

## اثر تغيرات سعر الفائدة والسيولة في إعادة بناء المحفظة الاستثمارية

(دراسة تطبيقية في مصرف بغداد التجاري) للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)

أ.م.د. عباس كاظم جاسم الدعي

الباحث قاسم حميد ناصر المعموري

### المستخلص :

جاءت دراستنا هذه لتسلط الضوء على واحد من المؤثرات المهمة على الأموال ، الا وهي هل لسعر الفائدة والسيولة المصرفية اثر مباشر او غير مباشر في اعادة بناء المحفظة الاستثمارية لعينة قصبية من المصارف التجارية العراقية بغرض تنويع الاستثمارات والحد من المخاطر التي تتعرض لها هذه المصارف؟ ، ولهذا استندت الدراسة على فرضية مفادها ان لأسعار الفائدة (على ودائع التوفير والثابتة) والسيولة النقدية دلالات احصائية وقياسية ومعنوية فيما بينها وما بين المحفظة الاستثمارية للبنوك التجارية العراقية عينة الدراسة

وعليه خرجت الدراسة بمجموعة من الاستنتاجات اهمها هو التوصل إلى إمكانية وضع أسس علمية يمكن الاستناد إليها في تطبيق النظريات الاقتصادية الخاصة بالاستثمار وتحديدًا المحافظ الاستثمارية على الاقتصاد العراقي ولاسيما في المصارف التجارية العراقية عن طريق أحد الأساليب العلمية التي أثبتت ان لتغيرات اسعار الفائدة والسيولة اثر مباشر وفعال في اعادة بناء المحافظ الاستثمارية للمصارف عينة الدراسة ، من خلال جدولة بيانات هذه المصارف بمحافظها الاستثمارية بعد ان كانت هذه البيانات متناثرة في مكونات الميزانية العمومية لها.

### Abstract

This study was to shed light on one of the important influences on the funds, namely Are interest rates and bank liquidity direct effect or indirectly in the rebuilding of the investment portfolio of a sample deliberate Iraqi commercial banks in order to diversify their investments and reduce the risk to these banks? ,

For this study were based on the hypothesis that the effect of interest rates (on savings deposits and fixed) and cash flow implications of statistical and moral standard among themselves and between the Iraqi investment portfolio of commercial banks of the study sample.

And it came out of the study group is to reach the most important conclusions to the possibility of developing a scientific basis can be a invoked in the application of economic theories to invest specifically investment portfolios on the Iraqi economy, particularly in the Iraqi commercial banks through a scientific

methods that have proven that changes in interest rates and the liquidity effect of direct and effective in rebuilding the investment portfolios of banks Sample the study, by scheduling these data banks investment portfolio after these data were scattered in the balance sheet of its components .

### المقدمة :

تعد المصارف التجارية من المرتكزات الاقتصادية المهمة لما تسهم به من تعبئة المدخرات الوطنية من المدخرين حيث تعمل على تقديمها للمستثمرين لتمويل استثماراتهم ، بالتالي فهي تعمل على تنشيط الاستثمار الوطني في مختلف القطاعات من خلال ما توفره من سيولة نقدية كفناة لتمويل هذه الاستثمارات ، فضلا عن اسعار الفائدة التي لها دور كبير في النشاط الاقتصادي ، وعليه تعد السيولة النقدية واسعار الفائدة من أهم المؤشرات التي تستعمل لتحليل حركة الاقتصاد الكلي او اتجاهه بحيث يستعملان كأداة لتحقيق التأثير في النشاط الاستثماري الاقتصادي من خلال أنشطة الاستثمار المصرفية للمصارف التجارية المالية والحقيقية مكونة ما يعرف بالمحفظة الاستثمارية ، وكثيراً ما يفترض في النظرية الاقتصادية أن سعر الفائدة يؤثر على قرار الفرد المستهلك بتوزيع دخله بين الإنفاق الاستهلاكي الحاضر والادخار ، كما يفترض أن سعر الفائدة يؤثر على قرارات الفرد الخاصة بمكونات محفظة الأصول المالية بمعنى عام ، وكمثال تقريبي على ذلك التردد بين اقتناء عقار أو حيازة سندات أو الاحتفاظ بوديعة ادخارية بأحد البنوك. وعليه يعد سعر الفائدة والسيولة النقدية للمصارف التجارية إحدى الأدوات الوسيطة أو التشغيلية لحركة الاستثمارات المالية والحقيقية وفي بعض الأحيان يكون هو الهدف النهائي لهذه الاستثمارات ، بالتالي فإن مسار محفظة الاستثمارات في تنفيذ الهدف النهائي وتحقيقه يمر عبر قناتي اسعار الفائدة والسيولة النقدية كهدف تشغيلي . ومن هنا تمحورت افكار الباحث في تحديد اهمية هذين المتغيرين (اسعار الفائدة والسيولة المصرفية) في تحديد أنشطة المحفظة الاستثمارية للمصارف التجارية ، ومدى استجابة هذه المحفظة بمختلف اصولها ومكوناتها للتغيرات او التذبذبات التي تطرأ على اسعار الفائدة والسيولة المصرفية ، بالتالي فسح المجال إلى تطوير بدائل عديدة تتمكن المصارف من خلالها إيجاد نماذج وصيغ أكثر فاعلية في إدارة الموجودات والمطلوبات وتقليل الآثار السلبية عليها .

### المحور الاول : هيكلية البحث

#### اولا : أهمية البحث

يعد سعر الفائدة والسيولة النقدية من الادوات المهمة للمصارف التجارية لما لها من اثر واضح وفعال في تحديد مستوى حجم الايداع للمصارف التجارية ، وهذا له اثر بارز ومعبّر في تطور الاقتصاد الوطني وانعكاس المستوى الاقتصادي للدولة من خلال تحديد حجم الائتمان والاستثمارات المالية بشكل ايجابي على الاقتصادي الوطني .

ونظرا للدور الكبير الذي تمارسه البنوك التجارية في تغييرات سعر الفائدة والسيولة النقدية الذي ينعكس على الاصول المالية والحقيقية المتمثلة بالأسهم والسندات واذونات الخزنة والاوراق التجارية الأخر كأصول مالية

، وعلى الاستثمارات الحقيقية (عقارات ، معادن ، سلع ، ومشاريع اقتصادية) كأصول حقيقية ، ويفعل الاتجاهات العالمية في العقدين الأخيرين من حيث التأكيد على السوق والعمليات الاستثمارية وتأسيس الاسواق المصرفية والانفتاح بين الدول وتحرر هذه الاسواق ، بدأت المصارف التجارية مرحلة جديدة كونها القناة التي يمكن أن تعبئ المدخرات وتوفر التمويل اللازم للاستثمارات وعلى هذا الأساس تطورت ادوات المحفظة الاستثمارية التي تتعامل بها البنوك التجارية الامر الذي دفعنا الى اعادة هيكلة هذه الادوات وبنائها من خلال اسعار الفائدة والسيولة النقدية بغرض تعظيم قيمتها المالية وتقليل المخاطر .

### ثانيا : مشكلة البحث

من خلال متابعة المتخصصين والخبراء للأنشطة المالية والمصرفية وجدوا ان اغلب استثمارات المصارف التجارية تتعرض لاحتمالات النقلب في العائد على الاستثمار لتلك الاستثمارات عند عدم بناء محافظهم الاستثمارية وتنويعها وبالتالي تعرضهم للمخاطر (الخسائر) وهذا ما يتعارض مع الهدف الاساس لكافة المصارف التجارية ألا وهو تعظيم الارباح .

واتساقا مع ما تقدم فإن طرح التساؤل المؤثر في ادناه يمكن ان يساهم في توضيح مشكلة البحث:

هل لسعر الفائدة والسيولة المصرفية اثر مباشر او غير مباشر في اعادة بناء المحفظة الاستثمارية للبنوك التجارية بغرض تنويع الاستثمارات والحد من المخاطر التي تتعرض لها المصارف التجارية ؟

### ثالثا : أهداف البحث

تأسيساً يسعى البحث لتحقيق عدد من الاهداف وهي كما يأتي :

1. المعرفة النظرية لكل من اسعار الفائدة والسيولة والمحفظة الاستثمارية .
2. معرفة العلاقة النظرية التأثيرية لكل من سعر الفائدة والسيولة النقدية ودورها في اعادة بناء المحفظة الاستثمارية .
3. تحليل اسعار فائدة والسيولة النقدية واثرها في اعادة بناء المحفظة الاستثمارية في المصارف التجارية عينة الدراسة .
4. تحليل النتائج القياسية والاحصائية والاقتصادية للنموذج الافضل المختار لعينة الدراسة .

### رابعا : فرضية البحث

توجد علاقة بين متغيرات اسعار الفائدة (على ودائع التوفير والثابتة) والسيولة النقدية وما بين المحفظة الاستثمارية للبنوك التجارية عينة الدراسة . وتتفرع عنها الفرضيات الفرعية التالية :

1. تفترض النظرية وجود علاقة ما بين متغيرات اسعار الفائدة والسيولة ومكونات المحفظة الاستثمارية للبنوك التجارية عينة الدراسة .
2. عدم وجود دلالات ارتباط احصائية وقياسية ومعنوية بين متغيرات اسعار الفائدة (التوفير والثابتة) والسيولة النقدية ومكونات المحفظة الاستثمارية للبنوك التجارية عينة الدراسة .

٣. وجود دلالات ارتباط احصائية وقياسية ومعنوية بين متغيرات اسعار الفائدة (التوفير والثابتة) والسيولة النقدية ومكونات المحفظة الاستثمارية للبنوك التجارية عينة الدراسة .

#### خامسا : منهج ومجتمع البحث

تستخدم الدراسة المنهج الوصفي في جانبها النظري وتركز على المنهج القياسي في تنفيذ جانبها التطبيقي ، وتستخدم الدراسة مقاييس وأدوات إحصائية معروفة لقياس نتائج الدراسة واختبارها ، ويضم البحث عينة من المصارف التجارية العراقية وهو المجتمع الذي بالإمكان تعميم نتائج البحث عليه ، وهذا المجتمع يضم المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية كافة التي تم اختيار عينة البحث منها ، والسبب في اختيار هذا المجتمع هو الأهمية التي يحتلها في الاقتصاد العراقي . اذ يعد أحد الركائز الرئيسة التي تشكل هذا الاقتصاد خصوصا في ظل الأوضاع التي شهدتها القطر في الوقت الحاضر على المستوى الداخلي والتحولت المحتملة التي سيعيشها البلد مستقبلا .

#### المحور الثاني : الاطار النظري لسعر الفائدة والسيولة والمحفظة الاستثمارية

##### اولا : الاطار النظري لسعر الفائدة

١. مفهوم سعر الفائدة :

يمكن تعريف سعر الفائدة من جهة البنك التجاري بأنها مبلغ معين من المال إما ان يُدفع أو يتم الحصول عليه بين شخصين مختلفين ، فالشخص الذي يتنازل عن نقوده الآن نتيجة إقراضها ( دائن ) يحصل على الفائدة بعد فترة معينة يُتفق عليها ، في حين أن المقترض ( المدين ) يدفع الفائدة عند انقضاء الفترة نظير حصوله على المبلغ عند بدايتها ، كما يمكن أن ننظر إلى الفائدة على أنها نسبة مئوية من المبلغ تحسب على أساس سنوي وهو حاصل قيمة مبلغ الفائدة على المبلغ المودع أو المقترض (الاعرج ، ٢٠١١ : ٥٦) .

وإذا اخذنا مفهوم سعر الفائدة من جهة البنك المركزي فأنا نستطيع ان نعرفه بأنه ذلك السعر الذي يدفعه البنك المركزي على إيداعات البنوك التجارية سواء أكان استثمارا لمدة ليلة واحدة أم لمدة شهر أو أكثر ويعد هذا السعر مؤشرا لأسعار الفائدة لدى البنوك التجارية التي ينبغي ألا تقل عن سعر البنك المركزي ، كما يساعد سعر فائدة البنك المركزي في قدرته على التحكم بعرض النقد في التداول من خلال تغيير هذا السعر صعودا ونزولا على المدى المتوسط (www.aljazeera.net) .

اما من الناحية السوقية فأن سعر الفائدة يؤثر بشكل معاكس على اسعار الاوراق المالية ، اذ ان ارتفاع سعر الفائدة يعمل على انخفاض عملية التعامل بالأوراق المالية وبالعكس فإن انخفاض سعر الفائدة يؤدي الى ترويج التعامل بالأوراق المالية (جاسم ، ٢٠٠٠ : ١) .

وتأسيساً على ما تقدم يُعرّف الباحث سعر الفائدة على انه تلك الدفعات الملقاة من المقترض الى المقرض التي تعوض المقرض لتخليه عن ماله لمدة من الزمن مقابل مخاطرة معينة .

٢ : الابعاد النظرية لأسعار الفائدة

لكي نصل الى مفهوم النظرية الحديثة في سعر الفائدة ونبين الطريقة التي استطاعت بها ان تبين كيفية تحديد سعر الفائدة لابد علينا معرفة النظريات التي سبقتها في هذا المجال ، فالنظريات تقوم على انقراض النظرية السابقة لها ولتكميل النقص فيها ، ولهذا فضلنا ان نبين هذا الجزء من البحث النظريات التي سبقت النظرية الحديثة لسعر الفائدة ، والتعرض لنقائض هذه النظريات التي ابرزت الحاجة الى نظرية متكاملة وشاملة لمعالجة تلك النقائض ، وبهذا الخصوص هناك اربع وجهات نظر معروفة فضلا عن النظرية الحديثة وهي كما يأتي :

← النظرية الكلاسيكية (Classical Theory)

← النظرية الكينزية في تفضيل السيولة (Liquidity Preference Theory)

← نظرية الاموال القابلة للإقراض (Loanable Fund Theory)

← نظرية التوقعات العقلانية في معدل الفائدة (Rational Expectations Theory Interest Rate)

← نظرية التوازن العام - النظرية الحديثة (Modern Theory Interest Rate)

أ. النظرية الكلاسيكية (Classical Theory)

ترتبط هذه النظرية بكل من ريكاردو (Ricardo) وهيوم (Hume) وفشر (Fisher) وآخرين ، وتعد هذه النظرية بأنها نظرية ساكنة (Static) ويعد سعر الفائدة في هذه النظرية كظاهرة حقيقية بمعنى انها تتقرر بعناصر حقيقية ، وهي عرض الادخارات (Supply of Saving) والطلب على الاستثمار التي تقرر معدل سعر الفائدة التوازني في السوق (Equilibrium Rate of Interest) (القرشي ، ٢٠٠٩ : ٢٠٦) وتعرف بنظرية التفضيل الزمني ( Time preference theory ) وتعرف أيضاً بنظرية الادخار والاستثمار ( Saving – Investment theory of interest rate ) (سامي ، ١٩٨٢ : ٥٢٨) .

وعلى وفق هذه النظرية فأن سعر الفائدة هو عبارة عن العلاوة التي يجب ان تدفع للأفراد وذلك لاستمالتهم لتأجيل الاستهلاك الحاضر ومن ثم عرض المدخرات ، وهو في الوقت نفسه انما هو عبارة عن الثمن الذي يجب ان يدفع لاستخدام رأس المال في المعنى الحقيقي ، ومن ثم فأن سعر الفائدة يتحدد بتقاطع دالة الادخار مع دالة الاستثمار ، وعليه فأن سعر الفائدة يتكفل تلقائياً بتحقيق التوازن بين العرض وطلب رأس المال (فارس ومحمد ، ٢٠٠٩ : ٣) .

ب. النظرية الكينزية في تفضيل السيولة (Liquidity Preference Theory)

رأينا كيف ان النظرية الكلاسيكية ركزت على الادخار والاستثمار كمحددات لسعر الفائدة واهملت المؤثرات النقدية عليه وبذلك حصرت تقرير سعر الفائدة التوازني في القطاع الحقيقي . وهذا مما حدا بهم لعد النقود مجرد حجاب للتعامل الحقيقي في السوق وللتبادل السلعي فيه ، وادى ذلك بهم الى عد الائتمان مجرد وسيلة لتسهيل نقل وسائل الدفع التي هي النقود . (عبد المنعم ، ٢٠٠٤ : ٣٠٨)

وتمثلت النظرية الكينزية (Keynesian Theory) اسلوبا اخر لتقرير معدل الفائدة . واستنادا الى كينز فإن معدل الفائدة (Interest Rate) هو ظاهرة نقودية على نحو صافٍ ، وهذا يعني ان معدل الفائدة على الاقل في المدى القصير يتقرر بواسطة عناصر نقودية ، بمعنى انه يعتمد على اجراءات السلطات النقودية ونشاطاتها (البنك المركزي والحكومة فيما يتعلق بإجراءات السياسات النقدية والمالية ) وعلى مواقف او انطباعات الوحدات الاقتصادية (افراد وشركات) نحو الاحتفاظ بالنقود بوصفها بديلا للاحتفاظ بالسندات (Bonds) ، بعبارة اخرى فإن معدل الفائدة يتقرر من خلال التفاعل بين عرض النقود والطلب على النقود في النظام الاقتصادي . (القرشي ، ٢٠٠٩ : ٢٠٨)

### ج. نظرية الاموال القابلة للإقراض (Loanable Fund Theory)

يعد الاقتصادي السويدي ( Kunt Wicksell ) واضع هذه النظرية الخاصة بتحديد سعر الفائدة التي تعرف أيضاً بنظرية سعر الفائدة الكلاسيكية الحديثة ( New- Classical theory of interest rate ) ، إذ قام بشرح أفكاره الاقتصادية في سلسلة من المؤلفات صدرت باللغة الألمانية سنة (١٨٩٨) التي ظلت غير معروفة حتى ترجمت إلى اللغة الإنكليزية وكان ذلك في سنة (١٩٣٦) تحت عنوان (الفائدة والأسعار)، التي شهدت هذه السنة ظهور كتاب (النظرية العامة) لكينز، إذ هناك تشابه كبير جدا بين كتاب النظرية العامة والتطورات الفكرية التي أحدثها العالم وكسل، فقد قيل وقتها إن كينز نسخ ونقل أفكار وكسل ، وإن كل فخر منسوب لكينز يفترض أن يكون "لوكسل" (السيد حسن ، ١٩٨٥ : ١٩٨) .

وعلى وفق هذه النظرية فإن سعر الفائدة هو السعر الذي يحقق التعادل بين الطلب ( طلب الاموال المعدة للإقراض) والعرض (عرض الاموال المعدة للإقراض ) ، وتعبير الاموال المعدة للإقراض (Loanable funds) يعني مجموع النقود المعروضة والمطلوبة في أي وقت في سوق النقود ، وعرض الائتمان أو الاموال المعدة للإقراض إنما تتأثر بمقدار النقود الجديدة المضافة الى عرض النقود وبمدخرات الأفراد خلال تلك المدة (سامي ، ١٩٨٢ : ٥٣٣-٥٣٤) .

### د. نظرية التوقعات العقلانية في معدل الفائدة ( Rational Expectations Theory Interest Rate )

في خضم الجدل الدائر بين المدراس الكلاسيكية والكلاسيكية المحدثثة والكينزية بشأن العديد من الانشطة والظواهر الاقتصادية ، ظهرت الى الوجود حديثا نظرية جديدة تقود الى استنتاجات جديدة في تفسير الظواهر الاقتصادية وبالتالي في السياسات الاقتصادية التي يمكن ان تتخذها الحكومة لمعالجة هذه الظواهر .

وتتلخص المنطلقات الاساسية لهذه النظرية بما يأتي (عبد المنعم ، ٢٠٠٤ : ٣١٩-٣٢٠) :

(١) تفترض هذه النظرية ان توقعات الافراد هي توقعات عقلانية أي انها غير متحيزة احصائيا (Unbiased) لأنها تستند الى معلومات وافية وكافية عن حالة الاسواق المالية في المستقبل استنادا الى ما اظهرته الدراسات عن الكفاءة العالية لهذه الاسواق في توفير المعلومات الحديثة عن اسعار الفائدة واسعار الاوراق

المالية ، ولا تختلف هذه المعلومات عن تلك التي تستند اليها السياسات الاقتصادية الحكومية من الناحيتين النظرية والعملية، وعلى هذا الاساس فان الافراد ورجال الاعمال قادرون على التوصل الى تنبؤات صحيحة بالنسبة لسعر الفائدة في المستقبل كما انهم قادرون على تشخيص الاخطاء التي قد تحصل لأسباب عشوائية وتصحيحها .

(٢) المنطلق الثاني لهذه النظرية هو الاعتقاد بمرونة التغير في الاسعار بضمنها اسعار الفائدة وهو ما افترضته النظرية الكلاسيكية اصلا ورفضته النظرية الكينزية فلا يوجد (فخ السيولة) في الطلب على الاموال القابلة للإقراض وان سعر الفائدة قادر على تحقيق التوازن في الاسواق المالية . وفي الواقع لا يمكن لسعر الفائدة بموجب هذه النظرية ان ينحرف كثيرا عن سعر التوازن لمدة طويلة لان أي انحرافات ستكون عشوائية وقصيرة الاجل ولان المعلومات الجديدة عن انحراف سعر الفائدة صعودا او نزولا سرعان ما تجعل المتعاملين في السوق المالي يصححون توقعاتهم فيعود سعر الفائدة الى حالة التوازن .

(٣) المنطلق الثالث هو ان ما يحصل في الماضي او المعلومات الماضية لن تؤثر على اسعار الفائدة الحالية التي لا تتغير الا في حالة ظهور معلومات جديدة او احداث غير متوقعة لان سعر الفائدة السائد يستند الى ما يتوقع بالنسبة للمستقبل او ما يحصل من احداث غير متوقعة .

ومن اهم الانتقادات التي وجهت الى هذه النظرية هي انها لم توضح كيف سيتوصل الافراد الى توقعاتهم المستقبلية وبالتالي فان النظرية غير قابلة للاختبار الاحصائي ، اضافة الى ان هذه النظرية تقترض توافر معلومات لكل المتعاملين في الاسواق المالية بتكلفة منخفضة وهذا مخالف للواقع ، بالتالي نستطيع القول ان هذه النظرية من الممكن ان تنطبق على سوق السندات الحكومية لكن تطبيقها على سوق الاسواق المالية يكاد يكون مستحيلا (الجشم ، ٢٠٠٩ : ٩) .

تعليقاً على ما سبق يمكن استنتاج ان النظريات ( الكلاسيكية ، الكينزية ، الاموال القابلة للاقراض والتوقعات العقلانية ) هي نظريات غير محددة لسعر الفائدة ، فالأولى ركزت على العوامل الحقيقية (الادخار والاستثمار) في تحديد سعر الفائدة ، وعدت ان الفائدة ظاهرة عينية ، اما الثانية فقد ركزت على العوامل النقدية (عرض النقود والطلب على النقود) في تحديد سعر الفائدة وعدت ان الفائدة ظاهرة نقدية بحتة ، اما الثالثة فمحاوالتهم لم تكمل بالنجاح في جميع العوامل النقدية مع العوامل الحقيقية من اجل شرح كيفية تحديد سعر الفائدة ، اما الرابعة فأنها عدت ان السوق تمتاز بالكفاءة التامة أي ان كل المتعاملين في الاسواق المالية يمتلكون المعلومات نفسها وبتكاليف منخفضة وهذا غير ممكن .

وعليه عدّ "هانسن" ان كل من نظرية الاموال المعدة للاقتراض ونظرية التفضيل النقدي (النظرية الكينزية) لو اخذتا معا فأنهما يمدانا بنظرية مناسبة لسعر الفائدة اطلق عليها نظرية سعر الفائدة الحديثة او نظرية التوازن العام كما في الآتي

هـ. نظرية التوازن العام - النظرية الحديثة (Modern Theory of Interest Rate)

إن نظرية سعر الفائدة الحديثة تعرف أيضاً بنظرية الكينزيين المحدثين في سعر الفائدة أو كما يطلق عليه بأنموذج ( هيكس - هانسن ) المدعم بشروط التوازن الداخلي والخارجي، إذ نظرية الأرصد المعدة للاقتراض ونظرية كينز في تفضيل السيولة لو أخذناهما معاً لمدانا بنظرية مناسبة لسعر الفائدة . تجمع النظرية الحديثة في سعر الفائدة بجمع كل من العوامل الأربعة ( الادخار ، تفضيل السيولة ، الاستثمار ، كمية النقود ) في نظرية متكاملة فهي تجمع العوامل النقدية مع العوامل الحقيقية وذلك لغرض التوصل إلى تفسير عملية تحديد سعر الفائدة . فوضع التوازن لهذه المتغيرات الأربعة معاً إنما يحدد سعر الفائدة ، على وفق ( Hansen ) فإن حالة التوازن تتحقق عندما يكون مقدار حجم الأرصد النقدية التي يحتفظ بها الأفراد في المجتمع إنما تساوي كمية النقود، وكذلك عندما تكون الكفاية الحدية لرأس المال تساوي سعر الفائدة، وأخيراً عندما يكون حجم الاستثمار مساوياً لحجم المدخرات المرغوب فيها، وهذه العوامل كلها متصلة ببعضها البعض، وباختصار وعلى وفق للنظرية الحديثة لسعر الفائدة فإنه عندما تكون المتغيرات الأربعة ( الادخار ، الاستثمار ، التفضيل النقدي ، وكمية النقود ) متكاملة مع الدخل فإننا نحصل على تفسير مرضي للكيفية التي يتحدد بها سعر الفائدة ولهذا الغرض فإنه قد تم الجمع بين نظرية الأرصد المعدة للاقتراض وبين نظرية تفضيل السيولة بواسطة (الاقتصاديين المحدثين) من انصار كينز ( Lerner , Hicks , Hansen )، وفي الحقيقة إن هدف النظرية الحديثة هو الجمع بين القطاع الحقيقي وبين القطاع النقدي، ( نظرية الأرصد المعدة للاقتراض ونظرية تفضيل السيولة ) كشرح للكيفية التي يتحدد بها سعر الفائدة (نعمة ، ٢٠٠٧ : ٣٩) .

### ثانياً : الإطار النظري للسيولة

#### ١ . مفهوم السيولة المصرفية

تعرف السيولة بشكلها العام على أنها " السهولة والكلفة التي يمكن بها للأصل أو الموجود ان يتحول الى نقد سائل " (نهاد وآخرون ، ٢٠٠٩ : ٦٦) أما السيولة المصرفية فيعرفها Hempel بأنها ( مدى قدرة البنك في مواجهة التزاماته المتمثلة في تلبية طلبات المودعين للسحب من ودائعهم وفي الوقت نفسه قدرته على تلبية طلبات الائتمان التي يحتاجها المقترضون ) ( 66 : 1999 , Hempel & Simonson ) ، ان فهي السرعة أو الملائمة التي يمكن من خلالها تحويل الموجود إلى نقد ، وأن عملية تكوين النقود ذات الاكثر جاذبية بالنسبة للمقرضين تتضمن تكوين الموجودات التي من الممكن تحويلها إلى سيولة بسرعة بدون خسارة تحسب ( 8 : 2000 , Bain & Howells ) .

يتضح مما سبق ان اصطلاح السيولة يعبر إما عن النقد الجاهز وإما عن سيولة المصرف او المنشأة وإما عن سيولة الأصل او الموجود .

أي أن مفهوم السيولة المصرفية (وعلى وفق متغيرات البحث) يمكن تضمينها في نقطتين أساسيتين : الأولى : تعبر عن مدى توافر نقدية جاهزة لدى المصرف لمواجهة التزاماتها التي تحصل خلال وقت قصير .

الثانية : تعبر عن جاهزية اصول المصرف للتحويل إلى نقد سائل لمواجهة تلك الالتزامات التي تحصل خلال وقت قصير .

## ٢. نظريات السيولة المصرفية

### أ- نظرية القرض التجاري

تقوم هذه النظرية على أساس أن سيولة المصرف التجاري تتحقق تلقائياً من خلال التصفية الذاتية لقروضه التي يجب أن تكون لفترات قصيرة أو لغايات تمويل رأس المال العامل ، حيث يقوم المقترضون برد ما اقترضوه من أموال بعد إكمالهم لدوراتهم التجارية بنجاح ، وطبقاً لهذه النظرية فإن المصارف لا تقرض لغايات العقارات أو السلع الاستهلاكية أو الاستثمار في الأسهم والسندات وذلك لطول مدة الاسترداد المتوقعة في هذه المجالات . وتناسب هذه النظرية في السيولة المجتمعات التجارية، حيث ان الغالبية العظمى من عملاء المصرف من التجار بحاجة إلى التمويل لصفقات محددة ولفترات قصيرة (عقل ، ٢٠٠٠ : ١٧٠) .

### ب- نظرية امكانية التحويل

تشير هذه النظرية على قدرة المصرف التجاري على تدعيم الاحتياطات الأولية بموجودات قابلة التحويل الى النقد عند الحاجة ، بشرط ان تتمتع هذه الموجودات بقدرة بيعية عالية أي إمكانية تحويلها إلى نقد سائل بفترة قصيرة ( الدوري والحسيني ، 2000 : 100 ) .

### ج- نظرية إدارة المطلوبات

منذ اواخر الستينات ومطلع السبعينات من هذا القرن تطور مفهوم السيولة جديد لإدارة للسيولة المصرفية يقول انه بمستطاع المصرف التجاري المحافظة على سيولته من خلال شراء الاموال من السوق المالية لمواجهة احتياجاته الى الاقراض ، او لمواجهة طلبات المودعين ، اي ان هذه النظرية طرحت مفهومها للسيولة على اساس قدرة المصرف على جذب اموال جديدة اكثر من اعتماده على سيولة اصوله (عقل ، ٢٠٠٠ : ١٧١) .

### د- نظرية الدخل المتوقع

تقوم هذه النظرية على اساس ان ادارة البنك التجاري يمكن ان تعتمد في تخطيطها للسيولة على الدخل المتوقع للمقترض ، وبالتالي تدخل في اعتبارها الدخول المتوقعة للمقترض في المستقبل ، وهذا يمكن المصرف من منح قروض متوسطة وطويلة الاجل ، اضافة الى ذلك منحه للقروض قصيرة الاجل ما دامت عملية سداد هذه القروض تكون من الدخول المتوقعة للمقترضين بشكل اقسط دورية ومنظمة ، والذي يجعل المصرف يتمتع بسيولة عالية وذلك بسبب الانتظام النسبي للتدفقات النقدية وإمكانية توقعه (ابو رحمة ، ٢٠٠٩ : ٢٤) .

ثالثاً : الاطار النظري للمحفظة الاستثمارية

### ١. مفهوم المحفظة الاستثمارية

وردت تعاريف عدة للمحفظة الاستثمارية من الكثير من الباحثين والمفكرين ، حيث عرفها Tennent على انها "توليفة من الاوراق المالية كالأسهم العادية والاسهم الممتازة والسندات" ( : 2008 , Tennent , 130) .

وتعرف ايضا بأنها " عبارة عن مجموعة من الموجودات من الاسهم والسندات التي يمسكها المستثمر " (385 : Ross , et , al, 2000) ، ويرى هيرشي (Hirschey) في تعريفه للمحفظة الاستثمارية على أنها " مجموعة من الموجودات التي يجب أن تحقق أقصى إشباع ممكن للمستثمر من خلال العائد المستقبلي المتوقع ويقابلها أدنى مخاطرة ممكنة (525 : Hirschey , 2001) ، بالتالي فهي "الاطار المعرفي الذي يمكن مالكيها تقدير مقدار العائد المتوقع والمخاطرة المتوقعة لها خلال مدة زمنية معينة" (288 : Gangadhar & Bahu , 2006).

## ٢. نظريات المحفظة الاستثمارية

المحفظة هي اداة مركبة من اصلين او اكثر تختلف في النوع والجودة ونظرية المحفظة هي تلك النظرية التي تقوم على تنوع الاصول او الادوات الاستثمارية في المحفظة بحيث يتناسب هذا التنوع مع الاهداف (اهداف المستثمرين ومديري المحفظة) ، وتشكل المحفظة الاستثمارية نظريتين هما النظرية التقليدية والنظرية الحديثة .

### أ. النظرية التقليدية :

تقوم النظرية التقليدية للمحفظة الاستثمارية على تقييم العائد وظروف المخاطرة لكل ورقة مالية على حدة فهي تكشف طبيعتها الذاتية ، وتقوم هذه النظرية على عدة فرضيات ( : Gangadhar & Bahu , 2006 : 311 :

- (١) تفترض هذه النظرية عدم كفاءة السوق .
- (٢) يتوقع أصحاب هذه النظرية الحصول على الارباح بشكل سريع .
- (٣) من الممكن الافادة من حالات عدم كفاءة السوق .
- (٤) اصحاب هذه النظرية يتوقعون بأن هناك احتمالية النمو لمؤسسة مالية معينة من خلال التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم .

### ب. النظرية الحديثة :

إن الفكرة الرئيسية في نظرية المحفظة الحديثة هي أنه لا يجب اختيار الأصول في المحفظة الاستثمارية كلاً على حدة وبناءً على مزاياه ، بل ما يجب التركيز عليه هو مقدار التغيرات في سعر كل أصل نسبة إلى التغير في سعر كل أصل آخر في المحفظة . و نظراً لوجود العلاقة الاستبدالية بين المخاطر والعوائد المتوقعة ، نجد أن النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية تصف كيفية اختيار المحفظة التي يمكن أن نحصل منها على أعلى عائد متوقع ممكن عند كل مستوى من المخاطر ، أو أنها تشرح كيفية اختيار المحفظة التي تتميز بأقل مخاطر ممكنة ، عند مستوى معين من العوائد . ولهذا فإن النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية هي شكل من أشكال التنوع ، و في ظل فروض معينة و باستعمال تعريفات كمية محددة لكل من المخاطر و العوائد ، نجد أن النظرية الحديثة للمحفظة تشرح كيفية إيجاد أحسن استراتيجية تنوع ممكنة (www.sandroses.com).

أما افتراضات النظرية الحديثة للمحفظة فهي كما يأتي (الحكيم ، ٢٠٠٩ : ٧) :

- (١) تفترض وجود تدفق حر وكامل للمعلومات .  
 (٢) الأسواق كفاءة وتستجيب لجميع المعلومات بسرعة .  
 (٣) مخاطر الموجودات المالية داخل المحفظة تكون مرتبطة بمجال الأسواق أو بمخاطر المحفظة وليس بشكل منفصل (منعزل) .  
 اما الفرق بين المحفظة التقليدية والمحفظة الحديثة يكمن في الجدول (١) الآتي ( Gangadhar & Bahu , 2006 : 314 ) :

جدول (١) الفرق بين المحفظة التقليدية والمحفظة الحديثة

المحفظة الحديثة	المحفظة التقليدية
١. تفترض ان السوق كفاءة وان المعلومات متاحة لجميع المتعاملين	١. تفترض هذه المحفظة ان السوق غير كفاءة
٢. ينصب اهتمامها على تعظيم العائد لمجموعة متنوعة من الاوراق المالية	٢. ينصب اهتمامها على تقييم العائد والمخاطر لورقة مالية واحدة
٣. يتم تقييمها من خلال عمليات وطرائق متنوعة	٣. يتم تقييمها عن طريق الانحراف المعياري لموجود مالي معين
٤. تهتم بشكل كبير بالبيتا في قياس مخاطرتها	٤. تهتم بشكل كبير بالانحراف المعياري في قياس مخاطرتها

المصدر : من اعداد الباحثين بالاستناد الى

Gangadhar ,V. , & Ramesh Bahu , G. , Investment Management , Anmol Publications PVT . LTD , 2006 .

#### ١. علاقة اسعار الفائدة والسيولة بالأصول المالية (Financial Assets)

##### أ. الاسهم (Stocks) :

تتأثر اسعار الاسهم بالتغيرات الحاصلة في اسعار الفائدة ، فإذ اخذنا سعر الفائدة من جهة البنك المركزي كأحد ادوات سياسة السلطة النقدية وافترضنا ان السياسة المتبعة من هذه السلطة تدعو الى رفع او سعر الفائدة او خفضه لغرض معالجة حالة اقتصادية معينة (كالتضخم مثلا) ، فإن هذا الاجراء القانوني سوف يؤثر بشكل فعلي في سيولة البنوك التجارية صعودا وهبوطا .

لو افترضنا ان السياسة المتبعة من السلطة النقدية (سعر الفائدة) قد خفضت من سيولة البنوك التجارية ، فإن قدرة هذه البنوك في منح الائتمانات (القروض) سوف تنخفض ايضا وهذا يؤدي الى انخفاض الاستثمارات في الاقتصاد ومن ثم انخفاض سعر السهم والعكس بالعكس .

أما إذا أخذنا تغيرات سعر الفائدة من جانب البنك التجاري نفسه ، كأن يلجأ هذا البنك لزيادة سعر الفائدة المدفوع على الودائع ، فإن هذا سوف يدفع الأفراد المتعاملين الى تبديل رؤوس أموالهم من سوق الاسهم الى البنك ، وبالتالي سوف يؤدي هذا الى تقليل الطلب على السهم ومن ثم خفض سعر السهم والعكس بالعكس ايضاً . من هنا يتبين لنا وبشكل نظري ان العلاقة بين سعر الفائدة والسهم هي علاقة عكسية .

#### ب. السندات (Bonds) :

تتأثر اسعار السندات كما هي الاسهم بتقلبات سعر الفائدة صعوداً وهبوطاً ، اذ إن أي تقلب في أسعار الفائدة وفي أي مدة زمنية خلال مدة حياة السند يؤدي إلى تغير أسعار السندات باتجاه معاكس ، وهذا التغيير في أسعار السندات نتيجة لحساسية التدفقات النقدية المرتبطة بالفائدة لا يكون بالمستوى نفسه مما يؤثر على القيمة السوقية له (52 , 1978 , Brenner & Calia) .

#### ج. الاوراق المالية الاخر (Other Securities) :

وتتمثل بشهادات الايداع القابلة للتداول التي تلجا اليها البنوك التجارية عندما تواجه ضغطاً على مواردها المالية أو لتمويل قروض إضافية، إلى إصدار شهادات إيداع قصيرة الأجل ذات مبالغ كبيرة (وديعة زمنية) للمودعين، مقابل معدلات فائدة يتفق عليها بين البنك والمودع تدفع مع المبلغ الأصلي عند حلول الأجل، وعادة ما تصدر البنوك التجارية مثل هذه الشهادات للحصول على موارد إضافية في المدى القصير، نتيجة سحبيات غير متوقعة أو زيادة في طلبات التسهيلات المقدمة من جهات أخرى على موارد البنك. بالتالي كلما كبر معدل الفائدة المدفوع على هذه الاوراق كلما زادت قدرة البنك بالحصول على موارد مالية اكبر ، كون ان معظم الجهات التي تشتري هذه الشهادات هي الشركات الكبرى التي لديها فوائض مالية تود استثمارها في أوراق مالية ذات سيولة كبيرة واجل قصير (سويدي ، ٢٠٠٢ : ٦٦) .

#### ٢. علاقة اسعار الفائدة والسيولة بالأصول الحقيقية (Real Assets)

##### أ. العقارات (Real estate) :

تؤثر أسعار الفائدة وخاصة أسعار الفائدة على التبادل بين البنوك وسندات الخزنة على قيمة العقارات المدرة للدخل الحقيقي كما في أي أصل استثماري من أصول مكونات المحفظة الاستثمارية الأخرى ، لأن لتأثيرها على قدرة الفرد على شراء العقارات السكنية دوراً فعالاً جداً (عن طريق زيادة أو خفض تكلفة رأس المال الرهن العقاري) ، وكثير من الناس تفترض خطأ أن العامل الحاسم فقط في التثمين العقاري هو معدل الرهن العقاري ، متناسين ان لسعر الفائدة دوراً كبيراً جداً في التأثير على معدل الرهن العقاري ، بالتالي فإن معدلات الرهن العقاري هي واحدة من العوامل التي تؤثر في قيم العقارات .

##### ب. المعادن (Minerals) :

ويقصد بالمعادن هي العملات المعدنية المتمثلة بالذهب والبلاتين والفضة التي تتأثر بالتغيرات الحاصلة في اسعار الفائدة ودرجة السيولة المصرفية خلال حقبة من الزمن ، فإذا أخذنا الذهب كأحد

الاصول الحقيقية المعدنية المكونة للمحفظة الاستثمارية ولاحظنا العلاقة بينها وبين تغيرات سعر الفائدة تجاهها لوجدنا ان العلاقة بينها وبين سعر الفائدة هي علاقة عكسية ، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة انخفضت أسعار الذهب والعكس صحيح ، كلما انخفضت أسعار الفائدة ازدادت أسعار الذهب، وهذا مرده لكون الأفراد يلجئون إلى الاحتفاظ بالنقود أكثر عندما تكون الفائدة عليها عالية وذلك للاستفادة من معدلات أسعار الفائدة المرتفعة، ولكن عند انخفاض معدلات الفوائد سيتجه الأفراد اتجاها عكسيا وهو الميل إلى الاستثمار في الذهب لتخوفهم من تعرض أموالهم لانخفاض مستمر. وقد لاحظنا خلال الأزمة المالية الأخيرة (٢٠٠٧ - ٢٠٠٨) بأن معدلات الفائدة قد مالت نحو التراجع بشكل كبير خلال الأزمة المالية الحالية، وقد بلغت الصفر تقريبا في بعض الدول، لذا لم يكن مستغربا أن تميل أسعار الذهب إلى الارتفاع الذي شهدناه خلال تلك الفترة. وعليه من المتوقع أن يحدث انعكاس في أسعار الذهب مع خروج العالم من حالة الكساد وتبدأ معدلات الفائدة في الارتفاع (www.fxnet.com).

واخيرا فإن الهدف من بناء محفظة استثمارية هو الجمع بين فرص الاستثمار في المحافظ التي توفر للمستثمر عوائد نشطة إيجابية مقارنة بالاستثمار في مؤشر قطاع واحد فقط ، وهذا أمر ضروري في سياق كل استراتيجية إدارة المحافظ ، ولذلك ينبغي إعطاء أي مؤشر قطاع يقدر على توفير هذه العوائد في أي لحظة من خلال ترجيح محفظة كفاءة تبعا لذلك. (Hilsted , 2012 : 51)

**المحور الثالث : قياس اثر تغيرات سعر الفائدة والسيولة على المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد التجاري وتحليله للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)**

**اولا : تحليل الواقع النقدي والمالي لمصرف بغداد التجاري**

١. نظرة عامة عن المصرف

أسس المصرف عام ١٩٩٢ كشركة مساهمة خاصة بموجب قانون البنك المركزي رقم (٦٤) لسنة ١٩٧٦ المعدل بالقانون رقم (١٢) لسنة ١٩٩٢ وكان أول مصرف يؤسس القطاع الخاص ، وباشر المصرف أعماله عام ١٩٩٢ برأسمال قدره (١٠٠) مليون دينار عراقي وتضاعف مرات عدة إلى أن وصل الى (٢٥٠) مليار سنة ٢٠١٤ ، وباشر المصرف نشاطه بأعمال الصيرفة التجارية ، حتى عام ١٩٩٨ إذ سمح مجلس إدارة البنك المركزي للمصارف العاملة كافة بممارسة الصيرفة الشاملة ( استثمارية وتجارية ) ويعد مصرف بغداد، بفروعه الـ (٤٥) ، واحد من أكبر المصارف التجارية الخاصة في العراق . (التقرير المالي السنوي لمصرف بغداد ، ٢ : ٢٠١٤)

٢. تحليل تطور المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد التجاري

تشير البيانات الواردة في الجدول (١) الى تذبذب مختلف عناصر المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد التجاري للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) ، حيث ارتفعت قيمة الاسهم المتداولة لمصرف بغداد من (٩ مليار دينار) عام ٢٠٠٤ الى (٣١ مليار دينار) في عام ٢٠١٤ ويعود السبب في ذلك الى تذبذب سعر فائدة ودائع التوفير والثابتة نحو الانخفاض خلال تلك الفترة الامر الذي دفع الافراد المتعاملين الى تبديل رؤوس اموالهم بدل الايداع في البنك الى الاستثمار في سوق الاسهم .

اما ادونات مصرف بغداد ، فلم يكن للتغيرات الحاصلة في اسعار الفائدة تأثير واضح عليها ، ولكنها كانت قد تأثرت بتذبذبات السيولة النقدية للمصرف تأثيراً طردياً ، فقد ارتفعت قيمتها من (١٥مليار دينار) سنة ٢٠٠٤ الى (٤٥٥ مليار دينار) في سنة ٢٠١٤ تناسبا مع الارتفاع الحاصل للسيولة النقدية ، اما الاوراق التجارية لمصرف بغداد فقد اخذت تنمو بشكل مضطرب نوعا ما خلال السنوات (٢٠٠٤-٢٠١٤) حيث انخفضت قيمتها البالغة (٣ مليار دينار) في سنة ٢٠٠٤ الى (٢ مليار دينار) سنة ٢٠١٤ ، ولم يكن للتغيرات الحاصلة في سعري الفائدة والسيولة تأثير عليها.

من جهة اخرى ارتفعت قيمة استثمارات مصرف بغداد من (١٤ مليار دينار) سنة ٢٠٠٤ الى (٢٢٦ مليار دينار) سنة ٢٠١٤ ، تناسبا مع ارتفاع سيولة المصرف ، اضافة الى تأثرها بتذبذبات سعر فائدة التوفير ارتفاعاً وانخفاضاً ، فعندما انخفضت اسعار فائدة مصرف بغداد على ودائع التوفير في السنوات (٢٠١٠-٢٠١٤) نلاحظ ارتفاع قيمة الاستثمارات الحقيقية (العقارات والمعادن والسلع والمشاريع الاقتصادية الاخرى) التي بلغت (١٨٠ ، ١٤٥ ، ١٣٧ ، ٢٠٨ ، و ٢٢٦ مليار دينار) على التوالي بعد ان كانت في المدة (٢٠٠٤-٢٠٠٩) تبلغ (١٤ ، ٦٣ ، ٤٣ ، ٥٢ ، ٤٥ ، ٧٧ مليار دينار) على التوالي ، وكانت هذه الارتفاعات نتيجة لانخفاضات في اسعار فائدة المصرف خلال هذه المدة لكون ان الأفراد يلجئون إلى الاحتفاظ بالنقود أكثر عندما تكون الفائدة عليها عالية وذلك للإفادة من معدلات أسعار الفائدة المرتفعة ، ولكن عند انخفاض معدلات الفوائد سيئجه الأفراد اتجاها عكسيا وهو الميل إلى الاستثماري الاستثمارات الحقيقية لتخوفهم من تعرض أموالهم لانخفاض مستمر .



المحفظة الاستثمارية					سعر الفائدة على الودائع %		السيولة النقدية	السنة
استثمارات حقيقية	الاوراق التجارية	اثونات خزانية	السندات	الاسهم	الثابتة	التوفير		
					١٤.١٧١.٦١١ ٥٠٢	٣.١٦٥.١٠١ ٦٧٥	١٥.٩١٣.٠٩٥ ٤٧	٢٩٧.٩٧٠.١٧١
63,040,661 .000	5,601,559, 803	72,142,454,8 28	552,970,172	9,849,296,7 30	١٢,٦	٦,٦	163,194,670, 750	2005
43,295,376 .000	5,221,187, 116	52,033,743,2 80	953,086,669	8,761,265,9 66	١٣	٧	187,524,605, 239	2006
52,663,889 .000	5,437,493, 913	83,401,738,4 47	1,582,121,42 2	15,322,928, 129	٧	٧,٢	160,942,636, 431	2007
45,576,096 .000	1,791,021, 852	215,337,189, 802	1,812,337,92 0	8,211,806.2 25	٨	٧	204,708,679, 911	2008
77,621,978 .000	1,882,882, 311	١٦٣.١٩٨.٠٠٠ ٠٠٠	.	93,125,022, 902	٧,٨	٤,٥	٤٧٧.٦٨٤.٦٢١ ٠٠٠	2009
180,781,79 1,000	١٨.٢٧٥.٠٠٠ .	١٢٩.٥٣٩.٠٠٠ ٠٠٠	.	21,625,523, 798	٤,٨	٣,٦	٥٧١.٨٢٢.٣٥٦ ٠٠٠	2010
145,657,94 1,000	٤.١٢٤.٠٤٢ ٠٠٠	١٨٥.٤٦٥.٠٠٠ ٠٠٠	.	35,333,182, 212	٩	٣,٦	٤٥٧.٣٨٧.٤٦٣ ٠٠٠	2011
137,255,28 7,000	١٠.١٤٥.٧٥ ١٠.٠٠٠	٢٣٩.١٢٨.٠٠٠ ٠٠٠	.	29,765,410, 917	٦,٤	٤	812,391,897, 000	٢٠١٢
208,184,13 6,000	١٠.٩٨٥.٦٥ ٦.٠٠٠	٤١٠.١٧٨.٠٠٠ ٠٠٠	.	50,340,995, 645	٥,٣	٤,٢	١.٠١٤.٦٩٨.٢٠ ٠.٠٠٠	٢٠١٣
٢٢٦.٦٩٩.٦٧ ٣.٠٠٠	٢.٢٠٤.٢٩٩ ٠٠٠	٤٥٥.٠٢١.٧٤٩ ٠٠٠	.	31,126,800, 000	٤,٥	٤	٩٩٢.٤٠٨.٩٤٣ ٠٠٠	٢٠١٤

جدول (٢) تطور اسعار الفائدة والسيولة واستثمارات مصرف بغداد التجاري للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية لمصرف بغداد التجاري للمدة ٢٠١٤-٢٠٠٤

ثانيا : الاختبارات القياسية والإحصائية لنموذج القياسي الامثل لمصرف بغداد التجاري

بعد تحليل البيانات الخاصة بأسعار الفائدة والسيولة وعناصر المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد التجاري وبعد ادخال البيانات على الحاسوب الالي تم الحصول على الصيغ اللوغاريتمية التي اعتمدت التحليل القياسي وذلك من خلال الاستناد الى المعايير الإحصائية والقياسية وعلى النحو الآتي :

جدول (٣) نتائج الاختبارات القياسية والإحصائية للنموذج القياسي الامثل لمصرف بغداد التجاري

	النموذج Model	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	R <sup>2</sup> %	R <sup>-2</sup> %	D.W	P. Value
١	$\ln Y_1 = 7.41 + 0.3 \ln X_1 - 0.11 X_2$	1.68 1.98	١,٨٦٠	7.42	٣,٥٩	65	56.2	3.17	0.02
٢	$\ln Y_3 = 2.5 + 0.75 \ln X_1$	7.5	1.833	51.06	٣,٩٨	85	83	1.82	0.1
٣	$\ln Y_5 = 4.31 + 0.59 \ln X_1 - 0.05 X_2$	8.15 2.05	1.860	58.66	٣,٥٩	93	92	2.5	0.1

المصدر : نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي بالصيغة (اللوغاريتمية) بالاعتماد على البرنامج الإحصائي

النموذج الاول : تقدير أثر تغيرات اسعار الفائدة والسيولة على قيمة الاسهم المتداولة ( $Y_1$ ) لمصرف بغداد التجاري وتحليله .

أفرز تحليل النموذج القياسي الأول بوصفه أفضل نموذج مختار بعد أن تم اختبار وتقدير تأثير تغيرات اسعار الفائدة للودائع (التوفير والثابتة) والسيولة النقدية في متغير الاسهم المتداولة لمصرف بغداد التجاري ( $Y_1$ ) وبالصيغ الخطية واللاخطية ، إذ يتضح من هذا النموذج اعلاه أن هناك متغيرين مستقلين أساسيين يؤثران في المتغير التابع ( $Y_1$ ) ، إستناداً الى المعايير الأتية ، بعد أن استبعد البرنامج المتغيرات غير المؤثرة في المتغير التابع ( $Y_1$ ) لضعف معنوياتها الإحصائية والقياسية ، إذ أن:

الاسهم المتداولة	$Y_1$
السيولة النقدية	$X_1$
اسعار الفائدة على ودائع التوفير	$X_2$

١- المعيار الإحصائي :

تشير المعايير الإحصائية الواردة في الجدول (٢) إن النموذج المقدر قد اجتاز الاختبارات الإحصائية بنجاح، عندما تجاوزت قيم (T, F) المحتسبة الى القيمة الجدولية لهما عند مستوى معنوية (٠,٠٥) ، فقد كانت قيم (T) المحتسبة ل ( $X_2, X_1$ ) هي (١,٩٨ ، ١,٨٦) على التوالي اكبر من قيمتها الجدولية البالغة (١,٨٦٠)

مما يدل على المعنوية الكاملة للمتغيرين المستقلين ( $X_2$  ،  $X_1$ ) على المتغير التابع ( $Y_1$ ) ، وكذلك الحال فقد تجاوزت قيمة (F) المحتسبة البالغة (7,42) قيمتها الجدولية البالغة (3,09) ، مما يعني ان المتغيرين ( $X_2$  ،  $X_1$ ) استطاعا تفسير ما نسبته (65%) من العوامل المؤثرة في المتغير ( $Y_1$ ) ، في حين ان حوالي (35%) من المتغيرات الحاصلة في متغير ( $Y_1$ ) تعود الى عوامل أُخر تدخل ضمن الخطأ العشوائي وذلك لعدم قابليتها على القياس .

#### ٢- المعيار القياسي :

ويشير اختبار دورين واتسون (D.W / Durbin – Watson) الى خلو النموذج المقدر من مشكلة الاختبار الذاتي عند مستوى معنوية (0,05) إذ بلغت قيمة (D.W) المحتسبة (3,17) وهي أكبر من الحد الأدنى (dl=0.758) والأعلى (du=1.604) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (4-dL) والبالغة (3,242) ، إذ أن :

$$4-du < D.W < 4 - dL$$

$$2.396 < 3.17 < 3.242$$

#### ٣. المعيار المالي :

أما فيما يتعلق بالتحليل المالي ، فتشير نتائج التقدير الى وجود اثر لمتغير السيولة النقدية ( $X_1$ ) من خلال وجود علاقة طردية بينها وبين متغير الاسهم المتداولة ( $Y_1$ ) لمصرف بغداد التجاري ، إذ تعكس معلمة المتغير المستقل ( $X_1$ ) مرونة المتغير التابع ( $Y_1$ ) بالنسبة الى متغير ( $X_1$ ) ، فتغير ( $X_1$ ) بنسبة (1%) يؤدي الى تغير ( $Y_1$ ) لمصرف بغداد بمقدار (0.3%) ، وبالاتجاه نفسه مما يعني مرونة الاسهم المتداولة ( $Y_1$ ) للتغيرات الحاصلة في السيولة النقدية ( $X_1$ ) وهذا يتفق مع منطق النظرية المالية والافتراضات آفة الذكر ، اذ يؤدي ضعف سيولة أسهم أي مصرف، عادة، إلى عدم واقعية أسعارها السوقية نتيجة الانخفاض الكبير في حجم الطلب وحجم عروض البيع ، إذ يضطر بعض البائعين إلى منح خصم كبير على السعر المعلن لإيجاد مشتري، بالتالي نلاحظ تركيز المضاربين في تداولاتهم على أسهم المصارف النشطة والابتعاد عن أسهم المصارف الخاملة .

اما فيما يتعلق بمتغير ( $X_2$ ) فقد تعكس معلمة هذا المتغير مرونته بالنسبة للمتغير ( $Y_1$ ) ، إذ ان تغيير ( $X_2$ ) بمقدار (1%) يؤدي الى تغيير ( $Y_1$ ) بمقدار (0.114%) ، وبالاتجاه المعاكس الذي يتفق مع منطق النظرية المالية والافتراضية آفة الذكر ، فعندما يلجأ البنك بزيادة سعر الفائدة المدفوع على الودائع ، فإن هذا سوف يدفع الافراد المتعاملين الى تبديل رؤوس اموالهم من سوق الاسهم الى البنك ، وبالتالي سوف يؤدي هذا الى تقليل الطلب على السهم ومن ثم خفض سعر السهم والعكس بالعكس ايضا .

النموذج الثاني : تقدير أثر تغيرات اسعار الفائدة والسيولة على قيمة ادونات الخزانة ( $Y_3$ ) لمصرف بغداد التجاري وتحليله

أفرز تحليل النموذج القياسي الثاني بوصفه أفضل نموذج مختار بعد أن تم اختبار وتقدير تأثير تغيرات اسعار الفائدة الودائع (التوفير والثابتة) والسيولة النقدية في متغير ادونات الخزانة لمصرف بغداد التجاري ( $Y_3$ ) وبالصيغ الخطية واللاخطية ، إذ يتضح من هذا النموذج اعلاه أن هناك متغير مستقل واحد يؤثر في المتغير

التابع ( $Y_3$ ) ، إستناداً الى المعايير الأتية ، بعد أن استبعد البرنامج المتغيرات غير المؤثرة في المتغير التابع ( $Y_3$ ) لضعف معنوياتها الإحصائية والقياسية ، إذ أن:

اذونات الخزانة	$Y_3$
السيولة النقدية	$X_1$

#### ١- المعيار الإحصائي :

تشير المعايير الإحصائية الواردة في الجدول (٢) إن النموذج المقدر قد اجتاز الاختبارات الإحصائية بنجاح، عندما تجاوزت قيم ( $T, F$ ) المحتسبة الى القيمة الجدولية لهما عند مستوى معنوية ( $0,05$ ) ، فقد كانت قيم ( $T$ ) المحتسبة لـ ( $X_1$ ) هي ( $7,5$ ) على التوالي اكبر من قيمتها الجدولية البالغة ( $1,833$ ) مما يدل على المعنوية الكاملة للمتغير المستقل ( $X_1$ ) على المتغير التابع ( $Y_3$ ) ، وكذلك الحال فقد تجاوزت قيمة ( $F$ ) المحتسبة البالغة ( $51,06$ ) قيمتها الجدولية البالغة ( $3,98$ ) ، مما يعني ان المتغير ( $X_1$ ) استطاع تفسير ما نسبته ( $35\%$ ) من العوامل المؤثرة في المتغير ( $Y_3$ ) ، في حين ان حوالي ( $65\%$ ) من المتغيرات الحاصلة في متغير ( $Y_3$ ) تعود الى عوامل أُخر تدخل ضمن الخطأ العشوائي وذلك لعدم قابليتها على القياس .

#### ٢- المعيار القياسي :

ويشير اختبار دورين واتسون ( $D.W / Durbin - Watson$ ) الى خلو النموذج المقدر من مشكلة الاختبار الذاتي عند مستوى معنوية ( $0,05$ ) إذ بلغت قيمة ( $D.W$ ) المحتسبة ( $1,82$ ) وهي أكبر من الحد الأدنى ( $dl=0.927$ ) والأعلى ( $du=1.324$ ) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة ( $4-du$ ) والبالغة ( $2.676$ ) ، إذ أن:

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1,324 < 1.82 < 2.676$$

#### ٣. المعيار المالي :

أما فيما يتعلق بالتحليل المالي ، فتشير نتائج التقدير الى وجود اثر لمتغير السيولة النقدية ( $X_1$ ) من خلال وجود علاقة طردية بينها وبين متغير اذونات الخزانة ( $Y_3$ ) لمصرف بغداد التجاري ، إذ تعكس معلمة المتغير المستقل ( $X_1$ ) مرونة المتغير التابع ( $Y_3$ ) بالنسبة الى متغير ( $X_1$ ) ، فتغير ( $X_1$ ) بنسبة ( $1\%$ ) يؤدي الى تغير ( $Y_3$ ) لمصرف بغداد بمقدار ( $0.75\%$ ) ، وبالاتجاه نفسه مما يعني مرونة اذونات الخزانة ( $Y_3$ ) للتغيرات الحاصلة في السيولة النقدية ( $X_1$ ) وهذا يتفق مع منطق النظرية المالية والافتراضات آفة الذكر ، فعندما يشعر المصرف بضعف سيولته النقدية فإنه يلجأ الى الاستدانة بأذونات خزانة البنك المركزي لتحسين الوضع المالي له والعكس بالعكس .

النموذج الثالث : تقدير أثر تغيرات اسعار الفائدة والسيولة على قيمة الاستثمارات الحقيقية ( $Y_5$ ) لمصرف بغداد التجاري وتحليله .

أفرز تحليل النموذج القياسي الثالث بوصفه أفضل نموذج مختار بعد أن تم اختبار وتقدير تأثير تغيرات اسعار الفائدة الودائع (التوفير والثابتة) والسيولة النقدية في متغير الاستثمارات الحقيقية لمصرف بغداد التجاري ( $Y_5$ ) وبالصيغ الخطية واللاخطية ، إذ يتضح من النموذج اعلاه في جدول (٢) أن هناك متغيرين مستقلين أساسين يؤثران في المتغير التابع ( $Y_5$ ) ، إستناداً الى المعايير الأتية ، بعد أن استبعد البرنامج المتغيرات غير المؤثرة في المتغير التابع ( $Y_5$ ) لضعف معنوياتها الإحصائية والقياسية ، إذ أن:

الاستثمارات الحقيقية	$Y_5$
السيولة النقدية	$X_1$
اسعار فائدة على ودائع التوفير	$X_2$

#### ١- المعيار الإحصائي :

تشير المعايير الإحصائية الواردة في الجدول (٢) إن النموذج المقدر قد اجتاز الاختبارات الإحصائية بنجاح، عندما تجاوزت قيم (T, F) المحتسبة الى القيمة الجدولية لهما عند مستوى معنوية (٠,٠٥) ، فقد كانت قيم (T) المحتسبة ل ( $X_2, X_1$ ) هي (٨,١٥ ، ٢,٠٥) على التوالي اكبر من قيمتها الجدولية البالغة (١,٨٦٠) مما يدل على المعنوية الكاملة للمتغيرين المستقلين ( $X_2, X_1$ ) على المتغير التابع ( $Y_5$ ) ، وكذلك الحال فقد تجاوزت قيمة (F) المحتسبة البالغة (58.66) قيمتها الجدولية البالغة (٣,٥٩) ، مما يعني ان المتغيرين ( $X_1, X_2$ ) استطاعا تفسير ما نسبته (٦٥%) من العوامل المؤثرة في المتغير ( $Y_5$ ) ، في حين ان حوالي (٣٥%) من المتغيرات الحاصلة في متغير ( $Y_5$ ) تعود الى عوامل أحر تدخل ضمن الخطأ العشوائي وذلك لعدم قابليتها على القياس .

#### ٢- المعيار القياسي :

ويشير اختبار دورين واتسون (D.W / Durbin – Watson) الى خلو النموذج المقدر من مشكلة الاختبار الذاتي عند مستوى معنوية (٠,٠٥) إذ بلغت قيمة (D.W) المحتسبة (2.5) وهي أكبر من الحد الأدنى ( dl=0.758 ) والأعلى ( du=1.604 ) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (4-dL) والبالغة (٣,٢٤٢) ، إذ أن:

$$4 - du < D.W < 4 - dL$$

$$2.396 < ٢,٥ < 3.242$$

#### ٣. المعيار المالي :

أما فيما يتعلق بالتحليل المالي ، فتشير نتائج التقدير الى وجود اثر لمتغير السيولة النقدية ( $X_1$ ) من خلال وجود علاقة طردية بينها وبين متغير الاستثمارات الحقيقية ( $Y_5$ ) لمصرف بغداد التجاري ، إذ تعكس معلمة المتغير المستقل ( $X_1$ ) مرونة المتغير التابع ( $Y_5$ ) بالنسبة الى متغير ( $X_1$ ) ، فتغير ( $X_1$ ) بنسبة (١%) يؤدي الى تغير ( $Y_5$ ) لمصرف بغداد بمقدار (0.599%) ، وبالاتجاه نفسه مما يعني مرونة الاستثمارات الحقيقية ( $Y_5$ )

للتغيرات الحاصلة في السيولة النقدية ( $X_1$ ) وهذا يتفق مع منطق النظرية المالية والافتراضات آفة الذكر ، اذ يؤدي ضعف سيولة مصرف بغداد الى انحسار قدرته على الاستثمار في الاصول الحقيقية كالعقارات والمعادن (الذهب والفضة) كون ان الاستثمار في هذه الاصول يحتاج الى سيولة كبيرة جدا وجدارة مالية جيدة .  
اما فيما يتعلق بمتغير ( $X_2$ ) فقد تعكس معلمة هذا المتغير مرونته بالنسبة للمتغير ( $Y_5$ ) ، اذ ان تغيير ( $X_2$ ) بمقدار (1%) يؤدي الى تغيير ( $Y_5$ ) بمقدار (0.052%) ، وبالاتجاه المعاكس الذي يتفق مع منطق النظرية المالية والافتراضية آفة الذكر ، فعندما يلجأ البنك بزيادة سعر الفائدة المدفوع على ودائع التوفير ، فإن هذا سوف يدفع الافراد المتعاملين الى تبديل رؤوس اموالهم من الاستثمار في الاصول الحقيقية الى البنك ، اما في حال لجوء البنك الى تخفيض نسبة سعر فائدة ودائع التوفير فإن هذا الاجراء سوف يدفع الافراد الى الاستثمار بدلاً من الاحتفاظ بالأموال بشكل ودائع تجنباً لانخفاض قيمتها .

#### المحور الرابع : الاستنتاجات والتوصيات

##### اولاً: الاستنتاجات

توصلت الدراسة من خلال المراجعة النظرية لما سبق والتطبيق الفعلي للبيانات ، الى مجموعة من الاستنتاجات نلخص اهمها في الآتي :

1. بالرغم من كل التصورات الخاطئة التي تعتقد بعدم إمكانية وضع أسس علمية يمكن الاستناد إليها في تطبيق النظريات الاقتصادية الخاصة بالاستثمار وتحديداً المحافظ الاستثمارية على الاقتصاد العراقي ولاسيما في المصارف التجارية العراقية ، فقد تم التوصل إلى أحد الأساليب العلمية التي أثبتت إمكانية تحقيق هذا الهدف من خلال جدولة بيانات مصرف بغداد التجاري بمحفظته الاستثمارية بعد ان كانت هذه البيانات متناثرة في مكونات الميزانية العمومية للمصرف .
2. أظهرت نتائج تحليل البيانات المالية المعتمدة خلال سنوات الدراسة للمصرف عينة الدراسة وجود دلالات ارتباط احصائية وقياسية ومعنوية بين المتغيرات المستقلة والتابعة المعتمدة في النموذج المختار للمدة المحددة .
3. اتسمت بيانات المصرف عينة الدراسة خلال المدة المحددة بالتذبذب ارتفاعاً وانخفاضاً ، مما يدل على وجود ضعف وقصور في رسم استراتيجية سليمة للوصول إلى ما يبتغيه المصرف من نسب زيادة في تلك القيم .
4. اظهرت نتائج التحليل ان للسيولة النقدية تأثير قياسي ومعنوي على عناصر المحفظة الاستثمارية ، مما يدل على الدور الكبير الذي تفرته السيولة النقدية في بناء المحافظ الاستثمارية.
5. اظهرت نتائج الدراسة ان مصرف بغداد التجاري يستند في تشكيل محفظته على الاختيار العشوائي لمكونات الاستثمار ، مما قد يعكس سلباً في انخفاض مستوى ارباحه وتعرضه للمخاطر .
6. اظهرت نتائج الدراسة ان المصرف عينة الدراسة يعتمد في مستوى حجم سيولته على رأس المال التأسيسي وليس على العوائد المتأتبة من اسعار الفائدة على ودائع التوفير والثابتة ، اضافة الى عوائد الاستثمار في الاصول المالية والحقيقية وتحديداً عوائد الاستثمار في المشاريع الاقتصادية .

### ثانيا : التوصيات

نستعرض فيما يأتي مجموعة من التوصيات المقدمة إلى المصارف بصورة عامة ، وإلى المصرف المبحوث بصورة خاصة ، وهي على النحو الآتي :-

١. تشجيع المصارف التجارية العراقية على تبني مثل هذا النوع من الاستثمار المحفظي ومراقبة تحركات اسعار الفائدة والسيولة النقدية بشكل دوري بهدف تحديد التأثيرات المعنوية في عناصر المحفظة الاستثمارية وذلك بعد إجراء دراسة كل من مؤشرات العائد والمخاطرة وتحليلها .

٢. ضرورة عدم اعتماد المصرف عينة الدراسة على الاستثمار من خلال تشكيلة المحفظة العشوائية ، بل لا بد من البحث عن أساليب حديثة مستندة إلى النظريات العلمية في تكوين المحفظة الاستثمارية .

٣. ضرورة اهتمام المصرف عينة البحث بتنوع مصادر أمواله (تنوع المحفظة الاستثمارية) وتجنب السلوك التقليدي بشأن الاعتماد على مصدر مالي دون آخر، لان الاعتماد على اداة استثمارية واحدة (الاستثمارات الحقيقية غالباً) في محفظته قد يعرضه للخطر ، خاصة مخاطر عدم القدرة على تسديد القروض والتسهيلات .

٤. ضرورة إتباع المصارف التجارية عينة البحث استراتيجية تنموية اكثر اتزاناً تهدف الى زيادة السيولة النقدية لكون ان السيولة النقدية اساس للدخول في الاستثمارات المالية والحقيقية وان تذبذب قيمها ارتفاعا وهبوطا له تأثير قوي جدا وفعال في بناء المحافظ الاستثمارية للمصارف ، وبغرض زيادة قدرتها في تمويل مشروعاتها الاستثمارية .

٥. ضرورة اعتماد المصرف عينة الدراسة على السيولة النقدية اكثر من اعتماده على اسعار الفائدة في محور تأثيراته على بناء المحفظة الاستثمارية ، لكون ان عناصر المحفظة الاستثمارية لعينة المصرف تستجيب لتغيرات السيولة النقدية بشكل اكبر من استجابتها لتغيرات اسعار الفائدة على الودائع .

٦. تحديد مدة الاستثمار وفق جدول زمني محدد ويفضل أن يكون سنوي ، كأن تبدأ في بداية السنة وتنتهي في نهايتها ، لأن الأسلوب المقترح مبني على أساس المعطيات الناتجة عن استثمارات المصرف السنوية . وكذلك إعادة تنظيم المحفظة سنوياً ، كأن التركيز على جانب السندات الحكومية والاذونات لسنة معينة بهدف زيادة السيولة النقدية او التركيز على الاستثمارات الحقيقية لسنة اخرى بهدف تعظيم الارباح ، ويفضل في بداية كل سنة وبالطريقة نفسها والأسلوب المقترح نفسه للحصول على التشكيلة والتنوع الأكفأ بعد الأخذ بالمتغيرات الحاصلة على المصارف خلال السنة من خلال الاعتماد على بيانات جديدة لهذه المصارف.

### المصادر

#### اولا : المصادر العربية

(١) الكتب :

١. جاسم ، عبد الرسول عبد . سوق الاوراق المالية بين الاستثمار والاستئثار . بغداد ، ٢٠٠٠ .
٢. الدوري ، مؤيد وفلاح الحسيني ، ادارة البنوك ، دار وائل للنشر ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٠ .
٣. سامي خليل ، نظريات السياسات النقدية والمالية ، الكتاب الثاني ، ط ١ ، شركة كاظمة للنشر والترجمة والتوزيع ، الكويت ، ١٩٨٢ .
٤. سويدي ، سيف سعيد ، النقود والبنوك ، ط ٣ ، دار الكتب القطرية ، ٢٠٠٢ .
٥. السيد حسن ، سهير محمد ، النقود والتوازن الاقتصادي ، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر، الإسكندرية ، مصر، 1985.
٦. عبد المنعم ، السيد علي ونزار سعد الدين العيسى ، النقود والمصارف والاسواق المالية ، ط ١ ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان ، ٢٠٠٤ .
٧. عقل ، مفلح، وجهات نظر مصرفية، ط ١، مكتبة المجتمع العربي، عمان، ٢٠٠٦ .
٨. القرشي ، محمد صالح ، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية ، ط ١ ، اثراء للنشر والتوزيع ، عمان ، ٢٠٠٩ .

(٢) المجالات والبحوث والتقارير والمواقع الالكترونية :

٩. الاعرج ، عدنان شاهر ، ادارة مخاطر السيولة في البنوك العاملة في الاردن (مدى تطبيق افضل الممارسات في ادارة مخاطر السيولة في البنوك العاملة في الاردن) ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، جامعة الشرق الاوسط للدراسات العليا ، الاردن ، العدد ٢٥ ، ٢٠١٠ .
١٠. الجشعم ، حنان ، تحديد سعر الفائدة وتوازن الدخل ، جامعة بغداد ، ٢٠٠٩ [WWW.Kau.edu.sa](http://WWW.Kau.edu.sa)
١١. فارس فضيل ومحمد ساحل ، تفسير الفائدة والعوامل المحددة له في ضوء الفكر الاقتصادي الحديث ، الملتقى الدولي الثاني، الجزائر ، ٥-٦ ماي ، ٢٠٠٩ .
١٢. نهاد عبد الكريم وآخرون ، تقويم الاداء لبعض فروع المصارف العاملة في تكريت ، بحث مقدم الى المؤتمر العلمي الاول ، جامعة تكريت ، ٢٠٠٩ [/http://zancojournals.su.edu.iq](http://zancojournals.su.edu.iq)
١٣. التقارير المالية السنوية لمصرف بغداد التجاري (٢٠٠٤-٢٠١٤)
١٤. <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness>
١٥. <http://www.sandroses.com/abbs/forum>
١٦. [www.fxnet.com/fevo2/artictes.husson.htm](http://www.fxnet.com/fevo2/artictes.husson.htm)

(٣) الرسائل والاطاريح الجامعية :

١٧. ابو رحمة ، سيرين سميح ، السيولة المصرفية واثرها في العائد والمخاطرة (دراسة تطبيقية على المصارف التجارية الفلسطينية ) ، (رسالة ماجستير غير منشورة) ، كلية التجارة ، الجامعة الاسلامية ، ٢٠٠٩ .
١٨. الحكيم ، ليلي محسن حسن ، ادارة المحفظة الاستثمارية لبعض شركات القطاع الخاص العراقية ، (رسالة ماجستير غير منشورة) ، جامعة كربلاء ، كلية الادارة والاقتصاد ، ٢٠٠٩ .
١٩. نعمة ، سمير فخري ، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات ، (اطروحة دكتوراه غير منشورة) ، جامعة بغداد ، كلية الادارة والاقتصاد ، ٢٠٠٧ .

ثانياً : المصادر الاجنبية :

20. Brenner, Menachem; Calai , Dan (1978 ) , The determinants of the Return on Index Bonds , Journal of Banking and Finance, No.2 , pp. 47 – 64 .
21. Gangadhar ,V. , & Ramesh Bahu , G. , Investment Management , Anmol Publications PVT . LTD , 2006 .
22. Hilsted , Johan Christian , Active portfolio management and portfolio construction – implementing an investment strategy , Copenhagen business school , 14<sup>th</sup> , 2012 .
23. Hirschey, Mark. , Investments Theory and Application , Harcourt Cottage Publisher, 2001 .
24. Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. and Bradford D. Jordan Fundamentals of Corporate Finance , 5<sup>th</sup>. ed., Boston: McGraw-Hill Companies, Inc., 2000 .