي للعملة المحلية بسبب انخفاض الطلب عليها، ففي حالة انخفاض قيمة العملة المحلية اللازمة لشراء وحدة من النقد الأجنبي، فهو سوف يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع المحلية بسبب انخفاض أسعارها مقابل السلع الأجنبية، ومن ثم زيادة الطلب عليها (قوى العرض والطلب) ، وهذا يؤدي إلى زيادة دخول الأموال ومن ثم يؤدي إلى انخفاض سعر الصرف الأجنبي

(Laurence's,2005:4). والقناة السادسة لتأثير السياسة النقدية هي قناة سعر الصرف. يربط السياسة النقدية بالتضخم عبر طريقين. الأول عن طريق إجمالي الطلب ويعمل عن طريق شرط تعادل سعر الفائدة المكشوف. هذا الأخير يتعلق بفروق أسعار الفائدة لتحركات أسعار الصرف المتوقعة. التغييرات التي تحدثها السياسة في أسعار الفائدة المحلية بالنسبة إلى أسعار الفائدة الأجنبية، من شأنها أن تؤثر على سعر الصرف وهذا من شأنه أن يؤدي إلى تغييرات في ميزان المدفوعات. وعالية سينتأثر المستوى الإجمالي للطلب الكلي، مما يؤثر على معدل التضخم. المسار الثاني يعمل عن طريق أسعار الاستيراد. تؤثر التغييرات في سعر الصرف على أسعار الاستيراد بشكل مباشر، وتؤثر على معدل التضخم (Arestis&Sawyer,2012:7)

تؤدي التغييرات في أسعار الصرف إلى تغييرات في الأسعار النسبية للسلع والخدمات المحلية والأجنبية، على الأقل لمدة من الوقت، على الرغم من أن بعض هذه التغييرات في الأسعار قد

تستغرق عدة أشهر لتصل إلى الاقتصاد المحلي، بل وتؤثر على مدة أطول. نمط الإنفاق
(Bank of England,2019:164)

يعتمد تأثير السياسة النقدية في الاقتصاد المفتوح على طبيعة نظام سعر الصرف. عندما يكون نظام سعر الصرف الثابت ساريًا ويكون رأس المال متحركًا، تكون السياسة النقدية ضعيفة. إذا كان رأس المال متحركًا تمامًا، فإن السياسة النقدية ستكون غير فعالة تمامًا. السياسة النقدية فعالة إذا سمح بتعويم أسعار الصرف. ومع ذلك، تعتمد الطبيعة الدقيقة للتأثير على ما يحدد تحركات أسعار الصرف. في النماذج النقدية البسيطة لسعر الصرف، تؤدي الزيادة في معدل نمو عرض النقود إلى تغيير نسبي في سعر الصرف، مما يحافظ على تعادل القوة الشرائية في كل من المدى القصير والطويل. وهذا يعني أن السياسة النقدية محايدة. ومع ذلك، من المؤكد أن تعادل القوة الشرائية لا يصمد على المدى القصير (Inoue & Rossi,2019:420). أسعار الصرف أكثر تقلبًا بكثير من الأسعار المحلية. يحاول نموذج سعر الصرف المفرط تفسير تقلب أسعار الصرف. تستفيد النسخة الأكثر شهرة من هذا النهج من فكرة الأسعار الثابتة في أسواق السلع. في هذه الحالة، السياسة النقدية لها تأثيرات حقيقية على المدى القصير، على الرغم من أنها تصبح محايدة مرة أخرى على المدى الطويل. تعاني النماذج النقدية من عيب أنها تحافظ على افتراض الحركة الكاملة لرأس المال ولا تسمح بالتمييز بين عمليات السوق المفتوحة وعمليات الصرف الأجنبي. يتم التغلب على هذا في نماذج المحفظة لسعر الصرف. (Bain & Howells,2013:308)

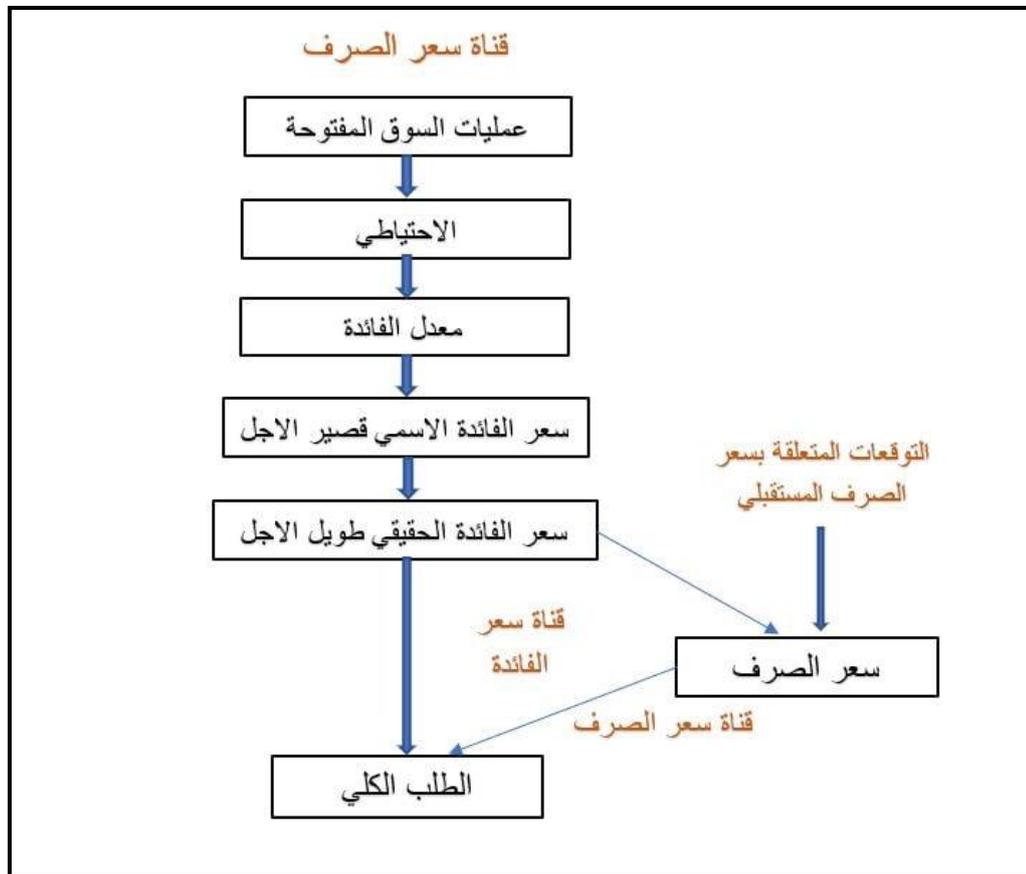
ومع ذلك فإن ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية الذي يعكس توقعات التضخم المرتفعة يؤدي عمومًا إلى انخفاض سعر الصرف المحلي لأن المستثمرين يتوقعون ارتفاع التضخم في المستقبل لتقليل قيمته، أي يتسبب في انخفاض القيمة. لذلك يقومون ببيع العملة المحلية على الفور لتجنب خسائر أسعار الصرف في وقت لاحق. يؤدي هذا العرض المتزايد من العملة إلى انخفاض قيمتها. وعالية، قد يؤدي ارتفاع معدل السياسة إلى إضعاف سعر الصرف المحلي إذا لم يكن كافيًا لتعويض توقعات التضخم المرتفعة، مما يعني أن سعر السياسة الحقيقية للبنك المركزي قد انخفض في الواقع، على الرغم من الارتفاع الاسمي. (Petursson,2001:65)

$(MS\uparrow) \gg (R\downarrow) \gg (E\downarrow) \gg (NX\uparrow) \gg (Y\uparrow)$

اذ ان:

(MS↑) : سياسة نقدية توسعية. (R↓) : انخفاض اسعار الفائدة الحقيقية. (E↓) : انخفاض قيمة العملة المحلية. (NX↑) : ارتفاع الصادرات. (Y↑) : ارتفاع الطلب الكلي. وعلى النقيض من ذلك عند انتهاج سياسة نقدية ضيقة ترتفع اسعار الفائدة الحقيقية المحلية، تصبح الودائع بالعملة المحلية اكثر جاذبية بالنسبة للودائع المقومة بالعملة الاجنبية، مما يؤدي الى ارتفاع قيمة الودائع بالعملة المحلية مقابل الودائع بالعملة الاخرى (ارتفاع قيمة العملة المحلية) وهذا بدوره يجعل السلع المحلية اكثر تكلفة من السلع الاجنبية، مما يؤدي الى انخفاض في صافي الصادرات وفي الناتج كما يوضحه المخطط الاتي:-

$$(MS\downarrow) \gg (R\uparrow) \gg (E\uparrow) \gg (NX\downarrow) \gg (Y\downarrow)$$



شكل رقم (4-2) قناة سعر الصرف

Source: Murik Mohamed, The transmission mechanism of monetary policy and monetary transfer channels in Serbia, Published by Societe Generale Bank Serbia, Belgrade, 2014, p4

المبحث الثاني

مفهوم الأسواق المالية واهم مؤشرات اداءها

1-2-2- مفهوم الاسواق المالية: concept of financial markets

يندرج مفهوم الأسواق المالية ضمن النطاق العام لمفهوم السوق الذي يتكون من أربع أطراف إذ يمثل الطرف الأول البائع هو مصدر الأوراق المالية وعادة ما يمثل الحكومة أو المصارف التجارية أو منشأة الأعمال، أما الطرف الثاني من السوق فهو المشتري للأوراق المالية ويمثل الجهة التي تمتلك رأس المال (المدخرات) سواء كان أفراداً أو مؤسسات أو مصارف أو أي مؤسسة ادخارية تعاقدية أخرى والطرف الثالث تمثل سلعة محل التداول والطرف الرابع هي النقود. لذا فقد نمت الأسواق المالية من حيث التعقيد والأهمية على مدى العقود الأربعة الماضية. وقد ازداد حجم رأس المال المتداول فيها زيادة كبيرة، مع تزايد تنوع في الأدوات المالية المتاحة. فضلاً عن ذلك، أصبحت الأسواق المالية العالمية تتداول بأعداد كبيرة جداً من الأوراق المالية وتداخل الأسواق فيما بينها على مدار الساعة في جميع أنحاء العالم (Grinblatt&Titman,2002:3). لذلك تقوم الأسواق المالية بتحويل الأموال من أولئك الذين لديهم فائض مالي إلى أولئك الذين لديهم عجز مالي. فهي تمكن الأفراد والعائلات من الحصول على قروض، والشركات لتمويل استثماراتها والحكومات لتمويل العديد من نفقاتها. (Madura,2010:3) ، فقد عرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن الآلية التي تدار من قبل أعضاء السوق ومؤسسات الوساطة المتخصصة بهدف الجمع بين البائعين والمشتريين لتبادل ورقة مالية معينة او موجود مالي معين (Elton&Gruber,2014:30)

وأيضاً عرف على أنه المجال الذي يتم فيه تحويل الأموال من الأفراد والمؤسسات التي تمتلك فائضاً مالياً إلى المستثمرين الذين لديهم حاجة إلى هذه الأموال (مستخدمي الأموال). (Saunders&Cornett,2012:141)، فعن طريق مفاهيم الأسواق المالية يظهر أن السوق يحقق مزايا لكلٍ من وحدات العجز (المستثمرين) ووحدات الفائض (المدخرين) أي أن السوق يقدم خدمات تمويل إلى وحدات العجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادر التمويل بكفاءة عالية وبتكاليف منخفضة، فيما يحقق لوحدات الفائض بيئة استثمارية جيدة وفعالة لاستثمار مدخراتهم وتحقق أفضل عائد ممكن وبأقل نسبة مخاطر، لذا يسهم السوق في توفير العديد من الفرص الاستثمارية المتنوعة أمام المدخرات، وليسهم في إنشاء العديد من المشاريع الاستثمارية والشركات المساهمة وتوسيع القائمة منها خدمة الاقتصاد الوطني.

2-2-2- أهمية الاسواق المالية: The importance of financial markets

للأسواق المالية أهمية تتمثل في: - (King&Levin,1993:719)

(Wang,et.a.,2022:6) (Mishkin&Eakins,2012:17)

(Appleyard,et.al.,2005:503) (Garcia&Liu,1999:32)

1. دور مهم ورئيسة للأسواق المالية في تنفيذ السياسة النقدية للدولة، إذ يستطيع البنك المركزي عن طريق السوق المالية (سوق النقد) لعب دور مهم وفعال عن طريق عمليات السوق المفتوحة وكذلك في تغيير أسعار الفائدة وأيضا عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي لها دور كبير في تحديد اتجاهات تداول الأموال، ومن ثم يمكن للبنك المركزي تحقيق أهداف السياسة النقدية التي يرغب فيها. لذلك تساهم السوق المالية بشكل فاعل في تنفيذ السياسات النقدية ويتم ذلك عن طريق تحكم البنك المركزي بطرح أدوات مالية قصيرة الأجل في السوق النقدي ضمن أنواع السوق المالي والمتمثلة بأذونات الخزينة، ومن ثم فإن فاعلية تنفيذ أهم الأدوات السياسة النقدية والمتمثلة بعمليات السوق المفتوحة تركز على عمل السوق المالي لتحقيق أهداف السياسة النقدية.

2. الاسواق المالية الكفوة تساعد في تحديد أسعار عادلة للأوراق المالية المتداولة مما يساعد على توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحا وذات المنفعة الأفضل وكذلك يمنع تحقيق أرباح مفاجئة وغير عادلة. لذلك للأسواق المالية دور مهم في توجيه مجالات الاستثمار بحسب متطلبات التنمية الاقتصادية والعمل على ترشيد الإنفاق الاستثماري.

3. إن السوق المالي تعد مصدرا للتمويل طويل الأجل عن طريق ادوات سوق رأس المال الأمر الذي يعزز النشاط الاقتصادي.

4. إن وجود سوق مالي فعال يساعد في توفر سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل مما يؤدي بدوره إلى خفض تكاليف التمويل قصير الأجل وبذلك يكون سببا في زيادة الطاقة الإنتاجية مما يساعد في خلق انتعاشا أو ازدهارا اقتصاديا حقيقيا ومتينا.

5. يمكن عن طريق السوق المالي تنمية الادخار وتوجيه صغار المدخرين والمدخرات لخدمة الاقتصاد وذلك لما يتاح للسوق من أدوات مالية متعددة ومناسبة لكل فئات المدخرين ومختلف الأجل (طويلة، متوسطة، قصيرة) وذلك لضمه ادوات مالية متنوعة والتي تمتاز بعضها بقابليتها للتجزئة.

3-2-2- مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية: stock market performance indicators

لقياس أداء الأسواق المالية، هناك عدد من المؤشرات التي تعكس درجة تطور السوق وتقدمها، ومن أهمها:

1-3-2-2- حجم السوق: market size

يتمثل حجم السوق بمؤشرين هما مؤشر القيمة السوقية ومؤشر عدد الشركات، إذ يمثل:
أ. مؤشر القيمة السوقية:

ويطلق عليه أيضاً مؤشر رسملة السوق (Market Capitalization) هي مجموعة من قيم الأسهم المدرجة في السوق مضروباً بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، إذ يظهر ارتفاع قيمة هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على التوسع في النشاط وتعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار بما يساهم في تحسين معدلات النمو الاقتصادي، ويستخدم هذا المؤشر في أغلب الدول من أجل تقدير حجم الأسواق المالية، يعطي فكره أكثر علامة على تطور هذه الأسواق، في بعض الأحيان قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيراً ليس بالضرورة اتساع حجم السوق، في حالة كون هذه الشركات المدرجة في السوق صغيرة الحجم من حيث القيمة السوقية (Pajuste,2002:4-5). لذلك تظهر القيمة السوقية مستوى نشاط السوق، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق سواء أكان من جانب ارتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق أم من جانب ارتفاع عدد السهم، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون بسبب توسع حجم المعاملات المالية أو كليهما، لذا يتم في الغالب قياس معدل القيمة السوقية عن طريق قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة على الناتج المحلي لأجمالي.

ب. مؤشر عدد الشركات:

إن هذا المؤشر يمثل عدد الشركات المسجلة محلياً والمدرجة في قائمة أسواق الأوراق المالية نهاية كل سنة، وإن ارتفاع هذا المؤشر يعكس في أغلب الأحيان تطور السوق المالي (طالب، وآخرون، 2016: 198). ، إذ تدل ارتفاع عدد الشركات على ارتفاع نشاط السوق وحجمه، وعن طريق هذه الشركات يتم تداول الأوراق المالية للأسواق المنظمة (البورصة)، لذا يتم استخدام هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق، فضلاً عن المؤشر العام للأسعار (العالمي، 1995: 21) لذا يؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة إلى توسع حجم السوق وزيادة حجم الاستثمارات بالتبعية، وهذا يمكن أن يؤثر بصورة إيجابية على كفاءة تخصيص الاستثمارات من إذ الحجم والاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة، ويساهم التنوع في الاستثمارات وكذلك في الشركات المدرجة إلى التقليل من حدة مخاطر الاستثمار (Schmidhuber,2021:3).

نظراً لما يتوافر عليه التنوع في الشركات المدرجة من فرص المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المتعددة وارتفاع عدد لاستثمارات فهذا يدل على زيادة حجم السوق، وأيضاً يجب الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة عن طريق رؤوس الأموال المتداولة في الأسواق الثانوية، ومن حيث الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية، سواء كانت بورصة محلية أو أجنبية، وتحتوي الشركات المدرجة مجموع صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المسجلة وشركات السمسرة والوسطاء (Huynh,et.al.,2021:5)، إلا أن هذا المؤشر لا يمكن إن ينظر إليه بمعزل عن القيمة السوقية، إذ قد يكون عدد الشركات كبيراً لكن القيمة السوقية تكون منخفضة وقد يحصل خلاف ذلك.

2-3-2-2 سيولة السوق: market liquidity

تتمثل وظيفة الأسواق المالية الأساس في تحقيق سيولة الأوراق المالية في كل وقت، لاسيما أن الأسواق المالية ذات السيولة العالية تمكن المستثمرين من تصفية استثماراتهم متى تطلبت الحاجة، تجعل سيولة الاستثمار المالي أقل عرضه للمخاطر، لأنها تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة وبتكلفة منخفضة وبسهولة (Gofran,et.al.,2022:7)، وان معدل الدوران هو أحد المؤشرات المهمة التي تقيس سيولة سوق رأس المال ، وغالباً ما يستخدم معدل الدوران المرتفع كمؤشر على أن تكاليف إتمام المعاملات المالية منخفضة، وأن أسواق الأسهم كبيرة الحجم لا تعد بالضرورة أسواقاً ذات سيولة مالية كبيرة، و أن الأسواق المالية الغير الكفوءة سيكون لها قيمة سوقية كبيرة ومعدل دوران صغير، وتزداد سيولة السوق عندما يكون هناك عدد كبير من عمليات التداول بيع وشراء الأوراق المالية في السوق، وكذلك عمليات تداول بيع وشراء في الأوراق المالية بشكل مستمر (Levine&Zervos,1996:540-541).

لذا يتم قياس سيولة السوق عن طريق مؤشرين أساسيين وهما: مؤشر حجم التداول ومعدل دوران السهم وسنوضح كلاهما:

أ. مؤشر حجم التداول:

ان هذا المؤشر يعبر عن قيمة إجمالي الأسهم المتداولة في السوق بأسعار مختلفة في مدة زمنية معينة، ويتم قياس هذا المؤشر بقسمة إجمالي الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، اذ يتم قياس أسهم الشركة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي وعلية فهي تعكس السيولة في الاقتصاد بشكل عام ويفضل استخدام المؤشرين معاً لإمكانية الحصول على معلومات صحيحة عن السوق المالي (Levine&zervos,2010:4)، ويعطي حجم التداول تلميحات مهمة عن قوة السوق وإمكانيات صعوده أو هبوطه في المستقبل. وان عملية الشراء أو

البيع المكثفة للأسهم في مدة معينة تولد حجم تداول كبيراً في حد ذاتها ، ومن ثم فإن احتمالية ارتفاع الأسعار هي الخطوة التالية ، وهذا يعني تفاؤل المستثمرين ، فهذه الاحتمالات هي التي تدفع المزيد من المستثمرين لدخول الأسواق المالية ورفع الأسعار (Boonvorachote&Lakmas,2016:54)، أما إذا لم يكن هناك تداول كبير في الأسهم ، فهذا يؤدي إلى قلق المستثمرين وتشاؤمهم ، ومن ثم اندفاعهم لتصفية مراكزهم الاستثمارية ، وهذا يخلق ضغطاً على الأسعار ومن ثم تراجعها ، لذلك يمكن القول إن الطلب على الأسهم ليس الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع الأسعار ، بل إن كثافة التداول وارتفاع الأسعار هو ما يولد الطلب وعلية تحدث زيادة جديدة في الأسعار (محمد، 2005: 68)

ب. معدل دوران السهم:

ويسمى أيضاً مؤشر حركة السوق، وهو من المؤشرات المهمة التي تقيس سيولة الأسواق المالية، ويمثل معدل الدوران نسبة المئوية لتداول أسهم مؤسسة معينة أو مجموعة مؤسسات داخل نفس القطاع في مدة زمنية معينة ولاستخراج هذا المؤشر، يتم استخدام الصيغة الآتية: (Pajuste,2002:6-7)

$$\text{معدل دوران السهم} = (\text{اجمالي الأسهم المتداولة} / \text{القيمة السوقية}) \times 100$$

.....(1-2)

فضلاً عن ذلك فإن هذا المؤشر يكمل مؤشر القيمة السوقية في ايضاح درجة نشاط السوق، لذا يمكن أن تكون هنالك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة، إذا كانت قيمتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض، وان هذا المؤشر يكمل مؤشر حجم التداول، فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة ينخفض فيها حجم التداول، في حين يرتفع فيها معدل دوران السهم (Akhtar,2020:49)، لذا يعد معدل الدوران هو الأكثر ملائمة بوصفه مقياساً لسيولة سوق الأوراق المالية من نسبة القيمة السوقية (MV/GDP) ونسبة حجم التداول (TV/GDP)، لان القيمة السوقية وحجم التداول تكون منسوبة إلى حجم الاقتصاد أي بيان السيولة التي يتوافر عليها سوق الأوراق المالية في الاقتصاد. في حين يوضح معدل الدوران قيمة التداول منسوبة إلى القيمة السوقية أي بيان السيولة الموجودة في السوق نفسه (المولى، 2011: 122).

2-2-3-3- المؤشر العام لأسعار الأسهم: general stock price index

يمثل المؤشر العام مستوى الأسعار في السوق، إذ يعتمد هذا المؤشر على عينة من أسهم القطاعات التي يتم تداول أسهمها في الأسواق المنظمة أو غير المنظمة أو كليهما ، وفي معظم الحالات يتم اختيار العينة في الطريقة التي تسمح للمؤشر بإظهار حالة السوق (Hana,et.al.,2021:140)، وان مؤشر السوق هو القيمة المركبة لمجموعة من الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية، وأيضا يعرف بأنه القيمة الرقمية التي تقيس التغيرات الحادثة في الأسواق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية أو في مدة البداية، وأيضا يعرف بأنه عبارة عن مؤشر إحصائي يقيس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له ، ويتكون هذا المؤشر من معدل أسعار مجموعة من الأسهم التي يتم استعمالها مقياساً للحركة العامة للأسواق الأوراق المالية، لذا يجب أن نستخرج لكل سوق مالي مؤشر خاص به، وهو يمثل متوسط أسعار الأسهم، ويتم الاعتماد والاستناد إليه في عمليات التداول اليومية (الموسوي،2011: 101) لذا يتميز المؤشر العام لأسعار الأسهم بأهمية كبيرة لمختلف المستثمرين والمتعاملين في الأسواق المالية، فهذا المؤشر يساعد في تحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، وايضا يتم عن طريق هذا المؤشر الموازنة بين كفاءة الأسواق ودرجة تطورها، الأمر الذي يوضح الصورة أمام المستثمرين عن ظروف استثماراتهم، ومن ثم يسهم في زيادة مقدرتهم في توجيه أموالهم اتجاه الأسواق الأكثر كفاءة واستقراراً ، ويتكون هذا المؤشر من أسعار مجموعة من الأسهم ويستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق مع وجود عدد من الأسهم في كل سوق مالي (طالب، واخرون،2016: 199). لذلك يمكن عن طريق هذا المؤشر التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو إلى الأسفل، ويمثل مؤشر مقياساً شاملاً لاتجاه السوق ويبين الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم ، لذلك يوفر للمستثمرين معلومات عن تحركات مجموعة واسعة من الأوراق المالية في السوق الثانوية (Saunders&Cornett,2012:266)، إذ إن حركة المؤشرات باتت الآن مرادفة لحركة الأسواق الأسهم، وان التغيرات في المؤشر تؤدي الى تغيرات في القيمة السوقية، وان مؤشر الأسهم يبنني على مجموعة محددة من الأسهم، سواء كانت قيمتها منخفضة أم مرتفعة لتعكس تحركات الأسعار لجميع الأسهم في المؤشر (Shetty&Jayaswal,2006:12). ولمؤشرات الأسواق المالية هنالك مجموعة من الاستخدامات تتمثل: (Reilly&Brown,2012:124)

- قيم المؤشر تستخدم لحساب إجمالي العائدات والمخاطر لسوق أو بعض مكونات السوق عبر مدة زمنية معينة.

- يستخدم الكثير من المستثمرين النتائج المحسوبة عن المخاطر والعائد كمعيار للحكم على أداء المحافظ المفردة.

ولأن مؤشرات الأسواق المالية غالباً تستند الى عدد كبير من الأوراق المالية، فيمكن أن ينظر إليها مقياساً لكل السوق المالية والتي تؤثر بالاقتصاد بشكل عام (Clare & Thomas, 2015:9). وان لهذا المؤشر أهمية كبيرة لكافة المتعاملين في السوق المالي لأهميته في تحديد القرارات الاستثمارية للمستثمرين في السوق.

4-2-2- بناء مؤشرات الأسواق المالية: Building financial market indicators

هناك بعض الأمور يجب ان تؤخذ بعين الاعتبار عند بناء مؤشر السوق المالي:

1. اختيار العينة: Sample selection

يجب ان تؤخذ عدة أمور في عين الاعتبار عند اخذ العينة المستخدمة في بناء المؤشر هي (الحجم ، الاتساع ، المصدر). في ما يتعلق بالحجم يجب ان تحتوي جميع الأسهم تقريبا في البورصة أو السوق، إذ يجب أن تكون العينة ممثلة لجميع الاوراق المالية المدرجة في السوق، وفي ما يرتبط بالاتساع يمكن انشاء العينة عن طريق الاختيار العشوائي أو عن طريق الاختيار غير العشوائي، ولكن يجب أن تتسع العينة لكل الشرائح او القطاعات المكونة للمؤشر، ما المصدر يشير الى مصدر الاسعار، إذ يجب أن تكون الاسعار مصدرها السوق الاصلي للتداول (Reilly&Brown,2012:125).

2. اوزان العينة: sample weights

هناك اربعة مداخل رئيسة للأوزان النسبية هي:

أ.مدخل مؤشر الأوزان على أساس السعر: Price-Weighted Index

إن المؤشر هو مجموع أسعار الأسهم مقسوما على العدد المعدل للأسهم في المؤشر لذلك يتم اعطاء وزن لكل سهم مدرج في المؤشر وفقا لسعر السهم المطلق، (التعديلات هي لغرض التأكد من أن قيمة المؤشر لا تتغير فقط بسبب تجزئة الأسهم أو التغييرات في مكونات المؤشر منذ تاريخ إطلاق المؤشر) (Maginn,et.al.,2007:414).

لذا يتم حساب قيمة المؤشر على أساس السعر حسب المعادلة التالية:

(Pemberton&Watson,2004:5)

$$SPI_{j,t} = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{j,i,t} * q_{j,i,t})}{C_{j,t} * \sum_{i=1}^n (P_{j,i,0} * q_{j,i,0})} * 100$$

(2-2).....

إذ إن:

$SPI_{j,t}$ = مؤشر أسعار الأسهم في البلد j.

n = عدد الأسهم في السوق أو القطاع.

$p_{j,i,t}$ = سعر السهم i في تاريخ الأساس في البورصة j.

$q_{j,i,t}$ = عدد أسهم الشركة i في تاريخ الأساس في البورصة j.

$C_{j,t}$ = عامل التسوية لتاريخ اساس السوق / رسملة القطاع للبورصة j.

t = المدة الزمنية.

وان أشهر المؤشرات المرجحة على اساس السعر هو مؤشر DowJones ومؤشر Nikkei

ب. مدخل مؤشر الأوزان على أساس القيمة: Value-Weighted Index

اذ يتم إعطاء وزن لكل سهم في المؤشر حسب القيمة السوقية للشركة

(Fabozzi&Peterson,2003:42)، وتساوي نسبة التغير في مؤشر القيمة المرجحة

مقسوما على التغير في القيمة الإجمالية لجميع الشركات المدرجة

(Maginn,et.al.,2007:414) لذا يتم احتساب قيمة المؤشر على اساس القيمة عن طريق

القانون الاتي: (Reilly&Brown,2012:127)

$$Index_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Beginning Index Value}$$

(3-2).....

إذ إن:

$Index_t$ = قيمة المؤشر في اليوم t

P_t = الأسعار النهائية للأسهم في اليوم t

Q_t = عدد الأسهم المتداولة في اليوم t

P_b = السعر النهائي للأسهم في يوم الأساس

Q_b = عدد الأسهم المتداولة في يوم الأساس

ومن الامثلة على المؤشرات التي تستخدم الوزن على أساس القيمة هي CAC40

,S&P500

• مؤشر CAC40:

هو الرقم القياسي المرجح للأسهم الحرة المتاحة للتداول، ويقاس أداء 40 سهماً المدرجة في الأسواق المنظمة في باريس (NYSE Euronext, 2009:3)

• مؤشر ستاندرد آند بورز 500: S & P 500

أنشئ عام 1926، ويعد مؤشر S & P 500 كمعيار لقياس أداء الشركات الكبيرة في سوق الأسهم الأمريكية. ويتم اختيار الأسهم في مؤشر S & P 500 من لجنة مؤشر ستاندرد اند بورز على أنها الشركات الرائدة، والتي تعكس بدقة سوق الأسهم الأمريكية. أي أنها القيمة المرجحة، ومن ثم فإن أكبر الشركات (من حيث القيمة) لها التأثير الأكبر (Brigham&Houston,2014:45)

ج. مدخل الاوزان المتساوية: Equal weighted

في ضوء هذا المؤشر تحمل جميع الأسهم وزناً متساوياً بغض النظر عن سعرها أو قيمتها السوقية. فالأسهم بقيمة \$ 20 لا تقل أهمية عن الأسهم بقيمة \$ 40، والقيمة السوقية الإجمالية للمؤسسة غير مهمة وفقاً لهذا المؤشر (Reilly&Brown,2012:129). ويمثل أداء مؤشر الاوزان المتساوية أداء محفظة يستثمر فيها المبلغ نفسه من المال في أسهم كل مكون من مكونات المؤشر. لذا يجب إعادة التوازن بين المؤشرات متساوية القيمة بشكل دوري (شهرياً أو ربع سنوي أو سنوي) لإعادة الترتيب المتساوي (Maginn,et.al.,2007:414-415).

د. المؤشر الموزون الأساسي Fundamental Weighted Index:

بعض المراقبين يرون أن نظام الأوزان هذا يؤدي إلى زيادة الاوزان لأسهم معينة زيادة عن قيمتها وتخفيض الاوزان لأسهم بأقل من قيمتها بمرور الوقت. وجواب على هذه المشكلة، اقترح بعض المراقبين مقاييس أخرى من القيمة الاقتصادية للشركة هي: (1) المبيعات، (2) الأرباح (التدفق النقدي)، (3) صافي الموجودات (القيمة الدفترية)، و (4) التوزيعات على المساهمين (توزيعات الأرباح). ونظراً لهذه المتغيرات لعينة كبيرة من الشركات، فقد قاموا بإنشاء مؤشر لـ 1000 من أكبر الشركات وحساب النسبة المئوية لمبيعات كل شركة وتدفقاتها النقدية وقيمتها الدفترية وتوزيعات أرباحها إلى مجموع العينة، ويحدد حجم الشركة النسبي (الوزن) عن طريق حساب متوسط أوزان المقاييس الأربعة على مدى السنوات الخمس الماضية (Reilly&Brown,2012:130).

المبحث الثالث

النظام المالي ومتطلبات الاستقرار المالي

1-3-2 النظام المالي Financial system

العمود الفقري للنظام الاقتصادي في أي دولة هو النظام المالي عن طريق الوظيفة الرئيسية التي تقع على عاتق مؤسسات النظام المالي لخلق البيئة المناسبة للشركات للقيام باستثمارات إنتاجية والمالية في ضوء توفير التمويل اللازم، أي تتركز أهميتها على الجوانب المالية والتنموية، والوظيفة الأساسية للنظام المالي هي الوساطة المالية (Tobal&Menna,2020:8). فعندما تعاني وحدات العجز (المقترضين) سواء (عائلات أو شركات أو حكومية) من عجز في السيولة، يلجؤون إلى الوحدات الفائض (المقرضون) للحصول على الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتهم عن طريق مؤسسات الوساطة المالية وكل مؤسسة تتوسط بين المقرضين والمقترضين ويسمى الوسيط المالي (Sheek&Hesse,2008:10)، وهناك العديد من المؤسسات التي تختلف في وظائفها فقط من حيث طبيعة الحقوق والالتزامات، وان استقرار النظام المالي يعني الوضع الذي يكون فيه النظام المالي بجميع مؤسساته قادرًا على الاستمرار في أداء وظائفه الأساسية المتمثلة في تعبئة المدخرات ومنح القروض المختلفة وتسوية المدفوعات بشكل فعال، خاصة في أوقات الأزمات المالية الناتجة عن النظام المالي نفسه أو الذي أنشأه القطاع الحقيقي (Mayer,1990:307). ومع ذلك هناك أربعة مكونات النظام المالي، (Mikhail&Manulescu,2017:8)

1- البنك المركزي

2- الأسواق المالية (السوق النقدي، سوق رأس المال، وسوق العملات).

3- الوسطاء الماليون (البنوك، المؤسسات الغير مصرفية مثل شركات تأمين، صناديق التقاعد، المصارف المتخصصة وغيرها).

4- البنية التحتية المالية (أنظمة الدفع، غرف المقاصة).

تسمح هذه المكونات بتخصيص فعال والتدفق للموارد المالية في الاقتصاد إذا تم الكشف عن المخاطر التي يمكن أن تؤثر عليها وعلى النظام بأكمله فان المخاطر التي تؤثر على هذه المكونات تمثل

المخاطر الرئيسية هي:

1) تباطؤ ديناميكيات الاقتصاد (يمكن أن يتسبب في خسائر للبنوك بسبب الصعوبات في سداد القروض نتيجة تقلص المبيعات أو الأجور أو حدوث أزمة ومن ثم يؤدي الى التخلي عن السداد).

2) التغيرات في أسعار الأصول المالية (يمكن أن تسبب خسائر مالية للمستثمرين).

3) تراجع القطاعات الاستثمارية التي كانت تمثل في السابق نقطة محورية للبنوك والمستثمرين.

2-3-2- الاستقرار المالي financial stability

بدأ الاهتمام بمفهوم الاستقرار المالي بشكل عام بعد الأزمة الآسيوية عام 1997 وبشكل أكبر بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008، بسبب شدة الأزمة المالية العالمية وحجم الاجراءات لمعالجتها التي أدت إلى انعكاس جديد على مسؤولية البنوك المركزية في كشف وحل الأزمات وتعزيز دورها في تحقيق الاستقرار المالي (Elsayed, et.al., 2022:3)، ومن ضروري التركيز على الاستقرار المالي من اجل تحقيق النمو الاقتصادي، لأن معظم المعاملات في الاقتصاد الحقيقي تتم عن طريق النظام المالي والمصرفي لذلك فإن الاستقرار المالي وهو مفهوم واسع يشمل جوانب مختلفة من النظام المالي – فقد عرّف الاستقرار المالي هو الحالة التي يكون فيها النظام المالي قادرًا على جذب الأصول النقدية وتخصيصها بكفاءة وكذلك امتصاص "الصدمات" دون الإضرار بالاقتصاد الحقيقي. بمعنى (تجنب الأزمات) (Isarescu, 2006:4) اذ يشير مفهوم الإطار العام للاستقرار المالي إلى مجموعة الآليات والأطر والأنظمة التي تعمل جميعها في ضوء استراتيجية مثبتة من اجل تعزيز قدرة القطاع المالي على مواجهة تداعيات الازمات وتقليل فرص تحرك هذه التداعيات للاقتصاد الحقيقي كما أنه من الضروري وضع هذا الإطار ضمن مجموعة متنوعة من المعايير والمؤشرات لاكتشاف مواقع الضعف والقوة بالنظام المالي بإذ يتم مراقبتها ومتابعتها بصورة دورية (الشاذلي، 2014: 41) كما عرف الاستقرار المالي بأنها القدرة على تصحيح الاختلالات المتكررة والصمود أمام الصدمات التي تواجه أدائه لوظائفه المختلفة التي تحقق الاستقرار عندما يكون قادرًا على تسهيل توزيع الموارد المالية ، وتعزيز أداء العمليات الاقتصادية بدلاً من إعاقتها ، وامتصاص الصدمات وتبديد الاختلالات المالية التي تنشأ داخليًا أو نتيجة لأحداث سلبية وغير متوقعة ويجب أن يشمل الاستقرار المالي أيضًا أداء التمويل في الاقتصاد ، بما في ذلك الجوانب النقدية مثل نظام المدفوعات. وإن يتعامل النظام المالي بشكل طبيعي مع الاختلالات، لا يقتصر مفهوم الاستقرار المالي على كيفية التعامل مع الأزمات المالية وقت حدوثها، بل يعمل بالدرجة

الأولى على إعادة تأهيل القطاع المالي لاستيعاب وامتصاص هذه الأزمات (Schinasi,2004:8).

فإن الاضطرابات في أي مكون من هذه المكونات الرئيسية كالمؤسسات والأسواق المالية يمكن أن تؤثر على الاستقرار العام سواء استقرار مالي أم اقتصادي، لا يعني الاستقرار المالي فقط أن النظام المالي يؤدي دوره على النحو الملائم في تخصيص الموارد، وتحويل وإدارة المخاطر، وتعبئة المدخرات، وتسهيل تراكم الثروة والنمو (Tong,2017:9)، ولكن أيضًا ضمن هذا النظام يعمل تدفق المدفوعات الأموال في جميع أنحاء الاقتصاد بسلاسة لذلك يتطلب الاستقرار المالي غياب الأزمات المالية والاقتصادية وقدرة النظام المالي على الحد من ظهور الاختلالات والتعامل معها قبل أن تشكل تهديدًا للاستقرار المالي (Schinasi,2007:22)

وبدأ التركيز على مفهوم الاستقرار المالي في الثمانينيات؛ نظرًا لطبيعتها متعددة الأوجه، لا يزال تعريفها وتدبيرها متفاوتة. في أبسط المستويات، يمكن اعتبار الاستقرار المالي بمثابة بيئة يمكن للقطاع المالي فيها أداء وظيفته الوسيط المالي بسلاسة ودون انقطاع. وفي الوقت نفسه يمكن أن تأتي الاضطرابات من مصادر مختلفة، بما في ذلك فشل المؤسسات المالية في الوفاء بالتزاماتها بسبب ضعف الأوضاع المالية، وكذلك الإخفاق في نظام الدفع والتسوية (Moenjak,2014:66). ويشير الاستقرار المالي إلى الظروف التي يمكن أن يؤدي فيها النظام المالي وظيفته المتمثلة في تخصيص الأموال داخل الاقتصاد بكفاءة وسلاسة، بالنسبة للبنوك المركزية يعد الاستقرار المالي مهمًا، لأنه يعمل على تخصيص الفعال للموارد وإدارة وتقييم المخاطر المالية. واستيعاب الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد سواء كانت مالية أم اقتصادية، ويعد جزء لا يتجزأ من العديد من الوظائف المصرفية المركزية التقليدية مثل الإشراف على أنظمة الدفع وتقديمها، الملاذ الأخير للإقراض، والإشراف المصرفي. (Claudio&William,2004:147) وغالبًا ما يتم تعريف القطاع المالي على أنه مجموعة إلى البنوك والمؤسسات المالية الأخرى (شركات السمسرة وشركات التأمين)، والأسواق المالية (سوق المال، وسوق الصرف الأجنبي، وسوق السندات، وسوق الأسهم)، وكان الاستقرار المالي مفهومًا مرتبطًا بشكل أساسي بالمخاطر التي تواجهها المؤسسات كمكونات للنظام المالي. أي كان الاستقرار المالي مفهومًا اقتصاديًا جزئيًا في الأساس، ومع ذلك، فإن النظر إلى المؤسسات المالية على أنها مكونات معزولة للنظام المالي جعل من الصعب توقع بالمخاطر التي تؤدي إلى الأزمة المالية (Ajello,et.al.,2019:5)

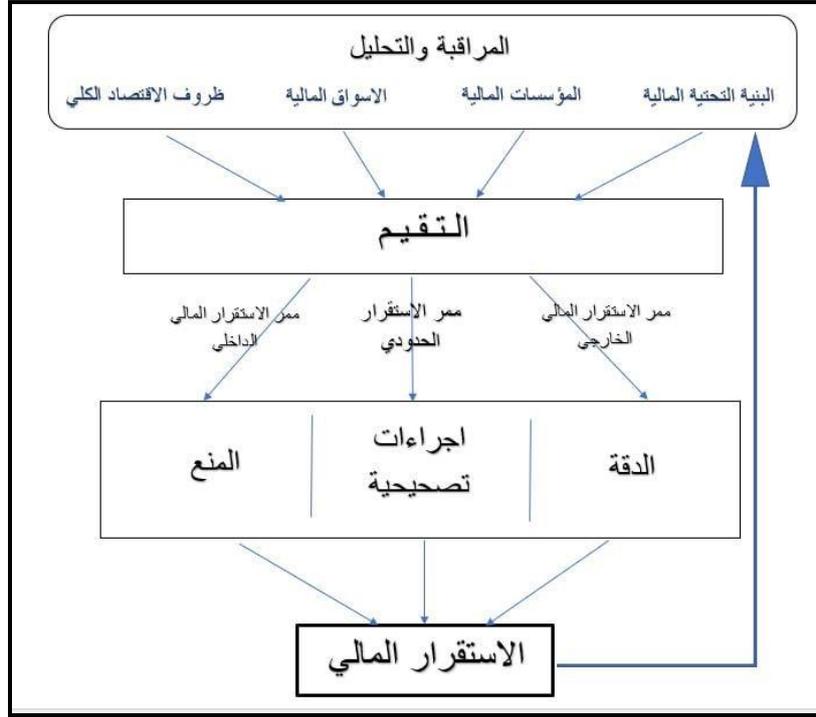
وأيضاً فقد عرف عدم الاستقرار المالي هو "مجموعة من الظروف التي تؤدي إلى ظهور ضائقة أو أزمات مالية استجابة للصدمات ذات الحجم الطبيعي ويمكن أن تنشأ هذه

الصددمات إما من الاقتصاد الحقيقي فضلاً عن النظام المالي نفسه، هذا هو السبب في أن النطاق ضيق على أداء المؤسسات المالية. وغني عن البيان أن التقلبات الكبيرة في أسعار الأصول واسعار الصرف أو المشاكل في الميزانيات العمومية للحكومات والمؤسسات غير المالية والشركات الكبيرة يمكن في حد ذاتها أن يكون لها تأثير كبير على الإنتاج، حتى لو لم يكن القطاع المالي جاداً (Claudio&Mathias,2010:68)

بالنظر بشكل أعمق في أسباب الاضطرابات، يمكننا القول إن الاضطرابات (عدم الاستقرار المالي) غالباً ما تنشأ مع (1) نقص حاد في السيولة بين المشاركين الرئيسيين في النظام المالي، (2) فراط الواسع في المديونية على نطاق كبير وما ينتج عنه من عدم قدرة الوكلاء الاقتصاديين على سداد التزامات وديونهم، أو كليهما. (Agenor&Pereira,2012:354) مع الأخذ بالحسبان جميع التعريفات المذكورة أعلاه، يمكننا أن نستنتج أنه لا يوجد تعريف مقبول على نطاق واسع لمفهوم الاستقرار المالي، ولكن هناك تفسيرات مختلفة لهذا المفهوم. في الأدبيات المنشورة، تم تفسير الاستقرار المالي بشكل متكرر عن طريق أمثلة لحالات عدم الاستقرار المالي والعوامل المولدة لها (Brunnermeier,2008:6). وهكذا فقد عرف عدم الاستقرار المالي بأنه حالة توجد فيها معدلات تعثر عالية ومعدلات ربح منخفضة في النظام المالي والمصرفي. ومن بين العوامل التي تولد عدم الاستقرار المالي هناك التوقعات الاقتصادية المفرطة في التفاؤل والتي تقود المؤسسات المالية والمصرفية إلى الحصول على محافظ عالية المخاطر. لذلك تصبح هذه المؤسسات عرضة للصددمات النظامية ومعرضة لخطر التخلف عن السداد. (Bhattacharya,et.al,2011:10)

مما تقدم يمكن توضيح مفهوم الاستقرار المالي بأنه قدرة النظام المالي بعناصره المتمثلة بالبنك المركزي والأسواق المالية والوسطاء الماليين والبنية التحتية على القيام بوظائفهم في التنظيم والإشراف والرقابة بغرض أداء وظائفها بما يحقق الاستقرار المالي والمصرفي فضلاً عن تحقيق الهدف العام المتمثل في تحقيق بيئة تنافسية في السوق من أجل التنمية المستدامة والتي تهدف على نطاق واسع للمساعدة في حماية استقرار النظام المالي، يمكن القول ان مفهوم الاستقرار المالي لا يركز على كيفية التعامل مع الازمات والاختلالات والاضطرابات وقت حدوثها بل يركز على كيفية انشاء نظام مالي قوي يتحوط من كل المخاطر والاختلالات والاضطرابات ولا يتأثر بشكل كبير، فضلاً عن انشاء نظام مالي قوي لا ينقل ولا يتأثر بالازمات الخارجية ، اذ أن الاستقرار المالي يتحقق عندما تتمكن المؤسسات المالية من

الصمود أمام الصدمات والاختلالات المالية التي من شأنها التأثير سلباً في كفاءة عملية توزيع المدخرات على الفرص الاستثمارية ذات الربحية .



شكل رقم (5-2) استقرار النظام المالي

Source: Schinasi, G. J. "Safeguarding Financial Stability: Conceptual Issues and Policy Challenges." Paper prepared for the Annual Symposium of Monetary Credito on "Monetary and Financial Stability: Harmony or Conflict?" held in Madrid, Spain on 6-7 November, 2006, p10

3-3-2- أهمية الاستقرار المالي importance of financial stability

ذكر مجلس الاستقرار المالي⁽²⁾ أنّ للاستقرار المالي فوائد عدّة، تتضح من

خلا (FinancialStabilityBoard,2017:16-17) (Nier,2009:41-42)

(Granville& Malik,2009:14)

1- الكفاءة: تساهم في تحقيق مكاسب عامة في الكفاءة النظام المالي والاقتصاد الحقيقي، الاستقرار المالي ضروري لضمان التخصيص الفعال للأموال داخل الاقتصاد. هناك حاجة إلى

⁽²⁾ مجلس الاستقرار المالي: هو هيئة دولية تراقب وتقدم توصيات حول النظام المالي العالمي. وقد تم تأسيسه بعد قمة مجموعة العشرين في لندن في أبريل (2009) على خليفة منتدى الاستقرار المالي (Financial Stability Forum). ويشمل المجلس جميع الدول الاعضاء في مجموعة العشرين وأعضاء منتدى الاستقرار المالي (FSF) والمفوضية الأوروبية، ويقع مقره في بازل بسويسرا.

كفاءة حسن سير النظام المالي من أجل تحويل الأموال الزائدة من المدخرين إلى المقترضين بكفاءة.

2- زيادة الثقة: ان الاستقرار المالي اهمية في السياسات والاجراءات التي يتم اتخاذها لمواجهة المخاطر، وتطوير تدفق الاموال وتدفق الائتمان لدعم وتقوية النظام المالي اذ يتم تقوية الميزانية العمومية عن طريق تطوير العمل المصرفي فأن ذلك يؤدي الى زيادة ثقة العملاء والشركات والمستثمرين في التعامل هذا سوف يؤدي الى تقليل التشتت المالي ويحسن التخلف عن السداد وكذلك يحسن العرض الائتماني الموجه للمؤسسات والشركات الصغيرة الاستثمارية وكذلك يساعد على زياده الثقة في الميزانية العمومية للمصارف وزياده الكفاءة الاسواق وزياده المراقبة وتطبيق المعايير الدولية الخاصة بالإفصاح من قبل المصارف

3- المنافسة: الحفاظ على حسن سير النظام المالي وقدرته على تسهيل ودعم كفاءة أداء الاقتصاد. لذلك من اجل تحقيق الاستقرار المالي، يجب وجود آليات وقوانين ومعايير مصممة خصيصاً لمنع المشكلات المالية ومنها غياب الشفافية لأنها تهدد استقرار النظام المالي والاقتصادي، مع استمرار قدرة الاقتصاد على الحفاظ على النمو وأداء وظائف مهمة أخرى.

4- المركزية والتنويع: يمكن أن تؤدي المركزية والتنويع إلى الحد من آثار الصدمات المالية في بعض الأحيان، ففي ظل وجود عدد من المؤسسات تعمل في النظام المالي، فإن فشل مؤسسة واحدة لا يؤثر على استقرار هذا النظام؛ لأن هناك مؤسسات أخرى تعمل على تقديم الخدمات المالية المختلفة. وعلى المدى الطويل، يرتبط الاستقرار المالي ارتباطاً وثيقاً بالاستقرار النقدي. يمكن للاقتصاد الذي يواجه عدم الاستقرار المالي أن ينزلق إلى دوامة انكماشية، كما حدث أثناء الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن الماضي، وكان هذا صحيحاً بالنسبة للتجربة اليابانية في التسعينيات وحتى العقد الأول من القرن الحادي والعشرين.

5- الشفافية: تقلل الشفافية من عدم تماثل المعلومات، وتمكن الشفافية من تقييم المخاطر بدقة أكبر. كما يمكن أن تعزز إنشاء أدوات مالية مع التعرض لمخاطر محددة، واستكمال الأسواق، وتحسين قدرة المشاركين في السوق على إدارة المخاطر. والوصول إلى قطاع مالي فعال يساهم في تحقيق نمو اقتصادي مرتفع ومستدام تعمل فيه الأسواق المالية بكفاءة مع الالتزام بالقواعد الاحترازية لمعاملات المؤسسات المالية، والتي عن طريقها تحقق رقابة فعالة على المؤسسات المالية وتتمتع بفاعلية وكفاءة عالية البنية الاساسية. مع تعزيز القدرة على إعادة الاستقرار للنظام المالي

6- الوصول إلى الخدمات المالية وملاءمتها: يؤثر الحصول على الخدمات المالية وملاءمتها على الشمول المالي للأسر والمؤسسات التجارية، بما في ذلك المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم، وهذا أمر هام لدعم التنمية الاقتصادية.

4-3-2- خصائص الاستقرار المالي. characteristics of financial stability

هنالك مجموعة من الخصائص من أهمها: (Schinasi,2007:21)
(Malik,et.al.,2018:380)

- 1- يعمل النظام المالي بكفاءة وسلاسة على تسهيل التخصيص المؤقت للموارد من المدخرين إلى المستثمرين وتخصيص الموارد الاقتصادية بشكل عام.
- 2- يتم تقييم المخاطر المالية التطلعية وتسعيرها بدقة معقولة كما تتم إدارتها بشكل جيد نسبياً.
- 3- النظام المالي في وضع يمكنه من امتصاص الصدمات والمفاجآت المالية والحقيقية.
- 4- يعمل النظام المالي على التركيز والتحوط من المخاطر المستقبلية والعمل على استخدام سياسات وإجراءات ومعايير مالية لتجنب الازمات والاختلالات والصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد والعمل على تطوير النظام المالي من اجل مواجهة هذه الازمات قبل حدوثها.

5-3-2- اهداف الاستقرار المالي: financial stability goals

(عبد الله،2019: 14)، (الشاذلي،2014: 42)، (Scherf,2013:17)

- 1- العمل على الحد من المخاطر النظامية التي ظهرت مع تكرار الازمات المالية وتمكين صانعي السياسات من تحديد نقاط الضعف المحتملة في وقت مبكر قبل حدوث الأزمة.
- 2- الوصول إلى قطاع مالي فعال يسهم في تحقيق نمو اقتصادي مرتفع ومستدام، وتتناسب مؤشرات أدائه مع مؤشرات الاقتصاد الكلي، وتعمل فيه الأسواق المالية بكفاءة عالية، مع الالتزام بالقواعد الاحترازية لمعاملات المؤسسات المالية.
- 3- تعزيز الاستقرار على مستوى النظام المالي ككل وليس فقط على مستوى المؤسسات الصغيرة والفردية، كل ذلك بهدف تعزيز قدرة النظام المالي على تحمل الصدمات ولعب دور فعال في عملية النمو الاقتصادي.
- 4- تمكين صانعي السياسات والقرارات المالية من تحديد نقاط الضعف المحتملة في مرحلة مبكرة قبل انفجار فقاعة الأسعار مما يستلزم تصحيحاً قسرياً للأسعار الحالية والأصول المالية.
- 5- التركيز على إجراء الدراسات وتحليل أهم العوامل والقطاعات التي تؤثر على استقرار النظام المالي، بما في ذلك سلامة المراكز المالية للمؤسسات المالية غير المصرفية، وسلامة المراكز المالية لقطاع الشركات. واتساق نمو الائتمان المصرفي مع حجم النشاط الاقتصادي.

6- العمل على تنفيذ السياسات الرقابية والعمل وفق المعايير المالية الدولية في الوقت المناسب لتجنب عدم الاستقرار المالي مع تعزيز القدرة على إعادة الاستقرار إلى النظام المالي في حالة فشل الإجراءات والمعايير الرقابية والوقائية في معالجة والحد منه. إمكانية تحويل آثار الصدمات النقدية والمالية إلى كافة القطاعات المالية والنقدية.

2-3-6- تحديات الاستقرار المالي. Financial stability challenges.

هناك العديد من الوسائل التي يمكن في ضوءها وصف التحديات التي تواجه تحقيق الاستقرار المالي والمحافظة عليه. فإن طبيعة التحدي ستعتمد إلى حد ما على هيكل ونضج النظام المالي. فبالنسبة للأنظمة المالية الناضجة، يمكن وصف تحدي الاستقرار المالي على النحو التالي:

1- يعد غياب الشفافية من أهم الأسباب وراء العديد من الأزمات المالية نتيجة قلة المعلومات اللازمة لاتخاذ قرار استثماري سليم وعدالة وموضوعية، وحقيقة أن أي خلل في أحد هذه المكونات سواء مؤسسات مالية أم أسواق مالية ينعكس بشكل مباشر أو غير مباشر في أداء المكونات الأخرى ، فإن عدم الكشف عن الخلل الناتج عن الغموض أو الافتقار إلى الشفافية أو العرض غير الواقعي للبيانات يمثل تحديًا لتحقيق الاستقرار المالي ، والمسؤولون غير قادرين على معرفة المخاطر لذلك ، لا يتم اتخاذ الإجراءات الاحترازية المناسبة للتحوط من تداعياتها والتعامل معها في حالة حدوثها. (Haddad,2006:10)

2- ليس من العملي توقع أن النظام المالي المتطور والكفوء والفعال سوف يتجنب تقلبات السوق واضطرابها، وذلك بسبب زيادة ترابط الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية وارتفاع تداول الأوراق المالية والمتمثلة بالأسهم والسندات بين الأسواق كل ذلك ساعدة بسرعة انتقال المشكلة بين الأسواق المضطرب إلى آخر بسرعة كبيرة جدًا. وذلك بسبب دخول العولمة والتحول العالم الى قرية صغيرة بسبب التطور في التكنولوجيا والانترنت ونظم المعلومات المصرفية والانفتاح الذي يشهده العديد من الأسواق المالية المحلية على الأسواق المالية العالمية. (Borio&Drehmann,2009:7) لذلك فان تقلبات الاسواق والاضطرابات التي تتعرض لها وعدم قدرة المؤسسات المالية على إدارة المخاطر التي تتضمنها الخدمات المالية المقدمة بشكل تام وتعزيز مكانة اصحاب المصلحة المالية. وعدم توازن القيود الداخلية لحماية استقرار السوق والمؤسسات المالية من المخاطر بالدرجة التي تقلل من حجم المخاطرة الذي يكبح الكفاءة الاقتصادية لان اعتماد آليات حماية غير جيدة من ناحية التصميم والتنفيذ قد تؤدي الى زيادة المخاطرة (Fell&Schinasi,2005:103).

3- إن الحفاظ على قدرة النظام المالي على تعبئة المدخرات وتحقيق النمو وأداء وظائفه الهامة الأخرى جانباً مهماً من التحدي لتحقيق الاستقرار المالي ويجب الموازنة بين تحقيق الاستقرار المالي والمحافظة عليه وتحقيق الديمومة وتدفق الأموال بسلاسة بين مكونات النظام المالي والتحوط من المخاطر والاختلالات المستقبلية مقابل أهداف أخرى. وهذا يوضح ان فكرة التمويل ليس غاية بحد ذاتها ولكن تلعب دوراً داعماً في تحسين قدرة النظام المالي على أداء وظائفه بشكل كفوة وفعال. (Watanagase,et.al.,2015:78) ويمكن رؤية أن التحدي هو عمل موازنة عن طريق اعتبار أن احتمال حدوث مخاطر نظامية يمكن أن يكون محدوداً في الممارسة عن طريق تصميم مجموعة من القواعد والمعايير واللوائح التي تقيد الأنشطة المالية بطريقة تؤدي إلى حدوث أو احتمالية زعزعة استقرار المالي، من ناحية أخرى، من الممكن محاولة الحفاظ على الكفاءة النظام المالي بل وتعزيزها، مع السماح في الوقت نفسه بالابتكار والتطور ودعم النظام المالي بشكل أفضل، ومن منظور أوسع فإن التحدي المتمثل في تحقيق الاستقرار المالي والحفاظ عليه يتجاوز بكثير استقرار أسعار الأصول، أو الأسعار بشكل عام. فإذا كان النظام المالي مستقرًا، فسيكون قادرًا على تحقيق التوازن وتدفق الأموال بسلاسة كبيرة وتحمل مستويات أعلى من تقلب أسعار الأصول ومخاطر أكبر، فضلاً عن المشكلات المالية الأخرى (Schinasi,2007:17-20)

ونستنتج من التحديات عند عدم الاستقرار المالي يؤثر في النمو الاقتصادي فكلما تزايدت الاختلالات والاضطرابات المالية سيتأثر النمو الاقتصادي، مما يعني أنه كلما طالت مدة الأزمات المالية انخفضت معدلات النمو الاقتصادي، وحينها ستكون عواقب الاضطراب المالي كبيرة على الجميع الاصعدة السياسية والاقتصادية والاجتماعية، وتعد سياسات تحقيق الاستقرار المالي مهمة للغاية على مستوى المؤسسات العالمية والمحلية، لأن الاضطراب المالي يقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار المالي واستقرار الاقتصاد العالمي، لذلك تمثل النظم المالية المضطربة تحدياً كبيراً يؤثر على استقرار المالي، ولهذا السبب دعت المؤسسات المالية الدولية إلى زيادة التدخل في البنوك المركزية والأسواق المالية لتقليل المخاطر والتحوط منها وتحسين حوكمة النظام المالي العالمي عن طريق شبكة من المسؤولين لإدارة المخاطر، لا شك أن الأزمات المالية تكون أكثر خطورة عندما تكون بسبب تأثير تقلبات الدورات الاقتصادية المصاحبة لعملية الائتمان.

2-3-7- الهدف من تطوير مؤشر الاستقرار المالي objective of developing a financial stability index

تبرز أهمية تطوير مؤشر الاستقرار المالي الحاجة إلى مؤشر كمي يقيس مستوى الاستقرار المالي ويعمل كأداة للتوجيه والإنذار المبكر، إذ يحذر متخذي القرار وصانعي السياسات من احتمال أن يتعرض النظام المالي لأزمة مالية قبل وقوعها، لذا يجب اتخاذ السياسات والإجراءات الوقائية اللازمة. لذلك تنبع أهمية تطوير مؤشر الاستقرار المالي مما يأتي:

(Firescua,2012:492)(Watanagase,et.al,2015:78)

(Vasilescu,2012:129)

- 1- يسمح لعملية تقييم سلامة النظام المالي أن تستند إلى مقاييس كمية وموضوعية.
- 2-تساعد على ترسيخ وتثبيت مبدأ الشفافية والإفصاح وإتاحة المعلومات المختلفة للسوق والمتعاملين مع النظام المالي. ولفت الانتباه إلى الظواهر المختلفة (مخاطر النظامية).
- 3- مقارنة أداء وفاعلية القطاع المالي بين الدول.
- 4-مراقبة وإشراف على تطور بعض المتغيرات المهمة ومقارنتها بمرور الوقت (عن طريق تخطيط المخاطر).
- 5- يعد مؤشر الاستقرار المالي أداة تكميلية لأنظمة الإنذار المبكر واختبار الضغط، عن طريق عكس وتحديد درجة المخاطر أو التقلب في النظام المالي.
- 6- ان مؤشر الاستقرار المالي يعد أداة تعكس مستوى المخاطر المحتملة وتظهر أهم التطورات والتوسعات في القطاع المالي.
- 7- تعمل بمثابة أجهزة استشعار لاكتشاف مخاطر انتقال الأزمات وتقليل تأثيرها على النظام المالي والمساعدة في الكشف عن مخاطر انتقال الأزمات المالية والعمل على تخفيف حدتها.
- 8-يمكن استخدامه في تقييم الاستقرار المالي للدولة من حين لآخر، ثم وضع الإجراءات اللازمة لتقويمه.

2-3-8 مؤشرات الاستقرار المالي Financial Stability Indicators

هناك ترابط بين النظام المالي والاقتصاد الحقيقي. انطلاقاً من هذا الاعتماد المتبادل، تم تطوير وتحديد مؤشر الاستقرار المالي والمصرفي لذلك عند تحليل الاستقرار المالي، لا بد من مراعاة جميعاً لمصادر والمخاطر ونقاط الضعف المرتبطة بالنظام المالي، الأمر الذي يستدعي اتباع نهج منظم في مراقبة وكشف مختلف عناصر النظام المالي وأثرها على الاقتصاد الحقيقي، تأتي أهمية دراسة مؤشرات الاستقرار المالي من أهميتها في استقرار وسلامة النظام المالي وتعطي مؤشراً على قدرة القطاع المالي على مواجهة والتحوط من المخاطر والأزمات المالية والاقتصادية واحتوائها. (Babar,et.al,2019:5)

لذلك ظهرت الحاجة إلى بناء مؤشر يعبر عن حالة النظام المالي عبر مجموعة من المتغيرات التي تشكل عناصر هذا النظام والتي يمكن عبرها تحديد نقاط ضعفه، كما أنه يعتبر من أهم الوسائل الدولية لفحص المركز المالي للمؤسسات المالية ونتائج عملياتها من حيث الأرباح والخسائر، فضلاً عن قدرتها على مواجهة المخاطر المختلفة. (Khotulev,2019:10).

إن المؤشرات التي تعبر عن الاستقرار المالي قد تنوعت وتطورت منذ الأزمة المالية حسب التغيرات في هياكل الأنظمة المالية. بعضهم مقتنع بمؤشرات السلامة المالية للنظام المصرفي (FCI) والبعض الآخر يشمل المؤشرات الاحترازية. إذ تطوير النظام المالي بإذ أصبح مؤشرات الاقتصاد الكلي جزء من المؤشر التجميعي للاستقرار المالي المحلية والعالمية (Lupu,2015:540)، إذ صدرت مؤشرات الاستقرار المالي عن صندوق النقد الدولي عام 2006 وتتضمن مؤشرات تعكس سلامة مؤسسات النظام المالي المصرفي وغير المصرفي والأسواق المالية وقطاع الشركات والأسواق العقارية، ويوفر صندوق النقد الدولي درجة من المرونة تمكنه من محاكاة الظروف الخاصة بكل دولة وطبيعة نظامها المالي والعوامل التي تؤثر عليه لذلك قامت بإنشاء مؤشرات فرعية التي يتم عن طريقها قياس الاستقرار المالي لمعظم الدول. (Kocisova,2016:197-198)

إذ أجرى البنك الدولي بالتعاون مع صندوق النقد الدولي، تقييمًا لسلامة القطاع المالي، بهدف ضمان قدرة الأنظمة المالية للدول الأعضاء على مواجهة الأزمات، عن طريق تحديد نقاط القوة والضعف في القطاع المالي، إذ تضمنت المجموعة الأولى المؤشرات الاحترازية الكلية التي يتم الاعتماد عليها في عملية بناء مؤشر الذي يتم عن طريقه قياس وتنبؤ بالأزمات المالية المحتملة، بينما تضمنت المجموعة الثانية مؤشرات السلامة المالية، وهي مؤشرات على قدرة القطاع المالي على مواجهة الأزمات المالية والاقتصادية وتداعيات الأزمات المالية واستمرار توجيه الموارد المالية لفرص الاستثمار الممكنة في الاقتصاد الحقيقي بكفاءة. عبر الأزمات، (Evans,et.al,2010:4).

إذ إن المؤسسات الدولية ممثلة في صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وصندوق النقد العربي وضعت أنظمة جديدة لعملية الرقابة، بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة، لذا فقد طورت الجهات الرقابية أنظمة جديدة لعملية المراقبة المستمرة على الاقتصاد الكلي والجزئي، وقد تم إنشاء مؤشرات الاستقرار المالي وتعمل هذه المؤشرات كنظام إنذار مبكر يقلل من احتمالية حدوث الأزمات وكذلك يقلل من تكاليف التعامل مع آثارها. (Nair&Anand,2020:135) وايضا توقيت الازمات إذ ان التعامل مع الازمات المصرفية

يجب ان يبدأ قبل حدوثها ومن ثم تحديد ومراقبه والحد من المخاطر التي يتعرض لها النظام المالي، تعد مؤشرات الاستقرار المالي هي اداة تكمليه في انظمة الانذار المبكر واختبارات الاوضاع المالية الأوضاع الضاغطة على الاقتصاد(Pham&Doan,2020:8)، عن طريق هذه المؤشرات يتم تقييم سلامة النظام المالي بناء على مقاييس كمية وموضوعية، اذ تم انشاء مؤشر تجميحي الاستقرار المالي ويضم هذا المؤشر التجميحي مجموعة من المؤشرات الرئيسية وتتمثل بمؤشرات القطاع المصرفي ومؤشرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات سوق رأس المال مؤشر الدورة المالية، ولهذه المؤشرات الرئيسية مجموعة من المؤشرات الفرعية وهذه المؤشرات الفرعية تتكون حسب هيكل النظام المالي والمؤشرات المالية الخاصة لكل دولة، وفي موضوع درأستنا فقد تناولنا المؤشرات الخاصة بالنظام المالي في العراق

ويوضح جدول (1-2) المتغيرات او المؤشرات المستخدمة في تكوين مؤشر تجميحي الاستقرار المالي والعلاقة بين هذه المتغيرات ومؤشر الاستقرار المالي مع مراعاة أن المتغيرات لها علاقة عكسية وأخرى طردية وبحسب الطريقة التي سيتم شرحها في منهجية المؤشر:

جدول (1-2) مؤشرات قياس المؤشر التجميحي للاستقرار المالي

المحور	المتغيرات	المتغيرات الفرعية	العلاقة بين متغيرات والاستقرار المالي	الوزن الترجيحي بعد حذف القيمة الصغرى والعظمى	وزن المؤشر الرئيسي
مؤشر القطاع المصرفي BI	كفاية رأس المال	نسبة كفاية رأس المال	طردية	13%	53%
		جودة الأصول	صافي الديون غير العاملة بعد طرح المخصصات / قاعدة رأس المال	عكسية	
	الديون غير العاملة / اجمالي الديون		عكسية	5%	
	نسبة التغطية (المخصصات / الديون غير العاملة		طردية	5%	

	السيولة	نسبة الأصول السائلة / الالتزامات	طردية	%5
		نسبة اجمالي الديون / اجمالي الودائع	عكسية	%6
	الربحية	نسبة العائد على الأصول (ROA)	طردية	%6
		نسبة العائد على حق الملكية (ROE)	طردية	%3
		اجمالي المصروفات من غير الفوائد / اجمالي الدخل	عكسية	%4
		هامش الفائدة الى اجمالي الدخل	طردية	%3
مؤشر الاقتصاد الكلي EL	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	طردية	%6	%24
	معدل التضخم	عكسية	%6	
	نسبة عجز الحساب الجاري / الناتج المحلي الإجمالي	عكسية	%6	
مؤشر سوق رأس المال CI	مؤشر سوق العراق للأوراق المالية	طردية	%7.5	%15
	القيمة السوقية للاسهم / الناتج المحلي الإجمالي	طردية	%7.5	
مؤشر الدورة المالية FI	فجوة الائتمان (الفرق بين نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص / الناتج المحلي الإجمالي)	عكسية	%8	%8

المصدر: البنك المركزي العراقي قسم الاستقرار المالي، تقرير الاستقرار المالي، 2019: 48

2-3-8-1 مؤشرات القطاع المصرفي Banking Sector Indicators

يختص هذا المؤشر بتحليل أوضاع المؤسسات المالية وبالخصوص القطاع المصرفي داخل الدولة ومدى حساسيتها للمخاطر المختلفة إذ يتكون من عشر مؤشرات فرعية وهي نسبة كفاية رأس المال ونسبة الديون غير العاملة الى اجمالي الديون، ونسبة صافي الديون غير العاملة الي

رأس المال، ونسبة تغطية المخصصات، نسبة الاصول السائلة الالتزامات السائلة، ونسبة اجمالي الديون الى اجمالي الودائع العملاء، ونسبة العائد على الأصول، ونسبة العائد على حقوق الملكية، ونسبة اجمالي المصروفات من غير الفوائد الى اجمالي الدخل، ونسبة هامش الفائدة الى اجمالي الدخل (Morgan&Pontines,2018:11)

2-3-8-1-1- نسبة كفاية رأس المال: Capital Adequacy Ratio

يعد مؤشر نسبة كفاية رأس المال من اهم المؤشرات التي تستخدم للتعرف على ملاءة البنوك وقدرته على تحمل الخسائر المحتملة او الاعسار، اذ كلما زاد رأس المال قلت احتماليه العسر المالي، وترتفع اتباع لذلك درجه ملاءه المالية والعكس صحيح، ويستدل عن طريق هذا المؤشر على قدره البنوك على مواجهه الصدمات التي قد تؤثر على ميزانياتها مثل مخاطر التقلبات في اسعار الصرف واسعار الفائدة ومخاطر الائتمان بوصفه خط الدفاع الأول لجعلها أكثر قدرة على تجاوز المخاطر المحتملة (Khotulev&Styrin,2019:5)، لذلك تم الاعتماد على معيار بازل II لقياس كفاية رأس المال ، تشمل نسبة كفاية رأس المال جميع مكونات رأس المال. ولعل أهم تعديل ضمن معايير بازل هو تعزيز وتحسين نوعية وكمية رأس مال البنوك عن طريق الحفاظ على رأس مال عالي الجودة. وتمتاز بقدرة عالية على مواجهة المخاطر وامتصاص الخسائر (Tobal&Menna,2020:16).

وفي هذا السياق تعد نسبة كفاية رأس المال من أهم النسب التي تقيس سلامة وقوة المراكز المالية للبنوك، وتعزز كفاية رأس المال مقدرة البنوك على الصمود ومواجهة الصدمات والمخاطر العالية ومن ثم حماية أموال المودعين، وكلما كانت هذه النسبة ضمن حدود معينة، كانت أكثر إيجابية بالنسبة للاستقرار المالي (Smets,2014:7).

2-3-8-1-2- مؤشر جوده الأصول Asset quality index

هذا المؤشر يؤدي أهمية بارزة في بناء الاحتمالات الانكشاف المؤسسات المالية وخاصة المصارف ويمتد نطاق الحكم على جوده الاصول ليشمل الى جانب المتغيرات المتعلقة بالمؤسسات المقرضة، والمتغيرات المالية المتعلقة بالمؤسسات المقرضة أيضا، وبما في ذلك اجراء تقييم الدوري للمراكز المالية للمؤسسات المقرضة اثناء مدة منح الائتمان، ومتابعة التغيرات في مستويات ربحيتها من أجل تحديد مدى قدرتها على الاستمرار في الوفاء بالتزاماتها، نسب هذا المؤشر (Tong,2017:9).

■ **نسبة الديون المعدومة / إجمالي الدين:** تظهر هذه النسبة جودة أصول القطاع المصرفي، فكلما انخفضت نسبة الديون يؤدي الى ارتفاع مستوى الاستقرار المالي، وتعد هذه النسبة من أهم النسب التي تقيس جودة أصول البنوك، إذ إن مخاطر الإفلاس المالي تبدأ غالباً من جودة الأصول.

■ **نسبة صافي الديون المعدومة او الغير عاملة (بعد طرح المخصصات) / قاعدة رأس المال:** تشير النسبة المنخفضة إلى انخفاض مخاطر الائتمان في القطاع المصرفي، ومن ثم يكون مستوى الاستقرار المالي أعلى.

■ **نسبة التغطية (المخصصات / للديون المتعثرة او الديون غير العاملة):** تدرج هذه النسبة جميع المخصصات مع الأخذ بالحسبان المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية، إذ يعكس حجم المخصصات المزيد من قدرة القطاع المصرفي على مواجهة مخاطر الائتمان. سيعزز اليوم الأول لمنح الائتمان، مع مراعاة البعد التنبئي للتخلف عن سداد الائتمان، قدرة البنوك على مواجهة مخاطر الائتمان.

3-2-3-1-3- مؤثر السيولة. liquidity index

يتكون هذا المؤشر من

■ **نسبة الأصول السائلة / إجمالي المطلوبات السائلة:** تقيس هذه النسبة مقدرة القطاع المصرفي على الوفاء بالتزاماته القصيرة الأجل من أصول سائلة عالية الجودة، يمكن قياسه باستخدام معيار تغطية السيولة.

■ **نسبة إجمالي الديون او القرض / إجمالي ودائع العملاء:** تعد نسبة الديون إلى الودائع أداة مهمة للتنبؤ بمدى تعرض القطاع المصرفي للتحديات فضلاً عن قياس مقدرته على تغطية القروض بتمويل مستقر، وغالباً ما يتكون من ودائع فردية وشركات غير مالية، وعندما تتجاوز الديون والقروض قيمة الودائع في هذه الحالة تواجه البنوك فجوة تمويلية تحد من وصولها إلى الأسواق المالية، كلما زادت فجوة التمويل زاد احتمال تعرض البنوك لمخاطر السيولة(Khotulev&Styrin,2019:5).

3-2-3-1-4- مؤشر الربحية: profitability index

يتكون هذا المؤشر من

■ **معدل العائد على الأصول (ROA):** يشير معدل العائد على الأصول بشكل أساسي إلى كفاءة عملية منح الائتمان، ومقدرة القطاع المصرفي على الحفاظ على الأصول وتطويرها في ضوء تحقيق عوائد مناسبة عليها، مما يدعم تدفق الاستثمارات إلى الدولة وللقطاع المصرفي، ويزيد من درجة الثقة والامان.

■ **نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE):** إن ثبات معدل العائد على حقوق الملكية ضمن مستويات إيجابية جيدة يظهر الأداء الجيد للبنوك وفعاليتها في استخدام رأس مالها مما يدعم قدرتها على مواجهة الخسائر المستقبلية.

■ **نسبة إجمالي المصروفات (بدون فوائد) / إجمالي الدخل:** تعد من أهم النسب التي تقيس الكفاءة التشغيلية للبنوك، وتشير النسبة المرتفعة إلى ضعف سيطرة القطاع المصرفي على مصروفاته.

■ **نسبة هامش الفائدة / إجمالي الدخل:** يقيس هذا المؤشر الكفاءة التشغيلية للبنوك، عن طريق اعتمادها على تحقيق الإيرادات من أعمالها الرئيسية المتمثلة في دورها كوسيط بين وحدات الفائض المتمثلة بالمدخرين ووحدات العجز المتمثلة بالمستثمرين. (عبيد، 2020: 24)

2-8-3-2- مؤشر الاقتصاد الكلي: Macroeconomic Index

يتكون هذا المؤشر من أربع مؤشرات فرعية وهي معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ونسبه عجز الحساب الجاري الى الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، ونسبه الاحتياطيات الأجنبية الى الناتج المحلي الإجمالي. (تقرير الاستقرار المالي، 2019: 48)

■ **معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي:** من المعلوم أن النمو المرتفع للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي يعكس حالة الاقتصاد وقوته، ويؤدي انخفاض معدل النمو الاقتصادي إلى زيادة الديون المعدومة نتيجة تراجع النشاط الاقتصادي، وعلية عدم قدرة العملاء على سداد ديونهم.

■ **نسبة عجز الحساب الجاري / الناتج المحلي الإجمالي:** يؤشر على وجود عجز أساسي في الحساب الجاري وعلية خلل في الاقتصاد الكلي، الامر الذي يؤثر سلباً على الاستقرار المالي.

■ **معدل التضخم:** ان استقرار الاقتصاد الكلي هو في الأساس استقرار الأسعار على المدى المتوسط والطويل، مما يعني أنه كلما ارتفع معدل التضخم، أي ارتفع المستوى العام للأسعار وعلية انخفضت القوة الشرائية للعملة، مما يؤثر سلباً على الاستقرار المالي.

■ **نسبة الاحتياطيات الأجنبية / الناتج المحلي الإجمالي:** كلما ارتفع الاحتياطيات الأجنبية لدى البنك المركزي، زاد استقرار العملة المحلية، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على الاستقرار النقدي والمالي.

كذلك يشير هذا المؤشر إلى أوضاع الاقتصاد الكلي داخل الدولة والتي تنعكس تطوراتها بشكل مباشر أو غير مباشر على أداء النظام المالي وتشمل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم والتطورات النقدية والمصرفية، وأيضاً التغييرات في أدوات السياسة النقدية، أما علاقة النمو الناتج المحلي الإجمالي بأداء القطاع المالي، فإن الضعف واضح عن طريق التأثير

المباشر لنمو الناتج على حركة النشاط الاقتصادي وعلية على قدرة المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم تجاه البنوك(Woodford,2012:6).

كما تؤثر التقلبات المستمرة وغير المنتظمة في المستوى العام للأسعار سلباً على قدرة المستثمرين على التخطيط لاستثمارات طويلة الأجل ، في ظل صعوبة التنبؤ بحجم مخاطر الائتمان ومخاطر السوق ، وفيما يتعلق بانعكاسات التطورات النقدية على استقرار القطاع المالي كما يتضح عن طريق اثر التقلبات الكبيرة في اسعار الفائدة العالمية على اسواق المالية المحلية إذ يؤدي ذلك الى اضطرابات في التدفقات الاستثمارية الداخلة والخارجة من الدولة ومن ثم تنشأ مشاكل تتعلق بالنقد الاجنبي ويمكن ان تؤدي الى حدوث الازمات ماليه وبخاصه في حاله تبني سياسه سعر الصرف الثابت.(Evans,et.al,2010:37-38)

3-8-3-2 مؤشّر سوق رأس المال: capital market index

تتضمن مؤشرات اسعار الاوراق المالية الصادرة عن المؤسسات المالية مؤشرات العوائد ومؤشرات التصنيف الائتماني الصادر عن مؤسسات التقييم الائتماني المختلفة مثل ستاندرد اند بورز موديز وفيتش والتي ينظر اليها كمؤشرات مكمله فقط للمؤشرات السابقة وليست بديلها.

اما في الأسواق العربية فمؤشر سوق رأس المال يتكون من فرعين هما المؤشر العام لسوق للأوراق المالية ونسبه القيمة السوقية للسهم الى الناتج المحلي الإجمالي(Unsal,2011:4)

■ **القيمة السوقية للأسهم / الناتج المحلي الإجمالي:** وبحسب معايير المؤسسات المالية الدولية فهو من أهم المؤشرات التي يتم أخذها في الحسبان عند إعداد تقارير التنافسية للدول على المستوى الدولي، وفي معظم الحالات يكون النمو في القيمة السوقية نتيجة لعدة عوامل إيجابية، بما في ذلك التحسن في أسعار أسهم الشركات المتداولة في الأسواق أو إدراج شركات جديدة أو زيادة رأس مال الشركات المدرجة أو تدفق الشركات الجديدة.

■ **المؤشر العام للأسواق المالية:** تمثل مؤشرات سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، إذ يقوم على عينة من أسهم القطاعات التي يتم تداول أسهمها في الأسواق المنظمة أو غير المنظمة أو كليهما(Nana,et.al,2018:13)

4-8-3-2 مؤشّر الدورة المالية:Fiscal Cycle Index

ان هذا المؤشر هو فجوة الائتمان يوضح (الفرق بين نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص / الناتج المحلي الإجمالي) والائتمان الممنوح للقطاع الخاص يتجه في الغالب نحو القطاعات الاقتصادية المنتجة، سلعاً أو خدمات، بما يعزز قدرة هذه القطاعات ويوفر لها السيولة اللازمة للقيام بأنشطتها(Lind,2015:14)، لذلك فإن النسبة العالية من الائتمان للقطاع الخاص إلى

الناتج المحلي الإجمالي تشير إلى قوة الروابط بين القطاع المصرفي والاقتصاد الحقيقي ويزيد من نسبة العمق المالي في الاقتصاد. لذلك يعد هذا المؤشر من أهم مؤشرات العمق المالي الذي يعكس تطور وكفاءة النظام المصرفي في أي دولة. (Taylor,2015:13)

2-3-8-5- المؤشرات الهيكلية: Structural Indicators

وترتبط هذه المؤشرات بالجوانب الهيكلية مثل توزيع الائتمان من ناحية الكمية والأجل، والأهمية النسبية للمؤسسات المالية وهيكل الملكية والتركز الائتماني وهيكل الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية والأهمية النسبية للائتمان الموجه للقطاع العام وغيرها من الجوانب الهيكلية الأخرى والمؤثرة على أداء القطاع المالي (Tobal&Menna,2020:4).

2-3-8-6- المؤشرات الوصفية: Descriptive indicators

هذه المؤشرات متعلقة بالمجال التشريعي والرقابي والتنظيمي الخاضع له النظام المالي وكذلك كفاءه قنوات تدفق المعلومات وغيرها من المؤشرات الكيفية الأخرى المؤثرة على أداء القطاع المالي.

2-3-8-7- مؤشر بالسلامة المالية: Indicator related to financial soundness

يختص هذا المؤشر بمتابعة أداء المؤسسات المالية والمصرفية وغير المصرفية، لمؤشرات المتعلقة بالمؤسسات المصرفية، وفي مقدمتها نسبة رأس المال إلى الأصول المرجحة بالمخاطر، ودخل العمليات المصرفية إلى إجمالي الدخل، ونسبة ودائع العملاء إلى إجمالي القروض، ونسبة الودائع بالعملة الأجنبية إلى إجمالي الودائع وغيرها، من المؤشرات الأخرى. أما مؤشرات السلامة المالية المتعلقة بالمؤسسات المالية غير المصرفية، فمن أهمها نسبة أصول هذه المؤسسات إلى إجمالي أصول النظام المالي، وكذلك نسبة أصولها إلى الناتج المحلي الإجمالي، فضلاً عن مجموعة أخرى من المؤشرات مثل نسبة الدين إلى حقوق المساهمين والعائد على حقوق المساهمين. (Shinas,Garry,2004:12)

2-3-9 خطوات بناء المؤشر التجميعي للاستقرار المالي: Steps to build an aggregate index of financial stability

اعتمدت عدة دراسات على منهجية إعداد وبناء مؤشر تجميعي يعبر عن حالة الاستقرار المالي في الدولة، لان هذا المؤشر يجمع كل متغيرات النظام المالي ومن أهمها المصارف والأسواق المالية التي تمثل الركيزة الأساسية لكل نظام مالي والتي تؤثر بشكل كبير في الاستقرار المالي، وتعد مواجهة الأزمات والتقلبات والحفاظ على الاستقرار المالي من أهم التحديات التي تسعى البنوك المركزية إلى تحقيقها، وعن طريقها يمكن معرفة نقاط القوة والضعف التي وجدت والتي تكشف عن هويته (Mishra,et.al,2015:154)

فضلاً عن ذلك فإن مؤشر لاستقرار المالي يعد أداة تكميلية لنظام الإنذار المبكر الذي يقلل من احتمالية حدوث الازمات واختبارات الأوضاع الضاغطة إضافة الى تخفيض تكاليف معالجة اثارها (Dafermosa,et.al.,2018:221). ويتكون المؤشر التجميعي من أربع مؤشرات رئيسية وهنالك مؤشرات فرعية تمثل حالة الاستقرار المالي للبلد ككل عن طريق الاعتماد على مجموعة من المؤشرات لكل من النظام المصرفي والاقتصاد الكلي وسوق رأس المال والدورة المالية وهذه المؤشرات لكل قطاع تعتمد كذلك على نسبة فرعية أخرى. اذ يتكون مؤشر القطاع المصرفي من عشرة مؤشرات فرعية، ويتكون مؤشر الاقتصاد الكلي من ستة مؤشرات فرعية، ويتكون مؤشر سوق رأس المال من مؤشرين فرعيين، ويتكون مؤشر الدورة المالية من مؤشر واحد يقيس فجوة الائتمان. (Cheang&Choy,2011:33)

ان مواجهة التقلبات والأزمات المالية والحفاظ على الاستقرار المالي في العراق من الأهداف الرئيسية التي يعمل البنك المركزي العراقي على تحقيقها. كان البنك المركزي العراقي في طليعة البنوك المركزية العربية لإصدار تقرير سنوي عن الاستقرار المالي منذ عام 2010. وقد مر إصدار هذا التقرير بثلاثة مراحل.

إذ إن المرحلة الأولى هي المدة من عام 2010 ولغاية عام 2015 بناء مؤشرات التي يمكن عن طريقها دراسة استقرار القطاع المصرفي في العراق، وتشمل هذه المؤشرات جانب الأصول (الائتمان، الديون المعدومة، ديون متعثرة التسديد، الاستثمارات)، جانب المطلوبات (الودائع، رأس المال، الاحتياطيات القانونية)، أسعار الفائدة، كفاية رأس المال، نسبة السيولة. والكثافة المصرفية (تقرير الاستقرار المالي، 2014: 12).

أما المرحلة الثانية، ممتدة من عام 2016 ولغاية عام 2018 إذ تم استخدام مجموعة من المؤشرات التي اقترحها صندوق النقد الدولي في توصياتة لدول مختلفة (والتي تسمى مؤشرات الأمن المالي) كمؤشر محاولة لفهمه والاستدلال منه على مستوى الاستقرار المالي، عبر هذه المرحلة تعاملت هذه المؤشرات مع القطاع المصرفي فقط، وهذه المؤشرات هي مؤشر كفاية رأس المال، ومؤشر جودة الأصول، ومؤشر جودة السيولة، ومؤشر الربحية، ومؤشر مخاطر الصرف الأجنبي، ومؤشر تركيز البنوك. عبر هذه المرحلة، تم أيضاً بناء مؤشر إجمالي للاستقرار المالي، بدلاً من الاعتماد على المؤشرات الفردية للتعبير عن حالة الاستقرار المالي، وان الخطوات المتبعة من قبل البنك المركزي العراقي لبناء المؤشر التجميعي للاستقرار المصرفي (تقرير الاستقرار المالي، 2018: 46).

أ. تحويل البيانات المتغيرات الى القيم المعيارية

$$Z = \frac{A - \text{Min}}{\text{S.D}}$$

(4-2).....

A: تمثل القيمة الحقيقية لبيانات المشر الفرعي

Min: تمثل القيمة الصغرى للبيانات

S.D: تمثل قيمة الانحراف المعياري

Z: تمثل القيمة المعيارية للمتغير.

ب. تحديد الاوزان

تم تحديد الاوزان متساوية لجميع المتغيرات الفرعية التي يتكون منها المؤشر التجميحي للاستقرار المصرفي (0.166)

ج. حساب المتوسط للمؤشرات الفرعية لغرض الحصول على مؤشر تجميحي للاستقرار المصرفي في العراق وفق الصيغة الاتية

$$BSI = \frac{\sum 1Z1 + \sum 2Z2 + \sum 3Z3 + \sum 4Z4 + \sum 5Z5 + \sum 6Z6}{N}$$

(5-2).....

اما المرحلة الثالثة فقد مثلت المدة (2019- الى الان) ففي هذه المرحلة قام صندوق النقد العربي ببناء مؤشر يمثل جميع القطاعات الاقتصادية وأطلق عليه (المؤشر للتجميحي للاستقرار المالي) ويتكون من أربع مؤشرات رئيسية تتمثل بمؤشر القطاع المصرفي ومؤشر الاقتصاد الكلي ومؤشر سوق رأس المال ومؤشر الدورة المالية،

فضلاً عن ذلك فإن اعتماد البنك المركزي العراقي على المؤشر التجميحي للتعبير عن حالة استقرار النظام المالي هو من المنهجيات المتبعة في بناء مؤشر الاستقرار المالي، وليست المنهجية الوحيدة. وتختلف هذه المنهجيات في اختيار مجموعة محددة من المؤشرات للغرض نفسه وفقاً لآراء الخبراء والمتخصصين وكذلك حول طبيعة وتطور النظام المالي وتوافر البيانات (تقرير الاستقرار المالي، 2019: 49)

حساب اوزان المؤشرات الفرعية ضمن مؤشرات الاستقرار المالي وان جميع المؤشرات الفرعية ليس لها نفس الوزن.

1. مؤشر القطاع المصرفي

$$BI = \sum_{n=1}^{10} (d_n w_n)$$

.....(6-2)

2. مؤشر الاقتصاد الكلي

$$EI = \sum_{n=1}^6 (d_n w_n)$$

.....(7-2)

3. مؤشر سوق رأس المال

$$CI = \sum_{n=1}^2 (d_n w_n)$$

.....(8-2)

جميع المؤشرات الفرعية ليس لها نفس الوزن

4. مؤشر الدورة المالية

$$FI = d_n w_n$$

.....(9-2)

Methodology : 10-3-2- منهجية احتساب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي:

for Calculating the Financial Stability Index

من أجل تحديد استقرار أو عدم استقرار النظام المالي، يتطلب ذلك بناء مؤشر تجميعي واحد يعكس ذلك، لأنه يعتمد على مجموعة من المؤشرات لأن الاعتماد على مؤشر واحد قد يعطي صورة غير واضحة وغير دقيقة للوضع الحقيقي للنظام المالي، ولغرض بناء مؤشر تجميعي يتطلب الأمر تحويل البيانات إلى قيم معيارية واعطاء اوزان لكل مؤشر فرعي ومن ثم يتم

استخدام طريقه احتساب من اجل استخراج المؤشر التجميعي للاستقرار المالي. (عبيد،2020: 18) (Morris,2010:6)

2-10-3-1- تحويل البيانات الأساسية الى قيم معيارية وفق الطريقة (Empirical Normalization)

$$d_{jt} = \frac{X_{jt} - X_{j \min}}{x_{j \max} - x_{j \min}} \dots\dots\dots(10-2)$$

d_{jt} = القيمة المعيارية للمتغير (j) في المدة (t)

X_{jt} = يمثل قيمة المتغير (j) في المدة (t)

Min = اقل قيمة للمتغير عبر مدة الاحتساب

Max = اكبر قيمة للمتغير عبر مدة الاحتساب

2-10-3-2- ترجيح المؤشرات الفرعية: sub- index

$$I_t = \sum_j^n = 1 w_j d_{jt} \dots\dots\dots(11-2)$$

I_t : قيمة المؤشر الفرعي

n : عدد المتغيرات

w_j : الوزن الممنوح للمتغير (j)

2-10-3-3- حساب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي

$$AFSI_t = \sum_{j=1}^n \omega_{jBI} d_{jt} + \sum_{j=1}^n \omega_{jEI} d_{jt} + \sum_{j=1}^n \omega_{jCI} d_{jt} + \omega_{jFI} d_{jt} \\ = BI + EI + CI + FI \dots\dots\dots(12-2)$$

AFSI: مؤشر الاستقرار المالي

w_j : الأوزان الترجيحية

BI: مؤشر القطاع المصرفي

EI: مؤشر الاقتصاد الكلي

CI: مؤشر سوق رأس المال

FI: مؤشر الدورة المالية

كلما اقتربت قيمة المؤشر من (1) يوضح ذلك على انخفاض المخاطر ومن ثم زيادة مستوى الاستقرار المالي. واستنادا الى هذه الصيغة فان قيمة المؤشر التجميعي تتراوح ما بين (1-0) كلما اقتربت قيمه المؤشر من (0) فان ذلك يعني مخاطر أكبر واستقرار مالي اقل، في حين ان الاقتراب من (1) يشير الى مخاطر اقل وزيادة في مستوى الاستقرار المالي، وقد تم الاعتماد هذه الطريقة في تحويل القيم لأنها تعطي صورته واضحة عن القيم المتحققة وموقعها ضمن نطاق محدد وينحصر بين (1-0)، وتسهل معه ملاحظته ومقارنته التغيرات الحاصلة في قيم المؤشر التجميعي.

لذ فقد تم حساب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي لعام 2010 باستخدام برنامج

(Excel).



(4) الملحق

طريقة حساب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق لعام 2010

2010

				قيمة المتغير بعد الترجيح ب(w))				نسب المتغيرات				الوزن الترجيحي ي w))	المتغيرات الفرعية	المتغير ت	المحور
Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1				
0.093	0.130	0.052	0.000	71%	100%	40%	0%	102	104	99.8	97	13.0%	نسبة كفاية رأس المال	كفاية رأس المال	
0.006	0.044	0.075	0.000	8%	58%	100%	0%	4.3	4.9	5.4	4.2	7.5%	الديون غير العاملة/ اجمالي الديون	جودة	مؤشر الق اع المصرفي
0.075	0.068	0.073	0.000	100%	90%	97%	0%	24.45	24.00	24.30	19.87	7.5%	صافي الديون غير العاملة بعد طرح المخصصات/قاعدة رأس المال	الأصول	
0.060	0.000	0.027	0.025	100%	0%	45%	41%	23.61	19.99	21.63	21.49	6.0%	نسبة الأصول السائلة/ الالتزامات السائلة	السيولة	
0.000	0.030	0.030	0.060	0%	50%	50%	100%	0.57	0.59	0.59	0.61	6.0%	نسبة اجمالي الديون/ اجمالي ودائع العملاء		

0.030	0.024	0.004	0.000	100%	81%	13%	0%		0.21	0.18	0.07	0.05	%3.0	نسبة العائد على الأصول (ROA)	الربحية
0.030	0.026	0.006	0.000	100%	87%	19%	0%		26.77	24.21	10.29	6.51	%3.0	نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE)	
0.038	0.040	0.026	0.000	96%	100%	65%	0%		47.5	48.1	42.5	32.3	%4.0	اجمالي المصرفات من غير الفوائد/ اجمالي الدخل	
0.017	0.000	0.030	0.018	57%	0%	100%	61%		42.5	35.1	48.0	43.0	%3.0	هامش الفائدة الى اجمالي الدخل	
0.080	0.001	0.028	0.000	100%	1%	35%	0%		12.36	0.95	4.88	0.87	%8.0	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	مؤشر الاقتصاد الكلي
0.080	0.000	0.019	0.050	100%	0%	24%	62%		3.3	1.7	2.1	2.7	%8.0	معدل التضخم	
0.079	0.080	0.000	0.026	99%	100%	0%	32%		7.04	7.24	-8.34	-3.37	%8.0	نسبة الاحتياطيات الأجنبية/الناتج المحلي الإجمالي	
0.075	0.000	0.028	0.015	100%	0%	38%	19%		96.53	91.59	93.46	92.55	%7.5	مؤشر سوق العراق للأوراق المالية	مؤشر سوق رأس المال
0.000	0.018	0.037	0.075	0%	25%	49%	100%		0.2172 42	0.2236 24	0.2299 02	0.2432 24	%7.5	القيمة السوقية للأسهم/الناتج المحلي الإجمالي	
0.050	0.080	0.041	0.000	63%	100%	51%	0%		0.5636 11	0.6032 86	0.5514 49	0.4968 49	%8.0	فجوة الائتمان	مؤشر الدورة المالية
0.22	0.19	0.24	0.16	المؤشر التجميعي للاستقرار المالي											

2-3-11- المفاهيم الأساسية للسلاسل الزمنية وطرق قياس الأثر الموسمي

Basic concepts of time series and methods for measuring seasonal impact

السلسلة الزمنية: هي قيم الظاهرة مرتبة حسب الزمن او مجموعة القيم التي تأخذها الظاهرة في فترات زمنية متتالية ومتساوية، او هي علاقة المتغير المعتمد (التابع) مع المتغير المستقل (الزمن) (t) (أبو راضي، 2009: 8)، السلسلة الزمنية الموسمية: وتعني مجموعه من القيم المشاهدة المرتبطة مع بعضها تولدت بالتتابع مع استمرار الزمن وتحتوي على ظاهره الموسمية والتي تبين النمط المتماثل لحركه السلسلة الزمنية في الاشهر المتقابلة عبر السنوات المتتالية اي ان السلسلة تعيد نفسها بعد فترات زمنية ثابتة وتدعى هذه الفترة الموسمية

ويصعب تمييز الموسمية اذ كانت مدمجة مع الاتجاه العام وهذه المشكلة يمكن تفاديها عن طريق تحديد الموسمية عندما تكون البيانات مستقر اي ان وجود الاتجاه العام في البيانات يعني انها غير مستقرة لذلك يجب تحويلها الى بيانات مستقرة (Brock&Davis, 1991:54) فضلاً عن اعتماده على متغيرات اخرى. لكن الزمن يعد عاملاً مؤثراً على المتغير التابع مثل التغيرات الموسمية والدورية التي تعيد نفسها بعد مدة زمنية متساوية، فضلاً عن المتغيرات العشوائية التي تؤثر بشكل ومسار السلسلة الزمنية.

2-3-11- تحليل السلسلة الزمنية:

ويقصد بها فصل مكونات السلسلة الزمنية بعضها عن البعض الاخر، بهدف تحديد تأثير كل واحد منها على قيم الظاهرة المدروسة وتتمثل هذه المكونات بالآتي:

- تغيرات الاتجاه العام (T): وهو مقدار الاندفاع في الزيادة او النقصان او الثبوت في قيم ظاهرة ما عبر مدة زمنية معينة.
- التغيرات الموسمية (S): وهي تغيرات تحدث في تتابع متسق على مدة زمنية محددة.
- (C): مركبة الدورية
- (I): المركبة العشوائية(المنتظمة)

وسيتم دراسة المكونين الاول والثاني في دراستنا، ولتحديد هذه التغيرات لا بد من تحديد النموذج الرياضي الذي يمثل مشاهدات السلسلة الزمنية لذا سنعتمد على النموذج الضربي في تمثيل مشاهدات الظاهرة لكونه يجمع بين مكونات السلسلة الزمنية الاربع (شومان، واخرون، 2013: 16). ويعرف رياضياً بالمعادلة الآتية.

$$Y = T * S * C * I$$

.....(13-2)

إذ إن

(Y): تمثل قيمة الظاهرة الحقيقية

ويجدر بالذكر في ان التعبير في النموذج الضربي عن مكون الاتجاه العام يكون بقيم عديدة اي بوحدات البيانات الاصلية (بينما يتم التعبير عن كل مكون من المكونات الاخرى الموسمية والدورية والعشوائية) في شكل نسب مئوية تزيد او تنقص قيمتها المتوسطة اي 100% (Stepchenkoa,et.al.,2017:281).

2-11-3-2 طرق قياس مكونات السلسلة الزمنية

هناك عدة طرق لتحديد مكونات السلسلة الزمنية في دراستنا على استعمال الطرق الاتية (Sadai,et.al.,2017:199):

1- طريقة المربعات الصغرى لاستبعاد اثر الاتجاه العام من مشاهدات السلسلة الزمنية وتتلخص خطواتها بالآتي: -

- تقدير معادلة خط الاتجاه العام $T = \bar{Y} = \hat{a}_0 + \hat{a}_1 t_i$
- ايجاد القيم الاتجاهية ($\hat{Y} = T$) بالاعتماد على معادلة خط الاتجاه العام.
- تجريد مشاهدات الظاهرة (Y) من اثر الاتجاه العام (T) باستعمال المعادلة الاتية.

$$Y^* = \frac{Y}{T} * 100\%$$

.....(14-2)

2- طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك لإيجاد المؤشر الموسمي وتتلخص خطواتها بالآتي:)

(Svetunkov,et.al,2022:4)

- حساب المتوسط المتحرك المركزي بطول مناسب، في ضوء بيانات السلسلة الزمنية.
- ايجاد حاصل قسمة مشاهدات الظاهرة (Y) على المتوسط المتحرك المركزي، وضرب الناتج في 100% وبهذا نحصل على المؤشر الفصلي
- حساب متوسطات المؤشرات الفصلية، والتي تم الحصول عليها بالخطوة 2 وايجاد مجموع المتوسطات.
- تعديل قيم متوسطات المؤشرات الموسمية في حال كونها 400 لأننا نتعامل في دراستنا مع فصول ووفق المعادلة الاتية:

(15-2)

$$\text{المؤشر الموسمي المعدل} = \frac{\text{متوسط مؤشر الفصل}}{\text{مجموع متوسطات مؤشرات الفصول}} * 4 * 100\%$$

• ازالة إثر الموسم من مشاهدات الظاهرة (Y) وفقاً للمعادلة الآتية:

(16-2)

$$\text{مشاهدات الظاهرة مجردة من إثر الموسم} = \frac{\text{مشاهدات الظاهرة (Y)}}{\text{المؤشر الموسمي المعدل للخطوة السابق}} * 100\%$$

الفصل الثالث

السياسة النقدية وأثرها على مؤشرات الاستقرار

المالي عبر مؤشرات سوق رأس المال

المبحث الأول

تحليل السلاسل الزمنية لقنوات السياسة النقدية.

المبحث الثاني

تحليل السلاسل الزمنية لمؤشرات سوق رأس المال.

المبحث الثالث

تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر التجميحي للاستقرار المالي

المبحث الرابع

ارتباط وأثر قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال

وعلاقتها بالمؤشر التجميحي للاستقرار المالي في العراق

تمهيد

اولى البنك المركزي العراقي اهمية خاصة للحفاظ على استقرار النظام المالي عن طريق ما يقوم به من استخدام ادوات وقنوات السياسة النقدية الخاصة بالنشاط المالي والمصرفي عن طريق اتباع استراتيجيات تتلاءم مع واقع النظام المالي في العراق وينسجم مع مستجدات البيئة المالية محاوله لتعزيز مرونة النظام المالي وتخفيف من مصادر المخاطر او الصدمات المالية الداخلية والخارجية

وان علم الاحصاء يعطى العديد من الطرق والاساليب اللازمة للقيام بدراسات على اساس القياس لحركه العديد من المتغيرات المحددة موضوع الدراسة، وتعد دراسة الأثر الموسمي والارتباط والاثر من اهم الاساليب الإحصائية التي يمكن عن طريقها معرفة طبيعة التغيرات التي تطرأ على متغيرات الدراسة وتحديد الاسباب والنتائج وتفسير العلاقات بين المتغيرات لذا اشتمل هذا الفصل على المباحث الآتية:

المبحث الأول: تحليل السلاسل الزمنية لقنوات السياسة النقدية.

المبحث الثاني: تحليل السلاسل الزمنية لمؤشرات سوق رأس المال.

المبحث الثالث: تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر التجميعي لاستقرار المالي.

المبحث الرابع: ارتباط وأثر قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس الماس وعلاقتها بالمؤشر التجميعي لاستقرار المالي في العراق

الفصل الثالث:

السياسة النقدية وأثرها على مؤشرات الاستقرار المالي عبر مؤشرات

سوق رأس المال

(اختبار موسمية متغيرات الدراسة)

3-1- وصف عينة الدراسة

سيتم في هذا الفصل عرض النتائج و تحليلها المتعلقة بمعدل دوران متغيرات الدراسة والمتمثلة ب(قناة الائتمان، قناة سعر الصرف، قناة سعر الفائدة، مؤشر حجم التداول، مؤشر العام للسوق، مؤشر القيمة السوقية، المؤشر التجميعي للاستقرار المالي) للسنوات (2010-2020) عن طريق تحليل مكونات النموذج الرياضي (2-13)

المبحث الاول

تحليل السلاسل الزمنية لقنوات السياسة النقدية

3-1-1- تحليل السلسلة الزمنية لقناة الائتمان

الاجابة عن تساؤلات الدراسة

السؤال الاول: هل يمكن تحديد اتجاه عام لواقع قناة الائتمان في للمدة الزمنية 2010-2020؟

للإجابة على هذا السؤال سيتم تحليل المتغير الثالث من معادلة الاتجاه العام عن طريق استبعاد إثر المتغيرات الفصلية والتغيرات الدورية والتغيرات العشوائية لغرض الوصول الى تحديد اتجاه السلسلة بطريقة المربعات الصغرى.

1. طريقة المربعات الصغرى

لنفترض النموذج الضربي لتمثيل مشاهدات السلسلة الزمنية $Y = T * S * C * I$ ومن اجل ازالة إثر الاتجاه العام من السلسلة الزمنية نتبع الاتي:

$$- \text{تقدير معادلة خط الاتجاه العام } T = \bar{Y} = \widehat{a}_0 + \widehat{a}_1 t_i$$

- ايجاد القيم الاتجاهية ($T = \widehat{Y}$) للسلسلة الزمنية باستعمال معادلة خط الاتجاه العام

- حساب القيم النسبية للظاهرة Y^* مجردة من إثر الاتجاه العام باستعمال المعادلة (2-14)

وبالاستعانة ببرنامج Spss فان معادلة خط الاتجاه العام المقدره هي

$$(T=14635280.628+760377.257 t)$$

كما يلخص الجدول (1-3) القيم النسبية لمعدل دوران قناة الائتمان مجردة من إثر الاتجاه العام.

جدول(1-3): القيم النسبية لمعدل دوران قناة الائتمان مجردة من إثر الاتجاه العام				
القيم النسبية لمعدل دوران قناة الائتمان مجردة من إثر الاتجاه	$\bar{Y} = T$	Y	t	السنوات
48.41924298	15395657.88	7454461	1	2010
61.80097352	16156035.14	9984587	2	
63.13096269	16916412.4	10679494	3	
64.65882223	17676789.66	11429604	4	
97.16391538	15395657.88	14959024	1	2011
100.8738274	16156035.14	16297211	2	
102.2687234	16916412.4	17300199	3	
115.0892011	17676789.66	20344076	4	
143.5105155	15395657.88	22094388	1	2012
150.000367	16156035.14	24234112	2	
159.371623	16916412.4	26959961	3	
160.8815206	17676789.66	28438688	4	
177.3399046	15395657.88	27302645	1	2013
178.8480821	16156035.14	28894759	2	
172.0836269	16916412.4	29110376	3	
169.4426001	17676789.66	29952012	4	
197.7154093	15395657.88	30439588	1	2014
202.0173496	16156035.14	32637994	2	
197.9238695	16916412.4	33481618	3	
193.0388247	17676789.66	34123067	4	
229.627524	15395657.88	35352668	1	2015
223.4820529	16156035.14	36105839	2	
217.1633626	16916412.4	36736250	3	
207.9149366	17676789.66	36752686	4	
237.5739139	15395657.88	36576067	1	2016
224.9867971	16156035.14	36348946	2	

215.6903434	16916412.4	36487068	3	2017
210.3330057	17676789.66	37180123	4	
238.2460774	15395657.88	36679551	1	
228.7461848	16156035.14	36956314	2	
222.047637	16916412.4	37562494	3	
214.7043085	17676789.66	37952829	4	
249.9062871	15395657.88	38474717	1	2018
242.1735076	16156035.14	39125637	2	
227.5838168	16916412.4	38499017	3	
217.7258866	17676789.66	38486947	4	
248.639274	15395657.88	38279652	1	2019
242.2422931	16156035.14	39136750	2	
253.498224	16916412.4	42882805	3	
237.8967664	17676789.66	42052511	4	
273.6275989	15395657.88	42126769	1	2020
270.7015714	16156035.14	43734641	2	
279.6098185	16916412.4	47299950	3	
281.8257046	17676789.66	49817737	4	

اذ يشير الجدول (1-3) الى القيم النسبية لمعدل دوران قناة الائتمان مجردة من إثر الاتجاه العام، إذ تم تطبيق الخطوات اعلاه وذلك لتجريد قيم السلسلة الزمنية من إثر الاتجاه.



السؤال الثاني: هل تتأثر السلسلة الزمنية لقناة الائتمان بالمتغيرات الفصلية؟
 للإجابة عن هذا السؤال تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى
 معدل دوران قناة الائتمان مجرداً من أثر (التغير الفصلي) ووفق الخطوات الاتية:
 - ايجاد المتوسطات المتحركة بطول (4 فصول) وكما في الجدول (2-3) الاتي:

جدول(2-3): المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة

السنوات	T	Y	مجموع المشاهدات بطول (4) فصول	المتوسط المتحرك بطول (4) فصول	المتوسط المتحرك المركزي بطول (2) فصل	المؤشرات الفصلية
2010	1	7454461				
	2	9984587				
	3	10679494	39548146	9887036.50	10825106.88	98.65
	4	11429604	47052709	11763177.25	12552255.25	91.06
2011	1	14959024	53365333	13341333.25	14168921.38	105.58
	2	16297211	59986038	14996509.50	16110818.50	101.16
	3	17300199	68900510	17225127.50	18117048.00	95.49
	4	20344076	76035874	19008968.50	20001081.13	101.71
2012	1	22094388	83972775	20993193.75	22200664.00	99.52
	2	24234112	93632537	23408134.25	24419960.75	99.24
	3	26959961	101727149	25431787.25	26082819.38	103.36
	4	28438688	106935406	26733851.50	27316432.38	104.11
2013	1	27302645	111596053	27899013.25	28167815.13	96.93
	2	28894759	113746468	28436617.00	28625782.50	100.94
	3	29110376	115259792	28814948.00	29207065.88	99.67
	4	29952012	118396735	29599183.75	30067088.13	99.62
2014	1	30439588	122139970	30534992.50	31081397.75	97.94
	2	32637994	126511212	31627803.00	32149184.88	101.52
	3	33481618	130682267	32670566.75	33284701.75	100.59
	4	34123067	135595347	33898836.75	34332317.38	99.39
2015	1	35352668	139063192	34765798.00	35172627.00	100.51
	2	36105839	142317824	35579456.00	35908158.38	100.55
	3	36736250	144947443	36236860.75	36389785.63	100.95

100.49	36573098.88	36542710.50	146170842	36752686	4	
100.01	36572339.50	36603487.25	146413949	36576067	1	2016
99.33	36594621.38	36541191.75	146164767	36348946	2	
99.53	36660986.50	36648051.00	146592204	36487068	3	
101.17	36749843.00	36673922.00	146695688	37180123	4	
99.24	36960192.25	36825764.00	147303056	36679551	1	2017
99.37	37191208.75	37094620.50	148378482	36956314	2	
100.13	37512192.75	37287797.00	149151188	37562494	3	
99.86	38007753.88	37736588.50	150946354	37952829	4	
100.21	38395984.63	38278919.25	153115677	38474717	1	2018
101.41	38579814.75	38513050.00	154052200	39125637	2	
99.68	38622196.38	38646579.50	154586318	38499017	3	
99.71	38599202.38	38597813.25	154391253	38486947	4	
97.78	39148565.00	38600591.50	154402366	38279652	1	2019
97.50	40142234.00	39696538.50	158786154	39136750	2	
104.42	41068819.13	40587929.50	162351718	42882805	3	
99.83	42124445.13	41549708.75	166198835	42052511	4	
97.40	43251324.63	42699181.50	170796726	42126769	1	2020
97.68	44774121.00	43803467.75	175213871	43734641	2	
206.80	22872387.13	45744774.25	182979097	47299950	3	
				49817737	4	

المصدر: اعداد الباحث

يلخص الجدول (2-3) عملية التحليل لحساب المؤشرات الفصلية والتي ظهرت كالآتي:

● في سنة 2010 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (98.65) وأدنى قيمة في الفصل الرابع

(91.06)

● في سنة 2011 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (105.58) وأدنى قيمة في الثالث

(95.49)

● في سنة 2012 بلغت أعلى قيمة في الفصل الرابع (104.11) وأدنى قيمة في الفصل الثاني

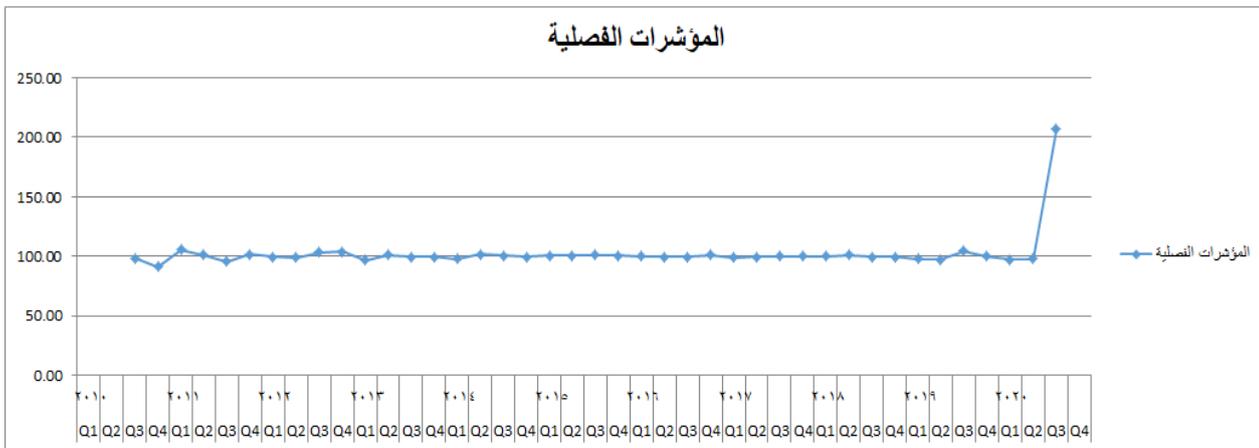
(99.24)

● في سنة 2013 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (100.94) وأدنى قيمة في الفصل الاول

(96.93)



- في سنة 2014 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (101.52) وأدنى قيمة في الاول (97.94)
- في سنة 2015 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (100.95) وأدنى قيمة في الفصل الاول (100.49)
- في سنة 2016 بلغت أعلى قيمة في الفصل الرابع (101.17) وأدنى قيمة في الثاني (99.33)
- في سنة 2017 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (100.13) وأدنى قيمة في الفصل الاول (99.24)
- في سنة 2018 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (101.41) وأدنى قيمة في الفصل الثالث (99.68)
- في سنة 2019 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (104.42) وأدنى قيمة في الثاني (97.50)
- في سنة 2020 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (206.80) وأدنى قيمة في الاول (97.40)



شكل (3-1): المؤشرات الفصلية لقناة الائتمان للمدة 2010-2020

- تلخيص نتائج المؤشرات الفصلية للجدول (3-2) في الجدول (3-3) ادناه.

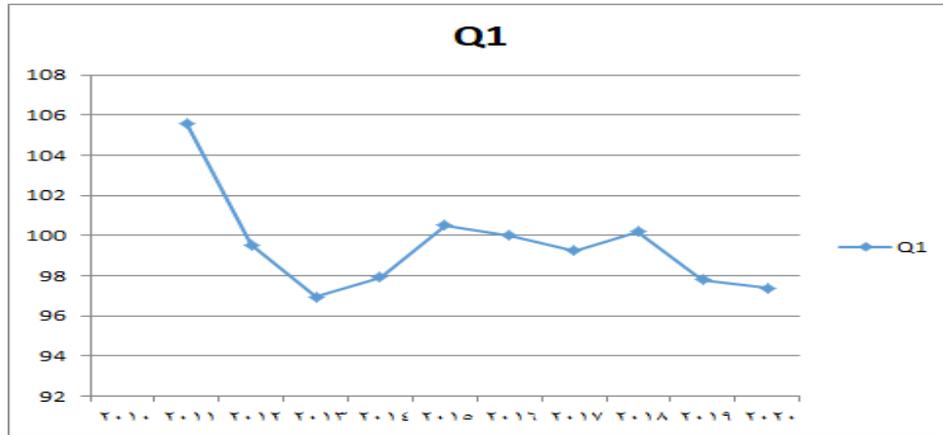
جدول (3-3): ملخص المؤشرات الفصلية

السنوات	Q1	Q2	Q3	Q4

91.06	98.65			2010
101.71	95.49	101.16	105.58	2011
104.11	103.36	99.24	99.52	2012
99.62	99.67	100.94	96.93	2013
99.39	100.59	101.52	97.94	2014
100.49	100.95	100.55	100.51	2015
101.17	99.53	99.33	100.01	2016
99.86	100.13	99.37	99.24	2017
99.71	99.68	101.41	100.21	2018
99.83	104.42	97.50	97.78	2019
	206.80	97.68	97.40	2020
996.94	1209.28	998.69	995.11	المجموع

المصدر: اعداد الباحث

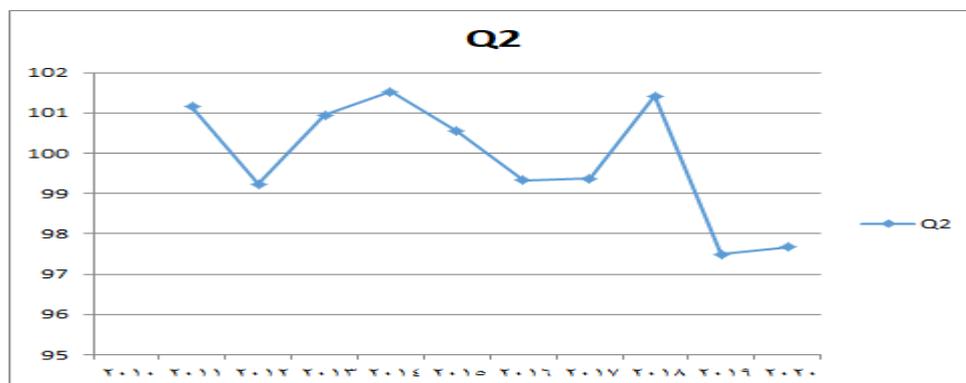
يلاحظ من الشكل (2-3) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020، ان قناة الائتمان كان مرتفعاً في سنة 2011 ثم انخفض في السنتين 2012 و2013، ثم عاودت بالارتفاع في السنتين 2014 و2015 وبعدها تذبذب بين الصعود والنزول في السنوات 2016 و2017 و2018 و2019 و2020. وان هذا الارتفاع في الربع الاول في عام 2010 كان بسبب انخفاض سعر الفائدة واتباع البنك المركزي سياسة النقدية التوسعية.



شكل (2-3): المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020

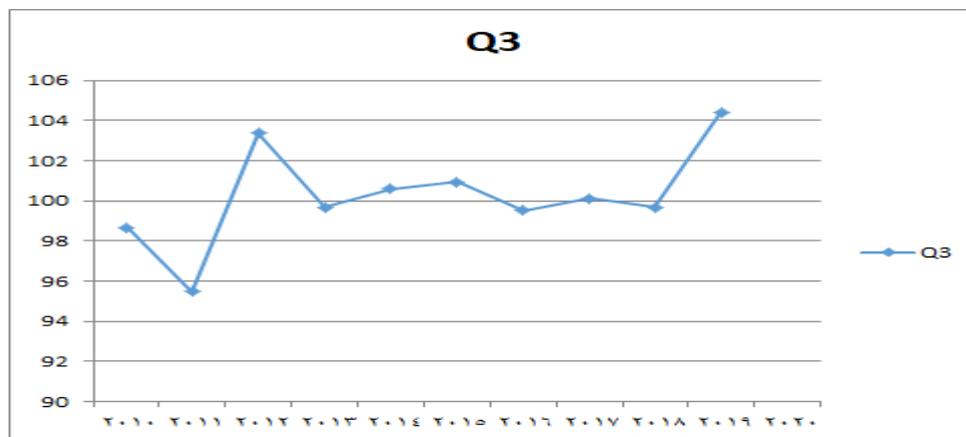
يلاحظ من الشكل (3-3) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020، ان قناة الائتمان كان مرتفعاً في سنة 2011 ثم انخفض في سنة 2012، ثم عاودت بالارتفاع في السنتين 2013 و2014 وبعدها انخفض تذبذب بين الصعود والنزول في السنوات 2015 و2016 و2017 و2018 و2019 و2020. وان هذا الارتفاع في الربع الثاني في عام

2018 كان بسبب انخفاض سعر الفائدة واتباع البنك المركزي سياسة النقدية التوسعية بسبب التحرر من الارهاب الداعشي.



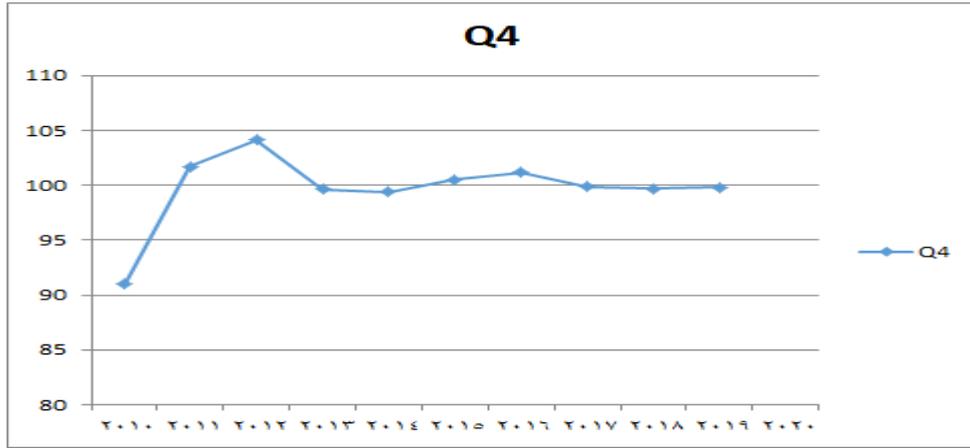
شكل (3-3): المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020

اما الشكل (4-3) فيلاحظ منه المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020، ان قناة الائتمان كان متذبذباً بشكل ضعيف بين الارتفاع والانخفاض في السنوات 2010 – 2019، وبعدها ارتفع بشكل كبير عبر سنة 2020 مما يشير الى وجود تأثيرات ايجابية وارتفاع كبير في الائتمان بسبب عودت الحياة والتخلص من وباء (كوفيد-19)



شكل (4-3): المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020

يلاحظ من الشكل (5-3) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020، قناة الائتمان كان بدء بالارتفاع للسنوات 2010 و2011 و2012، ثم انخفض في السنتين 2013 و2014 بشكل متذبذب عبر السنتين 2013 و2014، بعدها عاود بالارتفاع في السنوات 2015 و2016، ثم تذبذب بالانخفاض للسنوات 2017-2020. وحقق اعلى الارتفاع في عام 2012 كان بسبب قيام للبنك المركزي العراقي التوسع في منح الائتمان وبسبب تحقيق إيرادات كبيرة نتيجة ارتفاع اسعار النفط.



شكل (3-5): المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020

حساب متوسطات المؤشرات الفصلية للأربعة فصول ، وكما ملخصة بالجدول (3-4) ادناه.

جدول (3-4): المؤشرات الفصلية لقناة الائتمان

المجموع	Q4	Q3	Q2	Q1	الفصل المتوسط
409.009	99.694	109.934	99.869	99.511	

المصدر: اعداد الباحث

نقوم بتعديل قيم متوسطات الفصول، لان مجموعها بلغ 409.009 وهو أكبر 400 باستعمال المعادلة (2-15) وكما في الجدول (3-5) الاتي:

جدول (3-5): المؤشر الموسمي المعدل لقناة الائتمان

المجموع	Q4	Q3	Q2	Q1	الفصل المؤشر الموسمي المعدل
400	97.498	107.513	97.669	97.319	

المصدر: اعداد الباحث

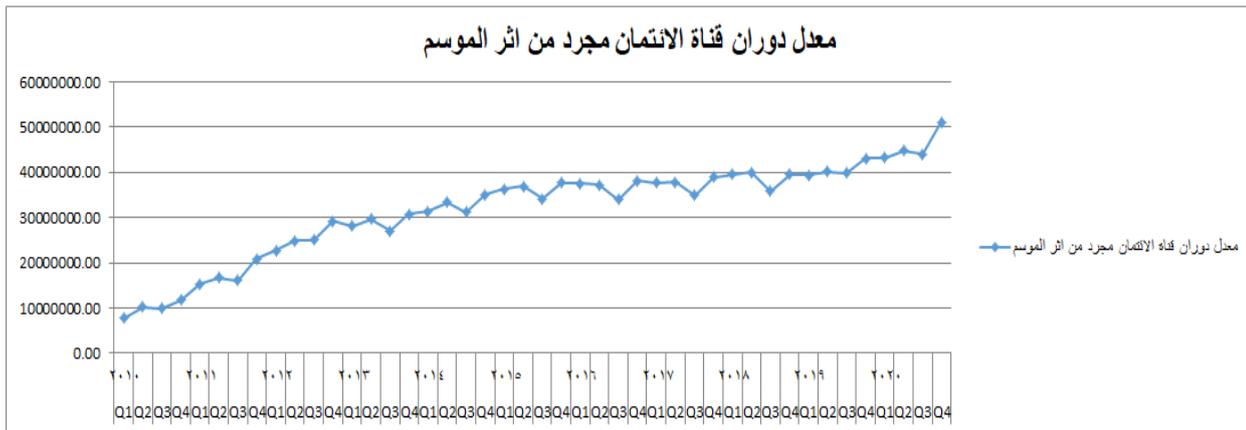
الان نعمل على ازالة الاثر الموسمي من مشاهدات قناة الائتمان باستعمال المعادلة (2-16) ونلخصها بالجدول (3-6) الاتي:

جدول (3-6): معدل دوران قناة الائتمان مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)

السنوات	t	Y	المؤشر الموسمي المعدل	معدل دوران قناة الائتمان مجرد من اثر الموسم
2010	1	7454461	97.319	7659812
	2	9984587	97.669	10222834
	3	10679494	107.513	9933211
	4	11429604	97.498	11722861
2011	1	14959024	97.3191	15371107
	2	16297211	97.6695	16686086
	3	17300199	107.513	16091261
	4	20344076	97.4984	20866057
2012	1	22094388	97.319	22703032
	2	24234112	97.669	24812373
	3	26959961	107.513	25075999
	4	28438688	97.498	29168357
2013	1	27302645	97.319	28054763
	2	28894759	97.669	29584230
	3	29110376	107.513	27076143
	4	29952012	97.498	30720510
2014	1	30439588	97.319	31278121
	2	32637994	97.669	33416784
	3	33481618	107.513	31141923
	4	34123067	97.498	34998584
2015	1	35352668	97.319	36326544
	2	36105839	97.669	36967377
	3	36736250	107.513	34169121
	4	36752686	97.498	37695673
2016	1	36576067	97.319	37583645

37216285	97.669	36348946	2	2017
33937352	107.513	36487068	3	
38134077	97.498	37180123	4	
37689979	97.319	36679551	1	
37838145	97.669	36956314	2	
34937628	107.513	37562494	3	
38926608	97.498	37952829	4	
39534598	97.319	38474717	1	
40059232	97.669	39125637	2	2018
35808706	107.513	38499017	3	
39474431	97.498	38486947	4	
39334159	97.319	38279652	1	
40070610	97.669	39136750	2	2019
39886155	107.513	42882805	3	
43131479	97.498	42052511	4	
43287254	97.319	42126769	1	
44778213	97.669	43734641	2	2020
43994630	107.513	47299950	3	
51095942	97.498	49817737	4	

المصدر: اعداد الباحث



شكل (3-6): معدل دوران قناة الائتمان مجرد من اثر الموسم للمدة 2020-2010

3-1-2- فرضية الدراسة

H₀₁ : لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على قناة الانتمان

لاختبار هذه الفرضية، تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران قناة الانتمان مجرداً من اثر الاتجاه الموسمي (التغير الفصلي)، وكما موضحة نتائجه في الجدول (2-3)، والذي تم عليه بناء رسم بياني للمؤشرات الفصلية (3-6) والتي اوضحت وجود تدبذبات في بيانات السلسلة الزمنية صعوداً عبر الفصول، وهذا يؤكد عدم صحة قبول الفرضية العدمية H₀₁ ، وعليه ترفض تلك الفرضية وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على:

(يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على قناة الانتمان)

3-1-3- تحليل السلسلة الزمنية لسعر الصرف

الإجابة عن تساؤلات الدراسة

السؤال الأول: هل يمكن تحديد اتجاه عام لواقع سعر الصرف في للمدة الزمنية 2010-2020؟

للإجابة على هذا السؤال سيتم تحليل المتغير الثالث من معادلة الاتجاه العام عن طريق استبعاد إثر المتغيرات الفصلية والتغيرات الدورية والتغيرات العشوائية لغرض الوصول الى تحديد اتجاه السلسلة بطريقة المربعات الصغرى.

1. طريقة المربعات الصغرى

لنفترض النموذج الضربي لتمثيل مشاهدات السلسلة الزمنية $Y = T * S * C * I$ ومن اجل ازالة إثر الاتجاه العام من السلسلة الزمنية نتبع الاتي:

$$T = \bar{Y} = \bar{a}_0 + \bar{a}_1 t_i$$

- ايجاد القيم الاتجاهية (T) للسلسلة الزمنية

- حساب القيم النسبية للظاهرة Y^* مجردة من إثر الاتجاه العام باستعمال المعادلة (2-14)

وبالاستعانة ببرنامج Spss فان معادلة خط الاتجاه العام المقدره هي

$$(T=1206.111+0.768 t)$$

كما يلخص الجدول (3-7) القيم النسبية لمعدل دوران سعر الصرف مجردة من إثر الاتجاه العام.

جدول(3-7): القيم النسبية لمعدل دوران سعر الصرف مجردة من اثر الاتجاه العام				
السنوات	T	Y	$\bar{Y} = T$	القيم النسبية لمعدل دوران سعر الصرف مجردة من اثر الاتجاه
2010	1	1185	1206.878788	98.18715946
	2	1185	1207.646582	98.1247343
	3	1185	1208.414376	98.06238847
	4	1185	1209.182171	98.00012181
2011	1	1185	1206.878788	98.18715946
	2	1193	1207.646582	98.78717977
	3	1198	1208.414376	99.13817838
	4	1205	1209.182171	99.6541323



101.6672107	1206.878788	1227	1	2012
103.5899094	1207.646582	1251	2	
102.8620666	1208.414376	1243	3	
99.9849344	1209.182171	1209	4	
102.4957943	1206.878788	1237	1	2013
104.1695492	1207.646582	1258	2	
100.2967214	1208.414376	1212	3	
92.6245877	1209.182171	1120	4	
101.2529189	1206.878788	1222	1	2014
100.8573218	1207.646582	1218	2	
100.2139683	1208.414376	1211	3	
99.57143178	1209.182171	1204	4	
103.0758028	1206.878788	1244	1	2015
107.9786106	1207.646582	1304	2	
101.2070051	1208.414376	1223	3	
100.7292391	1209.182171	1218	4	
103.1586612	1206.878788	1245	1	2016
103.0930753	1207.646582	1245	2	
105.5929179	1208.414376	1276	3	
105.9393722	1209.182171	1281	4	
107.6330128	1206.878788	1299	1	2017
105.4116344	1207.646582	1273	2	
103.441338	1208.414376	1250	3	
103.7891585	1209.182171	1255	4	
103.9043865	1206.878788	1254	1	2018
101.85099	1207.646582	1230	2	
99.38643759	1208.414376	1201	3	
99.57143178	1209.182171	1204	4	
99.4300349	1206.878788	1200	1	2019
98.95279113	1207.646582	1195	2	
98.8071661	1208.414376	1194	3	

98.90982758	1209.182171	1196	4	2020
99.34717654	1206.878788	1199	1	
99.20120818	1207.646582	1198	2	
101.9517828	1208.414376	1232	3	
105.8566717	1209.182171	1280	4	

اذ يشير الجدول (3-7) الى القيم النسبية لمعدل دوران سعر الصرف مجردة من اثر الاتجاه العام، إذ تم تطبيق الخطوات اعلاه وذلك لتجريد قيم السلسلة الزمنية من اثر الاتجاه.

السؤال الثاني: هل تتأثر السلسلة الزمنية لسعر الصرف بالمتغيرات الفصلية؟

للإجابة عن هذا السؤال تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران سعر الصرف مجرداً من اثر (التغير الفصلي) ووفق الخطوات الاتية:
- ايجاد المتوسطات المتحركة بطول (4 فصول) وكما في الجدول (3-8) الاتي:

جدول(3-8): المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة

السنوات	T	y	مجموع المشاهدات بطول (4) فصول	المتوسط المتحرك بطول (4) فصول	المتوسط المتحرك المركزي بطول (2) فصل	المؤشرات الفصلية
2010	1	1185				
	2	1185				
	3	1185	4740	1185.00	1185.00	100.00
	4	1185	4740	1185.00	1186.00	99.92
2011	1	1185	4748	1187.00	1188.63	99.70
	2	1193	4761	1190.25	1192.75	100.02
	3	1198	4781	1195.25	1200.50	99.79
	4	1205	4823	1205.75	1213.00	99.34
2012	1	1227	4881	1220.25	1225.88	100.09
	2	1251	4926	1231.50	1232.00	101.54
	3	1243	4930	1232.50	1233.75	100.75
	4	1209	4940	1235.00	1235.88	97.83
2013	1	1237	4947	1236.75	1232.88	100.33
	2	1258	4916	1229.00	1217.88	103.29



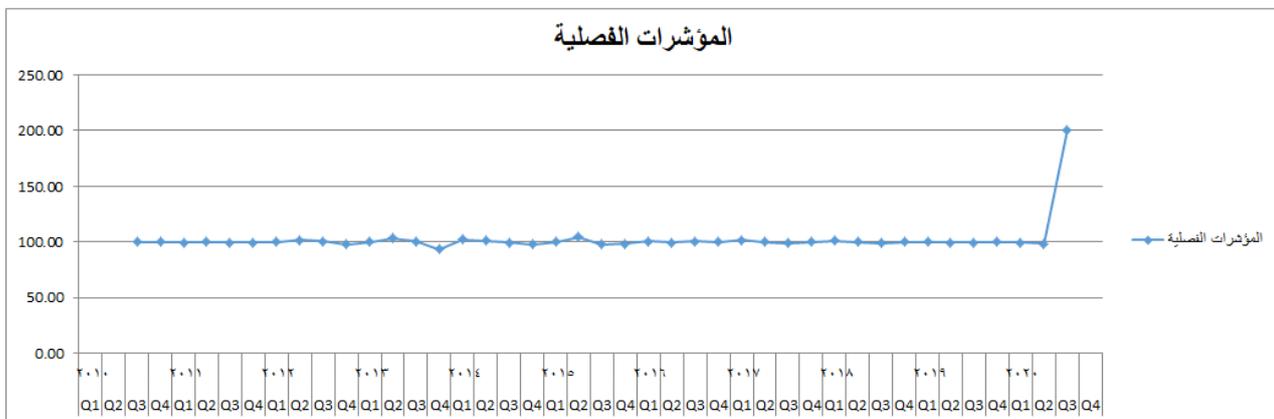
100.59	1204.88	1206.75	4827	1212	3	2014
93.49	1198.00	1203.00	4812	1120	4	
102.44	1192.88	1193.00	4772	1222	1	
101.23	1203.25	1192.75	4771	1218	2	
99.55	1216.50	1213.75	4855	1211	3	
97.89	1230.00	1219.25	4877	1204	4	
100.14	1242.25	1240.75	4963	1244	1	2015
104.70	1245.50	1243.75	4975	1304	2	
98.05	1247.38	1247.25	4989	1223	3	
98.22	1240.13	1247.50	4990	1218	4	
100.45	1239.38	1232.75	4931	1245	1	2016
99.29	1253.88	1246.00	4984	1245	2	
100.59	1268.50	1261.75	5047	1276	3	
100.18	1278.75	1275.25	5101	1281	4	
101.56	1279.00	1282.25	5129	1299	1	2017
100.04	1272.50	1275.75	5103	1273	2	
98.92	1263.63	1269.25	5077	1250	3	
100.19	1252.63	1258.00	5032	1255	4	
101.04	1241.13	1247.25	4989	1254	1	2018
100.11	1228.63	1235.00	4940	1230	2	
98.81	1215.50	1222.25	4889	1201	3	
99.97	1204.38	1208.75	4835	1204	4	
100.07	1199.13	1200.00	4800	1200	1	2019
99.81	1197.25	1198.25	4793	1195	2	
99.82	1196.13	1196.25	4785	1194	3	
99.97	1196.38	1196.00	4784	1196	4	
99.79	1201.50	1196.75	4787	1199	1	2020
98.46	1216.75	1206.25	4825	1198	2	
200.77	613.63	1227.25	4909	1232	3	
				1280	4	

المصدر: اعداد الباحث



يلخص الجدول (3-8) عملية التحليل لحساب المؤشرات الفصلية والتي ظهرت كالآتي:

- في سنة 2010 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (100.00) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (99.92)
- في سنة 2011 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (100.02) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (99.34)
- في سنة 2012 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (101.54) وأدنى قيمة في الفصل الاول (100.09)
- في سنة 2013 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (103.29) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (93.49)
- في سنة 2014 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (102.44) وأدنى قيمة في الرابع (97.89)
- في سنة 2015 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (104.70) وأدنى قيمة في الفصل الثالث (98.05)
- في سنة 2016 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (100.59) وأدنى قيمة في الثاني (99.29)
- في سنة 2017 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (101.56) وأدنى قيمة في الفصل الثالث (98.92)
- في سنة 2018 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (101.04) وأدنى قيمة في الفصل الثالث (98.81)
- في سنة 2019 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (100.07) وأدنى قيمة في الثاني (99.81)
- في سنة 2020 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (200.77) وأدنى قيمة في الثاني (98.46)



شكل (3-7): المؤشرات الفصلية لسعر الصرف للمدة 2010-2020

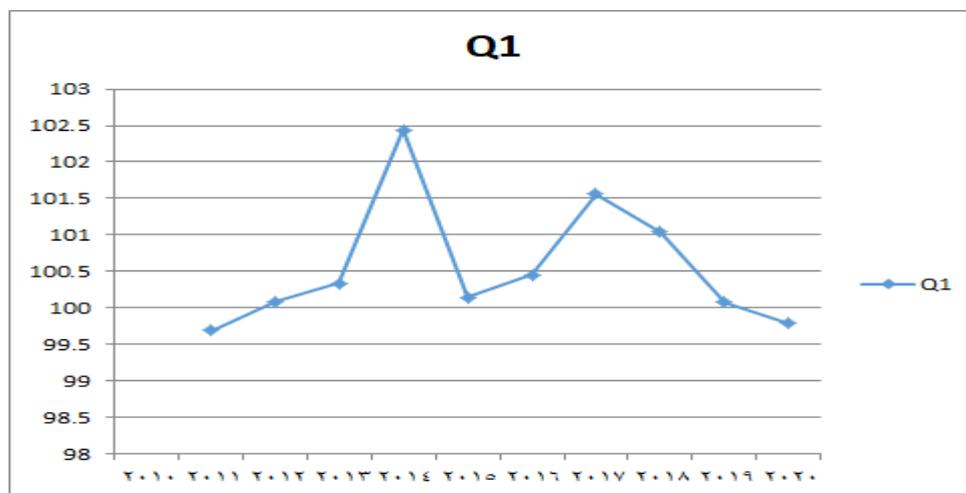
- تلخيص نتائج المؤشرات الفصلية للجدول (8-3) في الجدول (9-3) ادناه.

جدول(9-3): ملخص المؤشرات الفصلية

السنوات	Q1	Q2	Q3	Q4
2010			100.00	99.92
2011	99.70	100.02	99.79	99.34
2012	100.09	101.54	100.75	97.83
2013	100.33	103.29	100.59	93.49
2014	102.44	101.23	99.55	97.89
2015	100.14	104.70	98.05	98.22
2016	100.45	99.29	100.59	100.18
2017	101.56	100.04	98.92	100.19
2018	101.04	100.11	98.81	99.97
2019	100.07	99.81	99.82	99.97
2020	99.79	98.46	200.77	
المجموع	1005.62	1008.50	1197.64	986.98

المصدر: اعداد الباحث

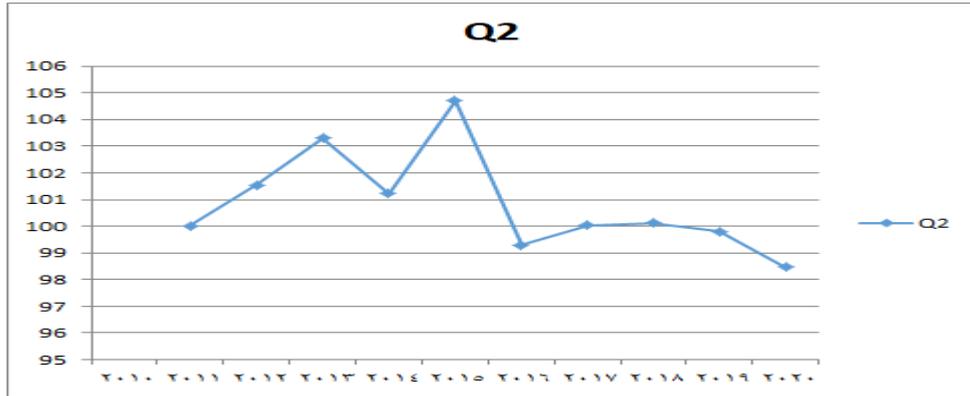
يلاحظ من الشكل (8-3) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020، ان سعر الصرف كان منخفضاً في سنة 2011 ثم ارتفعت في سنة 2014، ثم عاودت بالانخفاض في سنة 2015 ثم رجع ليرتفع في السنتين 2016 و 2017 ثم انحدر منخفضاً في السنوات 2018 و 2019 و 2020. ليحقق اعلى ارتفاع في عام 2014 بسبب سياسة البنك المركزي ومواجهة العراق للارهاب الداعشي.



شكل (8-3): المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020

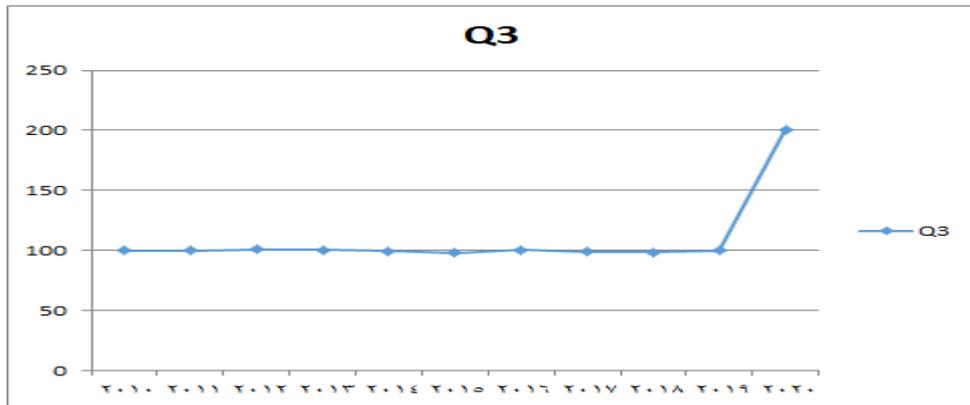


يلاحظ من الشكل (3-9) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020، ان سعر الصرف كان منخفضاً في سنة 2011 ثم ارتفعت في السنتين 2012 و2013، ثم تذبذب بين الصعود في السنوات 2014-2020 ليصل الى أدنى مستوى له في سنة 2020. وحقق اعلى ارتفاع في عام 2015 بسبب انخفاض اسعار النفط والاقتصاد العراقي اقتصاد ريعي . لذلك تأثر بشكل كبير.



شكل (3-9): المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020

اما الشكل (3-10) فيلاحظ منه المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020، ان سعر الصرف كان متذبذباً بشكل ضعيف جداً بين الارتفاع والانخفاض في السنوات 2010 – 2019، وبعدها ارتفع بشكل كبير عبر سنة 2020 مما يشير الى وجود تأثيرات ايجابية . وهذا الارتفاع بسبب قرار كل من وزارة المالية والبنك المركزي من اجل تحقيق التوازن في الاقتصاد.

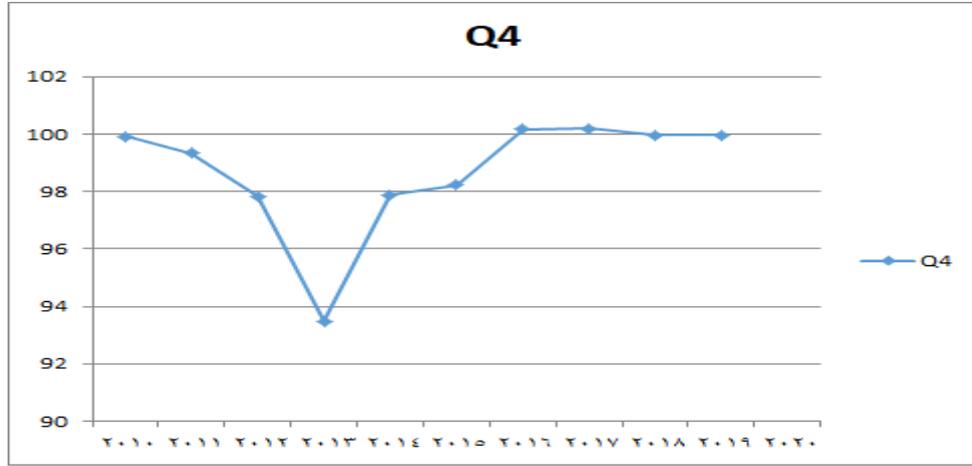


شكل (3-10): المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020

المصدر: اعداد الباحث



يلاحظ من الشكل (3-11) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020، مقدار سعر الصرف كان مرتفعاً في سنة 2010 ثم اتجه للانخفاض في السنوات 2011 و2012 و2013، وبعدها ارتفع بشكل متذبذب عبر السنوات 2014-2020.



شكل (3-11): المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020

المصدر: اعداد الباحث

- حساب متوسطات المؤشرات الفصلية للأربعة فصول ، وكما ملخصة بالجدول (3-10) ادناه.

جدول (3-10): المؤشرات الفصلية لسعر الصرف

المجموع	Q4	Q3	Q2	Q1	الفصل
408.986	98.698	108.877	100.850	100.562	المتوسط

المصدر: اعداد الباحث

- نقوم بتعديل قيم متوسطات الفصول، لكون مجموعها بلغ 408.986 وهو أكبر 400 وباستعمال المعادلة (2-15) كما في الجدول (3-11) الاتي:

جدول (3-11): المؤشر الموسمي المعدل

المجموع	Q4	Q3	Q2	Q1	الفصل
400	96.529	106.484	98.634	98.353	المؤشر الموسمي المعدل

المصدر: اعداد الباحث

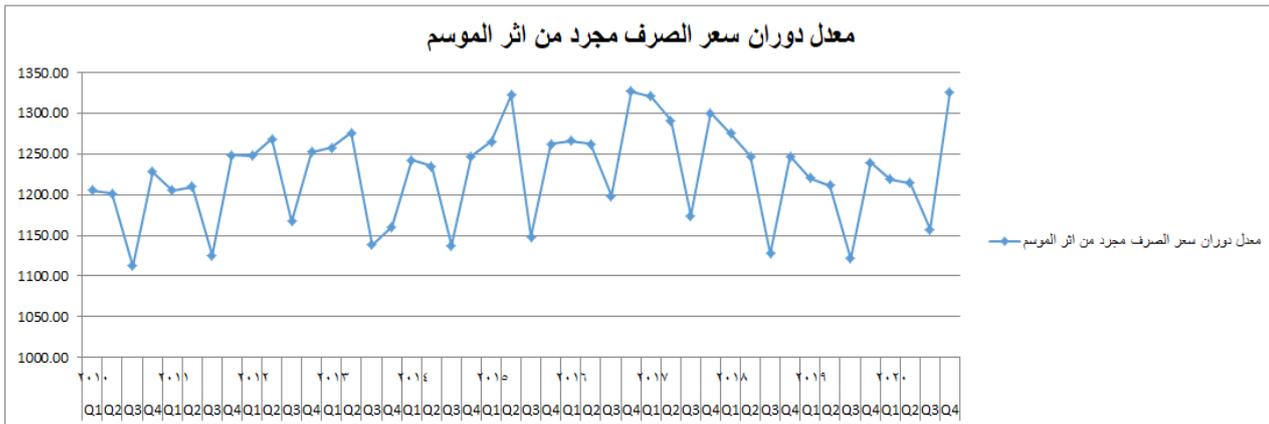
الان نعمل على ازالة الاثر الموسمي من مشاهدات سعر الصرف باستعمال المعادلة (2-16) ونلخصها بالجدول (3-12) الاتي:

جدول(3-12): معدل دوران القيمة السوقية مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)

السنوات	T	y	المؤشر الموسمي المعدل	معدل دوران سعر الصرف مجرد من اثر الموسم
2010	1	1185	98.353	1204.846
	2	1185	98.634	1201.415
	3	1185	106.484	1112.839
	4	1185	96.529	1227.61
2011	1	1185	98.353	1204.846
	2	1193	98.634	1209.526
	3	1198	106.484	1125.047
	4	1205	96.529	1248.329
2012	1	1227	98.353	1247.549
	2	1251	98.634	1268.33
	3	1243	106.484	1167.307
	4	1209	96.529	1252.473
2013	1	1237	98.353	1257.717
	2	1258	98.634	1275.426
	3	1212	106.484	1138.194
	4	1120	96.529	1160.273
2014	1	1222	98.353	1242.465
	2	1218	98.634	1234.872
	3	1211	106.484	1137.255
	4	1204	96.529	1247.293
2015	1	1244	98.353	1264.834
	2	1304	98.634	1322.064
	3	1223	106.484	1148.525
	4	1218	96.529	1261.796
2016	1	1245	98.353	1265.851
	2	1245	98.634	1262.246
	3	1276	106.484	1198.297

1327.062	96.529	1281	4	2017
1320.755	98.353	1299	1	
1290.634	98.634	1273	2	
1173.88	106.484	1250	3	
1300.127	96.529	1255	4	
1275.001	98.353	1254	1	2018
1247.039	98.634	1230	2	
1127.864	106.484	1201	3	
1247.293	96.529	1204	4	
1220.097	98.353	1200	1	2019
1211.554	98.634	1195	2	
1121.291	106.484	1194	3	
1239.005	96.529	1196	4	
1219.08	98.353	1199	1	2020
1214.595	98.634	1198	2	
1156.976	106.484	1232	3	
1326.026	96.529	1280	4	

المصدر: اعداد الباحث



شكل (3-12): معدل دوران القيمة السوقية مجرد من اثر الموسم للمدة 2010-2020

3-1-4- فرضية الدراسة

H₀₁ : لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على سعر الصرف

لاختبار هذه الفرضية، تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران سعر الصرف مجرداً من اثر الاتجاه الموسمي (التغير الفصلي)، وكما موضحة نتائجه في الجدول (3-8)، والذي تم عليه بناء رسم بياني للمؤشرات الفصلية (3-12) والتي اوضحت وجود تدبذبات في بيانات السلسلة الزمنية صعوداً عبر الفصول، وهذا يؤكد عدم صحة قبول الفرضية العدمية H₀₁ ، وعليه ترفض تلك الفرضية وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على:

(يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على سعر الصرف)

5-1-3 تحليل السلسلة الزمنية لفتاة سعر الفائدة

الإجابة عن تساؤلات الدراسة

السؤال الاول: هل يمكن تحديد اتجاه عام لواقع سعر الفائدة في للمدة الزمنية 2010-2020؟

للإجابة على هذا السؤال سيتم تحليل المتغير الثالث من معادلة الاتجاه العام عن طريق استبعاد إثر المتغيرات الفصلية والتغيرات الدورية والتغيرات العشوائية لغرض الوصول الى تحديد اتجاه السلسلة بطريقة المربعات الصغرى.

طريقة المربعات الصغرى

لنفترض النموذج الضربي لتمثيل مشاهدات السلسلة الزمنية $Y = T * S * C * I$ ومن اجل ازالة إثر الاتجاه العام من السلسلة الزمنية نتبع الاتي:

$$T = \bar{Y} = \widehat{a}_0 + \widehat{a}_1 t_i$$

- ايجاد القيم الاتجاهية (T) للسلسلة الزمنية
- حساب القيم النسبية للظاهرة Y^* مجردة من إثر الاتجاه العام باستعمال المعادلة (2-14) وبلاستعانة ببرنامج Spss فان معادلة خط الاتجاه العام المقدره هي

$$(T=6.903-0.075 t)$$

كما يلخص الجدول (3-13) القيم النسبية لمعدل دوران سعر الفائدة مجردة من إثر الاتجاه العام.

جدول(3-13): القيم النسبية لمعدل دوران سعر الفائدة مجردة من اثر الاتجاه العام				
السنوات	t	y	$\bar{Y} = T$	القيم النسبية لمعدل دوران سعر الفائدة مجردة من اثر الاتجاه
2010	1	7	6.827272727	102.5299601
	2	7	6.75179704	103.6761022
	3	7	6.676321353	104.8481586
	4	6	6.600845666	90.89744411
2011	1	6	6.827272727	87.8828229
	2	6	6.75179704	88.86523046
	3	6	6.676321353	89.86985022



90.89744411	6.600845666	6	4	2012
87.8828229	6.827272727	6	1	
88.86523046	6.75179704	6	2	
89.86985022	6.676321353	6	3	
90.89744411	6.600845666	6	4	
87.8828229	6.827272727	6	1	2013
88.86523046	6.75179704	6	2	
89.86985022	6.676321353	6	3	
90.89744411	6.600845666	6	4	
87.8828229	6.827272727	6	1	2014
88.86523046	6.75179704	6	2	
89.86985022	6.676321353	6	3	
90.89744411	6.600845666	6	4	
87.8828229	6.827272727	6	1	2015
88.86523046	6.75179704	6	2	
89.86985022	6.676321353	6	3	
90.89744411	6.600845666	6	4	
73.23568575	6.827272727	5	1	2016
74.05435872	6.75179704	5	2	
59.91323348	6.676321353	4	3	
60.59829607	6.600845666	4	4	
58.5885486	6.827272727	4	1	2017
59.24348697	6.75179704	4	2	
59.91323348	6.676321353	4	3	
60.59829607	6.600845666	4	4	
58.5885486	6.827272727	4	1	2018
59.24348697	6.75179704	4	2	

59.91323348	6.676321353	4	3	2019
60.59829607	6.600845666	4	4	
58.5885486	6.827272727	4	1	
59.24348697	6.75179704	4	2	
59.91323348	6.676321353	4	3	
60.59829607	6.600845666	4	4	2020
58.5885486	6.827272727	4	1	
59.24348697	6.75179704	4	2	
59.91323348	6.676321353	4	3	
60.59829607	6.600845666	4	4	

اذ يشير الجدول (3-13) الى القيم النسبية لمعدل دوران سعر الفائدة مجردة من أثر الاتجاه العام، إذ تم تطبيق الخطوات اعلاه وذلك لتجريد قيم السلسلة الزمنية من إثر الاتجاه.

السؤال الثاني: هل تتأثر السلسلة الزمنية لسعر الفائدة بالمتغيرات الفصلية؟

للإجابة عن هذا السؤال تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران سعر الفائدة مجرداً من إثر (التغير الفصلي) ووفق الخطوات الآتية:

- ايجاد المتوسطات المتحركة بطول (4 فصول) وكما في الجدول (3-14) الآتي:

جدول (3-14): المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة

السنوات	T	y	مجموع المشاهدات بطول (4) فصول	المتوسط المتحرك بطول (4) فصول	المتوسط المتحرك المركزي بطول (2) فصل	المؤشرات الفصلية
2010	1	7				
	2	7				
	3	7	27	6.75	6.63	105.66
	4	6	26	6.50	6.38	94.12
2011	1	6	25	6.25	6.13	97.96
	2	6	24	6.00	6.00	100.00
	3	6	24	6.00	6.00	100.00

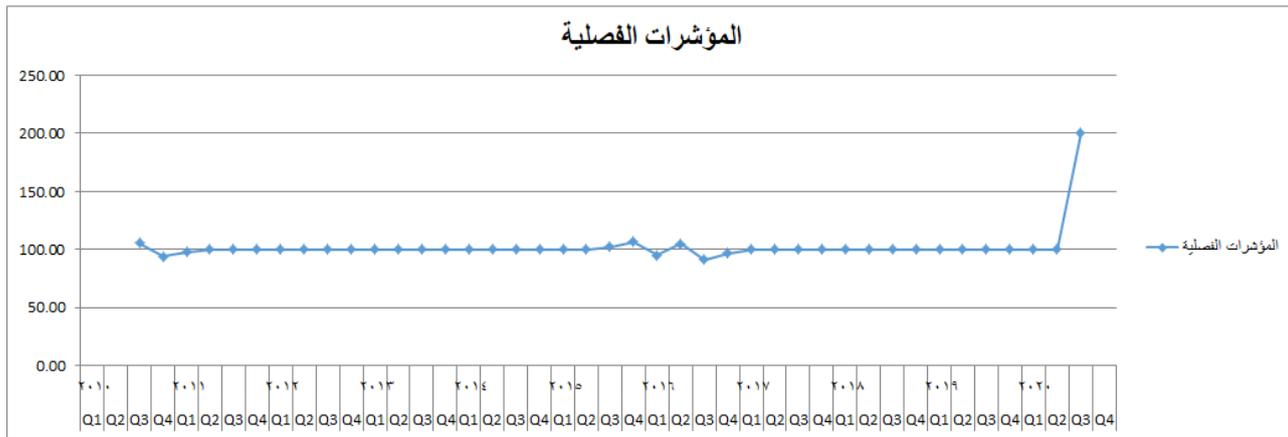


100.00	6.00	6.00	24	6	4	
100.00	6.00	6.00	24	6	1	2012
100.00	6.00	6.00	24	6	2	
100.00	6.00	6.00	24	6	3	
100.00	6.00	6.00	24	6	4	
100.00	6.00	6.00	24	6	1	
100.00	6.00	6.00	24	6	2	2013
100.00	6.00	6.00	24	6	3	
100.00	6.00	6.00	24	6	4	
100.00	6.00	6.00	24	6	1	
100.00	6.00	6.00	24	6	2	2014
100.00	6.00	6.00	24	6	3	
100.00	6.00	6.00	24	6	4	
100.00	6.00	6.00	24	6	1	
100.00	6.00	6.00	24	6	2	2015
102.13	5.88	6.00	24	6	3	
106.67	5.63	5.75	23	6	4	
95.24	5.25	5.50	22	5	1	2016
105.26	4.75	5.00	20	5	2	
91.43	4.38	4.50	18	4	3	
96.97	4.13	4.25	17	4	4	
100.00	4.00	4.00	16	4	1	2017
100.00	4.00	4.00	16	4	2	
100.00	4.00	4.00	16	4	3	
100.00	4.00	4.00	16	4	4	
100.00	4.00	4.00	16	4	1	2018
100.00	4.00	4.00	16	4	2	
100.00	4.00	4.00	16	4	3	
100.00	4.00	4.00	16	4	4	
100.00	4.00	4.00	16	4	1	2019
100.00	4.00	4.00	16	4	2	
100.00	4.00	4.00	16	4	3	
100.00	4.00	4.00	16	4	4	
100.00	4.00	4.00	16	4	1	2020

100.00	4.00	4.00	16	4	2
200.00	2.00	4.00	16	4	3
				4	4

المصدر: اعداد الباحث

يلخص الجدول (3-14) عملية التحليل لحساب المؤشرات الفصلية والتي ظهرت بأنها ثابتة عند النسبة 100% لجميع الفصول ولجميع السنوات ماعدا بعض الفصول وبنسبة ضئيلة، وكما يعزز ذلك الشكل (42).



شكل (3-13): المؤشرات الفصلية سعر الفائدة للمدة 2010-2020

- تلخيص نتائج المؤشرات الفصلية للجدول (3-14) في الجدول (3-15) ادناه.

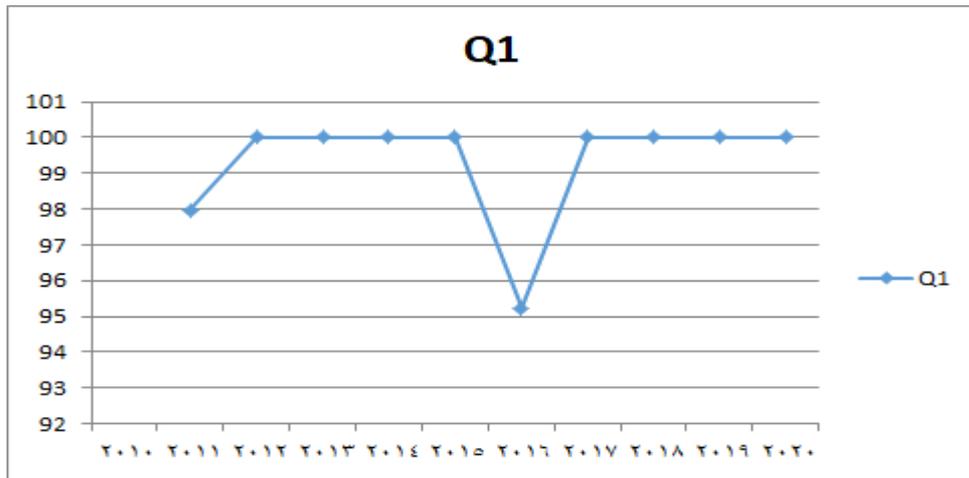
جدول (3-15): ملخص المؤشرات الفصلية

السنوات	Q1	Q2	Q3	Q4
2010			105.66	94.12
2011	97.96	100.00	100.00	100.00
2012	100.00	100.00	100.00	100.00
2013	100.00	100.00	100.00	100.00
2014	100.00	100.00	100.00	100.00
2015	100.00	100.00	102.13	106.67
2016	95.24	105.26	91.43	96.97
2017	100.00	100.00	100.00	100.00
2018	100.00	100.00	100.00	100.00

100.00	100.00	100.00	100.00	2019
	200.00	100.00	100.00	2020
997.75	1199.22	1005.26	993.20	المجموع

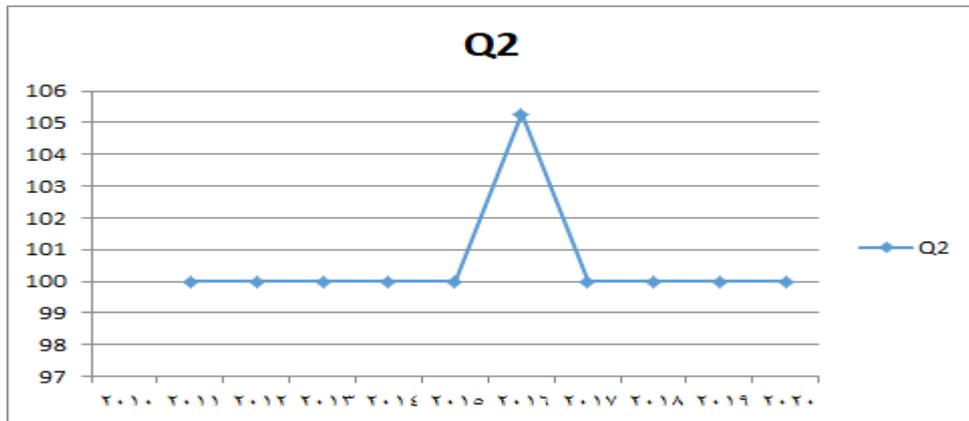
المصدر: اعداد الباحث

يلاحظ من الشكل (3-14) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020، ان سعر الفائدة كان ثابتاً عند النسبة 100% في جميع السنوات ماعدا السنتين 2011 و2016.



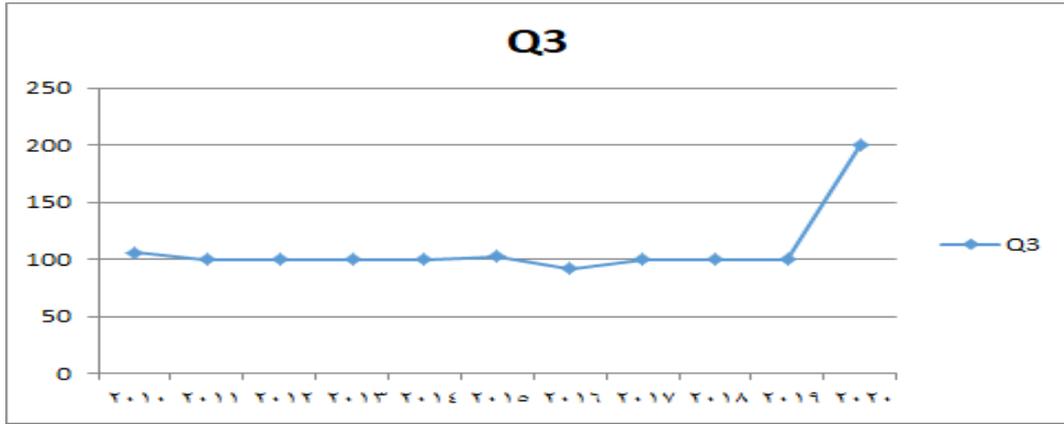
شكل (3-14): المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020

يلاحظ من الشكل (3-15) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020، ان سعر الفائدة كان ثابتاً عن النسبة 100% في جميع السنوات ما عدا سنة 2016.



شكل (3-15): المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020

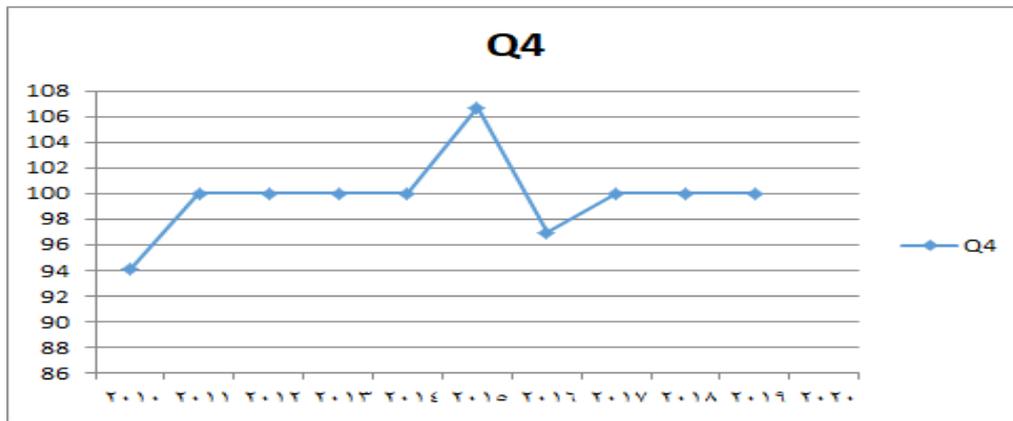
اما الشكل (3-16) فيلاحظ منه المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020، ان سعر الفائدة كان ثابتاً او متقاربة من 100% في جميع السنوات ما عدا سنة 2020.



شكل (3-16): المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020

المصدر: اعداد الباحث

يلاحظ من الشكل (3-17) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020، سعر الفائدة كان ثابتاً بنسبة 100% في جميع السنوات ماعدا 2010 و2015 و2016.



شكل (3-17): المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020

المصدر: اعداد الباحث

حساب متوسطات المؤشرات الفصلية للأربعة فصول ، وكما ملخصة بالجدول (3-16) ادناه.

جدول (3-16): المؤشرات الفصلية لسعر الفائدة

الفصل	Q1	Q2	Q3	Q4	المجموع
المتوسط	99.320	100.526	109.020	99.775	408.641

المصدر: اعداد الباحث

- نقوم بتعديل قيم متوسطات الفصول، لان مجموعها بلغ 406.443 وهو أكبر 400
 - باستعمال المعادلة (2-15) وكما في الجدول (3-17) الاتي:

جدول (3-17): المؤشر الموسمي المعدل

المجموع	Q4	Q3	Q2	Q1	الفصل
400	97.666	106.714	98.401	97.220	المؤشر الموسمي المعدل

المصدر: اعداد الباحث

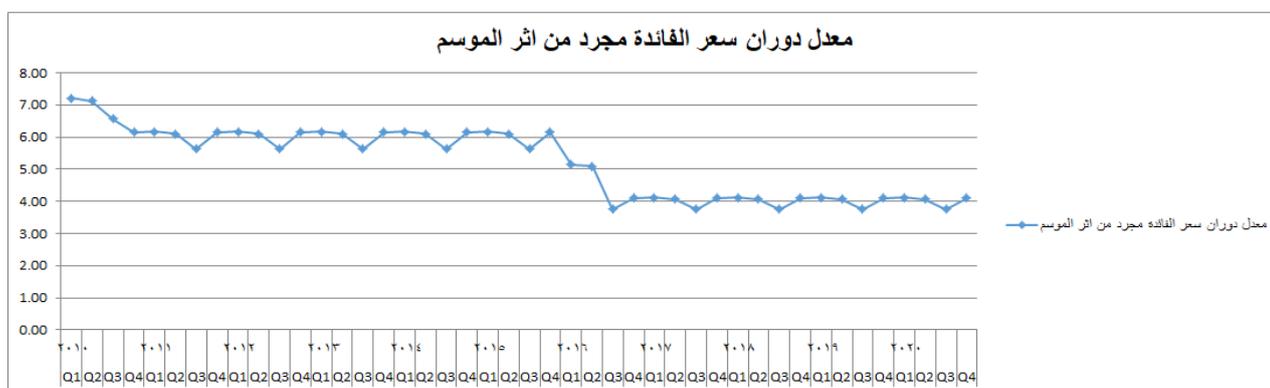
الان نعمل على ازالة الاثر الموسمي من مشاهدات سعر الفائدة باستعمال المعادلة (2-16) ونلخصها بالجدول (3-18) الاتي:

جدول (3-18): معدل دوران سعر الفائدة مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)

السنوات	T	y	المؤشر الموسمي المعدل	معدل دوران سعر الفائدة مجرد من اثر الموسم
2010	1	7	97.220	7.200201
	2	7	98.401	7.113779
	3	7	106.714	6.559567
	4	6	97.666	6.143415
2011	1	6	97.2195	6.171601
	2	6	98.4006	6.097525
	3	6	106.714	5.622486
	4	6	97.6655	6.143415
2012	1	6	97.2195	6.171601
	2	6	98.4006	6.097525
	3	6	106.714	5.622486
	4	6	97.6655	6.143415
2013	1	6	97.2195	6.171601
	2	6	98.4006	6.097525
	3	6	106.714	5.622486
	4	6	97.6655	6.143415
2014	1	6	97.2195	6.171601
	2	6	98.4006	6.097525
	3	6	106.714	5.622486

6.143415	97.6655	6	4	2015
6.171601	97.2195	6	1	
6.097525	98.4006	6	2	
5.622486	106.714	6	3	
6.143415	97.6655	6	4	
5.143001	97.2195	5	1	2016
5.081271	98.4006	5	2	
3.748324	106.714	4	3	
4.09561	97.6655	4	4	
4.1144	97.2195	4	1	2017
4.065017	98.4006	4	2	
3.748324	106.714	4	3	
4.09561	97.6655	4	4	
4.1144	97.2195	4	1	2018
4.065017	98.4006	4	2	
3.748324	106.714	4	3	
4.09561	97.6655	4	4	
4.1144	97.2195	4	1	2019
4.065017	98.4006	4	2	
3.748324	106.714	4	3	
4.09561	97.6655	4	4	
4.1144	97.2195	4	1	2020
4.065017	98.4006	4	2	
3.748324	106.714	4	3	
4.09561	97.6655	4	4	

المصدر: اعداد الباحث



شكل (3-18): معدل دوران سعر الفائدة مجرد من اثر الموسم للمدة 2010-2020

6-1-3- فرضية الدراسة

H₀₁ : لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على سعر الفائدة

لاختبار هذه الفرضية، تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران سعر الفائدة مجرداً من إثر الاتجاه الموسمي (التغير الفصلي)، وكما موضحة نتائجها في الجدول (3-14)، والذي تم عليه بناء رسم بياني للمؤشرات الفصلية والتي اوضحت عدم وجود تذبذبات في بيانات السلسلة الزمنية صعوداً عبر الفصول، وهذا يؤكد صحة قبول الفرضية العدمية H₀₁، وعليه تقبل تلك الفرضية التي تنص على:

(لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على سعر الفائدة)

المبحث الثاني

تحليل السلاسل الزمنية لمؤشرات سوق رأس المال

3-2-1- تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر حجم التداول

الإجابة عن التساؤلات

السؤال الاول: هل يمكن تحديد اتجاه عام لواقع حجم التداول في للمدة الزمنية 2010-2020؟

للإجابة على هذا السؤال سيتم تحليل المتغير الاول من معادلة الاتجاه العام عن طريق استبعاد أثر المتغيرات الفصلية والتغيرات الدورية والتغيرات العشوائية لغرض الوصول الى تحديد اتجاه السلسلة بطريقة المربعات الصغرى.

1. طريقة المربعات الصغرى

لنفترض النموذج الضربي لتمثيل مشاهدات السلسلة الزمنية $Y = T * S * C * I$ ومن اجل ازالة إثر الاتجاه العام من السلسلة الزمنية نتبع الاتي:

$$T = \bar{Y} = \bar{a}_0 + \bar{a}_1 t_i$$

- تقدير معادلة خط الاتجاه العام $T = \bar{Y} = \bar{a}_0 + \bar{a}_1 t_i$
- ايجاد القيم الاتجاهية (T) للسلسلة الزمنية
- حساب القيم النسبية للظاهرة Y^* مجردة من إثر الاتجاه العام باستعمال المعادلة (14-2).

وبالاستعانة ببرنامج Spss فان معادلة خط الاتجاه العام المقدره هي

$$(T = 319435294227.335 - 5261883037.926 t)$$

كما يلخص الجدول (3-19) القيم النسبية لمعدل دوران حجم التداول مجردة من إثر الاتجاه العام.

جدول (3-19): القيم النسبية لمعدل دوران حجم التداول مجردة من اثر الاتجاه العام

القيم النسبية لمعدل دوران حجم التداول مجردة من اثر الاتجاه	$\bar{Y} = T$	y	t	السنوات
35.26055929	3.14173E+11	110779301913	1	2010
54.01846242	3.08912E+11	166869257740	2	
14.70905579	3.0365E+11	44663995717	3	
26.15634552	2.98388E+11	78047334039	4	

85.19024845	3.14173E+11	267645109556	1	2011
69.10960022	3.08912E+11	213487522140	2	
37.20197932	3.0365E+11	112963678174	3	
116.325782	2.98388E+11	347101897635	4	
59.81756468	3.14173E+11	187930883458	1	2012
77.61543058	3.08912E+11	239763012694	2	
59.14533007	3.0365E+11	179594584853	3	
96.02833444	2.98388E+11	286536798108	4	
647.3449053	3.14173E+11	2033785571025	1	2013
136.7205284	3.08912E+11	422345473613	2	
70.5310643	3.0365E+11	214167326455	3	
56.94970252	2.98388E+11	169930942856	4	
78.04992177	3.14173E+11	245212101643	1	2014
81.9460301	3.08912E+11	253140733852	2	
87.12704769	3.0365E+11	264560971123	3	
45.3779275	2.98388E+11	135402182343	4	
36.86684937	3.14173E+11	115825838249	1	2015
50.92877488	3.08912E+11	157324856758	2	
24.11734071	3.0365E+11	73232219480	3	
36.79669623	2.98388E+11	109796838385	4	
35.5575022	3.14173E+11	111712217590	1	2016
32.52553837	3.08912E+11	100475137616	2	
21.58558014	3.0365E+11	65544537477	3	
52.32720264	2.98388E+11	156137968914	4	
84.28302827	3.14173E+11	264794864956	1	2017
42.65458133	3.08912E+11	131764919009	2	
74.56539116	3.0365E+11	226417545628	3	
92.89150757	2.98388E+11	277176890604	4	
31.71979412	3.14173E+11	99655159208	1	2018
45.60863954	3.08912E+11	140890345365	2	
30.81524757	3.0365E+11	93570389895	3	
44.35875452	2.98388E+11	132361094882	4	

22.60846682	3.14173E+11	71029791416	1	2019
26.23608185	3.08912E+11	81046281372	2	
20.74790905	3.0365E+11	63000952198	3	
23.39810854	2.98388E+11	69817092434	4	
36.68341616	3.14173E+11	115249539897	1	2020
5.520608095	3.08912E+11	17053794828	2	
45.4693927	3.0365E+11	138067649554	3	
20.1128512	2.98388E+11	60014133804	4	

اذ يشير الجدول (3-19) الى القيم النسبية لمعدل دورات حجم التداول مجردة من اثر الاتجاه العام، إذ تم تطبيق الخطوات اعلاه وذلك لتجريد قيم السلسلة الزمنية من اثر الاتجاه.

السؤال الثاني: هل تتأثر السلسلة الزمنية لحجم التداول بالمتغيرات الفصلية؟

للإجابة عن هذا السؤال تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران حجم التداول مجرداً من اثر (التغير الفصلي) ووفق الخطوات الاتية:
- ايجاد المتوسطات المتحركة بطول (4 فصول) وكما في الجدول (3-20) الاتي:

جدول(3-20): المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة

السنوات	T	y	مجموع المشاهدات بطول (4) فصول	المتوسط المتحرك بطول (4) فصول	المتوسط المتحرك المركزي بطول فصل (2)	المؤشرات الفصلية
2010	1	110779301913				
	2	166869257740				
	3	44663995717	400359889409	1.0009E+11	1.19698E+11	37.31384127
	4	78047334039	557225697052	1.39306E+11	1.45134E+11	53.77615957
2011	1	267645109556	603843961452	1.50961E+11	1.59498E+11	167.8042065
	2	213487522140	672143643909	1.68036E+11	2.01668E+11	105.8610223
	3	112963678174	941198207505	2.353E+11	2.25335E+11	50.13137817
	4	347101897635	861483981407	2.15371E+11	2.18655E+11	158.7437801
2012	1	187930883458	887759471961	2.2194E+11	2.30269E+11	81.61372253
	2	239763012694	954390378640	2.38598E+11	2.31027E+11	103.7814009



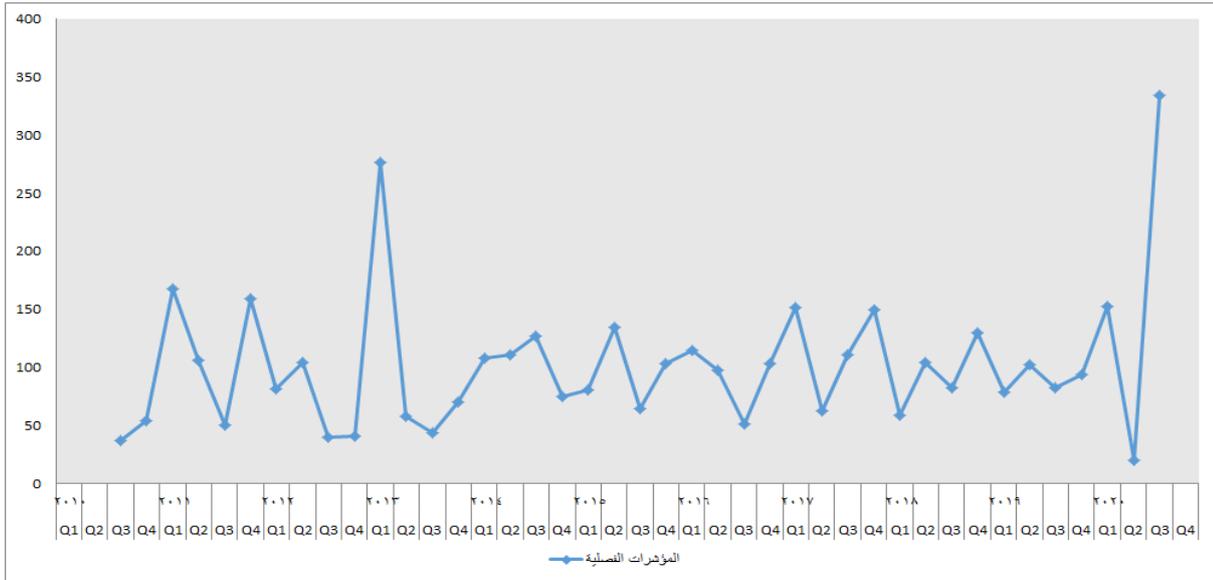
39.54189086	4.54188E+11	2.23456E+11	893825279113	179594584853	3	
40.48600684	7.07743E+11	6.8492E+11	2739679966680	286536798108	4	
276.7479924	7.34887E+11	7.30566E+11	2922262427599	2033785571025	1	2013
58.28404702	7.24633E+11	7.39209E+11	2956835169201	422345473613	2	
44.02335994	4.86486E+11	7.10057E+11	2840229313949	214167326455	3	
70.28812669	2.41763E+11	2.62914E+11	1051655844567	169930942856	4	
108.0648539	2.26912E+11	2.20613E+11	882451104806	245212101643	1	
110.5924689	2.28895E+11	2.33211E+11	932844749474	253140733852	2	2014
126.9451617	2.08406E+11	2.24579E+11	898315988961	264560971123	3	
75.11683268	1.80255E+11	1.92232E+11	768929725567	135402182343	4	
80.23270865	1.44362E+11	1.68278E+11	673113848473	115825838249	1	2015
134.1840107	1.17246E+11	1.20446E+11	481785096830	157324856758	2	
64.5043116	1.13531E+11	1.14045E+11	456179752872	73232219480	3	
103.6696332	1.0591E+11	1.13017E+11	452066132213	109796838385	4	
114.1748048	97843143017	98804103268	395216413071	111712217590	1	2016
97.85761847	1.02675E+11	96882182767	387528731068	100475137616	2	
51.36606671	1.27603E+11	1.08467E+11	433869861597	65544537477	3	
103.6433075	1.50649E+11	1.46738E+11	586952508963	156137968914	4	
151.597482	1.7467E+11	1.54561E+11	618242290356	264794864956	1	2017
62.77249365	2.09909E+11	1.94779E+11	779115298507	131764919009	2	
110.7739114	2.04396E+11	2.25039E+11	900154220197	226417545628	3	
149.9109925	1.84894E+11	1.83754E+11	735014514449	277176890604	4	
58.81821048	1.69429E+11	1.86035E+11	744139940805	99655159208	1	2018
104.5791773	1.34721E+11	1.52823E+11	611292785072	140890345365	2	
82.77556522	1.13041E+11	1.16619E+11	466476989350	93570389895	3	
129.7881774	1.01982E+11	1.09463E+11	437851621558	132361094882	4	
78.32954955	90680709679	94501889391	378007557565	71029791416	1	2019
102.5363271	79041529661	86859529967	347438119868	81046281372	2	
82.08486392	76750997915	71223529355	284894117420	63000952198	3	
93.99252971	74279405657	82278466475	329113865901	69817092434	4	
152.3181754	75663682009	66280344839	265121379357	115249539897	1	2020

20.34533436	83821649350	85047019178	340188076713	17053794828	2
334.3192947	41298139760	82596279521	330385118083	138067649554	3
				60014133804	4

المصدر: اعداد الباحث

يلخص الجدول (20-3) عملية التحليل لحساب المؤشرات الفصلية والتي ظهرت كالآتي:

- في سنة 2010 بلغت أعلى قيمة في الفصل الرابع (53.77615957) وأدنى قيمة في الثالث (37.31384127).
- في سنة 2011 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (167.8042065) وأدنى قيمة في الثالث (50.13137817)
- في سنة 2012 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (103.7814009) وأدنى قيمة في الفصل الثالث (39.54189086)
- في سنة 2013 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (276.7479924) وأدنى قيمة في الفصل الثالث (44.02335994)
- في سنة 2014 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (126.9451617) وأدنى قيمة في الرابع (75.11683268)
- في سنة 2015 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (134.1840107) وأدنى قيمة في الفصل الثالث (64.5043116)
- في سنة 2016 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (114.1748048) وأدنى قيمة في الثالث (51.36606671)
- في سنة 2017 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (149.9109925) وأدنى قيمة في الثاني (62.77249365)
- في سنة 2018 بلغت أعلى قيمة في الفصل الرابع (129.7881774) وأدنى قيمة في الاول (58.81821048)
- في سنة 2019 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (102.5363271) وأدنى قيمة في الاول (78.32954955)
- في سنة 2020 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (334.3192947) وأدنى قيمة في الثاني (20.34533436)



شكل (3-19): المؤشرات الفصلية لحجم التداول للمدة 2010-2020

- تلخيص نتائج المؤشرات الفصلية للجدول (3-20) في الجدول (3-21) ادناه.

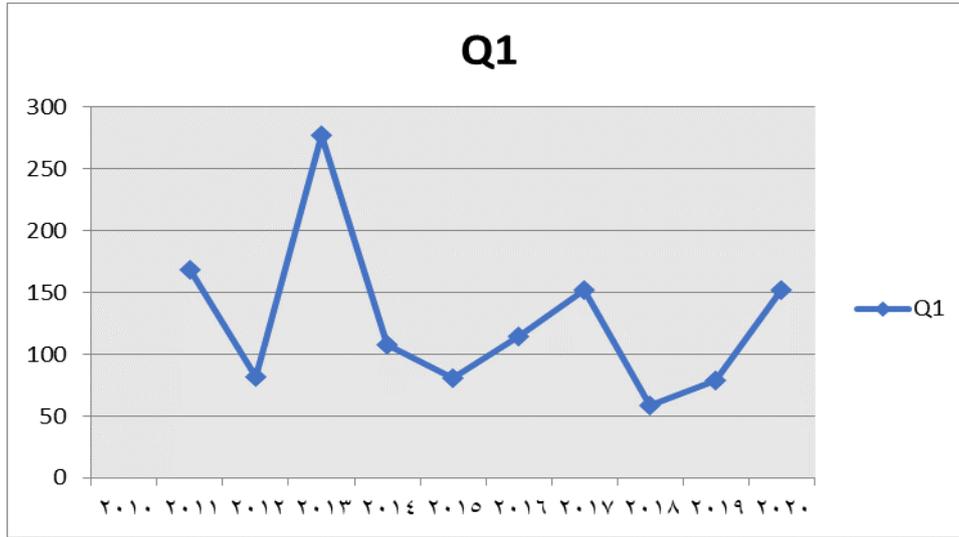
جدول (3-21): ملخص المؤشرات الفصلية

السنوات	Q1	Q2	Q3	Q4
2010			37.3138	53.7762
2011	167.804	105.861	50.1314	158.744
2012	81.6137	103.781	39.5419	40.486
2013	276.748	58.284	44.0234	70.2881
2014	108.065	110.592	126.945	75.1168
2015	80.2327	134.184	64.5043	103.67
2016	114.175	97.8576	51.3661	103.643
2017	151.597	62.7725	110.774	149.911
2018	58.8182	104.579	82.7756	129.788
2019	78.3295	102.536	82.0849	93.9925
2020	152.318	20.3453	334.319	
المجموع	1269.7	900.794	1023.78	979.416

المصدر: اعداد الباحث

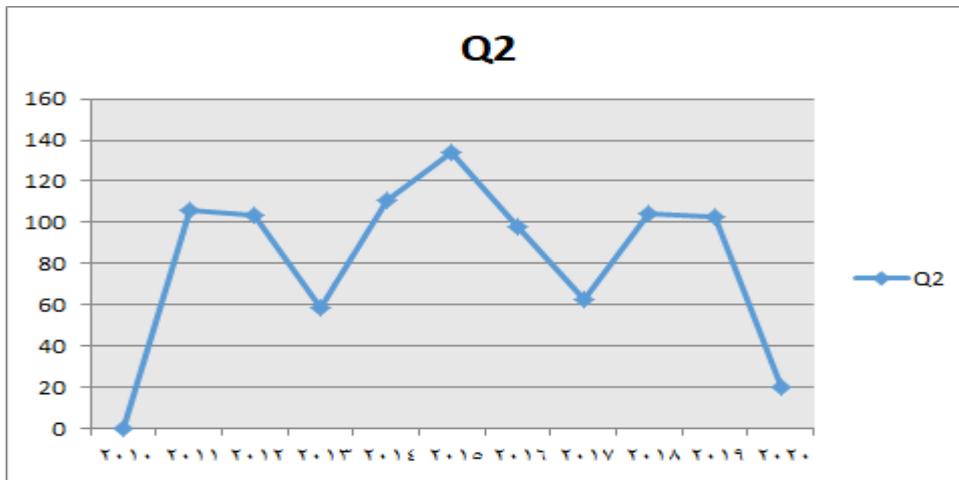


يلاحظ من الشكل (20-3) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020، ان اداء كان منخفضاً في سنة 2011 ثم ارتفعت في سنة 2013، ثم عاودت بالانخفاض في السنتين 2014 و 2015 وبعدها ارتفعت عبر السنتين 2016 و2017، ثم انخفضت في سنة 2018 واخيراً" ارتفعت عبر السنتين 2019 و2020 مما يشير الى وجود تأثيرات ايجابية حصلت عبر السنتين الاخيرة، أثر بشكل كبير على قيمة المؤشرات الفصلية.



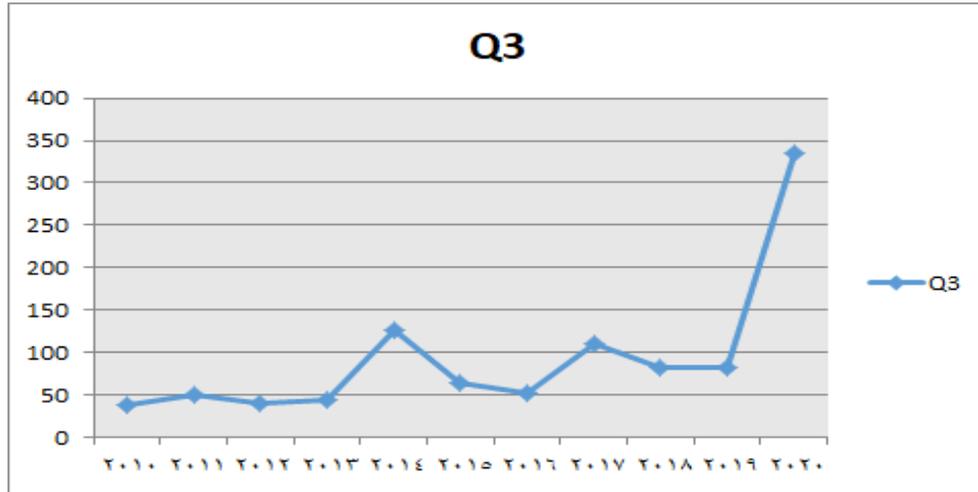
شكل (20-3): المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020

ويلاحظ من الشكل (21-3) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020، ان الاداء كان منخفضاً في سنة السنتين 2011 و 2012 و 2013 ثم بدأ بالارتفاع في السنتين 2014 و 2015، ثم عاودت بالانخفاض في السنوات 2016 و2017 وبعدها ارتفعت عبر سنة 2018، ثم انخفضت في السنتين 2019 و2020 مما يشير الى وجود تأثيرات سلبية حصلت عبر السنتين الاخيرة. وهذا يعني ان هنالك مشكلة مالية ممكنه الحدوث في اي وقت.



شكل (21-3): المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020

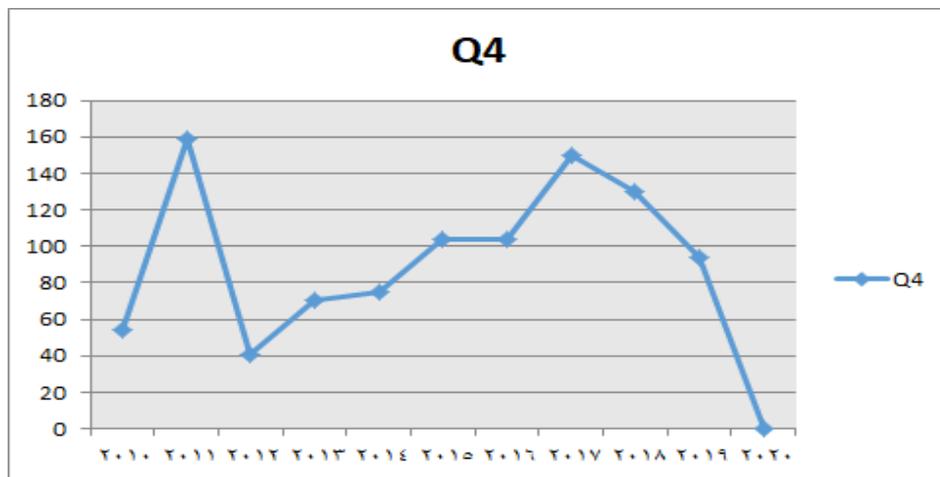
اما الشكل (3-22) فيلاحظ منه المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020، ان حجم التداول كان متذبذباً بشكل ضعيف بين الارتفاع والانخفاض في السنوات 2010 و2011 و2012 و2013 ثم ارتفعت في سنة 2014، ثم عاودت بالانخفاض في السنتين 2015 و2016 وبعدها ارتفعت عبر سنة 2017، ثم انخفضت في السنتين 2018 و2019 و2020 "اخيراً" ارتفعت في سنة 2020 مما يشير الى تأثير كبير على قيمة المؤشرات الفصلية.



شكل (3-22): المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020

المصدر: عداد الباحث

يلاحظ من الشكل (3-23) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020، ان اداء كان منخفضاً في سنة 2010 ثم ارتفعت في سنة 2011، ثم عاودت بالانخفاض في سنة 2012 وبعدها ارتفعت بشكل متذبذب عبر السنوات 2013 و2014 و2015 و2016 و2017، ثم انخفضت في ثم استمرت بالانخفاض السلبي للسنوات الاخيرة وهذا يعني ان هنالك مشكلة مالية ممكنه الحدوث في اي وقت.



شكل (3-23): المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020

- حساب متوسطات المؤشرات الفصلية للأربعة فصول ، وكما ملخصة بالجدول (22-3) ادناه.

جدول (22-3): المؤشرات الفصلية لحجم التداول

المجموع	Q4	Q3	Q2	Q1	الفصل
408.062	97.9416	93.0709	90.0794	126.97	المتوسط

- نقوم بتعديل قيم متوسطات الفصول، لام مجموعها بلغ 408.062 وهو أكبر 400 باستعمال المعادلة (2-15) وكما في الجدول (3-23) الاتي:

جدول (23-3): المؤشر الموسمي المعدل

المجموع	Q4	Q3	Q2	Q1	الفصل
400	96.0065	91.2321	88.2997	124.462	المؤشر الموسمي المعدل

المصدر: اعداد الباحث

- الان نعمل على ازالة الاثر الموسمي من مشاهدات حجم التداول باستعمال المعادلة (2-16) ونلخصها بالجدول (3-24) الاتي:

جدول (24-3): معدل دوران حجم التداول مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)

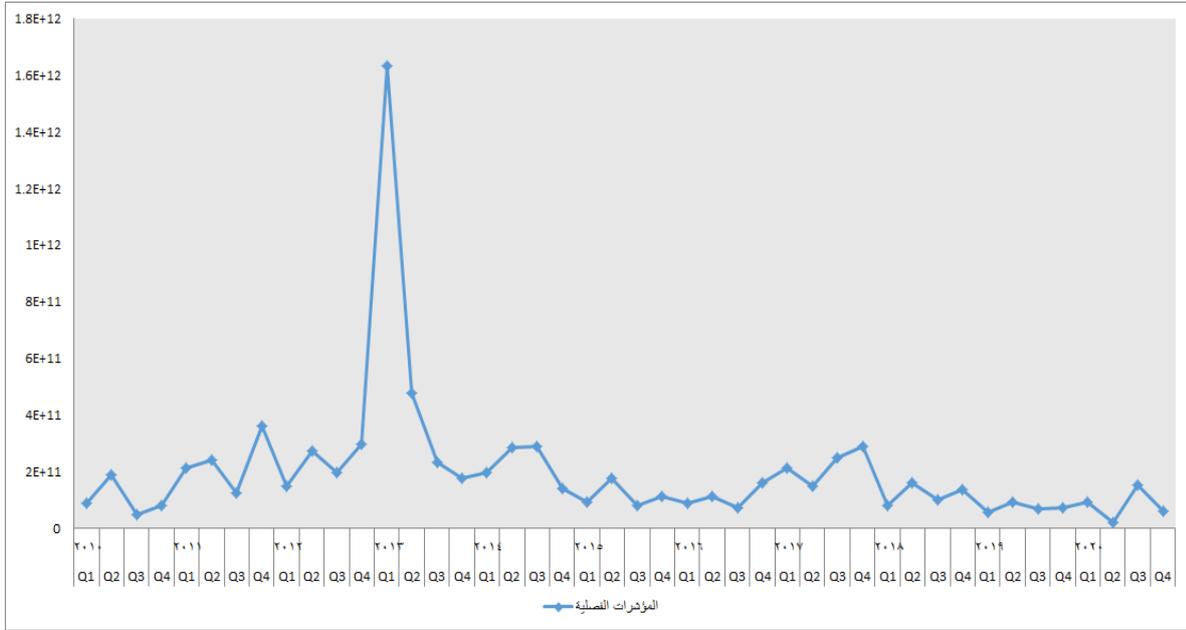
معدل دوران حجم التداول مجرد من اثر الموسم	المؤشر الموسمي المعدل	y	T	السنوات
89006525617	124.462	110779301913	1	2010
1.88981E+11	88.2997	166869257740	2	
48956448133	91.2321	44663995717	3	
81293802023	96.0065	78047334039	4	
2.15042E+11	124.462	267645109556	1	2011
2.41776E+11	88.2997	213487522140	2	
1.2382E+11	91.2321	112963678174	3	
3.6154E+11	96.0065	347101897635	4	
1.50995E+11	124.462	187930883458	1	2012



2.71533E+11	88.2997	239763012694	2	
1.96855E+11	91.2321	179594584853	3	
2.98456E+11	96.0065	286536798108	4	
1.63406E+12	124.462	2033785571025	1	
4.78309E+11	88.2997	422345473613	2	2013
2.3475E+11	91.2321	214167326455	3	
1.76999E+11	96.0065	169930942856	4	
1.97018E+11	124.462	245212101643	1	
2.86684E+11	88.2997	253140733852	2	2014
2.89987E+11	91.2321	264560971123	3	
1.41034E+11	96.0065	135402182343	4	
93061206030	124.462	115825838249	1	
1.78171E+11	88.2997	157324856758	2	2015
80270233262	91.2321	73232219480	3	
1.14364E+11	96.0065	109796838385	4	
89756084259	124.462	111712217590	1	
1.13789E+11	88.2997	100475137616	2	2016
71843723291	91.2321	65544537477	3	
1.62633E+11	96.0065	156137968914	4	
2.12752E+11	124.462	264794864956	1	
1.49225E+11	88.2997	131764919009	2	2017
2.48178E+11	91.2321	226417545628	3	
2.88706E+11	96.0065	277176890604	4	
80068743237	124.462	99655159208	1	
1.59559E+11	88.2997	140890345365	2	2018
1.02563E+11	91.2321	93570389895	3	
1.37867E+11	96.0065	132361094882	4	
57069460089	124.462	71029791416	1	
91785454959	88.2997	81046281372	2	2019
69055685661	91.2321	63000952198	3	
72721214120	96.0065	69817092434	4	

92598174460	124.462	115249539897	1	2020
19313536544	88.2997	17053794828	2	
1.51337E+11	91.2321	138067649554	3	
62510490231	96.0065	60014133804	4	

المصدر: اعداد الباحث



شكل (3-24): معدل دوران حجم التداول مجرد من إثر الموسم للمدة 2010-2020

المصدر: اعداد الباحث

3-2-2- فرضية الدراسة

H_{01} : لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على حجم التداول

لاختبار هذه الفرضية، تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران حجم التداول مجرداً من إثر الاتجاه الموسمي (التغير الفصلي)، وكما موضحة نتائجها في الجدول (3-20)، والذي تم عليه بناء رسم بياني للمؤشرات الفصلية (3-24) والتي اوضحت وجود تذبذبات في بيانات السلسلة الزمنية صعوداً عبر الفصول، وهذا يؤكد عدم صحة قبول الفرضية العدمية H_{01} ، وعليه ترفض تلك الفرضية وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على:

(يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على حجم التداول)

3-2-3- تحليل السلسلة الزمنية للمؤشر العام للسوق

الاجابة عن تساؤلات الدراسة

السؤال الاول: هل يمكن تحديد اتجاه عام لواقع المؤشر العام للسوق في للمدة الزمنية 2010-2020؟

للإجابة على هذا السؤال سيتم تحليل المتغير الاول من معادلة الاتجاه العام عن طريق استبعاد إثر المتغيرات الفصلية والتغيرات الدورية والتغيرات العشوائية لغرض الوصول الى تحديد اتجاه السلسلة بطريقة المربعات الصغرى.

1. طريقة المربعات الصغرى

لنفترض النموذج الضربي لتمثيل مشاهدات السلسلة الزمنية $Y = T * S * C * I$ ومن اجل ازالة إثر الاتجاه العام من السلسلة الزمنية نتبع الاتي:

$$T = \bar{Y} = \bar{a}_0 + \bar{a}_1 t_i$$

- ايجاد القيم الاتجاهية (T) للسلسلة الزمنية

- حساب القيم النسبية للظاهرة Y^* مجردة من إثر الاتجاه العام باستعمال المعادلة (2-14).

وبالاستعانة ببرنامج Spss فان معادلة خط الاتجاه العام المقدره هي

$$(T=72.049+13.563 t)$$

كما يلخص الجدول (3-25) القيم النسبية لمعدل دوران حجم للمؤشر العام للسوق مجردة من إثر الاتجاه العام.

جدول(3-25): القيم النسبية لمعدل دوران المؤشر العام للسوق مجردة من اثر الاتجاه العام

السنوات	T	y	$\bar{Y} = T$	القيم النسبية لمعدل دوران حجم للمؤشر العام للسوق مجردة من اثر الاتجاه
2010	1	92.55	85.61187879	108.1041572
	2	93.46	99.17497322	94.23748448
	3	91.59	112.7380677	81.24141375
	4	96.53	126.3011621	76.42843376
2011	1	122.36	85.61187879	142.9240915
	2	134.24	99.17497322	135.3567293
	3	143.36	112.7380677	127.1620163
	4	132.12	126.3011621	104.6071135



142.6437566	85.61187879	122.12	1	2012
117.5195679	99.17497322	116.55	2	
103.3457486	112.7380677	116.51	3	
97.44170043	126.3011621	123.07	4	
142.3050186	85.61187879	121.83	1	2013
120.7663548	99.17497322	119.77	2	
103.1594761	112.7380677	116.30	3	
90.46630935	126.3011621	114.26	4	
128.2065077	85.61187879	109.76	1	2014
106.5288919	99.17497322	105.65	2	
86.9271596	112.7380677	98.00	3	
79.13624732	126.3011621	99.95	4	
1079.88519	85.61187879	924.51	1	2015
953.8595971	99.17497322	945.99	2	
774.7516151	112.7380677	873.44	3	
588.7435933	126.3011621	743.59	4	
716.5360797	85.61187879	613.44	1	2016
538.0792983	99.17497322	533.64	2	
499.8311677	112.7380677	563.50	3	
498.8790203	126.3011621	630.09	4	
822.1522643	85.61187879	703.86	1	2017
605.8383284	99.17497322	600.84	2	
514.2894606	112.7380677	579.80	3	
453.4716788	126.3011621	572.74	4	
723.4510079	85.61187879	619.36	1	2018
598.2154376	99.17497322	593.28	2	
495.5380304	112.7380677	558.66	3	
399.647946	126.3011621	504.76	4	
548.9308337	85.61187879	469.95	1	2019
489.0245838	99.17497322	484.99	2	
422.4482554	112.7380677	476.26	3	
386.473087	126.3011621	488.12	4	

540.5675083	85.61187879	462.79	1	2020
427.9103752	99.17497322	424.38	2	
415.7513161	112.7380677	468.71	3	
388.6979279	126.3011621	490.93	4	

اذ يشير الجدول (3-25) الى القيم النسبية لمعدل دورات المؤشر العام للسوق مجردة من إثر الاتجاه العام، إذ تم تطبيق الخطوات اعلاه وذلك لتجريد قيم السلسلة الزمنية من إثر الاتجاه.

السؤال الثاني: هل تتأثر السلسلة الزمنية للمؤشر العام للسوق بالمتغيرات الفصلية؟
للإجابة عن هذا السؤال تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران حجم للمؤشر العام للسوق مجرداً من إثر (التغير الفصلي) ووفق الخطوات الاتية:
- ايجاد المتوسطات المتحركة بطول (4 فصول) وكما في الجدول (3-26) الاتي:

جدول(3-26): المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة

السنوات	T	y	مجموع المشاهدات بطول (4) فصول	المتوسط المتحرك بطول (4) فصول	المتوسط المتحرك المركزي بطول (2) فصل	المؤشرات الفصلية
2010	1	92.55				
	2	93.46				
	3	91.59	374.13	93.53	97.26	94.17
	4	96.53	403.94	100.99	106.08	91.00
2011	1	122.36	444.72	111.18	117.65	104.00
	2	134.24	496.49	124.12	128.57	104.41
	3	143.36	532.08	133.02	132.99	107.80
	4	132.12	531.84	132.96	130.75	101.05
2012	1	122.12	514.15	128.54	125.18	97.55
	2	116.55	487.30	121.83	120.69	96.57
	3	116.51	478.25	119.56	119.53	97.48
	4	123.07	477.96	119.49	119.89	102.65
2013	1	121.83	481.18	120.30	120.27	101.30



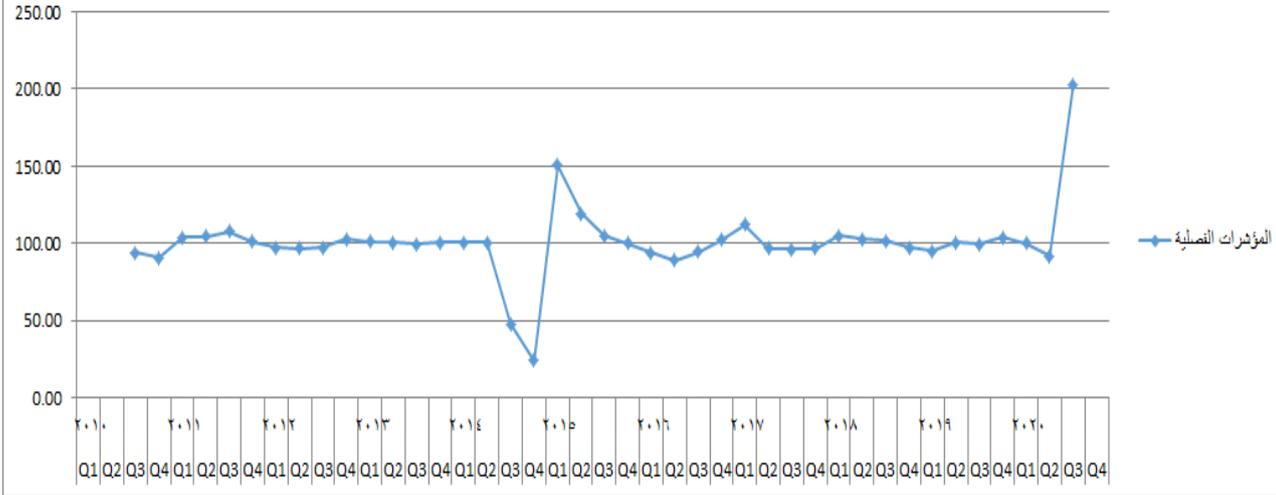
100.53	119.14	120.24	480.97	119.77	2	
99.80	116.53	118.04	472.16	116.30	3	
100.89	113.26	115.02	460.09	114.26	4	
100.51	109.21	111.49	445.97	109.76	1	
100.50	105.13	106.92	427.67	105.65	2	2014
47.76	205.18	103.34	413.36	98.00	3	
24.26	412.07	307.03	1228.11	99.95	4	
150.56	614.04	517.11	2068.45	924.51	1	
119.53	791.43	710.97	2843.89	945.99	2	2015
104.85	833.00	871.88	3487.53	873.44	3	
100.14	742.57	794.12	3176.46	743.59	4	
94.04	652.29	691.03	2764.11	613.44	1	
89.04	599.36	613.54	2454.17	533.64	2	2016
94.47	596.47	585.17	2340.67	563.50	3	
102.26	616.17	607.77	2431.09	630.09	4	
112.33	626.61	624.57	2498.29	703.86	1	
96.68	621.48	628.65	2514.59	600.84	2	2017
96.03	603.75	614.31	2457.24	579.80	3	
96.71	592.24	593.19	2372.74	572.74	4	
105.22	588.65	591.30	2365.18	619.36	1	
102.73	577.51	586.01	2344.04	593.28	2	2018
101.51	550.34	569.02	2276.06	558.66	3	
97.42	518.13	531.66	2126.65	504.76	4	
95.08	494.29	504.59	2018.36	469.95	1	
100.64	481.91	483.99	1935.96	484.99	2	2019
99.44	478.94	479.83	1919.32	476.26	3	
103.75	470.46	478.04	1912.16	488.12	4	
100.18	461.94	462.89	1851.55	462.79	1	
91.99	461.35	461.00	1844.00	424.38	2	2020
203.04	230.85	461.70	1846.81	468.71	3	
				490.93	4	

المصدر: اعداد الباحث



- يلخص الجدول (3-26) عملية التحليل لحساب المؤشرات الفصلية والتي ظهرت كالآتي:
- في سنة 2010 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (94.17) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (91.00).
 - في سنة 2011 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (107.80) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (101.05).
 - في سنة 2012 بلغت أعلى قيمة في الفصل الرابع (102.65) وأدنى قيمة في الفصل الثاني (96.57).
 - في سنة 2013 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (101.30) وأدنى قيمة في الفصل الثالث (99.80).
 - في سنة 2014 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (100.51) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (24.26).
 - في سنة 2015 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (150.56) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (100.14).
 - في سنة 2016 بلغت أعلى قيمة في الفصل الرابع (102.26) وأدنى قيمة في الثاني (89.04).
 - في سنة 2017 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (112.33) وأدنى قيمة في الفصل الثالث (96.03).
 - في سنة 2018 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (105.22) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (97.42).
 - في سنة 2019 بلغت أعلى قيمة في الفصل الرابع (103.75) وأدنى قيمة في الاول (95.08).
 - في سنة 2020 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (203.04) وأدنى قيمة في الثاني (91.99).

المؤشرات الفصلية



شكل (3-25): المؤشرات الفصلية المؤشر العام للسوق للمدة 2020-2010

تلخيص نتائج المؤشرات الفصلية للجدول (3-26) في الجدول (3-27) ادناه.

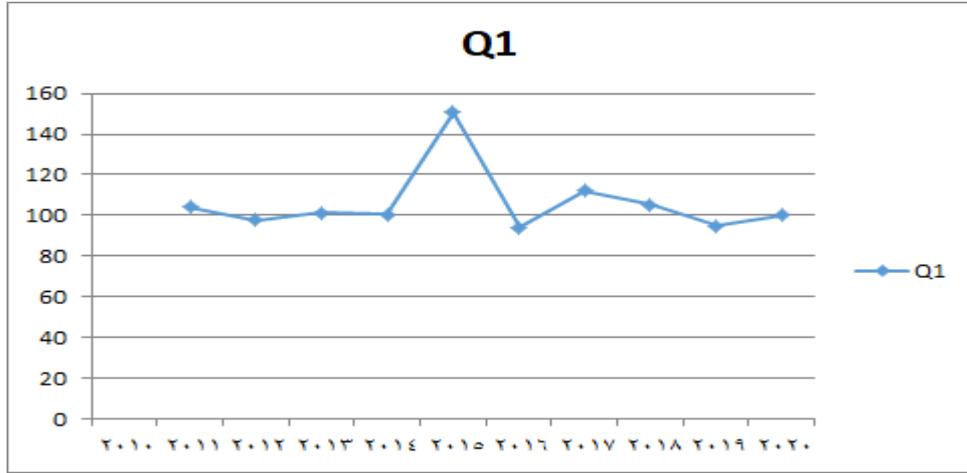
جدول (3-27): ملخص المؤشرات الفصلية

السنوات	Q1	Q2	Q3	Q4
2010			94.1715	90.9952
2011	104.002	104.409	107.798	101.049
2012	97.5545	96.5667	97.4765	102.65
2013	101.298	100.528	99.8016	100.885
2014	100.508	100.496	47.7621	24.2556
2015	150.561	119.53	104.855	100.137
2016	94.0448	89.0357	94.4725	102.259
2017	112.328	96.6791	96.0335	96.7074
2018	105.217	102.73	101.512	97.4203
2019	95.0758	100.639	99.4415	103.753
2020	100.183	91.9863	203.036	
المجموع	1060.77	1002.6	1146.36	920.112

المصدر: اعداد الباحث

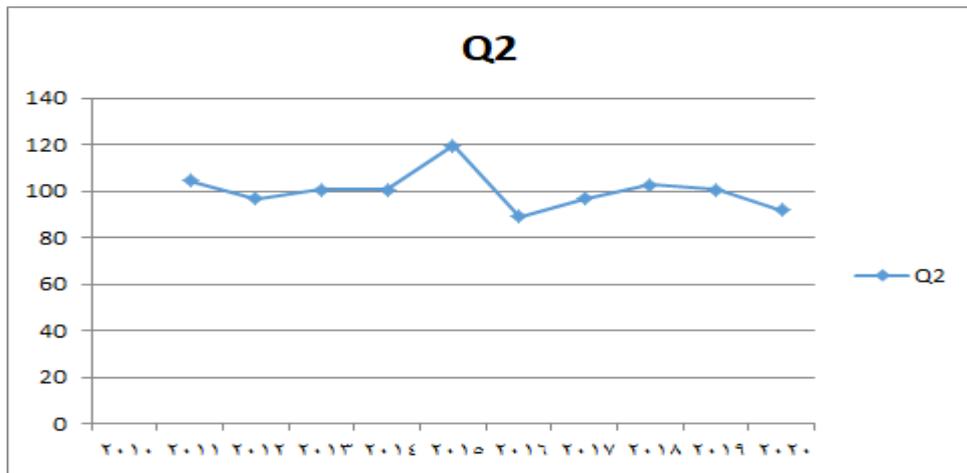
يلاحظ من الشكل (3-26) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020، ان المؤشر العام للسوق كان منخفضاً في سنة 2011 ثم ارتفعت في سنة 2015، ثم

عادت بالانخفاض في سنة 2016 وبعدها تذبذب بين الصعود والنزول في السنوات 2017 و2018 و2019 و2020 مما يشير الى وجود تأثيرات ايجابية حصلت عبر السنتين الاخيرة. وحقق اعلى ارتفاع في عام 2015 بسبب تغير مؤشر العام للسوق الى ISX60 بعدما كان ISX30



شكل (3-26): المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020

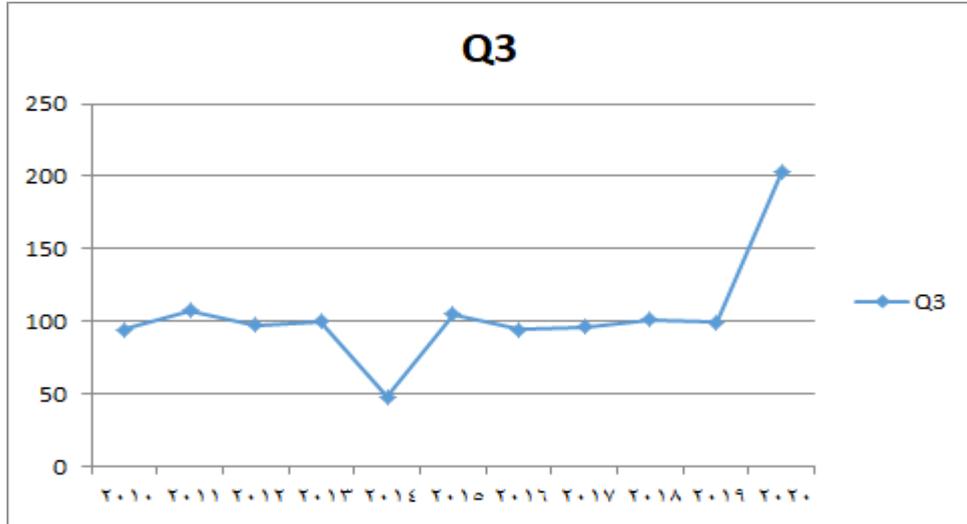
ويلاحظ من الشكل (3-27) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020، ان المؤشر العام للسوق كان متذبذباً في السنوات 2011 و2012 و2013 و2014، ثم بدأ بالارتفاع في سنة 2015، ثم عاود بالانخفاض في سنة 2016 وبعدها ارتفع عبر السنوات 2017 و2018 و2019، ثم انخفض في سنة 2020 مما يشير الى وجود تأثيرات سلبية حصلت عبر السنة الاخيرة.



شكل (3-27): المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020

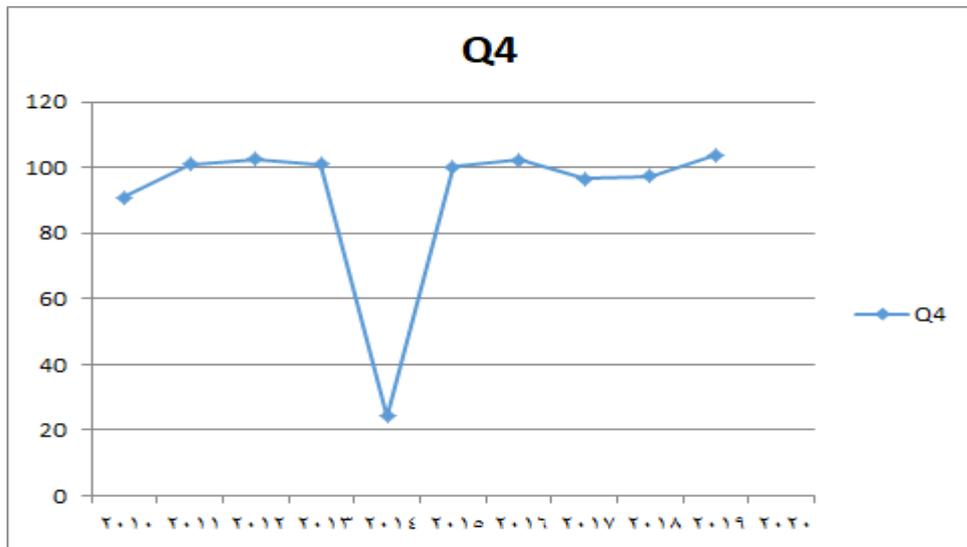
اما الشكل (3-28) فيلاحظ منه المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020، ان حجم للمؤشر العام للسوق كان متذبذباً بشكل ضعيف بين الارتفاع والانخفاض في السنوات

2010 و 2011 و 2012 و 2013 ثم انخفض في سنة 2014، ثم عاود بالارتفاع المتذبذب في السنوات 2015 و 2016 و 2017 و 2018 و 2019 وبعدها ارتفع بشكل كبير عبر سنة 2020 مما يشير الى وجود تأثيرات ايجابية حصلت عبر الاخيرة. وان هذا الارتفاع بسبب الاستقرار الاقتصادي وزيادة الاستثمار مما ادى الى ارتفاع القيمة السوقية .



شكل (3-28): المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2020-2010

يلاحظ من الشكل (3-29) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020، ان المؤشر العام للسوق كان منخفضاً في سنة 2010 ثم ارتفع في السنوات 2011 و 2012 و 2013، ثم عاودت بالانخفاض في سنة 2014 وبعدها ارتفع بشكل متذبذب عبر السنوات 2015 و 2016 و 2017 و 2018 و 2019 و 2020. اذ حقق ادنى قيمة في عام 2014 وذلك بسبب دخول العراق للحرب ضد التنظيم الارهابي الداعشي.



شكل (3-29) المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2020-2010

المصدر: اعداد الباحث

- حساب متوسطات المؤشرات الفصلية للأربعة فصول ، وكما ملخصة بالجدول (28-3) ادناه.

جدول (28-3): المؤشرات الفصلية للمؤشر العام للسوق

الفصل	Q1	Q2	Q3	Q4	المجموع
المتوسط	106.077	100.26	104.214	92.0112	402.563

المصدر: اعداد الباحث

نقوم بتعديل قيم متوسطات الفصول، لام مجموعها بلغ 402.563 وهو أكبر 400 باستعمال المعادلة (2-15) وكما في الجدول (3-29) الاتي:

جدول (29-3): المؤشر الموسمي المعدل

الفصل	Q1	Q2	Q3	Q4	المجموع
المؤشر الموسمي المعدل	105.402	99.6216	103.551	91.4254	400

الان نعمل على ازالة الاثر الموسمي من مشاهدات المؤشر العام للسوق باستعمال المعادلة (2-16) ونلخصها بالجدول (3-30) الاتي:

جدول(30-3): معدل دوران المؤشر العام للسوق مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)

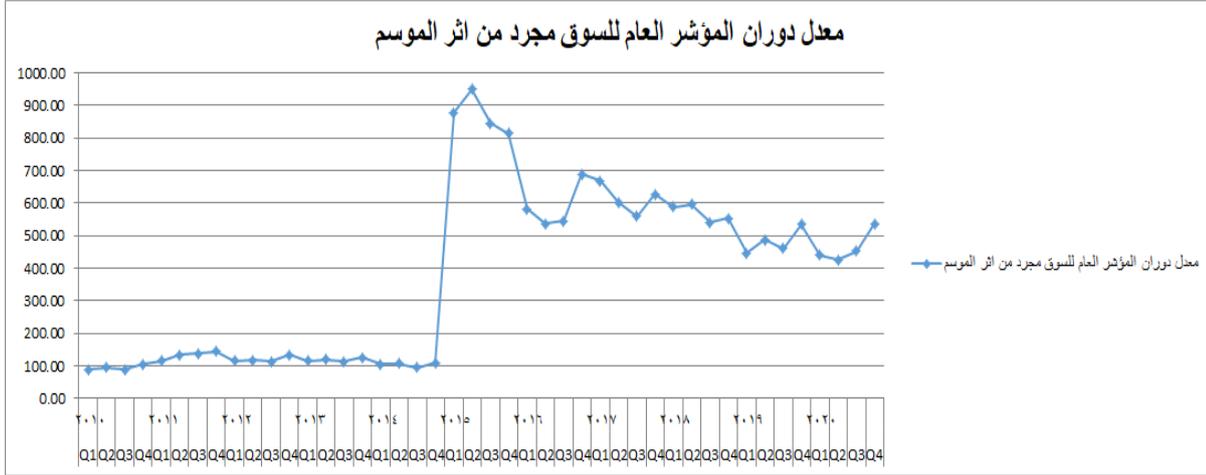
السنوات	T	y	المؤشر الموسمي المعدل	معدل دوران المؤشر العام للسوق مجرد من اثر الموسم
2010	1	92.55	105.402	87.8067
	2	93.46	99.6216	93.815
	3	91.59	103.551	88.4492
	4	96.53	91.4254	105.583
2011	1	122.36	105.402	116.089
	2	134.24	99.6216	134.75
	3	143.36	103.551	138.444
	4	132.12	91.4254	144.511



115.861	105.402	122.12	1	2012
116.993	99.6216	116.55	2	
112.515	103.551	116.51	3	
134.612	91.4254	123.07	4	
115.586	105.402	121.83	1	2013
120.225	99.6216	119.77	2	
112.312	103.551	116.30	3	
124.976	91.4254	114.26	4	
104.135	105.402	109.76	1	2014
106.051	99.6216	105.65	2	
94.6394	103.551	98.00	3	
109.324	91.4254	99.95	4	
877.128	105.402	924.51	1	2015
949.583	99.6216	945.99	2	
843.488	103.551	873.44	3	
813.33	91.4254	743.59	4	
582	105.402	613.44	1	2016
535.667	99.6216	533.64	2	
544.176	103.551	563.50	3	
689.185	91.4254	630.09	4	
667.786	105.402	703.86	1	2017
603.122	99.6216	600.84	2	
559.917	103.551	579.80	3	
626.456	91.4254	572.74	4	
587.617	105.402	619.36	1	2018
595.533	99.6216	593.28	2	
539.502	103.551	558.66	3	
552.1	91.4254	504.76	4	
445.864	105.402	469.95	1	2019
486.832	99.6216	484.99	2	
459.928	103.551	476.26	3	

533.9	91.4254	488.12	4	2020
439.071	105.402	462.79	1	
425.992	99.6216	424.38	2	
452.637	103.551	468.71	3	
536.973	91.4254	490.93	4	

المصدر: اعداد الباحث



شكل (3-30): معدل دوران حجم للمؤشر العام للسوق مجرد من إثر الموسم للمدة 2010-2020

4-2-3- فرضية الدراسة

H_{01} : لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على المؤشر العام للسوق

لاختبار هذه الفرضية، تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران المؤشر العام للسوق مجرداً من إثر الاتجاه الموسمي (التغير الفصلي)، وكما موضحة نتائجها في الجدول (3-26)، والذي تم عليه بناء رسم بياني للمؤشرات الفصلية (3-30) والتي اوضحت وجود تذبذبات في بيانات السلسلة الزمنية صعوداً عبر الفصول، وهذا يؤكد عدم صحة قبول الفرضية العدمية H_{01} ، وعليه ترفض تلك الفرضية وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على:

(يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على المؤشر العام للسوق)

3-2-5- تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر القيمة السوقية

الإجابة عن تساؤلات الدراسة

السؤال الاول: هل يمكن تحديد اتجاه عام لواقع القيمة السوقية في للمدة الزمنية 2010-2020؟

للإجابة على هذا السؤال سيتم تحليل المتغير الثالث من معادلة الاتجاه العام عن طريق استبعاد إثر المتغيرات الفصلية والتغيرات الدورية والتغيرات العشوائية لغرض الوصول الى تحديد اتجاه السلسلة بطريقة المربعات الصغرى.

طريقة المربعات الصغرى

لنفترض النموذج الضربي لتمثيل مشاهدات السلسلة الزمنية $Y = T * S * C * I$ ومن اجل ازالة إثر الاتجاه العام من السلسلة الزمنية نتبع الاتي:

$$T = \bar{Y} = \bar{a}_0 + \bar{a}_1 t_i$$

- تقدير معادلة خط الاتجاه العام $T = \bar{Y} = \bar{a}_0 + \bar{a}_1 t_i$
- ايجاد القيم الاتجاهية (T) للسلسلة الزمنية
- حساب القيم النسبية للظاهرة Y^* مجردة من إثر الاتجاه العام باستعمال المعادلة (14-2)

وبالاستعانة ببرنامج Spss فان معادلة خط الاتجاه العام المقدره هي

$$(T = 11811667.456 + 603693.235 t)$$

كما يلخص الجدول (31-3) القيم النسبية لمعدل دوران القيمة السوقية مجردة من إثر الاتجاه العام.

جدول(31-3): القيم النسبية لمعدل دوران القيمة السوقية مجردة من اثر الاتجاه العام				
السنوات	T	Y	$\bar{Y} = T$	القيم النسبية لمعدل دوران القيمة السوقية مجردة من اثر الاتجاه
2010	1	9172661	12415360.69	73.88155067
	2	9093815	13019053.93	69.8500448
	3	8929340	13622747.16	65.54727834
	4	9746901	14226440.4	68.51257748
2011	1	12286851	12415360.69	98.96491375
	2	13736927	13019053.93	105.5140187



110.3604128	13622747.16	15034120	3	2012
101.6681938	14226440.4	14463765	4	
112.5660329	12415360.69	13975479	1	
99.81236789	13019053.93	12994626	2	
90.75297995	13622747.16	12363049	3	
104.9572316	14226440.4	14931678	4	
232.2793894	12415360.69	28838324	1	2013
272.5740688	13019053.93	35486565	2	
251.289469	13622747.16	34232529	3	
241.8173769	14226440.4	34402005	4	
280.5299247	12415360.69	34828802	1	2014
260.279074	13019053.93	33885873	2	
222.8244835	13622747.16	30354816	3	
198.8166134	14226440.4	28284527	4	
147.0598435	12415360.69	18258010	1	2015
206.1233493	13019053.93	26835310	2	
202.0557651	13622747.16	27525546	3	
182.3416841	14226440.4	25940731	4	
186.2133898	12415360.69	23119064	1	2016
156.0116512	13019053.93	20311241	2	
154.1619524	13622747.16	21001093	3	
161.3977942	14226440.4	22961161	4	
199.7730281	12415360.69	24802542	1	2017
183.4568252	13019053.93	23884343	2	
179.3000539	13622747.16	24425593	3	
169.9681531	14226440.4	24180418	4	
177.1860967	12415360.69	21998293	1	2018
280.7123713	13019053.93	36546095	2	
257.6657526	13622747.16	35101154	3	
242.1068239	14226440.4	34443183	4	
269.8872778	12415360.69	33507479	1	2019

261.5370686	13019053.93	34049652	2	2020
249.7974498	13622747.16	34029275	3	
241.0038776	14226440.4	34286273	4	
330.0286719	12415360.69	40974250	1	
307.1237067	13019053.93	39984601	2	
299.7409077	13622747.16	40832946	3	
290.5067174	14226440.4	41328765	4	

اذ يشير الجدول (31-3) الى القيم النسبية لمعدل دوران القيمة السوقية مجردة من اثر الاتجاه العام، إذ تم تطبيق الخطوات اعلاه وذلك لتجريد قيم السلسلة الزمنية من اثر الاتجاه.

السؤال الثاني: هل تتأثر السلسلة الزمنية للقيمة السوقية بالمتغيرات الفصلية؟

للإجابة عن هذا السؤال تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى

معدل دوران القيمة السوقية مجرداً من اثر (التغير الفصلي) ووفق الخطوات الاتية:

- ايجاد المتوسطات المتحركة بطول (4 فصول) وكما في الجدول (32-3) الاتي:

جدول (32-3): المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة

السنوات	T	y	مجموع المشاهدات بطول (4) فصول	المتوسط المتحرك بطول (4) فصول	المتوسط المتحرك المركزي بطول (2) فصل	المؤشرات الفصلية
2010	1	9172661				
	2	9093815				
	3	8929340	36942717	9235679.25	9624953.00	92.77
	4	9746901	40056907	10014226.75	10594615.75	92.00
2011	1	12286851	44700019	11175004.75	11938102.25	102.92
	2	13736927	50804799	12701199.75	13290807.75	103.36
	3	15034120	55521663	13880415.75	14091494.25	106.69
	4	14463765	57210291	14302572.75	14209785.13	101.79
2012	1	13975479	56467990	14116997.50	13783113.63	101.40
	2	12994626	53796919	13449229.75	13507718.88	96.20

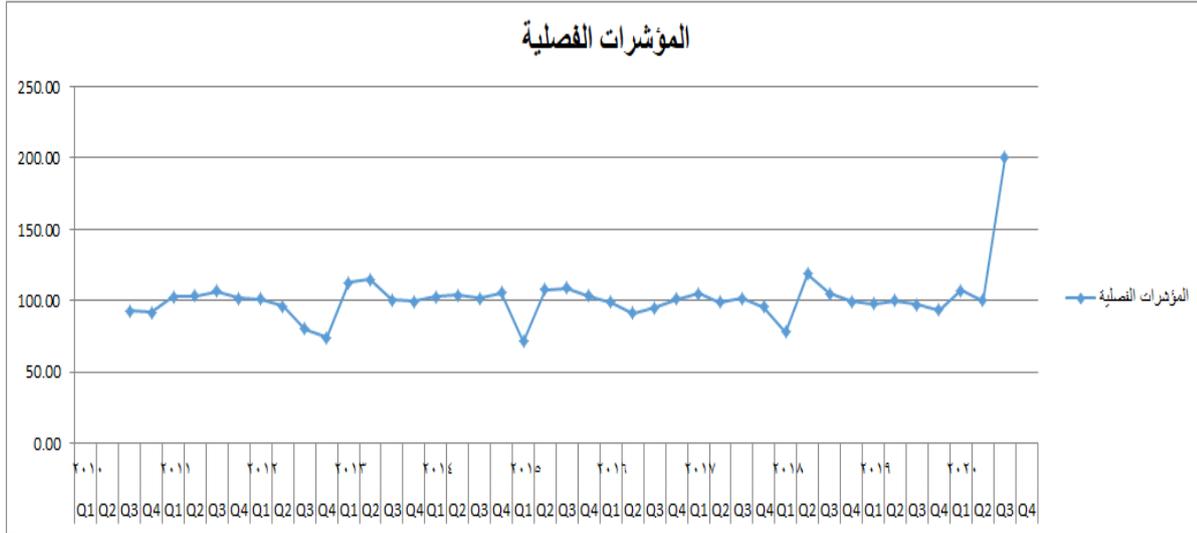


80.15	15424063.63	13566208.00	54264832	12363049	3	2013
74.31	20093411.63	17281919.25	69127677	14931678	4	
112.48	25638589.00	22904904.00	91619616	28838324	1	
115.19	30806064.88	28372274.00	113489096	35486565	2	
100.72	33988665.50	33239855.75	132959423	34232529	3	
99.61	34537388.75	34737475.25	138949901	34402005	4	
102.88	33852588.13	34337302.25	137349209	34828802	1	2014
103.93	32603189.25	33367874.00	133471496	33885873	2	
101.97	29767155.50	31838504.50	127354018	30354816	3	
105.48	26814486.13	27695806.50	110783226	28284527	4	
71.38	25579507.00	25933165.75	103732663	18258010	1	2015
107.63	24932873.75	25225848.25	100903393	26835310	2	
109.02	25247531.00	24639899.25	98559597	27525546	3	
103.60	25039654.13	25855162.75	103420651	25940731	4	
98.76	23408588.88	24224145.50	96896582	23119064	1	2016
91.41	22220586.00	22593032.25	90372129	20311241	2	
95.21	22058574.50	21848139.75	87392559	21001093	3	
101.08	22715647.00	22269009.25	89076037	22961161	4	
105.14	23590347.25	23162284.75	92649139	24802542	1	2017
98.81	24170816.88	24018409.75	96073639	23884343	2	
101.89	23972692.88	24323224.00	97292896	24425593	3	
95.94	25204880.75	23622161.75	94488647	24180418	4	
78.22	28122044.88	26787599.75	107150399	21998293	1	2018
118.89	30739335.63	29456490.00	117825960	36546095	2	
104.90	33460829.50	32022181.25	128088725	35101154	3	
99.58	34587422.38	34899477.75	139597911	34443183	4	
98.14	34141382.13	34275367.00	137101468	33507479	1	2019
100.18	33987783.50	34007397.25	136029589	34049652	2	
97.50	34901516.13	33968169.75	135872679	34029275	3	
93.74	36576731.13	35834862.50	143339450	34286273	4	
107.35	38169058.63	37318599.75	149274399	40974250	1	2020

100.21	39899829.00	39019517.50	156078070	39984601	2
200.26	20390070.25	40780140.50	163120562	40832946	3
				41328765	4

المصدر: اعداد الباحث

- يلخص الجدول (3-32) عملية التحليل لحساب المؤشرات الفصلية والتي ظهرت كالآتي:
- في سنة 2010 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (92.77) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (92).
 - في سنة 2011 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (106.69) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (101.79).
 - في سنة 2012 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (101.40) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (74.31).
 - في سنة 2013 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (115.19) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (99.61).
 - في سنة 2014 بلغت أعلى قيمة في الفصل الرابع (105.48) وأدنى قيمة في الاول (102.88).
 - في سنة 2015 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (109.02) وأدنى قيمة في الفصل الاول (71.38).
 - في سنة 2016 بلغت أعلى قيمة في الفصل الرابع (101.08) وأدنى قيمة في الثاني (91.41).
 - في سنة 2017 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (105.14) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (95.94).
 - في سنة 2018 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (118.89) وأدنى قيمة في الفصل الاول (78.22).
 - في سنة 2019 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (100.18) وأدنى قيمة في الرابع (93.74).
 - في سنة 2020 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (200.26) وأدنى قيمة في الاول (107.35).



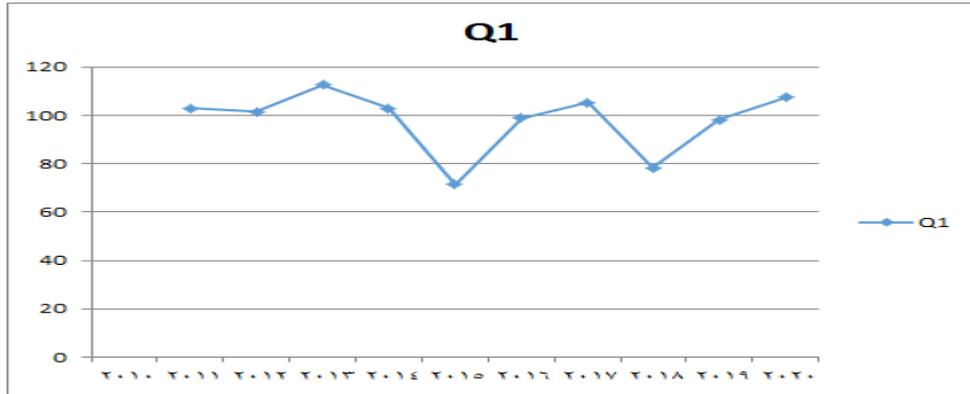
شكل (31-3): المؤشرات الفصلية للقيمة السوقية للمدة 2020-2010

- تلخيص نتائج المؤشرات الفصلية للجدول (32-3) في الجدول (33-3) ادناه.

جدول (33-3): ملخص المؤشرات الفصلية

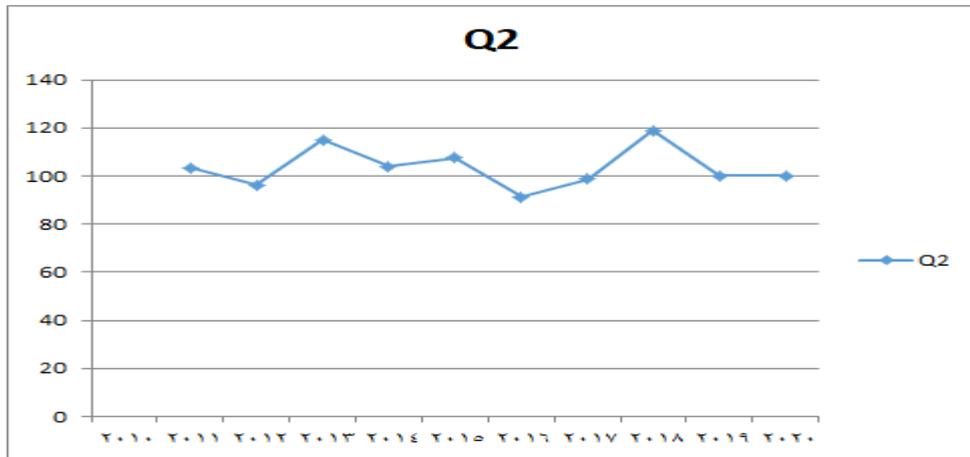
السنوات	Q1	Q2	Q3	Q4
2010			92.77	92.00
2011	102.92	103.36	106.69	101.79
2012	101.40	96.20	80.15	74.31
2013	112.48	115.19	100.72	99.61
2014	102.88	103.93	101.97	105.48
2015	71.38	107.63	109.02	103.60
2016	98.76	91.41	95.21	101.08
2017	105.14	98.81	101.89	95.94
2018	78.22	118.89	104.90	99.58
2019	98.14	100.18	97.50	93.74
2020	107.35	100.21	200.26	
المجموع	978.68	1035.82	1191.09	967.12

يلاحظ من الشكل (3-32) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020، ان المؤشر العام للسوق كان منخفضاً في سنة 2011 ثم ارتفعت في سنة 2013، ثم عاودت بالانخفاض في السنتين 2014 و2015 وبعدها تذبذب بين الصعود والنزول في السنوات 2016 و2017 و2018 و2019 و2020 مما يشير الى ان عام 2012 حقق اعلى قيمة سوقية بسبب ارتفاع السيولة .



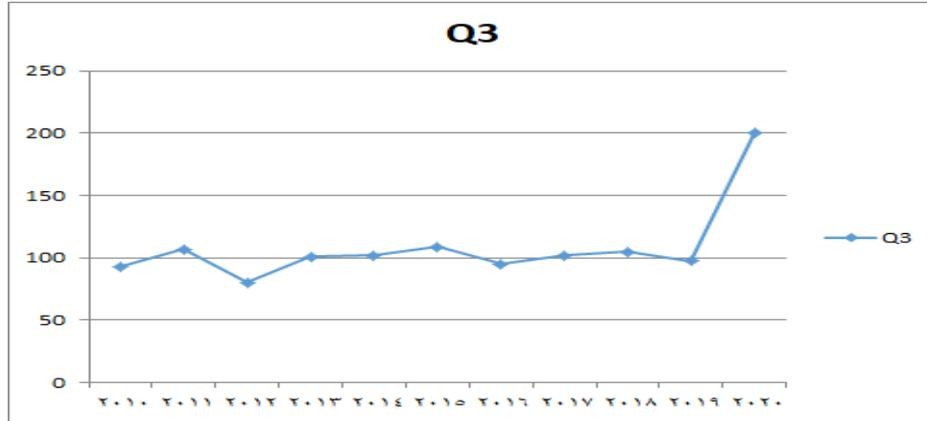
شكل (3-32): المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020

يلاحظ من الشكل (3-33) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020، ان المؤشر العام للسوق كان منخفضاً في سنة 2011 ثم ارتفعت في سنة 2013، ثم تذبذب بين الصعود والنزول في السنوات منخفضة الى ادى مستوى له في سنة 2016، بعدها بدأ بالصعود ليصل الى أعلى مستوى له في سنة 2018 ثم عاود بالانخفاض في السنتين 2019 و2020 مما يشير الى ان عام 2018 حقق اعلى ارتفاع بسبب الاستقرار الاقتصادي وتخلص العراق من الارهاب الداعشي .



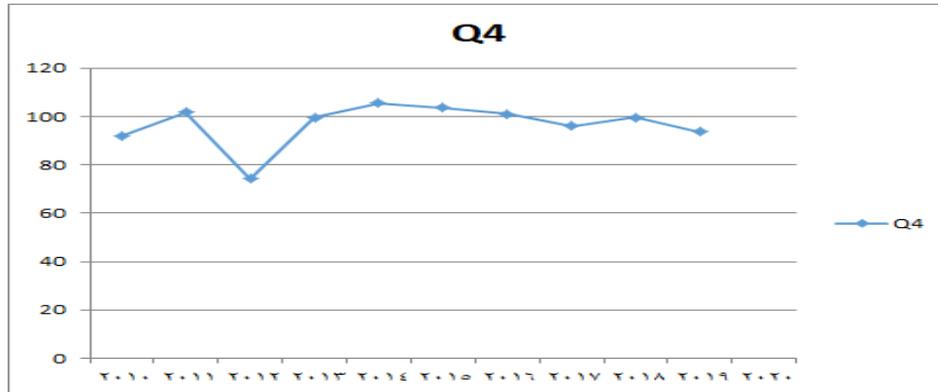
شكل (3-33): المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020

اما الشكل (3-34) فيلاحظ منه المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020، ان القيمة السوقية كان متذبذباً بشكل ضعيف بين الارتفاع والانخفاض في السنوات 2010 – 2019، وبعدها ارتفع بشكل كبير عبر سنة 2020 مما يشير الى وجود تأثيرات ايجابية وعودت الاسواق للعمل وزيادة الاستثمار بسبب تخلص من الفايروس كوفيد-19 .



شكل (3-34): المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020

يلاحظ من الشكل (3-35) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020، القيمة السوقية كان منخفضاً في سنة 2010 ثم ارتفع في سنة 2011، ثم عاودت بالانخفاض في سنة 2012 وبعدها ارتفع بشكل متذبذب عبر ال سنتين 2013 و2014، بعدها تذبذب بالانخفاض للسنوات 2015-2020.



شكل (3-35): المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020

- حساب متوسطات المؤشرات الفصلية للأربعة فصول ، وكما ملخصة بالجدول (34-3) ادناه.

جدول (34-3): المؤشرات الفصلية للقيمة السوقية

المجموع	Q4	Q3	Q2	Q1	الفصل
406.443	96.712	108.281	103.582	97.868	المتوسط

المصدر: اعداد الباحث

- نقوم بتعديل قيم متوسطات الفصول، لام مجموعها بلغ 406.443 وهو أكبر 400 باستعمال المعادلة (2-15) وكما في الجدول (3-35) الاتي:

جدول (35-3): المؤشر الموسمي المعدل

المجموع	Q4	Q3	Q2	Q1	الفصل
400	95.179	106.564	101.940	96.316	المؤشر الموسمي المعدل

- الان نعمل على ازالة الاثر الموسمي من مشاهدات المؤشر العام للسوق باستعمال المعادلة (2-16) ونلخصها بالجدول (3-36) الاتي:

جدول (36-3): معدل دوران القيمة السوقية مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)

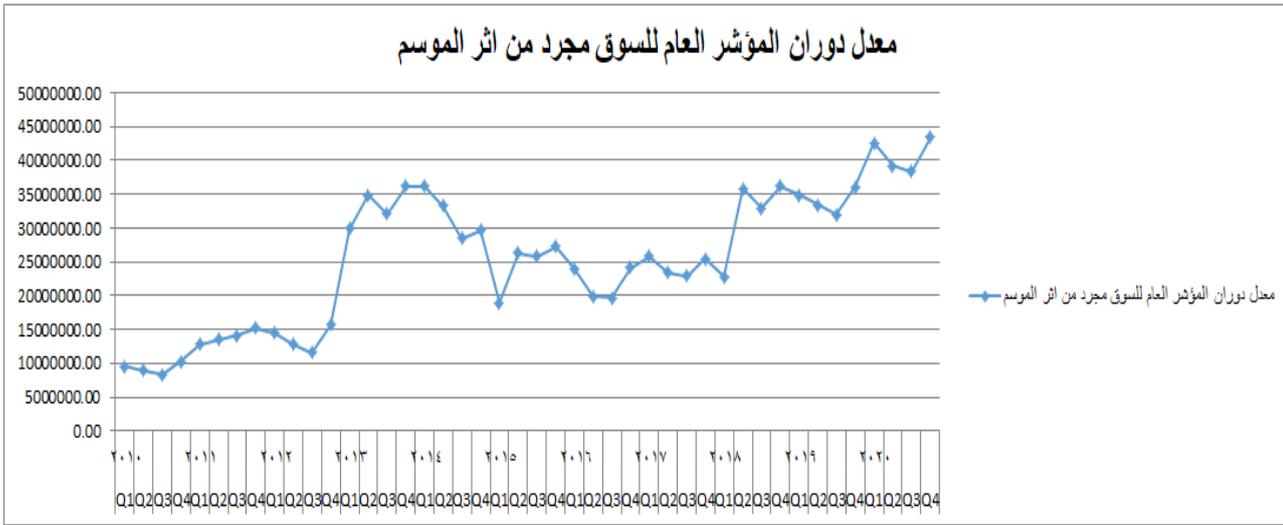
معدل دوران المؤشر العام للسوق مجرد من اثر الموسم	المؤشر الموسمي المعدل	Y	T	السنوات
9523507	96.316	9172661	1	2010
8920752	101.94	9093815	2	
8379321	106.564	8929340	3	
10240600	95.179	9746901	4	
12756812	96.316	12286851	1	2011
13475502	101.94	13736927	2	



14108067	106.564	15034120	3	2012
15196383	95.179	14463765	4	
14510028	96.316	13975479	1	
12747328	101.94	12994626	2	
11601525	106.564	12363049	3	
15687996	95.179	14931678	4	
29941364	96.316	28838324	1	2013
34811227	101.94	35486565	2	
32123915	106.564	34232529	3	
36144533	95.179	34402005	4	
36160972	96.316	34828802	1	2014
33240998	101.94	33885873	2	
28485057	106.564	30354816	3	
29717193	95.179	28284527	4	
18956362	96.316	18258010	1	2015
26324613	101.94	26835310	2	
25830061	106.564	27525546	3	
27254679	95.179	25940731	4	
24003347	96.316	23119064	1	2016
19924702	101.94	20311241	2	
19707493	106.564	21001093	3	
24124188	95.179	22961161	4	
25751217	96.316	24802542	1	2017
23429805	101.94	23884343	2	
22921055	106.564	24425593	3	
25405203	95.179	24180418	4	
22839708	96.316	21998293	1	2018
35850593	101.94	36546095	2	
32939036	106.564	35101154	3	
36187797	95.179	34443183	4	
34789110	96.316	33507479	1	2019

33401660	101.94	34049652	2	2020
31933181	106.564	34029275	3	
36022939	95.179	34286273	4	
42541478	96.316	40974250	1	
39223662	101.94	39984601	2	
38317768	106.564	40832946	3	
43422147	95.179	41328765	4	

المصدر: اعداد الباحث



شكل (3-36): معدل دوران القيمة السوقية مجرد من إثر الموسم للمدة 2020-2010

6-2-3- فرضية الدراسة

H_{01} : لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على القيمة السوقية

لاختبار هذه الفرضية، تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران المؤشر العام للسوق مجرداً من إثر الاتجاه الموسمي (التغير الفصلي)، وكما موضحة نتائجها في الجدول (3-32)، والذي تم عليه بناء رسم بياني للمؤشرات الفصلية (3-36) والتي اوضحت وجود تذبذبات في بيانات السلسلة الزمنية صعوداً عبر الفصول، وهذا يؤكد عدم صحة قبول الفرضية العدمية H_{01} ، وعليه ترفض تلك الفرضية وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على:

(يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على القيمة السوقية)

المبحث الثالث: تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر التجميحي للاستقرار المالي

3-3-1- الاجابة عن تساؤلات الدراسة

السؤال الاول: هل يمكن تحديد اتجاه عام لواقع المؤشر التجميحي للاستقرار المالي في
للمدة الزمنية 2010-2020؟

للإجابة على هذا السؤال سيتم تحليل المتغير الثالث من معادلة الاتجاه العام عن طريق استبعاد
إثر المتغيرات الفصلية والتغيرات الدورية والتغيرات العشوائية لغرض الوصول الى تحديد
اتجاه السلسلة بطريقة المربعات الصغرى.

1. طريقة المربعات الصغرى

لنفترض النموذج الضربي لتمثيل مشاهدات السلسلة الزمنية $Y = T * S * C * I$ ومن اجل ازالة اثر
الاتجاه العام من السلسلة الزمنية نتبع الاتي:

$$T = \bar{Y} = \bar{a}_0 + \bar{a}_1 t_i$$

- تقدير معادلة خط الاتجاه العام $T = \bar{Y} = \bar{a}_0 + \bar{a}_1 t_i$
 - ايجاد القيم الاتجاهية (T) للسلسلة الزمنية
 - حساب القيم النسبية للظاهرة Y^* مجردة من اثر الاتجاه العام باستعمال المعادلة (2-14).
- وبالاستعانة ببرنامج Spss فان معادلة خط الاتجاه العام المقدره هي

$$(T=0.168+0.007 t)$$

كما يلخص الجدول (3-37) القيم النسبية لمعدل دوران المؤشر التجميحي للاستقرار المالي
مجردة من اثر الاتجاه العام.

جدول(3-37): القيم النسبية لمعدل دوران المؤشر التجميحي للاستقرار المالي مجردة
من اثر الاتجاه العام

القيم النسبية لمعدل دوران المؤشر التجميحي للاستقرار المالي مجردة من اثر الاتجاه	$\bar{Y} = T$	Y	T	السنوات
91.59	0.17	0.16	1	2010
132.06	0.18	0.24	2	
100.65	0.19	0.19	3	
112.35	0.20	0.22	4	



97.31	0.17	0.17	1	2011
110.05	0.18	0.2	2	
137.73	0.19	0.26	3	
81.71	0.20	0.16	4	
114.49	0.17	0.2	1	2012
165.08	0.18	0.3	2	
153.63	0.19	0.29	3	
117.46	0.20	0.23	4	
160.28	0.17	0.28	1	2013
176.08	0.18	0.32	2	
196.01	0.19	0.37	3	
148.10	0.20	0.29	4	
177.46	0.17	0.31	1	2014
170.58	0.18	0.31	2	
180.11	0.19	0.34	3	
148.10	0.20	0.29	4	
154.56	0.17	0.27	1	2015
154.07	0.18	0.28	2	
158.92	0.19	0.3	3	
132.78	0.20	0.26	4	
148.83	0.17	0.26	1	2016
148.57	0.18	0.27	2	
148.33	0.19	0.28	3	
127.67	0.20	0.25	4	
154.56	0.17	0.27	1	2017
132.06	0.18	0.24	2	
169.52	0.19	0.32	3	
311.53	0.20	0.61	4	
269.05	0.17	0.47	1	2018
335.66	0.18	0.61	2	
259.57	0.19	0.49	3	

270.67	0.20	0.53	4	2019
326.29	0.17	0.57	1	
297.14	0.18	0.54	2	
84.76	0.19	0.16	3	
173.64	0.20	0.34	4	
131.66	0.17	0.23	1	2020
247.62	0.18	0.45	2	
275.47	0.19	0.52	3	
367.70	0.20	0.72	4	

اذ يشير الجدول (37-3) الى القيم النسبية لمعدل دوران المؤشر التجميعي للاستقرار المالي مجردة من إثر الاتجاه العام، إذ تم تطبيق الخطوات اعلاه وذلك لتجريد قيم السلسلة الزمنية من إثر الاتجاه.

السؤال الثاني: هل تتأثر السلسلة الزمنية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي بالمتغيرات الفصلية؟

للإجابة عن هذا السؤال تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران المؤشر التجميعي للاستقرار المالي مجرداً من إثر (التغير الفصلي) ووفق الخطوات الآتية:

- ايجاد المتوسطات المتحركة بطول (4 فصول) وكما في الجدول (38-3) الآتي:

جدول (38-3): المؤشرات الفصلية باستعمال المتوسطات المتحركة

المؤشرات الفصلية	المتوسط المتحرك المركزي بطول فصل (2)	المتوسط المتحرك بطول فصول (4)	مجموع المشاهدات بطول فصول (4)	y	T	السنوات
				0.16	1	2010
				0.24	2	
93.25	0.20	0.20	0.81	0.19	3	
110.00	0.20	0.21	0.82	0.22	4	



83.44	0.20	0.20	0.78	0.17	1	2011
97.56	0.21	0.21	0.85	0.20	2	
129.19	0.20	0.20	0.79	0.26	3	
73.56	0.22	0.21	0.82	0.16	4	
85.56	0.23	0.23	0.92	0.20	1	2012
121.83	0.25	0.24	0.95	0.30	2	
109.43	0.27	0.26	1.02	0.29	3	
82.88	0.28	0.28	1.10	0.23	4	
96.55	0.29	0.28	1.12	0.28	1	2013
104.07	0.31	0.30	1.20	0.32	2	
116.08	0.32	0.32	1.26	0.37	3	
90.27	0.32	0.32	1.29	0.29	4	
98.02	0.32	0.32	1.28	0.31	1	2014
99.20	0.31	0.31	1.25	0.31	2	
110.57	0.31	0.31	1.25	0.34	3	
97.07	0.30	0.30	1.21	0.29	4	
93.10	0.29	0.30	1.18	0.27	1	2015
99.56	0.28	0.29	1.14	0.28	2	
108.60	0.28	0.28	1.11	0.30	3	
94.98	0.27	0.28	1.10	0.26	4	
96.30	0.27	0.27	1.09	0.26	1	2016
101.41	0.27	0.27	1.07	0.27	2	
105.16	0.27	0.27	1.06	0.28	3	
94.79	0.26	0.27	1.07	0.25	4	
101.89	0.27	0.26	1.04	0.27	1	2017
76.19	0.32	0.27	1.08	0.24	2	
83.12	0.39	0.36	1.44	0.32	3	
133.70	0.46	0.41	1.64	0.61	4	
89.74	0.52	0.50	2.01	0.47	1	2018
114.02	0.54	0.55	2.18	0.61	2	
91.16	0.54	0.53	2.10	0.49	3	

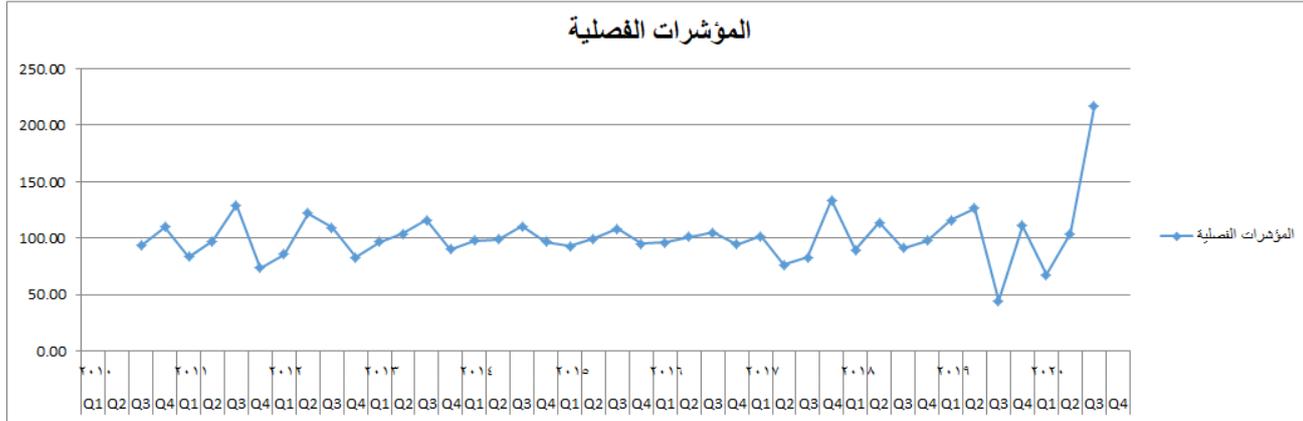
97.92	0.54	0.55	2.20	0.53	4	2019
116.03	0.49	0.53	2.13	0.57	1	
126.69	0.43	0.45	1.80	0.54	2	
44.44	0.36	0.40	1.61	0.16	3	
111.02	0.31	0.32	1.27	0.34	4	
67.65	0.34	0.30	1.18	0.23	1	2020
104.05	0.43	0.39	1.54	0.45	2	
216.67	0.24	0.48	1.92	0.52	3	
				0.72	4	

المصدر: اعداد الباحث

- يلخص الجدول (3-38) عملية التحليل لحساب المؤشرات الفصلية والتي ظهرت كالآتي:
- في سنة 2010 بلغت أعلى قيمة في الفصل الرابع (110.00) وأدنى قيمة في الفصل الثالث (93.25)
 - في سنة 2011 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (129.19) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (73.56)
 - في سنة 2012 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (121.83) وأدنى قيمة في الفصل الاول (82.88)
 - في سنة 2013 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (116.08) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (90.27)
 - في سنة 2014 بلغت أعلى قيمة في الفصل الاول (110.57) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (97.07)
 - في سنة 2015 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (108.60) وأدنى قيمة في الفصل الاول (93.10)
 - في سنة 2016 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (105.16) وأدنى قيمة في الفصل الرابع (94.79)
 - في سنة 2017 بلغت أعلى قيمة في الفصل الرابع (133.70) وأدنى قيمة في الفصل الثاني (76.19)
 - في سنة 2018 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (114.02) وأدنى قيمة في الفصل الاول (89.74)

• في سنة 2019 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثاني (126.69) وأدنى قيمة في الثالث (44.44)

• في سنة 2020 بلغت أعلى قيمة في الفصل الثالث (216.67) وأدنى قيمة في الاول (67.65)



شكل (3-37): المؤشرات الفصلية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي للمدة 2020-2010

- تلخيص نتائج المؤشرات الفصلية للجدول (3-38) في الجدول (3-39) ادناه.

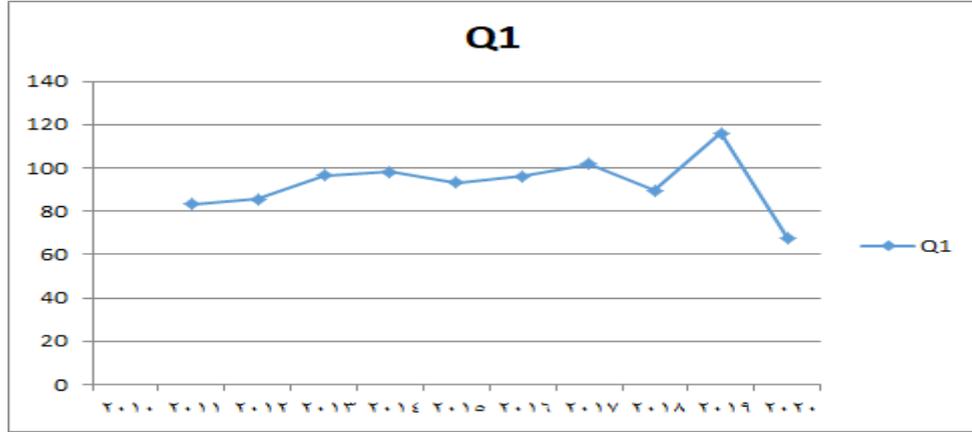
جدول(3-39): ملخص المؤشرات الفصلية

السنوات	Q1	Q2	Q3	Q4
2010	83.44	97.56	93.25	110.00
2011	94.98	99.56	108.60	94.98
2012	98.02	101.41	105.16	96.30
2013	96.55	76.19	83.12	133.70
2014	93.10	91.16	97.92	101.89
2015	104.05	126.69	44.44	111.02
2016	67.65	104.05	216.67	104.05
المجموع	928.27	1044.56	1207.68	986.19

المصدر: اعداد الباحث

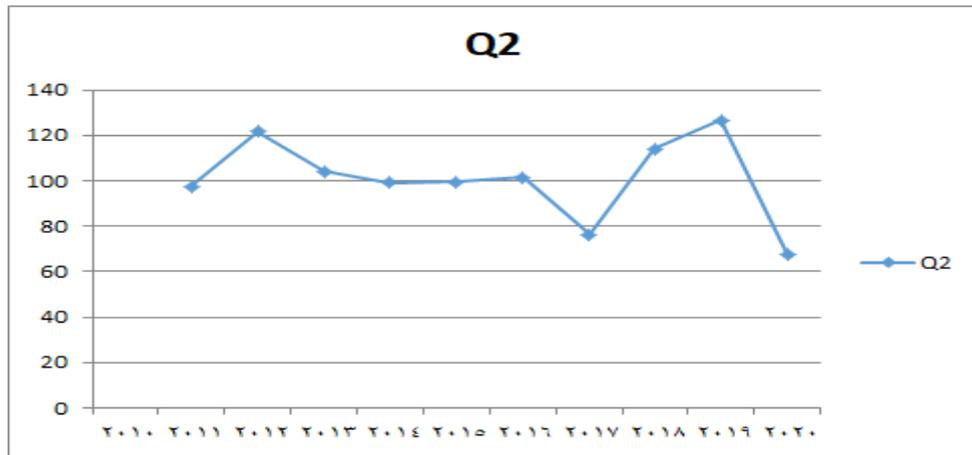


يلاحظ من الشكل (38-3) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020، ان المؤشر التجميحي للاستقرار المالي كان منخفضاً في سنة 2011 ثم تذبذب بالارتفاع عبر الفترة 2012-2017، ثم عاودت بالانخفاض في سنة 2018 ثم رجع ليرتفع في سنة 2019 ثم انحدر منخفضاً في سنة 2020.



شكل (38-3): المؤشرات الفصلية للفصل الاول للسنوات 2010-2020

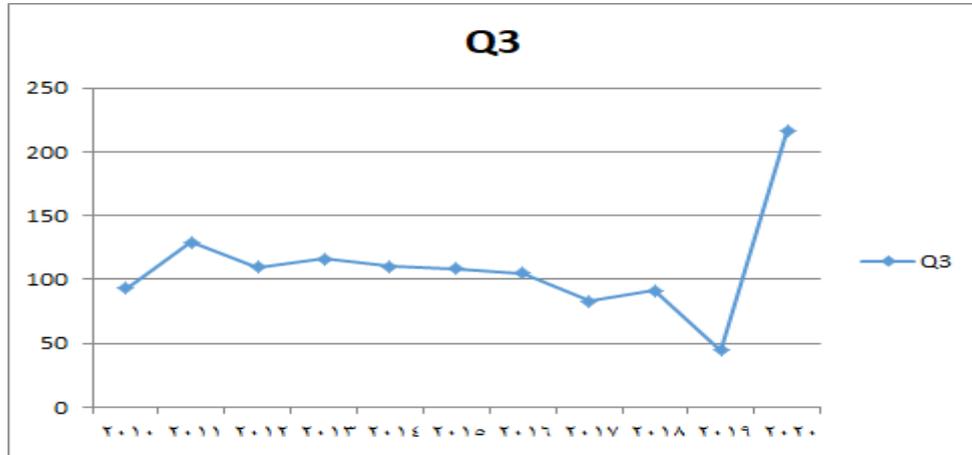
يلاحظ من الشكل (39-3) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020، ان المؤشر التجميحي للاستقرار المالي كان منخفضاً في سنة 2011 ثم ارتفعت في سنة 2012، ثم انحدر منخفضاً في السنوات 2013 و 2014 و 2015، بعدها ارتفع في سنة 2016 ثم انخفض بقوة في سنة 2017 ثم عاود الارتفاع في السنتين 2018 و 2019 واخيراً انخفض بشدة في سنة 2020.



شكل (39-3): المؤشرات الفصلية للفصل الثاني للسنوات 2010-2020

اما الشكل (40-3) فيلاحظ منه المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020، ان المؤشر التجميحي للاستقرار المالي بدء منخفضاً في سنة 2010 ثم ارتفع في سنة 2011، ثم

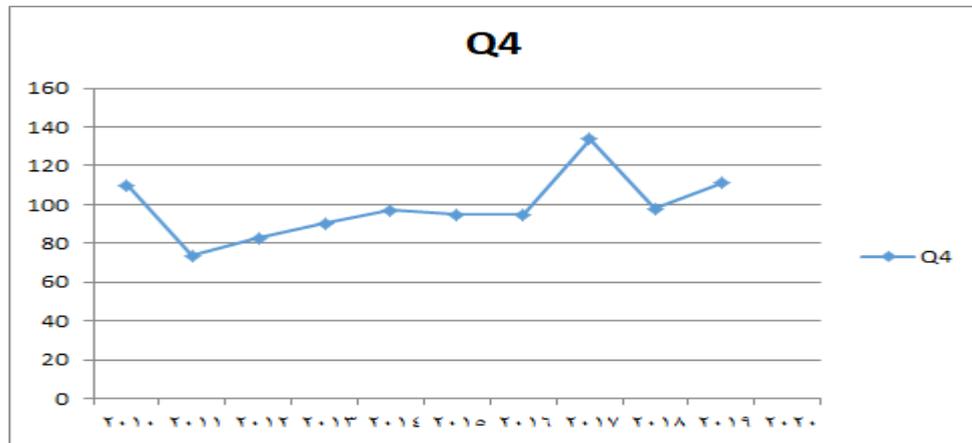
عاود بالانخفاض متذبذباً في السنوات 2012 – 2019، وبعدها ارتفع بشكل كبير في سنة 2020 مما يشير الى وجود تأثيرات ايجابية حصلت عبر السنة الاخيرة.



شكل (3-40): المؤشرات الفصلية للفصل الثالث للسنوات 2010-2020

المصدر: اعداد الباحث

يلاحظ من الشكل (3-41) والخاص بالمؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020، مقدار المؤشر التجميحي للاستقرار المالي كان مرتفعاً في سنة 2010 ثم اتجه للانخفاض في سنة 2011، وبعدها ارتفع بشكل متذبذب عبر السنوات 2012-2017 ثم انخفض في سنة 2018 واخيراً ارتفع في سنة 2019.



شكل (3-41): المؤشرات الفصلية للفصل الرابع للسنوات 2010-2020

المصدر: اعداد الباحث

- حساب متوسطات المؤشرات الفصلية للأربعة فصول ، وكما ملخصة بالجدول (3-40) ادناه.

جدول (3-40): المؤشرات الفصلية للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي

الفصل	Q1	Q2	Q3	Q4	المجموع
المتوسط	92.827	104.456	109.789	98.619	405.692

المصدر: اعداد الباحث

- نقوم بتعديل قيم متوسطات الفصول، لكون مجموعها بلغ 405.692 وهو أكبر 400 باستعمال المعادلة (2-15) وكما في الجدول (3-41) الاتي:

جدول (3-41): المؤشر الموسمي المعدل للمؤشر التجميعي للاستقرار المالي

الفصل	Q1	Q2	Q3	Q4	المجموع
المؤشر الموسمي المعدل	91.525	102.990	108.249	97.236	400

المصدر: اعداد الباحث

الان نعمل على ازالة الاثر الموسمي من مشاهدات المؤشر التجميعي للاستقرار المالي باستعمال المعادلة (2-16) ونلخصها بالجدول (3-42) الاتي:

جدول (3-42): معدل دوران المؤشر التجميعي للاستقرار المالي مجردة من اثر الموسم (التغير الفصلي)

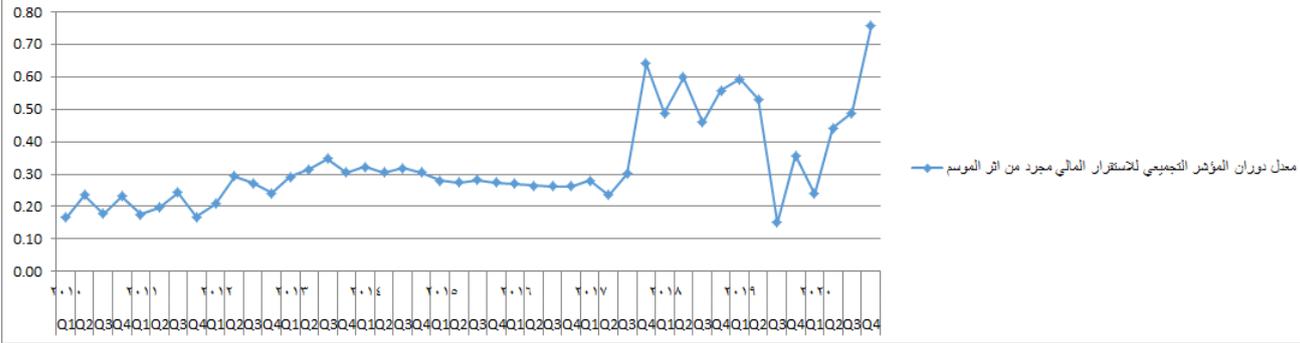
السنوات	T	y	المؤشر الموسمي المعدل	معدل دوران المؤشر التجميعي للاستقرار المالي مجرد من اثر الموسم
2010	1	0.16	96.32	0.17
	2	0.24	101.94	0.24
	3	0.19	106.56	0.18
	4	0.22	95.18	0.23
2011	1	0.17	96.32	0.18
	2	0.20	101.94	0.20



0.24	106.56	0.26	3	2012
0.17	95.18	0.16	4	
0.21	96.32	0.20	1	
0.29	101.94	0.30	2	
0.27	106.56	0.29	3	
0.24	95.18	0.23	4	
0.29	96.32	0.28	1	2013
0.31	101.94	0.32	2	
0.35	106.56	0.37	3	
0.30	95.18	0.29	4	
0.32	96.32	0.31	1	
0.30	101.94	0.31	2	2014
0.32	106.56	0.34	3	
0.30	95.18	0.29	4	
0.28	96.32	0.27	1	
0.27	101.94	0.28	2	2015
0.28	106.56	0.30	3	
0.27	95.18	0.26	4	
0.27	96.32	0.26	1	
0.26	101.94	0.27	2	2016
0.26	106.56	0.28	3	
0.26	95.18	0.25	4	
0.28	96.32	0.27	1	
0.24	101.94	0.24	2	2017
0.30	106.56	0.32	3	
0.64	95.18	0.61	4	
0.49	96.32	0.47	1	
0.60	101.94	0.61	2	2018
0.46	106.56	0.49	3	
0.56	95.18	0.53	4	
0.59	96.32	0.57	1	
				2019

0.53	101.94	0.54	2	2020
0.15	106.56	0.16	3	
0.36	95.18	0.34	4	
0.24	96.32	0.23	1	
0.44	101.94	0.45	2	
0.49	106.56	0.52	3	
0.76	95.18	0.72	4	

معدل دوران المؤشر التجميعي للاستقرار المالي مجرد من اثر الموسم



شكل (3-42): معدل دوران المؤشر التجميعي للاستقرار المالي مجرد من إثر الموسم للمدة

2020-2010

2-3-3- فرضية الدراسة

H_{01} : لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي
لاختبار هذه الفرضية، تم استعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران المؤشر التجميعي للاستقرار المالي مجرداً من إثر الاتجاه الموسمي (التغير الفصلي)، وكما موضحة نتائجها في الجدول (3-38)، والذي تم عليه بناء رسم بياني للمؤشرات الفصلية (3-42) والتي اوضحت وجود تذبذبات في بيانات السلسلة الزمنية صعوداً عبر الفصول، وهذا يؤكد عدم صحة قبول الفرضية العدمية H_{01} ، وعليه ترفض تلك الفرضية وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على:

(يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي)

المبحث الرابع

ارتباط وأثر قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال

وعلاقتها بالمؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق

3-4-1- اختبار فرضيات الدراسة

1- اختبار علاقات الارتباط

تم استعمال مصفوفة الارتباطات (معاملات الارتباط البسيط بيرسون Pearson) لغرض اختبار فرضيات التحقق من قوة واتجاه علاقة الارتباط بين المتغيرات وابعادها في الفرضيات الرئيسية والفرعية، اذ يشير (Sig.) في الجدول الى القيمة الاحتمالية التي تختبر معنوية معامل الارتباط البسيط. ويتم الحكم على مقدار قوة العلاقة ونوعها عن طريق قيمة معامل الارتباط. وادناه سيتم التطرق لمناقشة نتائج اختبار فرضيات العلاقة.

• الفرضية الرئيسية الثانية H_{02} (لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين السياسة النقدية والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي)

تم تلخيص معاملات الارتباط بين متغير من متغيرات قنوات السياسة النقدية (X_1 : قناة الائتمان، X_2 : سعر الصرف، X_3 : سعر الفائدة)، ومتغير المؤشر التجميعي للاستقرار المالي الى جانب مستوى المعنوية لاختبارها Sig في الجدول (3-43) ادناه.

جدول (3-43): مصفوفة الارتباط بين قنوات السياسة النقدية والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي

المتغير	المؤشر التجميعي للاستقرار المالي	Sig	الدلالة
قناة الائتمان (X_1)	0.60	0.000	معنوي
سعر الصرف (X_3)	0.17	0.26	غير معنوي
سعر الفائدة (X_3)	-0.59	0.000	معنوي

المصدر: إعداد الباحث وفقا لنتائج الحاسوب باستعمال برنامج SPSS Ver. 22

يتبين من جدول (3-43) أن هنالك علاقة ارتباط طردية معنوية بين المتغير (قناة الائتمان) ومتغير المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، اذ ظهرت قيمة معامل الارتباط (0.60) موجبة وذات دلالة معنوية (Significant) عند مستوى معنوية 0.05، معنوية لكون قيمة Sig. البالغة (0.000) اقل من مستوى المعنوية 0.05 كما يتبين وجود علاقة عكسية معنوية بين

المتغير (سعر الفائدة) و متغير المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، اذ بلغت قيمة معامل الارتباط (-0.59) وذات دلالة معنوية لكون قيمة Sig. لها بلغت (0.000) وهي اقل من 0.05، وهذا يدل على رفض فرضية العدم (H_{01}) وقبول فرضية البديلة (H_{11}) بمعنى (توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين واحد او أكثر من متغيرات قنوات السياسة النقدية والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي).

• الفرضية الرئيسية الثالثة H_{03} (لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال) تنفرع هذه الفرضية الى ثلاثة فرضيات وكالاتي:

- الفرضية الفرعية الاولى (لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين قنوات السياسة النقدية ومؤشر حجم التداول)

تم تلخيص معاملات الارتباط بين كل متغير من قنوات السياسة النقدية (X_1 : قناة الائتمان، X_2 : سعر الصرف، X_3 : سعر الفائدة)، ومؤشر حجم التداول الى جانب مستوى المعنوية لاختبارها Sig في الجدول (3-44) ادناه.

جدول (3-44): مصفوفة الارتباط بين قنوات السياسة النقدية ومؤشر حجم التداول

المتغير	حجم التداول	Sig	الدلالة
قناة الائتمان	-0.14	0.37	غير معنوي
سعر الصرف	0.09	0.52	غير معنوي
سعر الفائدة	0.20	0.19	غير معنوي

المصدر: إعداد الباحث وفقا لنتائج الحاسوب باستعمال برنامج SPSS Ver. 22

يتبين من جدول (3-44) عدم وجود علاقة معنوية بين جميع قنوات السياسة النقدية (قناة الائتمان، سعر الصرف، سعر الفائدة) ومؤشر حجم التداول، لكون قيمة Sig. لها و البالغة (0.19,0.52,0.37) جميعها كبر من مستوى المعنوية 0.05 وتدل هذه النتيجة على قبول فرضية العدم (H_{02}) التي تنص (لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين احد او اكثر من قنوات السياسة النقدية ومؤشر حجم التداول).

- الفرضية الفرعية الثانية (لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين قنوات السياسة النقدية والمؤشر العام للسوق)

تم تلخيص معاملات الارتباط بين كل متغير من متغيرات قنوات السياسة النقدية (X_1): قناة الائتمان, X_2 : سعر الصرف, X_3 : سعر الفائدة, و المؤشر العام للسوق الى جانب مستوى المعنوية لاختبارها Sig في الجدول (3-45) ادناه.

جدول (3-45): مصفوفة الارتباط بين قنوات السياسة النقدية والمؤشر العام للسوق

المتغير	المؤشر العام للسوق	Sig	الدلالة
قناة الائتمان	0.67	0.000	معنوي
سعر الصرف	0.53	0.000	معنوي
سعر الفائدة	-0.58	0.000	معنوي

المصدر: إعداد الباحث وفقا لنتائج الحاسوب باستعمال برنامج SPSS Ver. 22

يتبين من جدول (3-45) أن هنالك علاقة ارتباط طردية معنوية بين المتغيرين (قناة الائتمان, قناة سعر الصرف) ومتغير المؤشر العام للسوق, إذ ظهرت قيمة معامل الارتباط (0.53, 0.67) موجبة وذات دلالة معنوية (Significant) عند مستوى معنوية 0.05 لكون قيمة Sig البالغة (0.000) اقل من مستوى المعنوية 0.05.

اما المتغير (سعر الفائدة) فقد امتلك علاقة عكسية معنوية إذ ظهرت قيمة معامل الارتباط (-0.58) موجبة وذات دلالة معنوية (Significant) عند مستوى معنوية 0.05 لكون قيمة Sig لهما اقل من مستوى المعنوية 0.05.

وتدل هذه النتيجة على رفض فرضية العدم (H_0) وقبول فرضية البديلة (H_1) بمعنى (توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين قنوات السياسة النقدية والمؤشر العام للسوق).

- الفرضية الفرعية الثالثة (لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين قنوات السياسة النقدية ومؤشر القيمة السوقية)

تم تلخيص معاملات الارتباط بين كل متغير من قنوات السياسة النقدية (X_1): قناة الائتمان, X_2 : سعر الصرف, X_3 : سعر الفائدة, و مؤشر القيمة السوقية الى جانب مستوى المعنوية لاختبارها Sig في الجدول (3-46) ادناه.

جدول (3-46): مصفوفة الارتباط بين قنوات السياسة النقدية ومؤشر القيمة السوقية

المتغير	القيمة السوقية	Sig	الدلالة
قناة الائتمان	0.80	0.000	معنوي
سعر الصرف	0.04	0.78	غير معنوي
سعر الفائدة	-0.58	0.000	معنوي

المصدر: إعداد الباحث وفقا لنتائج الحاسوب باستعمال برنامج SPSS Ver. 22

يتبين من جدول (3-46) أن هنالك علاقة ارتباط طردية قوية معنوية بين المتغير (قناة الائتمان) ومؤشر القيمة السوقية، إذ ظهرت قيمة معامل الارتباط (0.80) موجبة وذات دلالة معنوية (non-Significant) عند مستوى معنوية 0.05 لكون قيمة Sig. أقل من مستوى المعنوية 0.05، في حين امتلك المتغير (سعر الفائدة) علاقة عكسية معنوية، إذ بلغ معامل الارتباط (-0.58) وذات دلالة معنوية لكون قيمة Sig. أقل من مستوى المعنوية. أما المتغير (سعر الصرف) فقد ظهرت علاقته طردية ضعيفة وغير معنوية، إذ بلغ معامل الارتباط (0.04) وذات دلالة غير معنوية لكون قيمة Sig. بلغت (0.78) أكبر من مستوى المعنوية 0.05 وتدل هذه النتيجة على رفض فرضية العدم (H_0) وقبول الفرضية البديلة H_1 التي تنص على (وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين واحد أو أكثر من قنوات السياسة النقدية ومؤشر القيمة السوقية).

• الفرضية الرئيسية الثالثة (H_{03}) (لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين مؤشرات سوق رأس المال والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي)
تم تلخيص معاملات الارتباط بين متغير من متغيرات سوق رأس المال ومتغير المؤشر التجميعي للاستقرار المالي الى جانب مستوى المعنوية لاختبارها Sig في الجدول (3-47) ادناه.

جدول (3-47): مصفوفة الارتباط بين متغيرات سوق رأس المال ومتغير المؤشر التجميعي للاستقرار المالي

المتغير	المؤشر التجميعي للاستقرار المالي	Sig	الدلالة
حجم التداول (Z_1)	-0.12	0.49	غير معنوي
مؤشر العام للسوق (Z_2)	0.31	0.04	معنوي
القيمة السوقية (Z_3)	0.61	0.000	معنوي

المصدر: إعداد الباحث وفقا لنتائج الحاسوب باستعمال برنامج SPSS v. 22

يتبين من جدول (3-47) أن هنالك علاقة ارتباط طردية معنوية بين المتغيرات (المؤشر العام للسوق، القيمة السوقية) والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي، إذ ظهرت قيمة معامل الارتباط (0.61, 0.31) موجبة وذات دلالة معنوية (Significant) عند مستوى معنوية 0.05 لكون قيمة Sig لها والبالغة (0.000, 0.04) أقل من مستوى المعنوية 0.05) وتدل هذه النتيجة على رفض فرضية العدم (H_{03}) وقبول فرضية البديلة (H_{13}).
بمعنى (توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين مؤشرات سوق رأس المال والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي).

3-4-2- اختبار فرضيات التأثير

عمدت الدراسة على توصيف الانحدار الخطي المتعدد المدمج **Pooled multi-linear Regression** و أسلوب تحليل المسار **Path Analysis** لتمثيل العلاقة بين المتغيرات المستقلة (قنوات السياسة النقدية) وهي (X_1 : قناة الائتمان، X_2 : سعر الصرف، X_3 : سعر الفائدة)، و المتغيرات الوسيطة (مؤشرات سوق رأس المال) وهي (Z_1 : حجم التداول، Z_2 : المؤشر العام للسوق، Z_3 : القيمة السوقية)، و المتغير المعتمد (Y : المؤشر التجميعي للاستقرار المالي) لاختبار فرضيات التأثير للمتغيرات المستقلة في كل من المتغيرات المعتمدة وكالاتي:

- الفرضية الرئيسية الثانية: H_{02} (لا توجد علاقة إثر ذات دلالة معنوية للسياسة النقدية في مؤشرات الاستقرار المالي)

يكتب نموذج الانحدار الخطي المتعدد لهذه الفرضية بالمعادلة (3-17)

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} + \beta_3 X_{it3} + e_{it}$$

.....(3-17)

جدول (3-48): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي المدمج

التقدير	sig	R ²	Adjusted R ²	F	Sig
$\widehat{\beta}_0$	1.043	0.41	0.362	8.936	0.000
$\widehat{\beta}_1$	5.775E-9				
$\widehat{\beta}_2$	-0.001				
$\widehat{\beta}_3$	-0.033				

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v.22

نلاحظ من الجدول (3-48) ان مقدار معامل التحديد للنموذج بلغت ($R^2=0.41$)، وهذا يشير الى ان النموذج تمكن من تفسير ما مقداره 41% من التغيرات في المتغير المعتمد والمتبقي من التغيرات 59% ترجع لمتغيرات اخرى لم تضمن في النموذج دمجت مع حد الخطأ العشوائي. فضلا عن ذلك فقد ظهر النموذج معنوياً اذ نلاحظ ان مستوى المعنوية ($Sig=0.000$) التابعة لاختبار F قيمتها اقل من مستوى المعنوية المحدد للاختبار $\alpha = 0.05$ ، وعليه نرفض

الفرضية الاولى العدمية H_{01} ونقبل الفرضية البديلة لها والتي تنص على وجود متغير واحد او اكثر من المتغيرات المستقلة لها تأثيراً معنوياً في المتغير المعتمد.
 كما ان هذه المعنوية جاءت نتيجة لكون تأثير المتغيرات (X_1 : قناة الائتمان) ظهرت معنوياً اذ نجد ان مستوى المعنوية Sig المصاحب لاختبار t لمعاملاتها بلغ (0.036) وهو اقل من $\alpha = 0.05$. اما المتغيرات X_2 : سعر الصرف و X_3 : سعر الفائدة فقد ظهر غير معنوياً.

• **الفرضية الرئيسية الثالثة: H_{03}** (لا توجد علاقة إثر ذات دلالة معنوية للسياسة النقدية في مؤشرات سوق رأس المال)

لاختبار هذه الفرضية فقد تم تجزئتها الى ثلاث فرضيات فرعية كالآتي:

- **الفرضية الفرعية الاولى: H_{02A}** (لا يوجد تأثير للمتغيرات المستقلة (قناة الائتمان، سعر الصرف، سعر الفائدة) في المتغير المعتمد (حجم التداول))
 يكتب نموذج الانحدار الخطي المتعدد لهذه الفرضية بالمعادلة (3-18)

$$z_{1it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it1} + \beta_2 x_{it2} + \beta_3 x_{it3} + e_{it}$$

.....(18-3)

جدول (3-49): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي المدمج

التقدير	sig	R ²	Adjusted R ²	F	Sig	
$\widehat{\beta}_0$	-2.025E+12	0.242	0.07	0.002	1.026	0.391
$\widehat{\beta}_1$	-467.133	0.949				
$\widehat{\beta}_2$	1536554014	0.264				
$\widehat{\beta}_3$	6.933	0.323				

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v.22

نلاحظ من الجدول (3-49) ان مقدار معامل التحديد للنموذج بلغت ($R^2=0.07$)، وهذا يشير الى ان النموذج تمكن من تفسير ما مقداره 7% من التغيرات في المتغير المعتمد والمتبقي من التغيرات 93% ترجع لمتغيرات اخرى لم تضمن في النموذج دمجت مع حد الخطأ العشوائي. فضلا عن ذلك فقد ظهر النموذج غير معنوياً اذ نلاحظ ان مستوى المعنوية ($Sig=0.391$) التابعة لاختبار F قيمتها اكبر من مستوى المعنوية المحدد للاختبار $\alpha = 0.05$ ، وعليه نقبل

الفرضية الفرعية الاولى العدمية H_{02A} والتي تنص على ان جميع المتغيرات المستقلة لا يوجد لها تأثير في المتغير المعتمد.

- الفرضية الفرعية الثانية: H_{02B} (لا يوجد تأثير للمتغيرات المستقلة) قناة الائتمان، سعر الصرف، سعر الفائدة) في المتغير المعتمد (المؤشر العام للسوق))
يكتب نموذج الانحدار الخطي المتعدد لهذه الفرضية بالمعادلة (19-3)

$$z_{2it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it1} + \beta_2 x_{it2} + \beta_3 x_{it3} e_{it}$$

.....(19-3)

جدول (50-3): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي المدمج

التقدير	sig	R ²	Adjusted R ²	F	Sig	
$\widehat{\beta}_0$	-2638.425	0.02	0.53	0.499	15.28	0.000
$\widehat{\beta}_1$	1.153E-5	0.018				
$\widehat{\beta}_2$	2.289	0.011				
$\widehat{\beta}_3$	-28.896	0.516				

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v.22

نلاحظ من الجدول (50-3) ان مقدار معامل التحديد للنموذج بلغت ($R^2=0.53$)، وهذا يشير الى ان النموذج تمكن من تفسير ما مقداره 53% من التغيرات في المتغير المعتمد والمتبقي من التغيرات 47% ترجع لمتغيرات اخرى لم تضمن في النموذج دمجت مع حد الخطأ العشوائي. فضلا عن ذلك فقد ظهر النموذج معنوياً اذ نلاحظ ان مستوى المعنوية ($Sig=0.000$) التابعة لاختبار F قيمتها اقل من مستوى المعنوية المحدد للاختبار $\alpha = 0.05$ ، وعليه نرفض الفرضية الاولى العدمية H_{02B} ونقبل الفرضية البديلة لها والتي تنص على وجود متغير واحد او اكثر من المتغيرات المستقلة لها تأثيراً معنوياً في المتغير المعتمد.

كما ان هذه المعنوية جاءت نتيجة لكون تأثير المتغيرات (X_1 : قناة الائتمان، X_2 : سعر الصرف) ظهرت معنوياً اذ نجد ان مستوى المعنوية Sig المصاحب لاختبار t لمعلماتها بلغ (0.011,0.018) على التوالي وهو اقل من $\alpha = 0.05$. اما المتغير X_3 : سعر الفائدة فقد ظهر غير معنوياً.

- الفرضية الفرعية الثالثة: H_{02c} (لا يوجد تأثير للمتغيرات المستقلة (قناة الائتمان، سعر الصرف، سعر الفائدة) في المتغير المعتمد (القيمة السوقية))
يكتب نموذج الانحدار الخطي المتعدد لهذه الفرضية بالمعادلة (20-3)

$$z_{3it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it1} + \beta_2 x_{it2} + \beta_3 x_{it3} e_{it}$$

.....(20-3)

جدول (3-51): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي المدمج

التقدير	Sig	R ²	Adjusted R ²	F	Sig
$\widehat{\beta}_0$	96184883.24	0.003	0.74	73.83	0.000
$\widehat{\beta}_1$	1.006	0.000			
$\widehat{\beta}_2$	-89828.516	0.001			
$\widehat{\beta}_3$	1380017.493	0.271			

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v.22

نلاحظ من الجدول (3-51) ان مقدار معامل التحديد للنموذج بلغت ($R^2=0.74$)، وهذا يشير الى ان النموذج تمكن من تفسير ما مقداره 74% من التغيرات في المتغير المعتمد والمتبقي من التغيرات 26% ترجع لمتغيرات اخرى لم تضمن في النموذج دمجت مع حد الخطأ العشوائي. فضلا عن ذلك فقد ظهر النموذج معنوياً اذ نلاحظ ان مستوى المعنوية ($Sig=0.000$) التابعة لاختبار F قيمتها اقل من مستوى المعنوية المحدد للاختبار $\alpha = 0.05$ ، وعليه نرفض الفرضية العدمية الثانية H_{02c} ونقبل الفرضية البديلة لها والتي تنص على وجود متغير واحد او اكثر من المتغيرات المستقلة لها تأثيراً معنوياً في المتغير المعتمد. كما ان هذه المعنوية جاءت نتيجة لكون تأثير المتغيرات (X_1 : قناة الائتمان، X_2 : سعر الصرف) ظهرت معنوياً اذ نجد ان مستوى المعنوية Sig المصاحب لاختبار t لمعلماتها بلغ (0.000,0.001) على التوالي وهو اقل من $\alpha = 0.05$. اما المتغير X_3 : سعر الفائدة فقد ظهر غير معنوياً.

- الفرضية الرئيسية الرابعة: H_{04} (لا توجد علاقة إثر ذات دلالة معنوية لمؤشرات سوق رأس المال في الاستقرار المالي)
يكتب نموذج الانحدار الخطي المتعدد لهذه الفرضية بالمعادلة (21-3)

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 z_{it1} + \beta_2 z_{it2} + \beta_3 z_{it3} + e_{it}$$

.....(21-3)

جدول (52-3): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي المدمج

التقدير	sig	R ²	Adjusted R ²	F	Sig	
$\widehat{\beta}_0$	0.112	0.026	0.40	0.35	8.504	0.000
$\widehat{\beta}_1$	-3.905E-14	0.498				
$\widehat{\beta}_2$	4.701E-5	0.483				
$\widehat{\beta}_3$	7.899E-9	0.000				

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss v.22

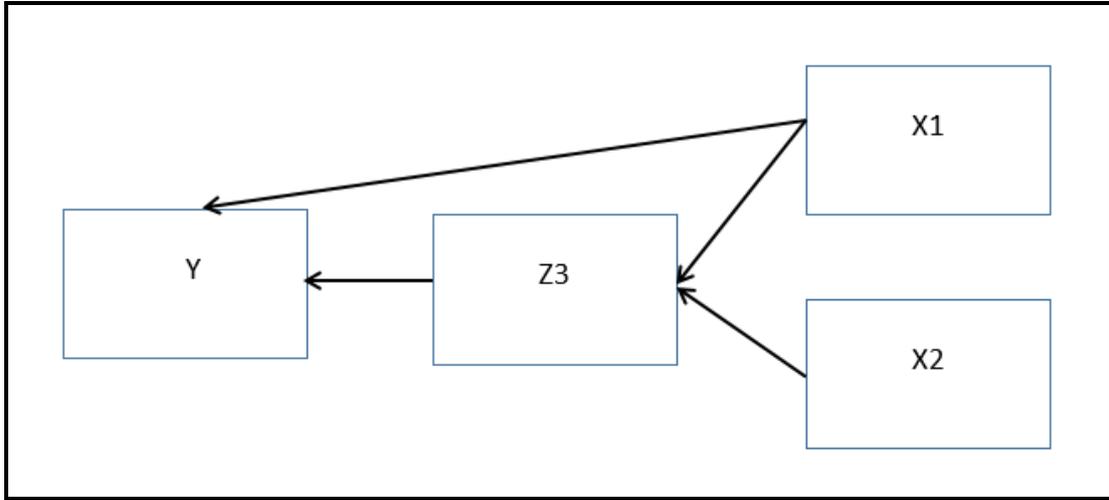
نلاحظ من الجدول (52-3) ان مقدار معامل التحديد للنموذج بلغت ($R^2=0.40$)، وهذا يشير الى ان النموذج تمكن من تفسير ما مقداره 40% من التغيرات في المتغير المعتمد والمتبقي من التغيرات 60% ترجع لمتغيرات اخرى لم تضمن في النموذج دمجت مع حد الخطأ العشوائي. فضلا عن ذلك فقد ظهر النموذج معنوياً اذ نلاحظ ان مستوى المعنوية ($Sig=0.000$) التابعة لاختبار F قيمتها اقل من مستوى المعنوية المحدد للاختبار $\alpha = 0.05$ ، وعليه نرفض الفرضية الثالثة العدمية H_{03} ونقبل الفرضية البديلة لها والتي تنص على وجود متغير واحد او اكثر من المتغيرات المستقلة لها تأثيراً معنوياً في المتغير المعتمد.

كما ان هذه المعنوية جاءت نتيجة لكون تأثير المتغيرات (Z_3 : القيمة السوقية) ظهرت معنوياً اذ نجد ان مستوى المعنوية Sig المصاحب لاختبار t لمعلماتها بلغ (0.000) وهو اقل من $\alpha = 0.05$. اما المتغيرات Z_1 : حجم التداول و Z_2 : المؤشر العام للسوق فقد ظهر غير معنوياً.

• **الفرضية الرئيسية الخامسة: H_{05}** (لا توجد علاقة إثر ذات دلالة معنوية للسياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال في مؤشرات الاستقرار المالي)

لاختبار هذه الفرضية سنعمد على استعمال اسلوب تحليل المسار والذي عن طريقه سنقدر الاثر المباشر والاثر غير المباشر للمتغيرات المستقلة في المتغير المعتمد وبناءً على ما تم التوصل اليه في الفرضيات الثلاثة اعلاه والتي اثبتت بوجود تأثير معنوي للمتغير (Z_3 القيمة السوقية) فقط في المتغير المعتمد (Y المؤشر التجميعي للاستقرار المالي)، فضلا عن وجود تأثير معنوي للمتغيرين المستقلين X_1 قناة الائتمان و $2X$ قناة سعر الصرف في Z_3 ، لذا فان رسم مسارات

العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمعتمد عبر المتغير الوسيط Z3 نوضحها بالشكل (3-43) الاتي.



شكل (3-43): مسارات العلاقة المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة

المصدر: اعداد الباحث

وباستعمال برنامج Amos واستحصال النتائج للتأثيرات المباشرة وغير المباشرة للمتغيرات المستقلة في المتغير المعتمد عبر المتغيرات الوسيطة سنناقشها كالآتي:
 نلاحظ من الجدول (3-53) ان المتغير X₁ له تأثير مباشر وتأثير غير مباشر في المتغير المعتمد Y بينما المتغير X₂ فقد امتلك تأثيراً غير مباشر فقط.

جدول (3-53): التأثيرات المباشرة وغير المباشرة

المتغير المعتمد	المتغيرات المستقلة	التأثير المباشر	التأثير غير المباشر عبر Z3	التأثير الكلي
Y	X1	5.775E-9	7.95E-09	1.37E-08
	X2	—	-7.10E-04	-7.10E-04

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Amos

لذلك فان أي تغير في قناة الائتمان تؤثر بشكل مباشر بالمؤشر التجميعي للاستقرار المالي، وأيضا يتأثر مؤشر القيمة السوقية بحدوث أي تغير في قناة الائتمان، اما مؤشر القيمة السوقية فقد يتأثر بكل من قناة الائتمان وقناة سعر الصرف، وان مؤشر القيمة السوقية يؤثر على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق، لذلك تعد قناة الائتمان من اهم القنوات التي تؤثر على

المؤشر التجميعي للاستقرار المالي وعلية يستطيع البنك المركزي العراقي عن طريق قناة الائتمان وقناة سعر الصرف ومؤشر القيمة السوقية ان يؤثر على الاستقرار المالي. لذا فقد تم اختبار موسمية متغيرات الدراسة بطريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وذلك للتوصل الى معدل دوران متغيرات الدراسة مجرداً من إثر الاتجاه (التغير الفصلي) فقد تبين بعض من متغيرات الدراسة تتأثر بالمتغيرات الفصلية والبعض الاخر لا يتأثر بالمتغيرات الفصلية.

● **قناة الائتمان:** اذ تم اختبار علاقة الارتباط بين قناة الائتمان والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي اذ ظهرت هناك علاقة ارتباط طردية معنوية بين المتغيرات، أيضاً ترتبط قناة الائتمان بالقيمة السوقية بعلاقة طردية، وان قناة الائتمان تتأثر بالمتغيرات الفصلية لذا فقد حقق الفصل الأول من عام 2010 ولغاية 2020 أعلى قيمة في عام 2011 اذ بلغت (105.58) وان سبب هذا الارتفاع اذ قام البنك المركزي العراقي بدعم القطاع المصرفي وزيادة ثقة المستثمرين بالقطاع المصرفي إضافة الى الغاء خطة الائتمان والسماح للمصارف بتقديم القروض المشتركة بهدف زيادة التعاون بينها واطلاق حرية سعر الفائدة تقبضه او تدفعه هذه المصارف كل ذلك ساهمة بزيادة الائتمان، اما في الفصل الثاني من عام 2010 ولغاية 2020 اذ حقق أعلى قيمة في عام 2018 اذ بلغت (101.41) كان السبب الرئيسي هو الاستقرار الأمني والقضاء على عصابات داعش الإرهابية فقد بدا في التوسع في منح الائتمان من اجل زيادة الاستثمار وتحريك عجلة الاقتصاد، اما الفصل الثالث فقد حقق أعلى قيمة على طول مدة الدراسة في عام 2020 اذ بلغت (206.8) ، وان سبب هذا الارتفاع بسبب تشكيل حكومة العراقية ، وأيضاً ارتفعت معدلات نمو الائتمان النقدي الممنوح للحكومة المركزية والمؤسسات العامة وللقطاع الخاص ، اما الفصل الرابع فقد حقق أعلى قيمة في عام 2012 اذ بلغت (104.11) ، مما سبق فان أي تأثير للمتغيرات الفصلية على قناة الائتمان سوف تؤدي الى حدوث تغيرات في المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، وفي مؤشر القيمة السوقية.

● **سعر الصرف:** اذ تم اختبار علاقة الارتباط بين قناة سعر الصرف والمؤشر التجميعي اذ ظهرت ضعيفة غير معنوية أي لا يوجد ارتباط مباشر ولا يوجد إثر، اما العلاقة بين قناة سعر الصرف ومؤشر القيمة السوقية فان الارتباط ضعيف غير معنوي ولكن قناة سعر الصرف تؤثر على مؤشر القيمة السوقية بشكل مباشر، لذلك فان أي تغير في سعر الصرف يؤثر على مؤشر القيمة السوقية، لذا فقد تم اختبار الموسمية عن طريق نسبة المتوسط المتحرك وذلك للوصول الى معدل دوران سعر الصرف مجرداً من الأثر الموسمي (التغير الفصلي) وهذا يؤكد على وجود تأثير للمتغيرات الفصلية على سعر الصرف ، لذا فان ملخص المؤشرات الفصلية وضح

ان الفصل الأول من عام 2010 ولغاية عام 2020 حقق أعلى قيمة في عام 2014 اذ بلغت (102.44) وان هذا الارتفاع بسبب ارتفاع أسعار النفط وزيادة الإيرادات النفطية بالعملات الأجنبية، اما الفصل الثاني فقد حقق أعلى قيمة في عام 2015 اذ بلغت (104.7)، وحقق الفصل الثالث أعلى قيمة عبر مدة الدراسة في عام 2020 اذ بلغت (200.77) وهذا الارتفاع بسبب قرار الحكومة بتغيير سعر الصرف ، اما الفصل الرابع فقد حقق أعلى قيمة في عام 2017 اذ بلغت (100.19)، لذلك فان أي تغيير في سعر الصرف يؤثر بشكل مباشر بمؤشر القيمة السوقية ومن ثم يتأثر المؤشر التجميحي للاستقرار المالي لان المؤشر التجميحي يتأثر في أي يتغير يحدث في مؤشر القيمة السوقية.

● **القيمة السوقية:** اذ تم اختبار علاقة الارتباط بين مؤشر القيمة السوقية وبين مؤشر التجميحي للاستقرار المالي، اذ ظهرت علاقة ارتباط طردية معنوية وأيضاً اثبتت وجود تأثير معنوي لمؤشر القيمة السوقية على مؤشر التجميحي للاستقرار المالي، لذا فقد تم اختبار الموسمية عن طريق نسبة المتوسط المتحرك وذلك للوصول الى معدل دوران القيمة السوقية مجرداً من الأثر الموسمي (التغيير الفصلي) وهذا يؤكد على وجود تأثير للمتغيرات الفصلية على مؤشر القيمة السوقية، فقد تم تلخص المتغيرات الفصلية لمؤشر القيمة السوقية اذ اتضح ان الفصل الأول من عام 2010 ولغاية 2020 حقق أعلى قيمة في عام 2013 اذ بلغت (112.48) ، اما في الفصل الثاني فقد حقق أعلى قيمة في عام 2018 اذ بلغت (118.89) وهذا الارتفاع بسبب التوسع في منح الائتمان ، وان الفصل الثالث حقق عبر مدة الدراسة أعلى قيمة في عام 2020 اذ بلغت (200.26) وان هذا الارتفاع بسبب قرار البنك المركزي بالتوسع في منح الائتمان، اما الفصل الرابع فقد حقق أعلى ارتفاع في عام 2014 اذ بلغت (105.48)، ان هذه الفصول حققت أعلى قيم عبر مدة الدراسة وهذا الارتفاع في مؤشر القيمة السوقية يؤثر بشكل مباشر على المؤشر التجميحي للاستقرار المالي في العراق، لذلك فان أي تغيير في قناة الائتمان وقناة سعر الصرف يؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية وعلية يتأثر المؤشر التجميحي للاستقرار المالي.

لذا سوف نوضح في الجداول ادناه علاقة ارتباط وأثر متغيرات الدراسة

جدول (3-54) ارتباط وأثر قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق

المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق		قنوات السياسة النقدية مؤشرات سوق رأس المال
الارتباط	الاثـر	
معنوي	معنوي	قناة الائتمان
غير معنوي	غير معنوي	قناة سعر الصرف
غير معنوي	معنوي	قناة سعر الفائدة
غير معنوي	غير معنوي	مؤشر حجم التداول
غير معنوي	معنوي	مؤشر العام للسوق
معنوي	معنوي	مؤشر القيمة السوقية

يتبين من جدول (3-54) ان هنالك علاقة ارتباط معنوية بين قناة الائتمان وقناة سعر الفائدة ومؤشر القيمة السوقية مع المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، ونلاحظ ان قناة الائتمان ومؤشر القيمة السوقية تؤثر في المؤشر التجميعي للاستقرار المالي.

جدول (3-55) ارتباط قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال

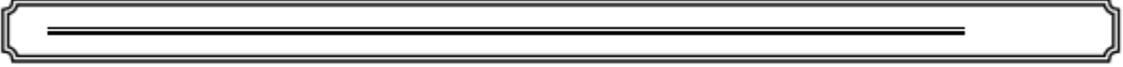
مؤشر القيمة السوقية	مؤشر العام للسوق	مؤشر حجم التداول	
معنوي	معنوي	غير معنوي	قناة الائتمان
معنوي	معنوي	غير معنوي	قناة سعر الصرف
معنوي	معنوي	غير معنوي	قناة سعر الفائدة

يتبين من جدول (3-55) ان قناة الائتمان ترتبط بعلاقة معنوية مع مؤشر العام للسوق ومع مؤشر القيمة السوقية ، وان قناة سعر الصرف ترتبط بعلاقة معنوية مع مؤشر العام للسوق ، وان قناة سعر الفائدة ترتبط بعلاقة معنوية مع مؤثر العام للسوق ومؤشر القيمة السوقية.

جدول (3-56) إثر قنوات السياسة النقدية على مؤشرات سوق رأس المال

مؤشر حجم التداول	مؤشر العام للسوق	مؤشر القيمة السوقية	
غير معنوي	معنوي	معنوي	قناة الائتمان
غير معنوي	معنوي	معنوي	قناة سعر الصرف
غير معنوي	غير معنوي	غير معنوي	قناة سعر الفائدة

يتبين من جدول (3-56) ان قناة الائتمان ترتبط وتؤثر في مؤشر العام للسوق ومؤشر القيمة السوقية والا ترتبط مع مؤشر حجم التداول لذا فإن هذا المؤشر يتأثر بعوامل اخرى، وان قناة سعر الصرف ترتبط وتؤثر في مؤشر العام للسوق ومؤشر القيمة السوقية، وان قناة سعر الفائدة ترتبط مع مؤشر العام للسوق ومؤشر القيمة السوقية ولكنها لا تؤثر، اما مؤشر حجم التداول الا يرتبط والا يؤثر على جميع متغيرات الدراسة ويرتبط بعوامل اخرى .



الفصل الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الاول

الاستنتاجات

المبحث الثاني

التوصيات

المبحث الاول

الاستنتاجات

1. ان السياسة النقدية المثلى تتمثل في الأدوات والقنوات المرتبطة بالسياسة النقدية التي تعمل على تحقيق اهدافها المطلوب، لذلك يمكن تحقيق الاستقرار المالي إذا كانت السياسة النقدية قادرة على تحقيق التوازن في استخدام ادواتها وقنواتها عند المستويات المستهدفة التي تتماشى مع تحقيق الاستقرار المالي وتحقيق النمو الاقتصادي، وان نجاح السياسة النقدية والأسواق المالية في تحقيق الاستقرار المالي يعتمد على رصد وتحليل التغيرات في النظام المالي.

2. يعد المؤشر التجميحي طريقه متقدمة ومواكبه للتطورات التي تشهدها البنوك المركزية في العالم ويعد اداه مهمه للتنبؤ بالأزمات والاضطرابات المالية والنقدية، اذ شهد المؤشر التجميحي للاستقرار المالي في العراق تقلبات عبر للمدة (2010-2020)، وأن الاتجاه العام لهذه التقلبات كان صعودياً، لذا يوضح هذا المؤشر درجة استقرار النظام المالي والتي تعد مقبولة ومستقرة نسبياً، وذلك عند الأخذ بالحسبان التطورات الاقتصادية والأمنية التي مرة بها عينة الدراسة ومدى تأثير تلك التطورات على درجة الاستقرار المالي.

3. أظهرت نتائج اختبار الموسمية باستعمال طريقة النسبة الى المتوسط المتحرك وجود تذبذبات في بيانات السلسلة الزمنية صعوداً عبر الفصول، وهذا يؤكد عدم صحة قبول الفرضية الخامسة التي تنص على عدم وجود تأثير للمتغيرات الفصلية على متغيرات الدراسة، باستثناء قناة سعر الفائدة التي أظهرت لا يوجد تأثير للمتغيرات الفصلية على سعر الفائدة وهذا يؤكد صحة قبول الفرضية العدم.

4. أظهرت نتائج علاقة الارتباط بين قنوات السياسة النقدية والمؤشر التجميحي الاستقرار المالي وان هنالك علاقة ارتباط طردية معنوية بين قناة الائتمان والمؤشر التجميحي للاستقرار المالي، كما تبين وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين قناة سعر الفائدة والمؤشر التجميحي للاستقرار المالي، وهذا يدل على رفض فرضية العدم بمعنى توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين واحد وأكثر من متغيرات قنوات السياسة النقدية والمؤشر التجميحي للاستقرار المالي.

5. تم اختبار علاقة الارتباط بين قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال وتضح ان قناة الائتمان ترتبط بعلاقة طردية معنوية مع مؤشر القيمة السوقية ومؤشر العام للسوق، اما فيما يخص قناة سعر الفائدة ترتبط بعلاقة عكسي بمؤشر القيمة السوقية ومؤشر العام للسوق، اما قناة سعر الصرف فأنها ترتبط بعلاقة طردية مع مؤشر العام للسوق ولا ترتبط مع مؤشر القيمة

السوقية، وهذا يدل على رفض فرضية العدم وهذا يعني وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين متغير واحد أو أكثر من قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال.

6. أظهرت نتائج العلاقة الارتباط بين مؤشرات سوق رأس المال والمؤشرات التجميعي للاستقرار المالي ان هنالك علاقة ارتباط طردية بين مؤشر القيمة السوقية ومؤشر العام للسوق وبين المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، وهذا يدل على رفض فرضية العدم وهذا يعني وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين واحد وأكثر من متغيرات مؤشرات سوق رأس المال والمؤشر التجميعي للاستقرار المالي.

7. توصلت نتائج اختبار فرضيات التأثير بين قنوات السياسة النقدية والمؤشر التجميعي الاستقرار المالي والتي تنص ان هنالك علاقة معنوية لقناة الائتمان على المتغير المعتمد اما المتغيرات سعر الصرف وسعر الفائدة فقد ظهر غير معنوياً. وهذا يعني رفض الفرضية التي تنص على عدم وجود علاقة إثر ذات دلالة معنوية للسياسة النقدية في مؤشرات الاستقرار المالي. وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود متغير واحد أو أكثر من المتغيرات المستقلة لها تأثيراً معنوياً في المتغير المعتمد.

8. وأظهرت نتائج اختبار فرضيات الاثر بين قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال ان هذه المعنوية جاءت نتيجة لتأثير المتغيرات (قناة الائتمان، وقناة سعر الصرف) في المتغيرات المعتمدة (مؤشر العام للسوق، القيمة السوقية) وان المتغير المستقل سعر الفائدة لا يؤثر على جميع المتغيرات المعتمدة ولكن يرتبط بعلاقة عكسية معهم، وهذا يعني رفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود إثر لقنوات السياسة النقدية على مؤشرات سوق رأس المال.

9. وأظهرت نتائج اختبار فرضيات الاثر بين مؤشرات سوق رأس المال ومؤشرات الاستقرار المالي هنالك المعنوية جاءت نتيجة لتأثير مؤشر القيمة السوقية في المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، ولا يوجد أي تأثير للمتغيرات (حجم التداول، مؤشر العام للسوق) في المتغير المعتمد. وان مؤشر العام لأسواق لا يؤثر لأنه جزء من المؤشر التجميعي فان تغييره يكون متساوي مع تغير المؤشر التجميعي. وهذا يعني رفض فرضية العدم التي تنص لا يوجد أثر لمؤشرات سوق رأس المال على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على وجود متغير واحد أو أكثر من المتغيرات المستقلة لها تأثيراً معنوياً في المتغير المعتمد.

10. أظهرت نتائج اختبار فرضيات الأثر لقنوات السياسة النقدية في المؤشر التجميعي للاستقرار المالي عبر مؤشرات سوق رأس المال، واتضح وجود تأثير معنوي لقناة الائتمان على المؤشر التجميعي وعلى مؤشر القيمة السوقية، ويوجد إثر لقناة سعر الصرف على القيمة السوقية، وان القيمة السوقية تؤثر بشكل مباشر على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، وعلية

نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود تأثير للسياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال في مؤشرات الاستقرار المالي.

المبحث الثاني

التوصيات

1. استخدام قنوات السياسة النقدية لها إثر كبير في تحقيق الاستقرار المالي، لذلك يجب مراعاة الاستقرار المالي عندما يتم التخطيط لبناء سياسة نقدية ناجحة لمعرفة حجم واتجاهات الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد العراقي من مختلف الجوانب سواء تقلبات سعر الصرف او اختلاف نسبة الائتمان، لذلك يجب تطوير قنوات السياسة النقدية وزيادة فاعليتها بما ينعكس بشكل إيجابي على تحقيق الاستقرار المالي، وايضا يمكن عن طريق مؤشرات الاستقرار المالي التحوط من اي مشكله التي يتعرض لها الاقتصاد العراقي، لذا يجب اعاده النظر في اختيار المؤشرات الفرعية التي تتأثر بقرارات السياسة النقدية.
2. اتضح عن طريق اختبار موسمية متغيرات الدراسة، ان معظم متغيرات الدراسة تتأثر بالتغيرات الفصلية، لذلك عندما تكون البيانات الدراسة فصلية يجب القيام باختبار موسمية متغيرات الدراسة من اجل استبعاد التغيرات الفصلية (الأثر الموسمي) وتغيرات الاتجاه العام، بهدف تحديد تأثير كل واحد منها على قيم الظاهرة المدروسة.
3. عند وضع استراتيجية مستقبلية للسياسة النقدية لا بد من الاخذ بالحسبان اولويات اهدافها وخصوصاً هدف الاستقرار المالي لما له من خطورة على الوضع الاقتصادي، وان قناة الائتمان من اهم القنوات التي تؤثر على الاستقرار المالي، لذلك يجب اعطاء أهمية أكبر لقناة الائتمان وقناة سعر الصرف من اجل تحقيق لأهدافه الاستراتيجية للبنك المركزي العراقي ليكون لها دور حقيقي وفعال في التنمية الاقتصادية ولا سيما تحقيق الاستقرار المالي.
4. إعطاء للسياسة النقدية أهمية من قبل صانعيها، لما لها من دور في التأثير على مؤشرات سوق رأس المال، لذلك ينبغي على السلطات أن تأخذ بعن الاعتبار، الآثار الناجمة عن التغير في حجم الائتمان واسعار الصرف على الاسواق المالية عند صياغتها لأية قرارات تتعلق بالسياسة النقدية، التي تهدف الى تنشيط النمو الاقتصادي.
5. ضرورة زيادة الثقة ودعم الاسواق المالية من اجل جذب استثمارات وتدفق الأموال من الداخل والخارج والعمل على وزيادة كفاءة الأسواق المالية، وأيضاً يجب استمرار مكثف لجهود البنك المركزي لدعم وإعادة الثقة في الأسواق المالية وزيادة تداول الأوراق المالية الحكومية داخل الأسواق المالية، وتنويع أدوات الاستثمار المالي والتي تضمن للسوق توسعا وفعالية، وتشجيع الفرص وتقليل الخاطر أمام المتعاملين.

6. هناك علاقة قوية بين المكونات الأساسية للنظام المالي والمتمثلة في البنك المركزي والأسواق المالية والبنية التحتية للنظام المالي متمثلة في مجموعة الأطر القانونية والتنظيمية والرقابية، لا يمكن لأي من هذه المكونات العمل بمعزل عن الآخر، إذ ان لكل مكون يؤثر ويتأثر بالتطورات التي تحدث في أي من هذه المكونات، لذلك يجب تحقيق التكامل الفعال بين قنوات السياسة النقدية ومؤشرات سوق رأس المال من اجل تعزيز الاستقرار المالي في ظل بيئة مواتية للمؤسسات المالية والمصرفية التي تدعم عمل الاسواق المالية بشكل كفؤة وفعال، لذلك يجب استخدام مؤشرات الاستقرار المالي بشكل فعلي في العراق وفقد السياسة الحديثة للبنك المركزي العراقي.

في ضوء ما توصلت اليه الدراسة تبني دراسات لتحقيق المزيد من البحث والتحليل في دراسات الاستقرار المالي والعوامل التي تؤثر على الاستقرار المالي وكيفية التنبؤ بالمخاطر التي يتعرض لها والطرق والاساليب للتحوط من الازمات.

المصادر والمراجع

أولاً: المصادر العربية:

الكتب:

1. الحلبي، رشاد العصار، رياض، النقود والبنوك، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
2. الغالي، عبد الحسين جليل، الصيرفة المركزية النظرية والسياسات، الطبعة الأولى، 2015.
3. بول سامويلسون ووليام نورد هاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام العبد الله، الدار الاهلية، عمان، الأردن، 2001
4. شومان، عبد اللطيف حسن، نزار مصطفى الصراف، السلاسل الزمنية والارقام القياسية"، الطبعة الاولى، دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية، بغداد، العراق. 2013
5. كنعان، علي: النقود والصيرفة والسياسة النقدية، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، الطبعة الاولى، 2012.
6. محمد. اميرة حسب الله، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر وغير مباشر في البيئة العربية (دراسة مقارنة)، الدار الجامعية، القاهرة، 2005.
7. مفتاح، صالح، النقود والسياسة النقدية، دار الفجر، القاهرة، 2005.

البحوث المنشورة:

8. ايمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، جامعة تكريت، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، مجلد 7، ال عدد23، 2011، ص 122.
9. جراح، نعيم صباح، عودة، عقيل عبد الحسين، إبراهيم، مصطفى محمد، الأدوات الكمية (الغير مباشرة) للسياسة النقدية على بعض مؤشرات الاستقرار المالي، المجلة الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة بغداد، 2019
10. شبانة، شريف فهمي محمد، "قنوات التحويل وآليات التأثير في السياسة النقدية، كلية التجارة - قسم الاقتصاد، 2001.
11. عزيز، حيدر عبد المنعم، استراتيجية البنك المركزي ودورها المرتقب في تعزيز الاستقرار المالي، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، عدد 91، 2019
12. محمد علي العامري، الأسواق المالية وانعكاس لطبيعة النشاط الاقتصادي، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، مجلد 2، العدد 4، 1995 ص 21-22.

13. موسى، حيدر طالب، مهدي، صباح رحيم، عذافة، حيدر حسين، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار المالي في العراق للمدة (2009-2017)، المجلة الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة بغداد، 2020

14. يوسف، فريهان عبد الحفيظ، إدارة المخاطر المصرفية، كلية العلوم الإدارية والمالية، 2008.

الرسائل والاطاريح:

15. ابو راضي، سمرين خليل، تحليل حجم تداول أسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان- دراسة حالة"، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الاوسط للدراسات العليا، كلية الاعمال، الاردن. 2009

16. آية، نش، فاعلية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار المالي في الجزائر عبر الفترة (2014-2020). كلية الاقتصاد والعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2021.

17. حيدر يونس كاظم الموسوي، إثر الاداء المالي للمصارف الاسلامية في مؤشرات سوق الاوراق المالية، الاردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة (1990-2007) اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الكوفة، 2009.

18. عاشور، احسان جبر، إدارة السياسة النقدية ودورها في تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي في العراق، أطروحة دكتوراه، جامعة بغداد، 2013.

19. عبد الله، كيلان إسماعيل، الاستقرار المالي في العراق باستخدام السياسة الاحترازية الكلية، أطروحة دكتوراه، كمية الادارة والاقتصاد – جامعة بغداد، 2019.

20. عبيد، رامي، تقرير الاستقرار المالي في الدول العربية، صندوق النقد العربي 2020.

21. مسجت، فايزة حسن، تحليل أثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2014-2017)، رسالة غير منشورة، جامعة البصرة، كلية الإدارة والاقتصاد، 2020.

التقارير:

22. البنك المركزي العراقي، تقرير الاستقرار المالي، من عام 2010- 2020

23. سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي عن حركة تداول، من عام 2010-2020

24. الشاذلي، احمد شفيق، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد العربي، 2014.

25. البنك المركزي العراقي، دائرة الإحصاء والأبحاث، النشرة الإحصائية السنوية، من عام 2010-2020

ثانياً: المصادر الأجنبية:

Books:

26. Appleyard, Dennis R., Field, Alfred J. & Cobb, Steven L., International Economics, 5th Edition, Mcgraw-Hill Irwin, 2005.
27. Bain, Keith & Howells, Peter, Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis, Keith Bain and Peter G. A. Howells, 2003.
28. Ballinger, William K, the Economic Analysis of public policy, Second Edition, routledge taylor & francis group, 2016.
29. Brigham, Eugene F. & Ehrhardt, Michael C., Financial Management: Theory and Practice, 14th Edition, South-Western, Cengage Learning, USA,2014.
30. Brock, Well, P.J. and Davis, R.A., Time Series Theory and Methods, 2nd ed., Springer Verlag New York Inc, New York,1991.
31. Brown, Keith C., Reilly, Frank K., Analysis of Investment & Management of Portfolio,10th ed., Australia: South-Western,2012.
32. Case, K.E. & Fair, R.C., principle of Economics, Prentice Hall, New Jersey,2002.
33. Cauvery, R., Nayak, sudha, U.K, Girija, M., Meenakshi, R., monetary economics, 1st edition, India, New Delhi, 2010.
34. Darskuviene, valdone, financial markets, Vitiates Magnus University,2010

35. Elton, Edwin J., Gruber, Martin J., Brown, Stephen J. & Goetzmann, William N., Modern portfolio theory and investment analysis, 9th Edition, USA, Wiley, 2014.
36. Fabozzi, Frank J. & Peterson, Pamela P., Financial Management And Analysis, 2nd Edition, John Wiley & Sons, U. S. A., New Jersey, 2003.
37. Gordon, Robert J., Macroeconomics, 12th ed., Addison, Boston: Wsley, 2011.
38. Grinblatt, Mark, Titman, Sheridan, Financial Markets and Corporate Strategy, 2nd Edition, McGraw-Hill/Irwin,2002.
39. Hubbard R. Glenn A., Money, Banking and the Financial System, 5th ed., Boston: Pearson/Addison – Wesley, 2005.
40. Hubbard R.,Glenn A., Macroeconomics, 3rd edition, Pearson, USA, 2013.
41. Ireland Peter N., The Monetary Transmission Mechanism, Federal Reserve Bank of Boston, 2005.
42. Jordan Jerry L., Money and Monetary Policy for the 21st Century, The Fraser Institute, 2005.
43. Laurences, S. Copeland, Exchange Rates and International Finance, Published by Elsevier, 2005.
44. Lloyd B., Thomas, Money Banking and financial markets, 1st Edition, Kansas state university, South – western, 2006.
45. Maginn, John L., Tuttle, Donald L., McLeavey, Dennis W. & Pinto, Jerald E., Managing Investment Portfolios Workbook: A Dynamic Process, 3rd Edition, John Wiley & Sons, 2007.
46. Mishkin , Frederic S., Eakins, Stanley G.,_Financial Markets and Institutions, 7th Edition, USA, Prentice Hall, 2012.

- 47.** Mishkin, F. S., The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 10th Edition, Global Edition ed., Essex, England: Pearson Education Limited, 2013.
- 48.** Mishkin, F. S., The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy, Retrieved from, 2001.
- 49.** Mishkin, F.S., Macroeconomics, Policy and practice, Boston: pearson, 2012.
- 50.** Mishkin, Frederic S., Matthews, Kent and Giuliadori, Massimo, The Economics of Money, Banking & Financial Markets, Published by Elsevier, 2013.
- 51.** Mishkin, Frederic S., Monetary policy strategy, National Bureau of Economic Research, 2011.
- 52.** Mishkin, Frederick S. Economics of Money, Banking and Financial Markets, 4th Canadian edition, Copyright Toronto, Ontario, 2011.
- 53.** Moenjank, thammarak, Central banking, Theory and practice in maintaining monetary and financial stability, John Wiley & Sons Singapore Pte, 2014.
- 54.** Piros, Christopher D. & Pinto, Jerald E., Economics of investment decision makers, Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2013.
- 55.** Reilly, Frank K. & Brown, Keith C., Investment Analysis & Portfolio Management, 10th Edition, South-Western, Cengage Learning, 2012
- 56.** Salin, Pascal, The International Monetary System and the Theory of Monetary Systems, Edward Elgar Publishing, 2016.
- 57.** Saunders, Anthony & Cornett, Marcia M., Financial Markets and Institutions, 5th Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2012

58. Shetty, Yogesh & Jayaswal, Samir, Practical.NET for Financial Markets, Apress, United States of America, 2006.

Journals & Periodical:

59. Agenor, P.R. & Pereira da Silva, L. A., Macroeconomic stability, financial stability, and monetary policy rules, Int. Financ, Published by Elsevier B.V., 2012.

60. Ajello, A. & Laubach, T., Lopez-Salido, D.& y Nakata, T., Financial stability and optimal interest rate policy, Int. J., Central Bank, Published by Elsevier B.V, 2019.

61. Akhtar, Tahir, Market multiples and stock returns among emerging and developed financial markets, Published by Borsa Istanbul Anonim,2020

62. Amar, Radia, The Credit Channels of the Monetary Transmission Mechanism: a survey and discussion, UK. The University of Oxford and The Bank of England, 2011.

63. Ananwude, Amalachukwu Chijindu, Monetary Policy and Capital Market Performance, Published Version in Veroffentlichungs version, 2017

64. Araujo, Eurilton, Monetary Policy Objectives and Money's Role in U.S. Business Cycles, Banco Central do Brasil,2015.

65. Arestis, Philip & Sawyer, Malcolm, Can Monetary Policy Affect The Real Economy, Levy Economics Institute of Bard College, 2012.

66. Babar S., Latief R., Ashraf S. & Nawaz S., Financial Stability Index for the Financial Sector, Faculty of Management and Social Science, Published by Elsevier, 2019.

- 67.** Bank of England, Monetary policy trade-offs and forward guidance, 2013.
- 68.** Bank of England, The transmission mechanism of monetary policy, report Bank of England Bulletin, 2019.
- 69.** Bank of New York, Open Market Operations, Report prepared for the Federal Open Market Committee by Markets Group, 2019.
- 70.** Ben, Bernanke and Mark, Goertley, inside the black box: The Credit Channel of Monetary Transmission, national bureau of economic research (NBER), WP No.5146, June, 1995.
- 71.** Bernanke, B. S., A Century of US Central Banking: Goals, Frameworks, Accountability, The Journal of Economic Perspectives, 2013.
- 72.** Bhattacharya, S., Tsomocos, D.P., Goodhart, C.A.E. And Vardoulakis, Minsky's hypothesis on financial instability and the influence cycle, 2011.
- 73.** Boeck, Maximilian & Feldkircher, Martin, The Impact of Monetary Policy on Yield Curve Expectations, European Economic Review.2021
- 74.** Boonvorachote Tanachote & Lakmas Kritika, Price volatility, trading volume, and market depth in Asian commodity futures exchanges, Published by Elsevier B.V, 2016.
- 75.** Borio and Lowe, Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: the journey, challenges and the way forward, 2011.
- 76.** Borio C. & Drehmann M., Financial Stability, Monetary Policy and Central Banking, vol. 15, pp 063-123 from Central Bank of Chile, 2011.

- 77.** Borio, Claudio and Drehman Mathias, Towards an Operational Framework for Financial Stability: 'Fuzzy' Measurement and Its Consequences, Central Bank of Chile, 2010.
- 78.** Brei, Michael & Moreno, Ramon, Reserve requirements and capital flows in Latin America, Monetary and Economic Department, 2018.
- 79.** Brunnermeier, MK, Deciphering Liquidity and the Credit Crisis 2007-08. Working Paper NBER 14612, by Markus K. Brunnermeier, Cambridge, 2008.
- 80.** Caporale, Guglielmo Maria, Ali, Faek Menla, Spagnolo, Fabio, Spagnolo, Nicola, Journal of International Money and Finance, 2017.
- 81.** Cheang Nicholas & Choy, Isabel, Aggregate Financial Stability Index for an Early Warning System, Research and Statistics Department, Monetary Authority of Macao, 2011.
- 82.** Claudio, Borreo and William, White, where is the Monetary and Financial Stability? Implications for the Evolution of Policy Systems, 2004.
- 83.** Curdia, Vasco & Woodford, Michael, Credit Frictions and Optimal Monetary Policy, Published by National Bureau of Economic Research, 2015.
- 84.** Dafermosa, Yannis, Nikolaidib, Maria, & Galanisc, Giorgos, Financial Stability and Monetary Policy, Ecological Economics, 2018
- 85.** Elsayed, Ahmed H, Naifar, Nader & Nasreene, Samia, Financial stability and monetary policy reaction: Evidence from the GCC countries, Quarterly Review of Economics and Finance, 2022.
- 86.** Evans, O., Leone, A. M., Gill, M. & Hilbers, Macroprudential Indicators of Financial System Soundness, International Monetary Fund, Occasional Paper, Washington DC, April. Published by Elsevier B.V., 2010.

- 87.** Fell, J., & Schinasi, G., Assessing financial stability: Exploring the boundaries of analysis, National Institute Economic Review, 2005.
- 88.** Financial Stability Board, Financial Stability Implications from FinTech, Financial Stability Board, 2017.
- 89.** Firescua, Bogdan, Causes and Effects of Crises on Financial System Stability in Emerging Countries, Published by Elsevier Ltd, 2012.
- 90.** Friedman, Benjamin M., MONETARY POLICY, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, 2013.
- 91.** Garcia, Valeriano F. & Liu, Lin, Macroeconomic Determinants of Stock Market Development, Journal of Applied Economics, Vol. II, No. 1, May, 1999.
- 92.** Glocker, Christian & Towbin, Pascal, Reserve Requirements for Price and Financial Stability, Banque de France, 2012.
- 93.** Gofran Ruhana Zareen, Gregoriou Andros, Haar Lawrence, Impact of Coronavirus on liquidity in financial markets, Published by Elsevier B.V.2022
- 94.** Goldberg, Jonathan, Monetary Policy Strategies and Tools: Financial Stability Considerations, Published by Elsevier B.V, 2020.
- 95.** Granville B. & Malik S., Monetary and Financial Stability in the Eurozone: Cycle Versus Barter, International Financial Markets, Institutions, and Money, 2009.
- 96.** Gray, Simon, Central Bank Balances and Reserve Requirements, Authorized for distribution by Karl Habermeier, 2016.
- 97.** Guzman, Martin, Ocampo, Jose Antonio, & Stiglitz, Joseph E, Real exchange rate policies for economic development, World Development, 2018.

- 98.** Haddad, Mulliman d., Financial Stability and Basel 2: The Intersection, Working Paper Presented by Bank Indonesia 4th International Symposium on Financial Stability: Basel II and Challenges of Financial Stability, Renewal and Implementation, Bali, September, 2006.
- 99.** Hamilton, Rob, Jenkinson, Nigel & Penalver, Adrian, Innovation and Integration in Financial Markets and the Implications for Financial Stability, Published by Elsevier B.V, 2017.
- 100.** Hana Lu, Su Zhi, Chena Muzi, Financial markets co-movement predictive modeling: the DWT approach, Published by Elsevier B.V,2021
- 101.** Hatchinson, Hary, Income Employment and Economic Growth, Hall Inc., 1984.
- 102.** Huynh Nhan, Dao Anh, Nguyen Dat, Openness, economic uncertainty, government responses, and international financial market performance during the coronavirus pandemic, Published by Elsevier Inc,2021
- 103.** Iddrisu, Abdul-Aziz& Alagidede, Imhotep Paul, Reconsidering the interest rate and lending channels to transfer monetary policy in the light of theoretical prescriptions, Published by Elsevier B.V., 2020.
- 104.** Iddrisu, Abdul-Aziz& Alagidede, Imhotep Paul, Revisiting interest rate and lending channels of monetary policy transmission in the light of theoretical prescriptions, Central Bank Review,2022.
- 105.** Inoue, Atsushi&, Rossi, Barbara, The effects of conventional and unconventional monetary policy on exchange rates, Journal of International Economics.2019
- 106.** Isarescu, M., Stabilities preurilor si stabilitati financiare, Pitesti, 2006

- 107.** Kamati, Reinhold, Monetary policy transmission mechanism and interest rate spreads, Glasgow: Adam Smith Business School-University of Glasgow, 2014.
- 108.** Khotulev, I., & Styryn, K. "Optimal Monetary and Macroprudential Policies for Financial Stability in a Commodity-Exporting Economy, "Bank of Russia. Journal of International Money and Finance .2019
- 109.** King, Robert G., & Levin, Ross, Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right Quarterly, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, No. 3., Aug., 1993.
- 110.** Kocisova K., Banking Stability Index: A Cross-Country Study, Proceedings of the 15th International Conference on Finance and Banking, Opava, Czech Republic, 2015.
- 111.** Koeniger, Winfried& Lennartz, Benedikt&, Ramelet, Marc-Antoine , On the transmission of monetary policy to the housing market, Published by Elsevier B.V.2022.
- 112.** Kuttner, K. N., Outside the Box, Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond, The Journal of Economic Perspectives, 2018.
- 113.** Lee,Seungyoon& Bowdler , International spillovers from US monetary policy: Evidence from Asian bank-level data. Published by Elsevier Ltd.,2022
- 114.** Lepetit, Antoine& Albero, Cristina, The limited power of monetary policy in a pandemic, Published by Elsevier B.V.2022
- 115.** Levine, Ross, Zervos, Sara, Stock Markets, Banks and Economic Growth, American Economic Review, Vol. 88, No. 3., Jun., 1998.

- 116.** Li, Zehao, Financial intermediary leverage and monetary policy transmission, *European Economic Review*, 2022.
- 117.** Lind, Lars Hallvard, *Financial Stability and Monetary Policy*, University of Oslo, Published by Elsevier B.V, 2015.
- 118.** Loayza, Norman & Schmidt-Hebbel Klaus, *Functions of Monetary Policy and Transfer Mechanisms: An Overview*, Central Bank of Chile, 2002.
- 119.** Lupu, Iulia, *The Indirect Relation between Corporate Governance and Financial Stability*, Published by Elsevier B.V., 2015.
- 120.** Madura, Jeff, *Financial Markets and Institutions*, 9th Edition, South-Western, Cengage Learning, 2010.
- 121.** Maitah, Mansoor , Zeda, Khalid and Galalh, Abudeltf , *The Utilizing of Financial Analysis in Credit Decision in Palestinian Commercial Banks*, *Journal of Money, Investment and Banking*, 2012
- 122.** Malik, Arsalan Haneef, Md Isa, Abu Hassan bin, Jais, Mohamad bin, & Rehman, Awais Ur, *Financial stability of Asian Nations: Governance quality and financial inclusion*, *Borsa _Istanbul Review*. 2018
- 123.** Mayer, C., *Financial systems, corporate finance and economic development*, In *Asymmetric information, corporate finance and investment*, University of Chicago Press, 1990.
- 124.** Mikhail, Claudio & Manulescu, Elena, *Financial Stability Index - insight into Romania's financial and economic*, Bucharest University of Economic Studies, 2017.
- 125.** Mishra, R. N., Verma, P. and Bose, S., *Operationalizing Financial Inclusion Index as a Policy Lever: Uttar Pradesh (in India)-A Case Study*, *Journal of Mathematics and Statistical Science*, Vol. (1), Issue (4), 2015.

- 126.** Morgan, P. J., & Pontines, V., Financial stability and financial inclusion: The case of SME lending, Singapore Economic Review, 2018.
- 127.** Morik, Mohamed, The transmission mechanism of monetary policy and monetary transfer channels in Serbia, Societe Generale Bank Serbia, Belgrade, 2010.
- 128.** Morris, Verlis C., Measuring and Forecasting Financial Stability: The Composition of an Aggregate Financial Stability Index for Jamaica, Financial Stability Department Bank of Jamaica, 2010.
- 129.** Murik Mohamed, The transmission mechanism of monetary policy and monetary transfer channels in Serbia, Published by Societe Generale Bank Serbia, Belgrade, 2014.
- 130.** Nair, Aswathi R. & Anand B., Monetary policy and financial stability: Should central bank lean against the wind, Published by Elsevier B.V., 2020.
- 131.** Nana, Akosah, Francis, Loloh, Natalia, Lawson and Claudia, Kumah, Measuring Financial Stability in Ghana: A New Index-Based Approach, Wits Business School, University of the Witwatersrand and Bank of Ghana, Bank of Ghana, 2018.
- 132.** Negro, Marco Del, Giannone, Domenico, Giannoni, Marc P& Tambalotti, Andrea, Journal of International Economics.2019
- 133.** Nier, Erlend W., Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis, IMF Working Paper, 2009.
- 134.** Pajuste, Anete, Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe: A Study of nine countries, 1994-2001, seminar in "Corporate Governance in Transition", Stockholm School of Economics, 15 April, 2002.

- 135.** Pajuste, Anete, Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe: A Study of nine countries, 1994-2001, seminar in Corporate Governance in Transition, Stockholm School of Economics, 15 April, 2002
- 136.** Patrick, Chileshe M. & Akanbi, Olusegun Ayodele, The Relative Importance of the Channels of Monetary Policy Transmission in a Developing Country, Published by African Journal of Economic Review, Volume V, Issue II, July 2017.
- 137.** Peterson, Thorarin J., Monetary policy transmission mechanism, Reykjavik University, Published by Elsevier, 2018.
- 138.** Petersun, T., The transmission mechanism of monetary policy, Monetary Bultting, Central Bank of Iceland, 2001.
- 139.** Petursson , Thorarinn G., The transmission mechanism of monetary policy, Reykjavík University, 2001.
- 140.** Pham, M. H., & Doan, T. L., The impact of financial inclusion on financial stability in Asian countries, The Journal of Asian Finance, Economics, and Business, Published by Elsevier B.V., 2020.
- 141.** Picault, Matthieu& Raffestin, Louis, are central banks constrained by financial markets, Published by Elsevier Inc.2019
- 142.** Reserve Bank of New Zealand, Monetary policy objectives – price stability and macro stabilization, Reserve Bank of New Zealand, 2019.
- 143.** Robert Amano and Others, Financial International, Beliefs and the Transmission Mechanism, Canada, Bank of Canada, 2010.
- 144.** Ross Levine, Sara zervos, Stock Markets, Bank and Economic Growth, World Bank, not published, .2010
- 145.** Sadaei, Hossein Javedani & Guimaraes, Frederico Gadelha, Silva, Cidiney Joseda, Lee, Muhammad Hisyam & Eslami, Tayyebah, Short-

term load forecasting method based on fuzzy time series, seasonality and long memory process, Published by Elsevier, 2017.

146. Scherf, Gundbert, Financial stability policy in the Euro Zone: The political economy of national banking regulation in an integrating Monetary Union, Springer Science & Business Media, 2013.

147. Schinasi Garry J., Understanding Financial Stability: Towards a Practical Framework, Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law Washington, 2007.

148. Schinasi, G. J., Defining Financial Stability, International Monetary Fund, International Capital Markets Department, IMF Working Paper, No. 187, October, 2004.

149. Schmidhuber, Christof, Trends, reversion, and critical phenomena in financial markets, Published by Zurich University of Applied Sciences, 2021.

150. Sheek, Martin & Hesse Haikou, Islamic Banks and Financial Stability: An Empirical Analysis, Distributed by Daniel Hardy, 2008.

151. Shinasi, Garry, Defining Financial Stability, IMF working paper, October, 2004.

152. Siam, Walid Zakaria, Khrawish, Husni Ali, Al-Daas, Abdalla, The Utilizing of Financial Analysis in Rationalizing Decision of Granting Credit Facilities, 2011.

153. Simpson, Thomas D., Financial Markets, Banking and Monetary Policy, Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2014.

154. Smets, F., Financial stability and monetary policy: how closely interlinked? Int. J., Central Bank, 2014.

- 155.** Smets, Frank, Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked, Copyright European Central Bank, 2014.
- 156.** stability: “fuzzy” measurement and its consequences” BIS W/P No 284, June 2009.
- 157.** Stepchenkoa, Arthur, Chizhova, Jurij, Aleksejevaa, Ludmila & Tolujewb , Juri, Nonlinear, Non-stationary and Seasonal Time Series Forecasting Using Different Methods Coupled with Data Preprocessing, Published by Elsevier B.V., 2017.
- 158.** Suraj B., Gupta, monetary economics, institutions, theory and policy, India, university of Delhi, 2010.
- 159.** Svetunkov, Ivan, Chen, Huijing, b. & Boylan, John E., A new taxonomy for vector exponential smoothing and its application to seasonal time series, Published by Elsevier B.V., 2022.
- 160.** Taylor, Alan M., Credit, financial stability and macroeconomics, National Bureau of Economic Research, 2015.
- 161.** Tobal, M., & Menna, L., Monetary policy and financial stability in emerging market economies, Latin American Journal of Central Banking, 2020.
- 162.** Tobal, Martin& Menna, Lorenzo, Monetary policy and financial stability in emerging market economies, Published by Elsevier B.V., 2020.
- 163.** Tomasz, Chmielewski, Monetary transmission mechanism in Poland, What do we know in 2017?, Narodowy Bank Polski NBP Working, 2018.
- 164.** Tong, E., US monetary policy and global financial stability, Research in International Business and Finance, Published by Elsevier B.V, 2017.
- 165.** Unsal, D. F., Capital Flows and Financial stability: Monetary Policy and Macroprudential Responses, International Monetary Fund, 2011.

166. Venter & Zoe, monetary policy and financial stability, University of Lisboa, 2021.

167. Villca, Alfredo, Commodity prices, bank balance sheets and macroprudential policies in small open economies, Latin American Journal of Central Banking, 2022

168. Wang Yizhi, Lucey Brian M, Vigne Samuel A, Yarovaya Larisa, The Effects of Central Bank Digital Currencies News on Financial Markets, Published by Elsevier Inc, 2022

169. Warin, Thierry, Monetary Policy: From Theory to Practices. Department of Economics, Middlebury College, Harvard University, 2015.

170. Watanagase, T., Naoyuki Y., Tomoyuki F., Peter M., Victor P., Rane J., Pungky P. and Julius, Caesar B., Financial System Stability, Regulation and Financial Inclusion, Asian Development Bank Institute, Financial Services Agency, Japan, International Monetary Fund, 2015.

171. Woodford, M., Inflation targeting and financial stability, Sveriges Riksbank: Econ, Rev. Published by Elsevier B.V, 2012.

172. Zukauskas, Vytautas, the implications of monetary policy for the value and prices of financial assets, Published by University of Angers, 2020.

Thesis:

173. Azangue, Armand Fouejieu, Financial Stability and Inflation Stabilization, Thesis, University of Orleans, 2016.

Internet:

174. Bank of England, The Transmission Mechanism of Monetary Policy, The Monetary Policy Committee. www.bankofengland.co.uk. 2017

- 175.** Clare, Andrew & Thomas, Steve, Financial Market Indices: Facilitating Innovation, Monitoring Markets, Centre for Asset Management Research, Cass Business School London, February, 2015.
https://www.cass.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0003/256125/Financial-Market-Indices-Facilitation-Innovation-Monitoring-Markets.pdf
- 176.** Evans O., Leone A. M., Gill Mahinder and Hilbers P., Macro prudential Indicators of Financial System Soundness, Occasional Paper 192, IMF, available at: www.imf.org/external/pubs/ft/op/192/op192.pdf. 2000.
- 177.** NYSE Euronext, Rules for the CAC 40 index, 2 January, 2009.
http://www.bmw-tiftung.de/fileadmin/user_upload/Dateien/4.Informationen/CAC.pdf .
- 178.** Pemberton, Cecile & Watson, Patrick K., Stock and Bond Market Indices in The Caricom Sub-Region: Construction and Use, Sir Arthur Lewis Institute of Social & Economic Studies & Economic Measurement Unit, University of The West Indies, June, 2004.
<https://sta.uwi.edu/salises/pubs/workingpapers/12.pdf>

الملاحق

الملحق (1)

البيانات الفصلية الخاصة بقتوات السياسة النقدية

قتوات السياسة النقدية			
سعر الفائدة (X3)	سعر الصرف (X2)	قناة الائتمان (X1)	
7	1185	7454461	2010 Q1
7	1185	9984587	Q2
7	1185	10679494	Q3
6	1185	11429604	Q4
6	1185	14959024	2011 Q1
6	1193	16297211	Q2
6	1198	17300199	Q3
6	1205	20344076	Q4
6	1227	22094388	2012Q1
6	1251	24234112	Q2
6	1243	26959961	Q3
6	1209	28438688	Q4
6	1237	27302645	2013Q1

6	1258	28894759	Q2
6	1212	29110376	Q3
6	1120	29952012	Q4
6	1222	30439588	2014Q1
6	1218	32637994	Q2
6	1211	33481618	Q3
6	1204	34123067	Q4
6	1244	35352668	2015Q1
6	1304	36105839	Q2
6	1223	36736250	Q3
6	1218	36752686	Q4
5	1245	36576067	2016Q1
5	1245	36348946	Q2
4	1276	36487068	Q3
4	1281	37180123	Q4
4	1299	36679551	2017Q1
4	1273	36956314	Q2
4	1250	37562494	Q3

4	1255	37952829	Q4
4	1254	38474717	2018Q1
4	1230	39125637	Q2
4	1201	38499017	Q3
4	1204	38486947	Q4
4	1200	38279652	2019Q1
4	1195	39136750	Q2
4	1194	42882805	Q3
4	1196	42052511	Q4
4	1199	42126769	2020Q1
4	1198	43734641	Q2
4	1232	47299950	Q3
4	1280	49817737	Q4

الملحق (2)

البيانات الفصلية الخاصة بمؤشرات سوق رأس المال

مؤشرات سوق رأس المال			
القيمة السوقية (Z3)	مؤشر العام للسوق (Z2)	حجم التداول (Z1)	
9172661	92.55	110779301913	2010q1
9093815	93.46	166869257740	Q2
8929340	91.59	44663995717	Q3
9746901	96.53	78047334039	Q4
12286851	122.36	267645109556	2011 q1
13736927	134.24	213487522140	Q2
15034120	143.36	112963678174	Q3
14463765	132.12	347101897635	Q4
13975479	122.12	187930883458	2012 q1
12994626	116.55	239763012694	Q2
12363049	116.51	179594584853	Q3
14931678	123.07	286536798108	Q4
28838324	121.83	2033785571025	2013Q1

35486565	119.77	422345473613	Q2
34232529	116.30	214167326455	Q3
34402005	114.26	169930942856	Q4
34828802	109.76	245212101643	2014 Q1
33885873	105.65	253140733852	Q2
30354816	98.00	264560971123	Q3
28284527	99.95	135402182343	Q4
18258010	924.51	115825838249	2015 Q1
26835310	945.99	157324856758	Q2
27525546	873.44	73232219480	Q3
25940731	743.59	109796838385	Q4
23119064	613.44	111712217590	2016 Q1
20311241	533.64	100475137616	Q2
21001093	563.50	65544537477	Q3
22961161	630.09	156137968914	Q4
24802542	703.86	264794864956	2017 Q1
23884343	600.84	131764919009	Q2
24425593	579.80	226417545628	Q3

24180418	572.74	277176890604	Q4
21998293	619.36	99655159208	2018 Q1
36546095	593.28	140890345365	Q2
35101154	558.66	93570389895	Q3
34443183	504.76	132361094882	Q4
33507479	469.95	71029791416	2019 Q1
34049652	484.99	81046281372	Q2
34029275	476.26	63000952198	Q3
34286273	488.12	69817092434	Q4
40974250	462.79	115249539897	2020 Q1
39984601	424.38	17053794828	Q2
40832946	468.71	138067649554	Q3
41328765	490.93	60014133804	Q4

الملحق (3)

البيانات الفصلية الخاصة بمؤشر التجميعي للاستقرار المالي

المؤشر التجميعي للاستقرار المالي															
السنوات	نسبة كفاية رأس المال	الديون الغير عاملة/ اجمالي الديون	صافي الديون غير العاملة / قاعدة رأس المال	نسبة الأصول السائلة / الالتزامات	نسبة اجمالي الديون/ اجمالي الودائع	نسبة العائد على الأصول	نسبة العائد على الملكية	اجمالي المصاريف من غير الفائدة/ اجمالي الدخل	هامش الفائدة الى اجمالي الدخل	معدل النمو الناتج المحلي الإجمالي	معدل التضخم	نسبة الاحتياطي الأجنبي / الناتج المحلي الإجمالي	ISX60	القيمة السوقية / الناتج	فجوة الائتمان
2010 Q1	97	4.2	19.87	21.49	0.61	0.05	6.51	32.3	43.0	0.87	2.7	-3.37	92.55	0.243224	0.496849
Q2	99.8	5.4	24.30	21.63	0.59	0.07	10.29	42.5	48.0	4.88	2.1	-8.34	93.46	0.229902	0.551449
Q3	104	4.9	24.00	19.99	0.59	0.18	24.21	48.1	35.1	0.95	1.7	7.24	91.59	0.223624	0.603286

0.56361 1	0.21724 2	96.53	7.04	3.3	12.36	42.5	47.5	26.77	0.21	0.57	23.61	24.45	4.3	102	Q4
0.53702 6	0.25633	122.3 6	-3.13	5.6	6.84	40.4	46.6	8.41	0.07	0.63	19.39	32.48	5.1	95	2011 Q1
0.47785 6	0.24451 4	134.2 4	4.59	6.2	17.20	42.0	44.7	16.88	0.35	0.77	48.16	33.30	5.5	125	Q2
0.50139 7	0.26924 5	143.3 6	2.9	5.5	-0.61	44.9	47.1	21.83	0.5	0.72	47.85	33.04	6.1	186	Q3
0.55504	0.25209 3	132.1 2	3.9	5.2	2.75	47.8	42.3	21.00	0.59	0.82	54.15	36.24	5.7	133	Q4
0.63749 2	0.24248 2	122.1 2	-2.19	6.5	0.45	42.1	43.1	7.42	0.26	0.85	45.22	40.79	5.3	108	2012 Q1
0.61076 9	0.20617	116.5 5	5.01	7.2	9.36	56.1	44.6	18.47	0.64	0.87	45.83	44.04	4.7	99	Q2
0.62810 5	0.18745 3	116.5 1	6.47	6.4	4.64	52.1	48.2	25.64	0.92	0.92	45.13	45.82	4.4	133	Q3
0.62987 8	0.22085 4	123.0 7	-8.43	4.3	2.51	51.3	48.2	26.95	1.24	0.80	48.34	45.86	3.8	167	Q4

0.68335 5	0.44248 8	121.8 3	2.07	2.1	-3.60	53.5	49.5	7.52	0.35	0.97	49.74	43.96	4.5	217	2013 Q1
0.69002 8	0.51518 5	119.7 7	2.63	1.5	5.69	57.0	50.1	14.12	0.01	1.68	49.35	44.25	4.6	123	Q2
0.70639	0.49132 1	116.3 0	1.48	1.0	1.15	54.6	52.4	17.18	0.88	1.71	47.29	43.50	4.6	176	Q3
0.07191 8	0.04924 9	114.2 6	2.3	3.0	0.26	59.1	51.8	21.48	1.16	2.90	49.99	43.50	4.8	205	Q4
0.75233 4	0.51232 7	109.7 6	-8.53	3.0	-2.69	48.1	48.5	4.73	0.27	3.44	49.57	44.91	5.1	152	2014 Q1
0.74806 8	0.47583 2	105.6 5	-3.23	1.7	4.75	42.5	47.4	8.18	0.49	3.60	50.03	50.06	4.9	160	Q2
0.82021 4	0.46286 1	98.00	-3.31	2.4	-7.91	44.0	40.1	9.60	0.60	3.34	50.41	48.01	4.1	107	Q3
0.86366 8	0.45949 1	99.95	1.38	1.8	-6.14	41.2	35.6	13.52	0.82	3.19	49.87	46.07	3.5	122	Q4
1.25127 6	0.43246	924.5 1	-3.39	0.0	-31.41	42.3	32.3	3.65	0.24	3.54	48.08	51.19	2.9	109	2015 Q1

0.95188 9	0.48684 6	945.9 9	-4.32	1.5	30.56	39.6	35.1	6.90	0.45	3.66	44.34	53.58	1.8	106	Q2
0.98554 7	0.50750 4	873.4 4	-5.7	2.4	-1.61	42.4	42.3	7.53	0.55	3.95	42.52	56.74	2.8	99	Q3
1.02619 9	0.49475 6	743.5 9	-4.1	1.6	-3.33	45.1	45.1	10.20	0.76	4.79	43.10	57.12	4.3	105	Q4
1.23867 1	0.53348 7	613.4 4	-3.65	0.8	-17.35	47.79	48.9	1.84	0.14	5.04	40.98	57.77	5.6	140	2016 Q1
1.11456 9	0.42103 6	533.6 4	-1.16	1.6	11.32	38.94	49.1	3.52	0.28	5.35	41.14	59.07	6.4	115	Q2
1.06237	0.41805	563.5 0	-3.07	0.0	4.13	43.37	51.08	4.99	0.41	5.29	41.45	57.04	7.1	144	Q3
0.98453 3	0.42027 5	630.0 9	7.69	-0.5	8.75	48.01	40.6	9.56	0.85	5.36	40.74	59.58	5.9	128	Q4
1.05050 3	0.47964 5	703.8 6	5.41	-0.5	-5.35	35.07	39.9	2.63	0.26	5.53	40.83	58.64	5.8	125	2017 Q1
1.02899 1	0.44739 1	600.8 4	1.55	0.3	3.24	42.45	46.3	3.75	0.38	5.39	39.44	58.90	6.01	138	Q2

0.98348 8	0.42485 6	579.8 0	2.35	0.4	7.69	42.09	46.2	5.41	0.56	5.24	39.57	59.60	7.1	129	Q3
0.91637 5	0.38004 9	572.7 4	2.28	0.5	10.67	56.14	43.4	9.22	1.19	6.47	51.47	56.60	7.8	224	Q4
1.06061 6	0.39534 1	619.3 6	4.35	-0.2	-12.54	52.83	39.1	2.10	0.28	6.87	50.21	58.54	7.5	179. 6	2018 Q1
0.97012 5	0.57977	593.2 8	3.38	0.4	13.28	51.18	41.4	3.70	0.48	7.17	48.95	57.94	7.1	203. 9	Q2
0.88349 7	0.50702 8	558.6 6	4.62	0.6	9.83	53.50	51.4	4.36	0.53	6.26	47.33	50.96	7.4	191. 2	Q3
0.96527 1	0.54536 8	504.7 6	1.17	0.6	-8.77	57.00	59.4	4.37	0.53	6.32	46.10	50.05	7.6	285	Q4
1.01314 8	0.55300 7	469.9 5	1.25	0.8	-4.06	54.58	49.9	1.08	0.13	6.69	46.74	51.90	7.5	212	2019 Q1
0.90898 1	0.50274 8	484.9 9	4.43	-0.4	11.78	59.08	46.5	2.94	0.35	5.38	47.06	49.91	5.9	1438	Q2
0.92205 7	0.50478 6	476.2 6	-1.45	-0.9	-0.43	56.87	44.04	5.38	0.63	4.86	44.75	50.23	5.3	241	Q3

0.93394 7	0.51032 4	488.1 2	-1.35	-0.3	-0.34	59.33	51.3	7.10	0.82	5.05	43.25	51.22	5.3	194	Q4
1.25814 1	0.76150 5	462.7 9	-1.69	0.7	-19.91	68.20	29.2	1.97	0.25	4.71	43.53	51.37	5.2	188	2020 Q1
1.73778 2	0.97260 1	424.3 8	-8.1	0.3	-23.59	58.45	50.9	3.22	0.42	5.18	41.96	57.16	9.5	170	Q2
1.34069 2	0.75775 7	468.7 1	8.28	0.1	31.08	55.84	51.9	4.47	0.58	5.10	37.82	60.05	7.04	272	Q3
1.43655 4	0.78804 6	490.9 3	9.19	1.2	-2.68	38.92	62.5	7.31	0.89	5.24	37.86	58.66	8.7	358	Q4

الملحق (4)

طريقة حساب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق لعام 2010

2010

قيمة المتغير بعد الترجيح ب(w))				نسب المتغيرات				الوزن الترجيحي ي w))	المتغيرات الفرعية	المتغيرات	المحور			
Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1							
0.093	0.130	0.052	0.000	71%	100%	40%	0%	102	104	99.8	97	13.0%	نسبة كفاية رأس المال	كفاية رأس المال
0.006	0.044	0.075	0.000	8%	58%	100%	0%	4.3	4.9	5.4	4.2	7.5%	الديون غير العاملة/ اجمالي الديون	جودة
0.075	0.068	0.073	0.000	100%	90%	97%	0%	24.45	24.00	24.30	19.87	7.5%	صافي الديون غير العاملة بعد طرح المخصصات/قاعدة رأس المال	الأصول
0.060	0.000	0.027	0.025	100%	0%	45%	41%	23.61	19.99	21.63	21.49	6.0%	نسبة الأصول السائلة/ الالتزامات السائلة	مؤشر القسط
0.000	0.030	0.030	0.060	0%	50%	50%	100%	0.57	0.59	0.59	0.61	6.0%	نسبة اجمالي الديون/ اجمالي ودائع العملاء	المصرفي

0.030	0.024	0.004	0.000	100%	81%	13%	0%		0.21	0.18	0.07	0.05	%3.0	نسبة العائد على الأصول (ROA)	الربحية
0.030	0.026	0.006	0.000	100%	87%	19%	0%		26.77	24.21	10.29	6.51	%3.0	نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE)	
0.038	0.040	0.026	0.000	96%	100%	65%	0%		47.5	48.1	42.5	32.3	%4.0	اجمالي المصروفات من غير الفوائد/ اجمالي الدخل	
0.017	0.000	0.030	0.018	57%	0%	100%	61%		42.5	35.1	48.0	43.0	%3.0	هامش الفائدة الى اجمالي الدخل	
0.080	0.001	0.028	0.000	100%	1%	35%	0%		12.36	0.95	4.88	0.87	%8.0	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	مؤشر الاقتصاد الكلي
0.080	0.000	0.019	0.050	100%	0%	24%	62%		3.3	1.7	2.1	2.7	%8.0	معدل التضخم	
0.079	0.080	0.000	0.026	99%	100%	0%	32%		7.04	7.24	-8.34	-3.37	%8.0	نسبة الاحتياطيات الأجنبية/الناتج المحلي الإجمالي	
0.075	0.000	0.028	0.015	100%	0%	38%	19%		96.53	91.59	93.46	92.55	%7.5	مؤشر سوق العراق للأوراق المالية	مؤشر سوق رأس المال
0.000	0.018	0.037	0.075	0%	25%	49%	100%		0.2172 42	0.2236 24	0.2299 02	0.2432 24	%7.5	القيمة السوقية للأسهم/الناتج المحلي الإجمالي	
0.050	0.080	0.041	0.000	63%	100%	51%	0%		0.5636 11	0.6032 86	0.5514 49	0.4968 49	%8.0	فجوة الائتمان	مؤشر الدورة المالية
0.22	0.19	0.24	0.16	المؤشر التجميعي للاستقرار المالي											

Abstract :

Monetary policy is of great importance in the economic system as a basic pillar for the development and progress of the national economy, and thus contributes to enhancing financial and economic stability. Therefore, the Central Bank of Iraq is keen to summarize it in a sophisticated and sophisticated manner. An effective supervisory and supervisory system, and here highlights the role of monetary policy channels that affect the financing of banking institutions and their overlap with financial markets.

Therefore, this study sought to clarify the extent to which monetary policy channels affect financial stability indicators directly and indirectly through capital market indicators. Monetary is deeply concerned with financial stability, and how to manage it, by drawing the policy that affects and controls the work of the banking sector, inflation and gross domestic product, and aims to achieve financial stability as well as economic growth. In addition to the variables that can affect the achievement of financial stability, the study sought to achieve a number of objectives, the most prominent of which was to identify the extent of the impact of monetary policy channels on the general indicator of financial stability. And showing which of these channels has a greater impact than others on the general indicator of financial stability, knowing how the monetary policy channels affect the capital market indicators, and determining the extent of the impact of capital market indicators on the general indicator. Familiarity with financial stability in Iraq, and it also aims to study the seasonal impact of each of the monetary policy channels, capital market indicators and the general indicator of financial stability in Iraq, and for the purpose of achieving the main objectives of the study,

hypotheses were formulated based on the study problem, and data were extracted and tested for seasonality of the study variables and the tested correlation. . The study reached a set of conclusions, perhaps the most important of which is to test the hypotheses of the impact of monetary policy channels on indicators of financial stability through capital market indicators. From the exchange rate channel to the market value, and that the market value directly affects the general indicator of financial stability. Perhaps one of the most important recommendations of the study is that there is a strong relationship between the basic components of financing. The system represented by the central bank, financial markets and the infrastructure of the financial system represents a set of legal, regulatory and supervisory frameworks, and none of these components can work in isolation from the other, as each component affects it and is affected by developments. that occur in any of these components, therefore, effective integration must be achieved between monetary policy channels and capital market indicators in order to enhance financial stability in light of a favorable environment for financial and banking institutions that support the efficient and effective performance of financial markets. . Therefore, indicators of financial stability should be used. Effective in Iraq and lost the modern policy of the Central Bank of Iraq.



Ministry of Higher Education and Scientific Research

Karbala University

Faculty of Administration and Economics

Department of Financial and Banking Sciences

**Monetary policy and its impact on financial
stability indicators through capital market
indicators**

**A dissertation submitted to the council of the college
Administration and economics university of Kerbala, as a
partial fulfillment of the requirements to obtain Ph.D. Degree
in the financial and banking sciences.**

By:

Atheer Najah Kamil Smasem

Under Supervision:

Prof. Dr. Haidar Yunis Khadem Al- Musawi