

”  
تأثير الأسواق المالية على الاقتصاديات العربية وسبل  
رفع كفاءتها "دراسة تحليلية" (سوق العراق للأوراق  
المالية انموذجا)

م.د. أياد حماد عبد الدليمي

م.د. عمار عبد الهادي شلال الهيتي

جامعة الأنبار- كلية الإدارة والاقتصاد

“

### المستخلص:

ارتبط التطور الاقتصادي في الوقت الحاضر لأي دولة متقدمة كانت أو نامية، بوجود سوق متطور للأوراق المالية، لذلك تعبر الأخيرة المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي لأي دولة من الدول، فأصبحت الأسواق المالية تضطلع بوظيفة رئيسية ألا وهي توجيه المدخرات الداخلية والخارجية صوب الاستثمارات، إضافة إلى مساعدة السلطة النقدية على تحقيق سياستها النقدية لدفع النمو الاقتصادي لتحقيق معدلات مرتفعة .

فيحاول هذا البحث معرفة تأثير الأسواق المالية على اقتصادات الدول العربية بشكل عام وعلى الاقتصاد العراقي بشكل خاص، وكذلك وضع أهم السبل التي تؤدي إلى رفع كفاءة هذه الأسواق لتوجيه المدخرات واستقطابها لزيادة حجم الاستثمارات، وقد اختير سوق العراق للأوراق المالية نموذجاً لمعرفة تأثير هذه الأسواق على الاقتصادات العربية، وجاء الاختيار لأن الاقتصادات والأسواق العربية متشابهة تقريباً في وضعها الاقتصادي .

وأشارت نتائج البحث أنه كلما كانت تعاملات الأسواق المالية كبيرة ومريحة كلما كانت رؤوس الأموال المحلية والأجنبية المستثمرة في الداخل أكبر، وهذا من شأنه أن يرفع من معدلات نمو الاقتصاد المحلي لأي دولة عربية وللعراق خاصة .

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية ، الاستثمارات ، النمو الاقتصادي ، الكفاءة الاقتصادية .

### Abstract:

It was associated economic development at the present time any advanced country whether developed or developing existence of a developed market for securities, so it reflects the last main engine of economic growth of any State, becoming the financial markets play a major function, namely the direct internal and external savings towards investments, in addition to helping the monetary authority to achieve its monetary policy to boost economic growth to achieve the high rates.

Tries this research to know the impact of financial markets on the economies of the Arab countries in general, and on the Iraqi economy, in particular, as well as the development of the most important ways to raise the efficiency of these markets to channel savings and polarization to increase the volume of investments, was chosen Iraq Stock Exchange as a model to determine the impact of these markets on economies Arab, and Jaoualokhttiar because the Arab economies and markets almost similar in placed economic development.

Results revealed that whenever the financial markets are trading a large and profitable whenever the domestic and foreign capital invested in the largest insider, and this would raise the local economy growth rates of any Arab country and Iraq in particular.

## المقدمة:

لقد أدى تطور التجارة في مختلف المجالات الى نشوء البورصة ،فوجد التجار في القرون الوسطى بأن هناك فوائد ناتجة من الاعتماد على وسائط الائتمان من سحوبات وسندات إذنية وغيرها ،وأن نشوء أول سوق للأوراق المالية كان في فرنسا في القرن الثالث عشر، إذ أوجد ملك فرنسا مهنة سماسرة الصرف ،وكذلك كان التجار في بلجيكا يجتمعون لتبادل الصفقات التجارية أمام قصر عائلة بورسيه Vander Bourse (رضوان، 1996: 5 ) ،وقد أخذت كلمة بورصة من أسم العائلة صاحبة القصر ،فأخذت تطلق على سوق تداول الأوراق المالية ، وتطور بعد ذلك في بلدان أخرى مثل بريطانيا والدنمارك وهولندا، لذلك فإن بورصات الأوراق المالية كان تطورها نتيجة طبيعية للنمو الاقتصادي .

أما بالنسبة للدول النامية فإن تحول اتجاهها الى اقتصاد السوق في حقبة الثمانينيات والتسعينيات وكان نتيجة لأزدياد الاختلالات وعدم استقرار البنية الاقتصادية الكلية إضافة الى أزياد المشكلات الناتجة عن المديونية الخارجية لهذه البلدان ،لذلك تبنت هذه الدول بشكل عام والعربية بشكل خاص البرامج الإصلاحية الشاملة وخاصة تلك التي تتعلق بالتمويل المالي لأقتصاداتها ،وذلك لغرض تحقيق نتائج ايجابية وأحداث تنمية اقتصادية من خلال اتباع الطرق المعاصرة في التمويل من غير واسطة مالية او وسيط مالي ،وهذا الاجراء الأخير يكون عن طريق إنشاء أسواق مالية .

أما الدول العربية فهي الأخرى أسواقها المالية حديثة العهد ،وغالباً لم ترتكز أسواقها بالاستثمارات في الأوراق المالية بشكل منظم حتى بداية التسعينات من القرن الماضي ،ومنذ ذلك الوقت شهدت هذه الأسواق إنتشاراً واسعاً في عموم الدول العربية ومن ضمنها العراق والذي سيكون التركيز عليه فيما يخص الأسواق ،وبالنسبة لنشأة السوق المالي في العراق كانت في بداية التسعينيات من القرن العشرين ،وأن نشأته لم تكن حرة وإنما كانت على شكل سوق حكومي رسمي سمي بـ (سوق بغداد للأوراق المالية) .

لذلك سنحاول في هذا البحث أن نتناول وضعية الأسواق المالية العالمية ،ووضعية الأسواق المالية في الدول العربية بشكل عام والتركيز على سوق العراق للأوراق المالية بشكل خاص ومحاولة بيان مدى مساهمة سوق العراق المالي في أحداث تنمية اقتصادية وسبل رفع كفاءة هذه الأسواق وبالطرق المختلفة والتي من شأنها جذب الاستثمارات الخارجية والداخلية في سبيل دفع عجلة التقدم الاقتصادي بالعراق .

### 1. مشكلة البحث:

بالرغم من أنتشار الأسواق المالية في العالم لاعتبارها ركيزة مهمة في دفع عجلة التنمية واستخدام الأدوات المالية والطرق الحديثة في تعاملات الأسواق المالية ،الا أن دور الأسواق المالية العربية والعراقية بشكل خاص ، كان ضعيفاً ،والأصح في العراق لم يكن لها دور ملموس في التنمية ،والسبب يعود الى

قلة الاهتمام به من الجهات المسؤولة وعدم إعطاء الفرصة لهذا السوق بأن يأخذ دوره التنموي في الاقتصاد وذلك لضعف هذا السوق .

## 2. فرضية البحث:

1- هناك دور للسوق المالي في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الاقتصادية.

2- السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يتمتع بدرجة عالية من المرونة .

3- يتطلب تفعيل السوق المالي في العراق وجود مناخ استثماري وتوفير الشفافية، بالإضافة الى وجود عدد من الأوراق المالية المطروحة في السوق

## 3. هدف البحث:

يهدف البحث الى التعرف على الأسواق المالية بشكل عام، والعربية بشكل خاص من حيث نشأت الأخير وتطور أدائه وأهم السمات المشتركة للأسواق العربية فيما بينها، وكذلك التعرف على مفهوم كفاءة السوق المالي وأهم أنواع وشروط هذه الكفاءة، إضافة الى أن البحث يهدف الى بيان مكانة سوق العراق للأوراق المالية في الاقتصاد الداخلي، ومدى مساهمته في التنمية الاقتصادية.

## 4. أهمية البحث:

أن أهمية البحث نابعة من الدور الذي تضطلع به هذه الأسواق المالية وذلك من خلال محاولتها التخفيف من الأثر السلبي لقلة الموارد الموجهة للاستثمار وارتفاع كلف التمويل محاولة بذلك تشجيع الاستثمار غير المباشر والذي يكون عن طريق تشجيع وتدعيم هذه الأسواق وتقديم التسهيلات لها من أجل زيادة التوظيف المالي عن طريق الاكتتاب بالأسهم والسندات.

## المبحث الاول : الأسواق المالية ( إطار نظري ):

تمهيد :

حظي موضوع الأسواق المالية بمزيد من الاهتمام في الآونة الأخيرة للدول المتقدمة والنامية على حد سواء، والسبب يعود الى الدور المهم الذي تضطلع به الأسواق المالية من جذب المدخرات وتوجيهها الى القنوات الاستثمارية والتي من شأن الأخير دعم الاقتصاد القومي لزيادة معدلات رفاه الأفراد، لذلك تعمل الأسواق المالية كغيرها من الأسواق على تلبية الحاجات .

لذلك فإن السوق المالي هو عبارة عن نظام يتم بموجبه العمل على انتقال الأموال من وحدات الفائض ( من يملكون المال ) الى وحدات العجز (من يريدون تمويل للأموال ) مقابل أوراق مالية معينة إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال (متولي، 2010: 45 ) ، ومع نمو شبكات ووسائل الاتصال قلت أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج

السوق من شركات السماسرة المنتشرة في دول العالم ،وتعد أسواق الأوراق المالية عنصر من عناصر السوق المالي ( رمضان وشموطه ،2007:6-7 ) والمكون من سوق رأس المال وسوق النقد وسوق الأوراق المالية .

#### 1-1- نشأة وتطور السوق المالي :

إن أساس فكرة السوق المالي ترتكز على نظرية آدم سميث والتي تقوم على فكرة تقسيم العمل ،وتعتمد الفكرة الأخيرة على كبر حجم السوق والانتاج ،مما يترتب على ذلك ايجاد نوع من التخصص في الانتاج تبعاً للمزايا النسبية ،ومع أن الأسواق المالية اعتبرت حديثة العهد مقارنة بالأسواق الأخرى لكنها تطورت في الأونة الأخيرة من حيث التنظيم أو الأماكنيات والتسجيلات المتاحة للمتعاملين فيها ،ويرجع السبب إلى ضخامة الاستثمارات المالية التي تبادلها في السوق (الجمال، 2002: 16-17 ) ،وقد قسمت مراحل نشوء السوق الى :

1-المرحلة الأولى : تميزت هذه المرحلة بارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية ،مما أدى هذا الإقبال إلى اتساع المعاملات التجارية وزيادة حجم المشاريع والتي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة وبالتالي فإن الأفراد أصبحوا غير قادرين على تمويلها مما اسفر اللجوء إلى الاقتراض من البنوك ،وبالنتيجة فإن الأخير يترتب عليه عواقب كثيرة (أبو موسى، 2005: 9-10 ) .

2- المرحلة الثانية : وفي هذه المرحلة بدأت ظهور البنوك المركزية والتي تسيطر على البنوك التجارية ،وأن الأخير في هذه المرحلة أخذت تقوم بعملها التقليدي إلا وهو ( خصم الأوراق التجارية وتقديم الإئتمان ) ،وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي، ما نتج عن هذه القواعد للأخير تحديد القروض التي تقدمها بالرغم من زيادة الطلب عليها.

3- المرحلة الثالثة : وتتميز هذه المرحلة بظهور البنوك المتخصصة للأقراض المتوسط والطويل ،فأصبحت تقوم بإصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال وتمويل المشاريع المختلفة ،وقيام البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة ( صافي والبكري، 2008: 14 ).

4-المرحلة الرابعة : وهنا في هذه المرحلة ظهور الأسواق النقدية ،لذلك إزدادت هنا حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الأيداع القابلة الى التداول ،واعتبرت هذه المرحلة بداية الاندماج بين السوقيين المالي والنقدي.

5-المرحلة الخامسة : وفي هذه المرحلة اندمجت فعلياً الأسواق النقدية مع المالية ،وبالتالي اندماج الأخير مع الأسواق الدولية ،وهذه الاندماجات كانت نتيجة لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية ،فأصبح اهتمام الأسواق المالية بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل .

## 1-2- خصائص الأسواق المالية :

لقد اتفق أغلب المهتمين بالأسواق المالية على أن للأسواق المالية خصائص تميزها عن بقية الأسواق الأخرى وتتمثل في (الجميل، 2002 : 55) :

1- تختص الأسواق المالية بتداول الأوراق المالية، الأمر الذي أدى الى اكتسابها أهمية بالغة من الناحية التمويلية للمشروعات الإنتاجية قيد التأسيس أو القائمة والتي تحتاج الى السيولة الكافية المرتبطة بفترات السداد.

2- تتميز الأسواق المالية بعوائد مرتفعة، فحضيبت هذه الأسواق باهتمام المستثمرين وذلك بهدف الحصول على فوائد أكبر من خلال الفروقات في الأسعار .

3- بالرغم من أن هذه الأسواق تتسم بعوائد مرتفعة خاصة في أسواق رأس المال إلا أنها تتميز بدرجات مخاطرة عالية مقارنة بالأسواق النقدية ، وذلك لأن أدواتها الاستثمارية طويلة الأجل مما ينتج عنه مخاطر سعرية، سوقية وتنظيمية .

## 1-3- وظائف السوق المالي :

مثملاً ذكر سابقاً بأن الأسواق المالية تؤدي دوراً مهماً في حياة الأفراد وفي شتى نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار والأدخار والسياسة النقدية بشكل خاص ، فتساعد على إحداث التوازن بين وحدات الفائض المدخرين ( الأفراد والمؤسسات ) وبين وحدات العجز المستثمرين سواء كان (أفراد أو مؤسسات حكومية) ، وهذا الدور يكون بالغ الأهمية لصحة النظرية الاقتصادية لذلك يمكن أن نذكر أهم الوظائف التي تضطلع بها الأسواق المالية في (رمضان وشموط، 2007: 26-27 )

1- تحفيز وتوجيه الادخار : تضطلع هذه الوظيفة بتشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار ، وذلك عن طريق تحويل مدخراتهم الى أسثمارات في أدوات التعامل بالأسواق المالية للحصول على عائد مالي محدد وحسب المخاطر المحتملة .

2- الحفاظ على الثروة وتميئتها : ان الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية تعد وسيلة مهمة لحفظ القوة الشرائية حتى موعد استحقاقها أو بيعها ، وذلك لأنها تستهلك أو تتآكل بتقادم الزمن ، على العكس أنها تحقق أرباح وفوائد لذلك فهي تساهم في تنمية الثروة والمحافظة عليها .

3- تساعد الأوراق المالية في الحصول على السيولة والائتمان :تعد الأسواق المالية أداة هامة وفعالة لتحويل الأدوات المالية الى نقد جاهز عند الطلب كلما استدعت الحاجة الى ذلك ،وكما أنها تتيح ( أي الأسواق المالية ) الحصول على الائتمان من خلال أنتاجها أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه مقابل الوفاء به مستقبلاً ووفق شروط معينة .

4- العمل على تخفيض مخاطر الاستثمار :للسوق المالية أساليب متعددة تعمل على تخفيض المخاطر

الناتجة عن الاستثمار ،وهذه الاساليب هي (الدسوقي، 2000:22):

- التأمين : اي توضع ضد نتائج بعض المخاطر وإذا وقعت مثل التأمين من (السرقا  
والحريق ....ألخ ) .

- التنوع : أي أن المستثمر لا يستثمر جميع أمواله في مجال واحد ،أي تنوع مجالات الاستثمار .

- التحوط : أي يقوم المستثمر بالدخول بالعقود المستقبلية ذات العلاقة بأسعار الصرف أو أسعار الأسهم  
بغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل .

5- المساهمة بتنفيذ السياسات النقدية : وهذه المساهمة تكون عن طريق البنك المركزي أي انه إذا أراد  
البنك المركزي مكافحة ظاهرة اقتصادية ( مثلاً التضخم ) ،فالإجراء الذي يقوم به البنك المركزي هو  
بسحب جزء من الكتلة النقدية من السوق فيقوم بطرح الأدوات المالية ( سندات وأذونات خزانة ) في  
السوق المالية ، أما في حالة ( الركود ) فيقوم البنك المركزي بشراء السندات والأوراق المالية الأخرى .

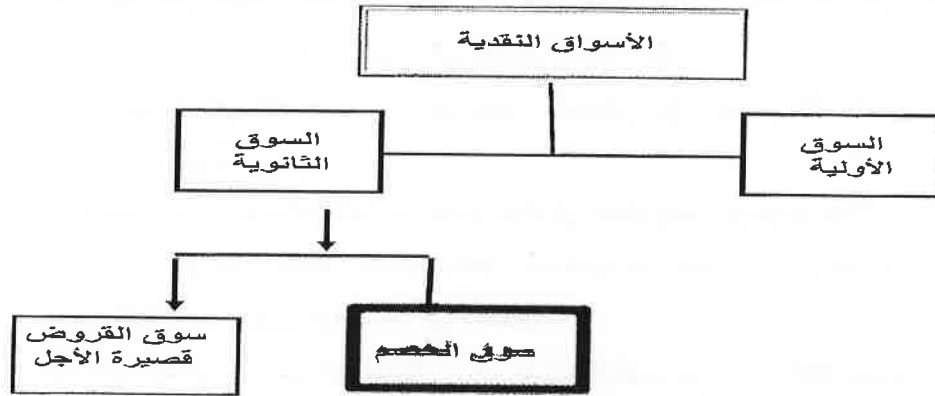
#### 1-4- أقسام الأسواق المالية :

أظهرت الوظائف الخاصة بالأسواق المالية بأن جميعها تركز على أيجاد الآلية للتمويل والاستثمار  
لذلك فإن تنوع الأسواق المالية يكون تبعاً لتنوع الأسس المستخدمة في تبويبها وتقسيمها ،وبالتالي فإن  
الأسواق المالية تنقسم الى ( أسواق نقدية وأسواق رأس المال ) ،وسيتم التطرق الى أقسام كل نوع من هذه  
الأنواع وكما يلي (الزوري وفرج ،2001:36) :

1-الأسواق النقدية : وختص هذا السوق بالتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل ،وتمثل أدوات دين أو  
صكوك مديونية ،يحق لصاحبها أو حائزها استرداد المال الذي سبق وأن أقرضه لطرف آخر ،وهذه  
الأدوات تكون قابلة للتداول ،وأن تاريخ استحقاقها لايزيد عن سنة ،وسميت بالسوق النقدية لأنه يمكن  
تحويل الأصول المالية المتداولة الى نقود بسرعة وسهولة ،ويتكون هذا السوق من :

- الأسواق الأولية : وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة  
وبأسعار فائدة تتعدد حسب مصدر هذه الموال ومكانة المقترض وسمعته .

- السوق الثانوية : وهي السوق التي يتم فيها خصم الأدوات الائتمانية قصيرة الجل ،ويتضمن السوق  
الثانوي كل من سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل ،والشكل ( I ) أدناه يوضح مكونات السوق  
النقدي .



الشكل (1) مكونات السوق النقدي

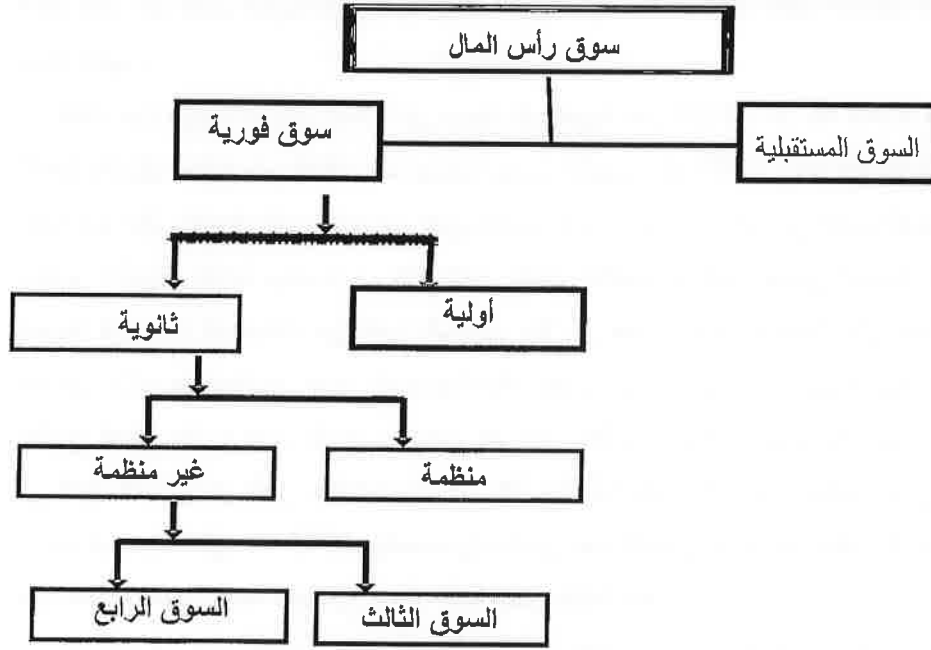
المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على:

- السيد متولي عبد القادر، 2010، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر، عمان، ص70.

1- أسواق رأس المال : وتعد هذا السوق من أكثر الأسواق شيوعاً في التعامل فيتم فيه التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل، أي اقتراض الأموال واستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة، وأن أهم سمة لهذا السوق هي المخاطرة العالية، إضافة الى تميزه بكبر حجم الصفقات المنفذة من قبل المتعاملين والمشاركين في هذا السوق وينقسم هذا السوق الى :

أ- الأسواق المستقبلية: وهي الاسواق التي يتم التعامل بها بشكل عقود يتم تنفيذها في المستقبل، أي شراء الأوراق المالية الآن ولكن التسليم بعدة فترة زمنية تمتد الى عدة أشهر.

ب- الأسواق الفورية: وهي الاسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل وتنقسم الأسواق الفورية الى أسواق أولية وهي التي يصدر فيها الاوراق لأول مرة، والأسواق الثانوية وهي التي يتم التعامل فيها بالأسهم والسندات واوراق الرهن، والتي يتم التعامل بها من قبل السوق الأولية، وتنقسم الأسواق الثانوية الى (سوق منظمة) و(غير منظمة) والذي بدوره ينقسم الى سوق ثالثة وسوق رابعة (الشكل (2) يبين أقسام هذا السوق وكما يلي .



الشكل (2) مكونات سوق رأس المال

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على :

- السيد متولي عبد القادر، 2010، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر، عمان، ص95.

### المبحث الثاني : الأسواق المالية العربية وكفاءتها:

تمهيد :

عدت الأسواق المالية العربية من الأسواق المالية الحديثة والتي كانت في الغالب لم تتركز على الاستثمارات في الأوراق المالية بشكل منظم حتى التسعينيات من القرن الماضي، ومنذ ذلك الوقت وحتى الآن شهدت هذه الأسواق انتشاراً واسعاً في كافة الدول العربية، وهذا التطور للأسواق كان نتاجاً لارتفاع حدة المنافسة الاستثمارية وظهور الفوائض الواسعة للاستثمارات والذي نجم عن الأخير نواة المحفظات الاستثمارية والذي كان دوره كبير في تعاظم مكانة الأسواق المالية، لذلك سيتم التطرق في هذا الجزء إلى نشوء الأسواق المالية العربية والأسباب التي أدت إلى نشوء هذه الأسواق، وكذلك خصائص هذه السوق .

#### 2-1 : نشأة سوق الأوراق المالية العربية

بما أن الاقتصادات العربية هي جزء من الاقتصادات النامية، التي تتميز الأخيرة بضعف اقتصادها وأحتياجها إلى سوق مالي للنهوض باقتصاداتها شيء إلزامي، والسبب في ذلك هو أن الأسواق المالية كما تطرقنا سابقاً لها تأثير على المشاريع والأعمال الاقتصادية وخاصة الكبرى منها، لذلك تسعى هذه الدول إلى دعم ومساندة هذه الأسواق لكي يكون لها دور كبير في التنمية الاقتصادية، مما أدى هذا الشيء إلى

ادراك كثير من الدول العربية الى أهمية أيجاد أسواق مالية منظمة، فتعد اغلب الأسواق المالية العربية حديثة العهد .

فنشأ أول بورصة للأوراق المالية في مدينة الإسكندرية عام 1883 ، ثم بعد ذلك تم تأسيس سوق القاهرة للأوراق المالية عام 1898 ، أما بورصة بيروت فظهرت عام 1920 ، وهذه الأسواق السالفة الذكر عدت من أوائل الأسواق التي نشأت في الدول العربية فبادرت بعد ذلك كثير من الدول العربية الى إنشاء وتطوير الأسواق المالية وخاصة في فترة ظهور النظام الاقتصادي الحر ، والذي أعتمدته أغلب البلدان العربية في بداية السبعينات من القرن الماضي ، إلا أن هذه الأسواق لم تصل الى مستوى الأسواق المتطورة مثلما هو الحال في الدول الصناعية آنذاك ، كذلك شهدت بعض من الدول العربية تأسيس أسواق للأوراق المالية مثل ( لبنان ، المغرب ، تونس ، السودان والأردن ) ، وكان السبب وراء نشوء هذه الأسواق في الدول المذكورة هو تأثير علاقاتها مع الدول الأوروبية ، أما بالنسبة الى دول الخليج العربي فإن أسواقها المالية لم تعرف حتى عام 1973 ، والسبب وراء ظهور هذه الأسواق المالية هو ارتفاع الموارد المالية في دول الخليج العربي نتيجة لتصحيح أسعار النفط (حنفي، 2006: 60) .

ولم يكن في الدول العربية حتى عام 1989 سوى خمس بورصات إضافة الى البورصة المصرية ، وبعد هذا التاريخ تم إنشاء ثلاث بورصات في كل من ( البحرين ، عمان والعراق ) ، وبالنسبة للسعودية فبدأت فيها سوق نشطة عام 1979 ، وأنشئت بعد ذلك أربع بورصات في كل ( السودان ، فلسطين ، قطر والجزائر ) ، وأنشأت بورصة دبي وأبو ظبي عام 2000 .

## 2-2 خصائص الأسواق المالية العربية:

لقد واجهت أسواق الأوراق المالية العربية مجموعة من المشكلات العقبات التي ادت الى تأخر نموها وقلل من كفاءتها ، لذلك فإن لكل سوق خصوصيته والتي تشتق من ظروف نشأته ونمط تشريعاته ونظمه وهياكله ، فإن لهذه الأسواق قاسماً مشتركاً للمشكلات الرئيسية التي تؤثر عليها ، وتتمثل هذه العوامل في (عتيقة وسهام : www.iefpdia.com) :

1- انخفاض عرض الأدوات الاستثمارية : من المتعارف عليه بأن هناك أدوات مالية حديثة تساعد على جذب رؤوس الأموال الى داخل أي بلد ، والأسواق المالية العربية عانت من نقص هذه الأدوات وبالتالي أدى هذا النقص الى قلة دخول رؤوس الأموال الى أسواقها المالية ، ويرز هذا الشيء واضحاً من خلال سيطرة الأسهم ووسائل التمويل التقليدية ، والسبب في سيطرة الأخير يعود الى (هواية، 2009: 24) :

- سيطرة النمط العائلي للشركات المساهمة في أغلب الأسواق المالية العربية
- طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي وأصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة .
- ضعف أسلوب توزيع الأكتتاب .

- محدودية أحجام التداول وقلة عدد الشركات المدرجة في هذا الأسواق .
- 2- انخفاض الطلب على الأدوات الاستثمارية : مثلما عانت الأسواق المالية العربية من انخفاض عرض الأدوات الاستثمارية ، كذلك عانت بنفس الوقت من انخفاض الطلب على هذه الأدوات وهذا الانخفاض كان لأسباب تتمثل في:
- ضائلة معدلات الادخار الفردي وعدم ثباته بسبب انخفاض الدخل النقدي وعدم استقرار اوضاع الأفراد التي تحققه .
- دخول الدول ومؤسساتها كمنافس لجمهور المدخرين .
- تفضيل السيولة على الاستثمار قصير الأجل .
- 3- ضائلة الأطر التشريعية والتنظيمية المتحكمة في الأسواق المالية للدول العربية والسبب في قلة القوانين والأساليب التنظيمية التي تتحكم في هذه الاسواق يعود الى :
- عدم استقلالية بعض البورصات العربية وخاصة الإداري منها .
- غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكملة لدوره .
- 4- ارتفاع درجة تركيز التداول : وهنا تعكس هذه المشكلة انخفاض عدد الأسهم ذات الجاذبية ، أي أن كافة الأسواق العربية تتميز بهذه المشكلة والسبب في ذلك يعود الى (عتيقة وسهام :www.iefpdia.com):
- احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة .
- غالبية الأسهم المدرجة في السوق المالي تتميز بانخفاض جودتها ، والجدول أدناه يمثل نسبة تركيز عشر شركات عربية في التداول .

الجدول (1) نسبة تركيز أنشطة عشر شركات عربيا

| الدولة   | نسبة التركيز |
|----------|--------------|
| الأردن   | 72           |
| مصر      | 28.7         |
| المغرب   | 70.4         |
| السعودية | 77.3         |
| عمان     | 45           |
| الكويت   | 54.5         |

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد على :

- وصاف عتيقة وعاشور سهام، 2009، مكانة السواق المالية في الاقتصادات العربية وعوامل رفع كفاءتها ،جامعة محمد خيضر ،بسكرة ،

[www.iefpdia.com](http://www.iefpdia.com)

5-التقلبات الشديدة بالأسعار: إن السمة الأساسية للأسواق الناشئة هي التقلبات في حركة الأسعار، وبما أن الدول العربية من ضمن الأسواق الناشئة لذلك فإن بورصات الأسواق العربية هي الأخرى تتسم بشدة التقلبات في الأسعار، لذلك فإن تمويل هذه الأسواق سوف يكون من مصادر خارجية والمتمثلة في القروض وأصدار الأسهم مع خفض الاعتماد على الأرباح المحتجزة.

6-صغر حجم السوق: تتميز الأسواق المالية العربية بصغر حجم السوق، وذلك من خلال النقص الشديد في العرض والنتائج عن قلة عدد الشركات، وقلة في حجم أوامر الشراء فمثلاً يصل متوسط عدد الشركات في الأسواق المتقدمة 740 شركة، بينما يصل متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة 330 شركة.

وهنا يمكن تقسيم الأسواق المالية العربية من حيث الحجم النسبي بالنسبة الى الناتج المحلي الأجمالي الى (المنذري، www.islamonline.net):

-المجموعة الأولى: وهي المجموعة التي تزيد فيها نسبة القيمة السوقية 155% عن الناتج المحلي الأجمالي وتضم كل من سوق ( الكويت، البحرين، قطر والأردن ).

-المجموعة الثانية: وهي التي تزيد فيها نسبة القيمة السوقية عن 50% من الناتج المحلي الأجمالي وتظم كل من ( السعودية والإمارات ).

-المجموعة الثالثة: وهي التي تقل فيها نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي الأجمالي عن 50% وتضم كل ( مصر، عمان، المغرب، تونس، لبنان، السودان والجزائر والعراق ).

والجدول ( 2 ) يوضح القيمة السوقية وقيمة الأسهم ودوران السهم لعدد من الدول العربية لسنوات مختارة.

الجدول (2) القيمة السوقية وقيمة الأسهم ومعدل دوران السهم في الدول العربية للمدة (2010-2016)

| السنوات | القيمة السوقية /مليار دولار | قيمة الأسهم / مليار دولار | معدل دوران السهم / مليار سهم |
|---------|-----------------------------|---------------------------|------------------------------|
| 2010    | 983.8                       | 87.1                      | 44.8                         |
| 2011    | 877                         | 110.3                     | 73.9                         |
| 2012    | 918.6                       | 103.6                     | 47.9                         |
| 2013    | 1132.2                      | 123.4                     | 100.2                        |
| 2014    | 1205.9                      | 185.9                     | 138                          |
| 2015    | 1209                        | 193.4                     | 140                          |
| 2016    | 1030                        | 132.4                     | 120                          |

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات صندوق النقد العربي لسنوات مختارة

فترى في الجدول أعلاه أن المؤشرات الثلاثة في اتجاه صاعد وينسب مختلفة ما عدا العام 2016 اذ انخفضت المؤشرات الثلاث ويعود ذلك الى انخفاض اسعار النفط، وبالشكل العام فإن اتجاه المؤشرات الثلاث يدل على أن الأسواق المالية سائرة في اتجاه النمو والتطور.

## 2-3: كفاءة الأسواق المالية :

لقد ازداد الاهتمام بموضوع كفاءة الأسواق المالية وخاصة في الأونة الأخيرة ، والسبب بهذا الاهتمام يرجع الى أهميتها التطبيقية ، لذلك يمكن اعتبار تقييم كفاءة أي سوق مالي وتحديد العوامل المؤثرة فيه من الأشياء المهمة التي يجب الاهتمام بها وذلك عن طريق مراقبة تحركات مؤشرات السوق وأسعار الأسهم ، وإن الاستثمار في الأوراق المالية دائماً يعتمد على دقة البيانات والمعلومات المنشورة ، لذلك فإن أي قصور في هذه البيانات والمعلومات ينعكس بشكل سلبي على كفاءة السوق المالي .

وإن السوق الكفوء هو الذي يتمتع بقدرة عالية من المرونة والتي تسمح بتحقيق استجابة سريعة بأسعار الأوراق المالية نتيجة للتغيرات في تحليل البيانات والمعلومات الداخلة في السوق ، مما يؤدي في النهاية الى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والحقيقية للأوراق المالية ويعتبر السوق كفوء إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن اداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق (الطرش ، 2009: 2015-2016) .

## 2-4- مفهوم كفاءة السوق :

أعتبر كفاءة السوق المالي من المواضيع المهمة التي يجب التركيز عليها ، لذلك سيتم هنا بيان مفهوم كفاءة السوق المالي ومنها :

- السوق المالي الكفاء : وهي السوق التي تتسم بالتنافسية ، أي أن أسعار الأصول وعوائدها تتحقق وفقاً لقوى العرض والطلب ، وكذلك يتميز سلوك المتعاملين فيها بالرشادة مع افتراض تشابه المعلومات المتاحة لكل المستثمرين ، وتتحدد قراراتهم الاستثمارية بناءً على هذه المعلومات (Barry Harison, 2004: 30) .

- السوق المالي الكفاء: وهي السوق التي تكون فيها الاوراق المالية تعكس بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة ودقة (Andrew.w.Lo, 2004: 31).

- السوق المالي الكفاء: وهو السوق الذي تكون فيه جميع المعلومات المتوفرة والخاصة بكل أصل مالي مدمجة في سعر ذلك الأصل (الدسوقي ، 2000: 52) .

- السوق المالي الكفاء : هي السوق المتسمة بالكفاءة و التي فيها تنقلب أسعار الأدوات بشكل عشوائي حول قيمتها الطبيعية المقبولة والتي تعكس بدورها بشكل عقلاني كافة المعلومات المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة ، وتتعدل هذه الأسعار بسرعة حسب المعلومات الجديدة .

مما سبق من المفاهيم اعلاه لكفاءة الأسواق المالية بأن هذه الكفاءة تتركز على توافر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين في هذا الأسواق ، وذلك لتجنب عدم التماثل في المعلومات ، أي أن أسعار الأدوات المالية وخاصة الأسهم تكون عادلة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعة لها ، ولأن من الوظائف الأساسية

للأسواق المالية كما مر سابقاً هو تخصيص الموارد المالية للمشاريع التي تكون إنتاجيتها أكبر ،لذا يجب تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها بشكل أمثل لذلك يجب أن تعكس أسعار الأسهم قيمتها الحقيقية .

## 2-5- شروط كفاءة السوق المالي :

هناك مجموعة من الشروط يجب أن تتوفر في السوق المالي لكي يكون هذا السوق كفوء ،وتتمثل هذه الشروط في (رمضان و شموط ، 2007 : 200 ):

- 1- يجب توفر المنافسة الكاملة .
- 2- توفر السيولة للأوراق المالية التي يقيم بيعها وشرائها .
- 3- يجب توفر وسائل قنوات الاتصال الفعالة التي يستطيع المتعاملون بواسطتها التعامل في السوق المالي.
- 4- يجب أن توجد هيئة أو لجنة في السوق المالي تشرف على سير العمل في السوق.
- 5- الإفصاح عن المعلومات الاقتصادية حول الشركات المدرجة في السوق المالي .

## 2-6- مستويات كفاءة السوق المالي :

من المفاهيم التي مرت سابقاً لكفاءة السوق المالي هي قدرة هذا السوق على توفير المعلومات المتاحة لكل المتعاملين فيه بدون أي استثناء ، وبالتالي انعكاس هذه المعلومات على أسعار الأسهم المتداولة في هذا السوق ،لذلك فإن هذه الكفاءة يمكن تصنيفها الى مستويات عديدة وهي:

- 1- المستوى القوي : ويوفر هذا المستوى للمتعاملين في السوق المالي المعلومات سواء كان مصدر هذه المعلومات بيانات منشورة أو تاريخية ،أي أن تكون جميع المعلومات في السوق المالي عامة ،أي أن الاحتكار للمعلومات غير موجود ،بمعنى آخر أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون صفراً ،والسبب في ذلك هو أن الأسعار السائدة للأوراق المالية المتداولة في السوق معادلة لقيمتها ،وهذه الحالة في السوق لاتعني عدم مقدرة بعض المحللين على معرفة بعض الأرقام والمعلومات غير المعلنة والتي تؤدي الى تحليل أرباح غير عادية ،ولكن ستخضع تلك الأرباح غير العادية على المدى الطويل ،والسبب هو الخسائر الاستثنائية والغير المتوقعة التي تحدث لهم بفعل المضاربة .
- 2- المستوى شبه القوي ( المتوسط ) : وفي هذا المستوى تتغير الأسعار الجارية بسرعة كبيرة في السوق المالي وهذا التغيير يكون تبعاً لأي معلومات جديدة مثل (الأرباح ،الأخبار الاقتصادية والسياسية ،اخبار تجزئة السهم ) وجميع المعلومات المنشورة والمتاحة من خلال التقارير السنوية ،وهنا يكون من غير الممكن للمتعاملين تحقيق عوائد غير عادية تفوق الآخرين ،والسبب في ذلك هو تحليل المعلومات

الموجودة في التقارير المنشورة لأنها سوف تعدل الأسعار فوراً مع أي أخبار جيدة أو سيئة ضمن التقارير (Beter&Bernt,2006: 14) .

3-المستوى الضعيف ( الصيغة الضعيفة ) The week form : ويعتبر هذا المستوى هو الأدنى للكفاءة ، وذلك لأن الأسعار المتداولة في السوق لا تعكس إلا أسعارها الماضية او التاريخية ، وبالتالي فلن تكون هناك علاقة بين التغيرات بالأسعار والمعلومات التاريخية ، أي ان هذا الشيء يختلف مع الرأي الذي يقول بأنه يمكن التنبؤ بأسعار المستقبل من خلال المعلومات التاريخية لهذه الأسعار ، ويمكن الحصول على أرباح استثنائية هنا من خلال الحصول على معلومات خاصة وغير متاحة لهم أو من خلال تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم .

## 2-7 - انواع كفاءة الأسواق المالية

- هناك نوعين لكفاءة الأسواق المالية وتتمثل هذه الأنواع في (داغر ، 2007: 281-280) :
- 1- الكفاءة الكاملة : وفي هذا النوع من الكفاءة لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة الى السوق وبين الوصول الى نتائج محددة ، فتوقعات المستثمرين يجب أن تكون متماثلة هنا والمعلومات هي الأخرى تكون متاحة للجميع ، وأن الكفاءة الكاملة تتحقق في ظل توفر الشروط التالية :
    - المعلومات تكون شفافة وانتقالها يكون بسرعة للجميع وبدون أي تكاليف .
    - المعاملات هنا يجب ان تكون بحرية وبدون أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ، وأن دخول أو خروج أي مستثمر في السوق لا تكون عليه أي قيود ، وكذلك السهم تكون بيعها وشراؤها بأي كمية ولأي شركة يرغبها .
    - يوجد عدد كبير من المستثمرين ، أي أن المستثمر الواحد في سوق الأوراق المالية لا يستطيع وحده التأثير في أسعار الأوراق المالية.
    - عقلانية المستثمرين وسعي كل مستثمر لتعظيم المنفعة .
  - 2- الكفاءة الاقتصادية : وفي هذا النوع من الكفاءة يكون هناك فاصل زمني بين وصول المعلومات الى السوق وبين انعكاسها على أسعار الأسهم ، وفي هذه الحالة فإن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة ، وتقوم على مبدأ تعظيم الأرباح .
- ولكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة يجب أن تتوفر سمتان أساسيتان هما (كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل) (ضياء ، 2005: 10) .

### المبحث الثالث: السوق المالية في العراق :

تمهيد:

يحظى سوق العراق للأوراق المالية بأهمية كبيرة نظراً لما يتمتع به هذا السوق في تلبية الاحتياجات التمويلية والتي رافقت التحديات الصعبة للأقتصاد العراقي، لذلك سيتم التركيز هنا على نشأة سوق العراق للأوراق المالية والمراحل التي مر به، وكذلك سيتم التركيز على أهم الصعوبات والمعوقات التي تواجه هذا السوق.

#### 3-1- نشأة السوق المالي في العراق:

##### 3-1-1- المرحلة الأولى :

لم يكن السوق المالي في بداية نشأته بهذا الأسم، وإنما عرف في بداية نشأته بسوق بغداد للأوراق المالية والذي تأسس بموجب القانون المرقم (24) لعام 1991 وبدأ العمل فيه فعلياً عام 1992، وكان في بداية الأمر سوقاً حكومياً ضم (113) شركة عراقية مساهمة ومختلطة وأستمر العمل بهذا السوق حتى عام 2003 .

##### 3-1-2- المرحلة الثانية :

وشهد السوق المالي في العراق خلال هذه الفترة نقلة نوعية، وتمثلت في تأسيس سوق العراق للأوراق المالية عام 2004 بموجب القانون رقم (74)، وعمل هذا السوق تحت إشراف هيئة الأوراق المالية العراقية، وكان تأسيسه على غرار الهيئة الأمريكية للأوراق المالية والبورصات (حسين، 2013: 15) ، وأصبح السوق منذ ذلك الحين يتمتع باستغلال مالي وإداري، أي أنه لم يعد يدار من قبل وزارة المالية كما كان سابقاً قبل عام 2003، فتكون مهامه الرئيسية هنا هو تجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة والعمل على تنميتها لتوظيفها الاستثماري، والقانون الذي أصدر أُلزم على تكوين مؤسستين في قطاع رأس المال وهما ( سوق العراق للأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية العراقية ).

#### 3-2- ماهو سوق العراق للأوراق المالية :

يعتبر سوق العراق للأوراق المالية سوقاً اقتصادياً مستقلاً وغير مرتبط بجهة، ويدار من قبل مجلس يتكون من تسعة أعضاء يمثلون مختلف الشرائح ويسمى (مجلس المحافظين) (شندي، 2013: 162).

#### 3-3- أهداف سوق العراق للأوراق المالية :

هناك أهداف خاصة بسوق العراق للأوراق المالية حاله حال الأسواق المالية العالمية والعربية، وهذه الأهداف تتمثل في (شندي، 2013: 163):

- 1- توعية المستثمرين العراقيين وغير العراقيين بشأن فرص الاستثمار في السوق .
  - 2- تعزيز مصالح المستثمرين بسوق حرة كفوءة موثوق بها .
  - 3- تطوير سوق المال داخلياً بما يخدم الاقتصاد المحلي وكذلك مساعدة الشركات في بناء رؤوس الاموال اللازمة للاستثمار .
  - 4- تنظيم وتبسيط تعاملات الأوراق المالية بصورة عادلة وفعالة ومنظمة .
  - 5- تنظيم الشركات المدرجة في السوق بطريقة تتناسب مع هدف حماية المستثمرين وتعزيز ثقة المستثمرين به.
  - 6- التواصل مع أسواق الأوراق المالية في العالم الخارجي بهدف تطوير السوق ودعم الاقتصاد العراقي .
  - 7- جمع وتحليل ونشر الإحصاءات والمعلومات الضرورية ، وذلك بغرض تحقيق أهداف نظام السوق.
- 3-4- الصعوبات والمعوقات التي تواجه سوق العراق للأوراق المالية .
- 3-4-1- الصعوبات التي تواجه سوق العراق للأوراق المالية :
- واجه السوق العراقي للأوراق المالية عدة صعوبات في بداية نشأته ، وهذه الصعوبات كانت بسبب حداثة هذا السوق وكذلك الى الوضع الاستثنائي الذي يمر به العراق بعد عام 2003 ، وتتمثل أهم الصعوبات التي تواجه السوق في :
- 1- عدم استقرار الوضع السياسي بسبب الهجمات العسكرية والتي تسببت بانخفاض سعر صرف الدينار العراقي .
  - 2- الارتفاع الشديد لرؤوس الأموال للشركات مما تسبب بإغراق السوق بالأسهم المصدرة .
  - 3- اتساع دور الأشاعات التي يروجها الكثير من المستثمرين والوسطاء والتي تؤدي الى خفض أو رفع أي سهم لأي شركة في السوق لغرض الحصول على الربح السريع.
- 3-4-2- المعوقات التي تواجه سوق العراق للأوراق المالية :
- أما بالنسبة للمعوقات التي أدت الى الحد من تطوير السوق المالي في العراق فهي :
- 1- أن إصدار شهادات الأسهم من قبل الشركات المساهمة تتميز بتأخرها لمدة قد تصل الى شهر كامل نتيجة لظروف خاصة بالشركة .
  - 2- غياب المؤسسات الكبيرة التي تعمل على التقليل من حدة تقلبات الأسعار وتخفيض المخاطر وزيادة سرعة التداول.
  - 3- قلة مؤسسات التسوية والمقاصة والأيداع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها في السوق.

4- هناك ملابسات تخص الشركة كقدرتها الإنتاجية والتنافسية في اقتصاد العراق الذي يمتاز بانفتاحه على العالم

3- 5- عمليات الإدراج في بورصة العراق وتطور أدائها :

3- 5- 1- عمليات الإدراج :

أن عمليات الإدراج في السوق المالي العراقي مرت بمرحلتين وهما :

أ- مرحلة ما قبل عام 2003 أي المرحلة الممتدة من عام ( 1992 - 2003 ) وفي هذه المرحلة أدرج فيه 113 شركة عراقية مساهمة خاصة ومختلطة ، وأستطاع أن يستقطب معدلات تداول سنوية تجاوزت 17.5 مليون دولار وأغلق هذا السوق في 2003/3/19 (شندي، 2013: 162) .

ب- مرحلة ما بعد عام 2003 وهي المرحلة الممتدة من عام 2004 ولحد الآن ، وفي هذه المرحلة كانت عمليات الإدراج للشركات مختلفة حسب السنوات وكما موضحة في الجدول (3) .

جدول (3)

عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2105)

| السنوات | عدد الأسهم المتداولة/<br>مليار سهم | عدد الشركات<br>المدرجة | عدد الشركات<br>المتداولة |
|---------|------------------------------------|------------------------|--------------------------|
| 2005    | 55.6                               | 85                     | 80                       |
| 2006    | 57.3                               | 93                     | 84                       |
| 2007    | 152.9                              | 94                     | 85                       |
| 2008    | 150.8                              | 94                     | 89                       |
| 2009    | 211.2                              | 91                     | 89                       |
| 2010    | 255.6                              | 85                     | 83                       |
| 2011    | 492.3                              | 87                     | 83                       |
| 2012    | 625.6                              | 84                     | 80                       |
| 2013    | 791.5                              | 72                     | 69                       |
| 2014    | 743.1                              | 73                     | 70                       |
| 2015    | 578.4                              | 74                     | 69                       |

المصدر : من اعداد الباحثين بالاعتماد الى نشرات سوق العراق للأوراق المالية لسنوات مختلفة حيث يظهر الجدول أعلاه عدد الأسهم المتداولة وعدد الشركات المتداولة والمدرجة خلال الفترة بين (2005 - 2015) ، فيظهر فيه عدد الأسهم المتداولة ارتفع بشكل ملحوظ خلال السنوات ( 2005 -

(2013) ، وهذا الارتفاع لم يستمر على نفس الوتيرة خلال العام 2014 و2015 ، وأما على العكس انخفضت كميات الأسهم المتداولة ليصل عام 2015 (578.4) مليار سهم أي نسبة الانخفاض بين عام 2013 و2015 هو 22% والسبب يعود الى حدوث انخفاض في كل المتغيرات الاقتصادية الكلية ، والتي كانت الأخير بسبب الانخفاض في أسعار النفط عام 2014 .

وبالنسبة لعدد الشركات المتداولة فيظهر الجدول (3) بأن الشركات المتداولة في السوق المالي العراقي ارتفعت منذ عام 2005 واستمر هذا الارتفاع حتى عام 2009 ، لتراجع بعد هذا العام اعداد الشركات المتداولة ، لتصل عام 2010 الى 83 شركة ، واستمر الاتجاه النزولي منذ ذلك التاريخ ليصل عام 2013 الشركات المتداولة (69) ، والسبب في هذا الانخفاض ، هو ان بعض الشركات لم تقدم بياناتها المالية السنوية الى هيئة الأوراق المالية ، أو لعدم استمرار أنشطة بعض من هذه الشركات لمدة سنة كاملة ، مما أدى الى شطبها من السوق المالي واستمر الانخفاض عام 2015 على الرغم من التحسن البسيط عام 2014.

### 3-5-2- تطور الأداء في بورصة العراق :

يظهر الجدول (4) تطور أداء بورصة العراق خلال الفترة (2005-2015) وذلك من خلال كل مما يأتي :

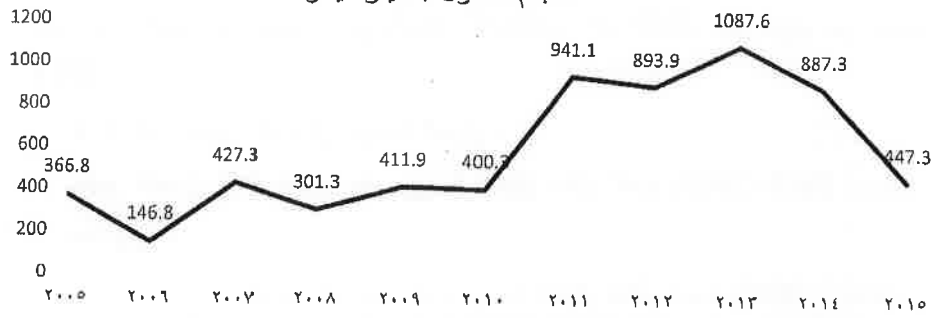
جدول (4) تطور أداء بورصة العراق خلال المدة (2005-2015)

| السنوات | أحجام التداول / مليار دينار | التغيرات | القيمة السوقية / ترليون دينار | الناتج المحلي / الأجمالي / ترليون دينار | القيمة السوقية الى الناتج المحلي الأجمالي | معدل دوران السهم % |
|---------|-----------------------------|----------|-------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------------------------|--------------------|
| 2005    | 366.8                       | -        | 3.160                         | 73.5                                    | 4.3                                       | 11.6               |
| 2006    | 146.8                       | -59.9782 | 1.949                         | 95.5                                    | 2                                         | 7.5                |
| 2007    | 427.3                       | 191.0763 | 2.129                         | 111.4                                   | 1.9                                       | 20                 |
| 2008    | 301.3                       | -29.4875 | 2.283                         | 157                                     | 1.4                                       | 13.1               |
| 2009    | 411.9                       | 36.7076  | 3.126                         | 130.6                                   | 2.3                                       | 13.1               |
| 2010    | 400.3                       | -2.81622 | 3.446                         | 162                                     | 2.1                                       | 11.6               |
| 2011    | 941.1                       | 135.0987 | 4.930                         | 217.3                                   | 2.2                                       | 19                 |
| 2012    | 893.9                       | -5.01541 | 5.597                         | 254.2                                   | 2.2                                       | 15.9               |
| 2013    | 1087.6                      | 21.66909 | 11.476                        | 273.5                                   | 4.2                                       | 9.4                |
| 2014    | 887.3                       | -18.4167 | 9.546                         | 258.9                                   | 3.6                                       | 9.2                |
| 2015    | 447.3                       | -49.5886 | 9.265                         | 191.7                                   | 4.8                                       | 4.8                |

المصدر : من اعداد الباحثين بالأعتماد على بيانات سوق العراق للأوراق المالية للسنوات (2005-2015).

أ- حجم التداول : بالنسبة لحجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية ، فقد سجل تطوراً عام 2013 ليصل حجم التداول (1087.8) مليار دينار عراقي بالمقارنة مع العام 2006 ، وكما موضح بالشكل (3) ، مما يدل على التطور الكبير الذي أحرزه السوق المالي في العراق ، أي ارتفاع ثقافة الاستثمار في السوق المالية سواء كان الاستثمار محلي أم اجنبي ، ولكن الأمر اختلف بالنسبة للعامين 2014 و 2015 ، أي أن حجم التداول بدأ بالانخفاض ، فأصبح 887.3 و 777.3 مليار دينار عراقي وعلى التوالي ، أي بنسبة انخفاض 18% و 100% ، والسبب في هذا الانخفاض الأخير بحجم التداول يعود الى تدهور الأوضاع الأمنية والسياسية ومانتج عنه سقوط ثلاث محافظات بيد الجماعات الارهابية ، مما أدى الى عدم ثقة المستثمرين بالسوق وهروب كثير من رؤوس الأموال الى الخارج .

شكل (3)  
أحجام التداول / مليار دينار

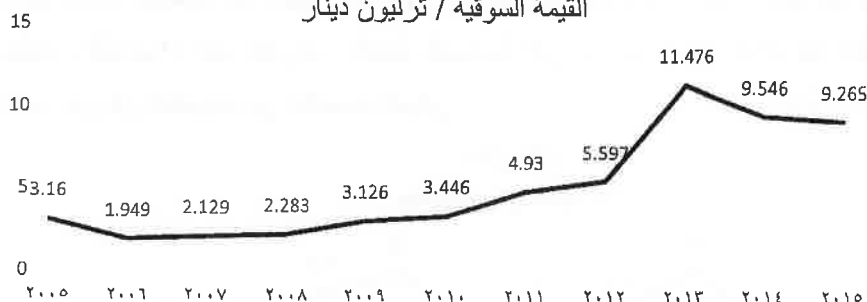


المصدر : من أعداد الباحثين بالأعتماد على الجدول (4)

#### ب- القيمة السوقية :

واصلت القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية بالارتفاع المستمر خلال الأعوام 2006-2013 وكما موضح في الشكل (4) محققة بذلك نمواً قدره 488.8% في العام 2013 عن العام 2006 ، وهذا النمو الكبير يرجع الى ارتفاع الطلب على أسهم السوق بسبب انتعاش سوق العراق للأوراق المالية ، ولكن الحال اختلف للأعوام 2014 و 2015 أي انخفضت نسبة القيمة السوقية الى 16.8% و 2.9% وعلى التوالي ، والسبب في ذلك يعود انخفاض أسعار النفط وبالتالي قلة الطلب على أسهم السوق .

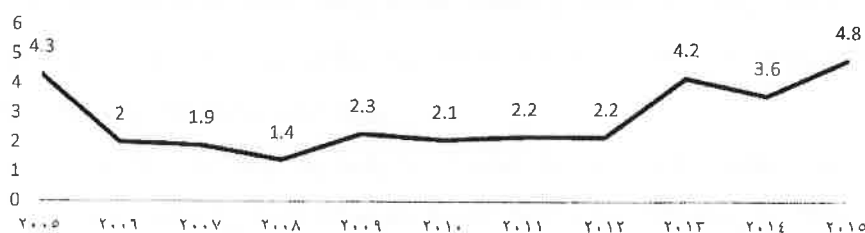
شكل (4)  
القيمة السوقية / ترليون دينار



المصدر : من أعداد الباحثين بالأعتماد على الجدول (4)

ج- الأهمية النسبية لسوق العراق في الاقتصاد المحلي: وتحتسب هذه الأهمية النسبية من خلال حساب نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي الأجمالي، والتي تسجل فيها التذبذب بالارتفاع والانخفاض خلال الفترة الممتدة من عام (2005-2015) وكما موضح في الشكل البياني (5)، فتتراوح النسبة بين 2% و 5% من الناتج المحلي الجمالي خلال الفترة في العراق، وأن متوسط النسبة للأهمية تصل الى مايقارب 3% مقارنة مع الأسواق العربية التي تصل نسبتها الى 30%، والأسواق المتقدمة الى أكثر من 90%، والولايات المتحدة الأمريكية 110%، والسوق الفرنسية 106% (خبايب، WWW.iasj.net/iasj)، ومن خلال هذه النسبة نلاحظ بأن أهمية السوق المالي العراقي بالنسبة للاقتصاد العراقي ضعيف جداً .

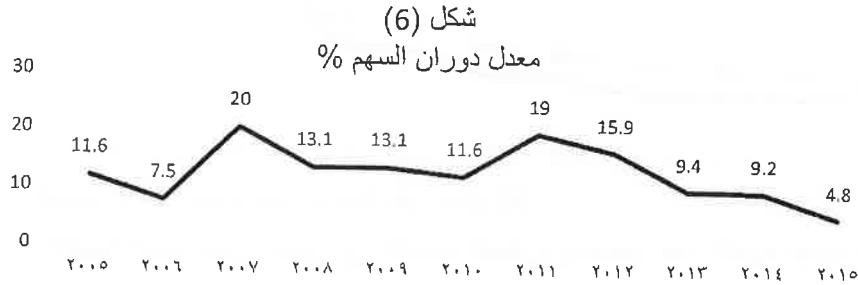
شكل (5)  
القيمة السوقية الى الناتج المحلي الأجمالي %



المصدر : من أعداد الباحثين بالأعتماد على الجدول (4)

ح- معدل دوران السهم : وهذا المؤشر يبين مدى نشاط السوق وفعاليته، وكذلك يستهدف قياس درجة سيولة السوق المالي، أي بمعنى آخر امكانية تحويل السهم الى نقد بسرعة وبأقل تكلفة ويسعر يقارب آخر تداول، والتي يتم حسابه من خلال نسبة حجم التداول في السوق الى القيمة السوقية للأسهم، فكلما زادت معدلات التداول على السهم ارتفعت سيولته بما يتيح للمستثمرين الدخول والخروج من هذا السهم متى ارادوا وبالتالي يقل عامل المخاطرة، فيظهر الشكل (6) أن معدل دوران السهم في العراق خلال الفترة (2005-2015)، يتراوح بين 20% عام 2007 و 4.8% عام 2015، وأن هذا الانخفاض الكبير

بمعدل دوران السهم يرجع الى انخفاض حجم التداول والقيمة السوقية للأسهم خلال الأعوام 2014 و 2015 ، والسبب كما ذكرنا سابقاً يعود الى عدم الثقة بالسوق المالي العراقي من قبل المستثمرين المحليين والأجانب ، نظراً للظروف الأمنية والسياسية التي مر بها العراق خلال هذه الفترة والتي ألقت بظلالها على كل المتغيرات في الاقتصاد العراقي .



المصدر : من أعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول (4)

ونلاحظ من خلال ماسبق بالنسبة للاهمية النسبية لسوق العراق للأوراق المالية في الاقتصاد المحلي ، بأنها تعاني من محدودية الأدوات المالية المتداولة ، أي انها ركزت على تداول الأسهم وأفتقارها الى تداول السندات ، مما أثر على المستثمرين في السوق العراقي ، ناهيك عن انخفاض الأدوات المالية المتوفرة في السوق المالي العراقي عن المستوى المطلوب ، والذي لا يخدم أغراض التنمية الاقتصادية بالمستوى المطلوب .

وتعكس نتائج تحليل التطور بسوق العراق للأوراق المالية ، أنه هناك فرصة كبيرة للسوق المالي في العراق على المساهمة بتوفير التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي والعمل على تحفيز القطاعات الاقتصادية المختلفة والنهوض بها ، وهذا الشيء يتطلب من الحكومة تقديم الدعم المطلق لهذا السوق وكذلك حث هذه الأسواق المالية على خلق أدوات مالية أخرى .

وخلاصة لما سبق فإن أهم الأمور التي يمكن ان نلاحظها على سوق العراق للأوراق المالية فهي:

1- تساهم الأسواق المالية في تعبئة الأدخارات المحلية المتناثرة لدى الأشخاص في الداخل والتي تخدم الاستثمار المحلي بما يوفر فرصة تحقيق عوائد مجزية لعارضي وطالبي الأموال ، فإن وجود آلية يستطيع بها المستثمرين الانتقال من أعلى درجات السيولة الى أدناه ، فإن هذه الآلية تشجع المستثمرين على عدم الإقبال على الاحتفاظ بالنقد وذلك لأنها لاتدر ربحاً ، والدراسات السابقة بالنسبة للدول التي تكون أسواقها المالية تتميز بسيولة مرتفعة حققت معدلات نمو أسرع من الدول التي كانت أسواقها المالية سيولتها منخفضة.

2- أن انعكاس حقيقة النشاط الاقتصادي من حيث ركوده أو انتعاشه يكون من خلال نشاط أسواق الأوراق المالية بالعراق ، فعندما ترتفع أسعار الأوراق المالية في السوق فإن هذا الشيء يكون بمثابة حافز

للاستثمار من خلال توجيه الاستثمار في السوق المالي والتي تعكس مدى كفاءة وفعالية نشاط الشركات المصدرة بما يحفز الموارد المالية للمجتمع نحو القطاعات المنتجة والمساهمة في التنمية الاقتصادية والعمل على سد الطريق أمام القطاعات الطفيلية التي لطالما ساهمت في تفاقم الأزمة الاقتصادية .

3- أن وجود هذا السوق المالي يساعد على استقطاب رؤوس الأموال العراقية المستثمرة في الخارج والمودعة في المصارف الأجنبية ، ولغرض خدمة الاستثمار المحلي والذي يكون دافعاً مهماً لعملية التنمية الاقتصادية .

4- يكون للأسواق المالية في العراق دور في المساهمة بتخفيف الضغط على الموازنة وخاصة فيما يتعلق بالمديونية الخارجية ، وذلك من خلال استبدال بعض من المديونية الخارجية بمساهمات في بعض من شركاتها ، والذي يساهم ولو بجزء يسير من تخفيف مشكلة المديونية الخارجية ، وبالتالي يكون مركز جذب لرؤوس الأموال الأجنبية بما ينشط السوق المالي ويزيد من درجة سيولتها ، وذلك بسبب أن المستثمرين الأجانب يعدون من أهم الأطراف في أي سوق مالي وخاصة في الأسواق الناشئة والذي يعد سوق العراق للأوراق المالية من ضمنه .

### الاستنتاجات والتوصيات:

#### 1- الاستنتاجات:

بعد التعرض لموضوع البحث بالمناقشة والتحليل توصلنا الى جملة من الاستنتاجات هي :

1- هناك أثر كبير وفاعل للأسواق المالية على النشاط المالي والمصرفي في مجمل الاقتصادات الوطنية للبلدان في العالم ، فظهر بأن للتدفق المالي الدولي لرأس المال وتغييرات مصادر التمويل عالمياً أثر على تطور ونمو هذه الأسواق ، وذلك عن طريق تعزيز الاستثمار والذي يكون الأخير نتيجة حشد هذه الأسواق المالية للمدخرات .

2- عانت الأسواق المالية العربية من مشاكل كثيرة ومن ضمنها غياب الاستقلال الإداري والمالي لبعض من هذه الأسواق ، وكذلك غياب مؤسسات الأيداع المركزي ومؤسسات التسوية المالية ، فضلاً عن صغر نطاق الأسواق المالية العربية .

4- تعاني الأسواق المالية العربية بشكل عام والعراقية بشكل خاص من ضيق نشاطها ، والذي يعود سببه الى انخفاض أعداد الشركات المدرجة فيها ، بما أثر سلباً على حجم التداول فيها ، وكذلك ساهم في محدودية الأدوات المالية المتداولة .

5- أن التداول في سوق العراق للأوراق المالية يقتصر على تداول الأسهم دون السندات ، وهذا الشيء يدل على محدودية الأدوات المالية في سوق الأوراق المالي العراقي .

- 6- أفتقار السوق المالي العراقي الى أنظمة الإفصاح المالي ،أو بعبارة أخرى تكون المعلومات بعيدة عن الواقع في السوق وغير مدققة ،والتقارير المالية بعيدة عن الجودة .
- 7- ومن خلال مقارنة الأهمية النسبية للسوق المالي في العراق والدول العربية والاجنبية ،فإن نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي يصل متوسطها الى مايقارب 3% بينما الأسواق العربية تصل نسبتها الى يقارب 30% والدول المتقدمة الى أكثر من 90% ،لذلك فإن أهمية السوق المالي في الاقتصاد العراقي منخفضة جداً مقارنة مع مثيلاتها العربية والعالمية .

## 2- التوصيات :

- في ضوء النتائج السابقة يمكن أن نلخص اهم التوصيات بالنسبة للأسواق المالية :
- 1- يجب تفعيل دور المنشآت الصناعية والاقتصادية القائمة ،أو إنشاء مشاريع أخرى تكسب ثقة المستثمرين القائمين عليها كي يتم الإقبال على شراء المزيد من أسهمها المطروحة للبيع وتثبيت قدمها في السوق المالي.
  - 2- يجب تنويع الأدوات المالية وعدم أقتصارها على الأسهم ،أي ادخال السندات كصورة من صور التمويل بالدين والتي تعد أداة تمويل طويل الأجل .
  - 3- ادخال إصلاحات جذرية على السوق المالي العراقي ،وذلك من خلال الاقتداء بالنماذج الناجحة للأسواق المالية العالمية والعربية ،مع الأخذ بالأعتبار الواقع والظروف المحيطة بالاقتصاد المحلي والمتمثلة في
- تحقيق الاستقرار الاقتصادي .
- الرفع من سيولة الأدوات المالية .
- 4- يجب وضع تشريعات مالية بعيدة عن الأعتبارات السياسية ،والتي تضمن حق المستثمر المحلي والأجنبي ،وبالتالي تشجع المدخرين على تحول هذه الأذخارات الى استثمارات .
  - 5- توسيع قاعدة سوق العراق للأوراق المالية وذلك بأدخال قطاعات جديدة الى السوق المالي ،وذلك لأن هذا الشيء سوف يساعد على زيادة راس مال السوق المالي وبالتالي زيادة الاستثمارات المحلية .

## المصادر:

### 1- المصادر باللغة العربية :

- 1- أبو عمرو، غربة محمد نجيب ،تقييم تجربة البث للأدراج المزدوج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية ،رسالة ماجستير غير منشورة ،كلية التجارة ،الجامعة الإسلامية ،غزة ،2008.
- 2- أبو موسى، أحمد ، الأسواق المالية والنقدية، دار معتز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005 .
- 3- الجمل، جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن،

- 4- حسين ، ميسون علي ، تحليل واقع العمل في سوق العراق للأوراق المالية مجلة جامعة بابل للعلوم الإنسانية ، المجلد 21، العدد 1، 2013.
- 5- حنفي ، عبد الستار وآخرون ، الأسواق المالية ( أسواق رأس المال - البورصات - البنوك - شركات الاستثمار ) ، الدار الجامعية للنشر ، مصر ، 2006.
- 6- الدسوقي ، أيهاب ، أقتصاديات كفاءة البورصة ، ط 1 ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ، الإسكندرية ، 2000 .
- 7- رضوان ، سمير عبد الحميد ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ، المعهد العالي للفكر الإسلامي ، القاهرة، 1996.
- 8- رمضان و شموط ، زياد ومروان ، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ، القاهرة 2007 .
- 9- الزوري و فرح ، غازي، نافع ، الأسواق المالية ، دار وائل للطباعة والنشر ، عمان ، 2001.
- 10- شندي ، أديب قاسم ، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق الأوراق المالية ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، عدد خاص بمؤتمر كلية بغداد للعلوم الاقتصادية لعام 2013.
- 11- صافي و البكري، وليد وأنس ، الأسواق المالية والدولية ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، 2008
- 12- صالح، مفتاح وآخرون ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، دراسة لواقع سوق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها مجلة الباحث ، العدد 7. بسكرة ، 2010.
- 13- ضياء ، مجيد ، البورصات، أسواق المال وأدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ، مصر ، 2005.
- 14- الطرش ، سميرة ، العلاقة بين السيولة وكفاءة رأس المال ، مجلة جامعة منتوري ، قسنطينة ، العدد 132، 2009.
- 15- متولي، عبد القادر السيد، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، ط 1، دار الفكر ، عمان، 2010.

2- المصادر باللغة الأجنبية :

- 1- Andrew W. Lo, (Harris & Harris Group Professor), **The Adaptive MarketsHypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective**, MITSloan School, 50 Memorial Drive, E52-432, Cambridge, MA 02142 {1347. (617)253{0920 (voice), (617) 258{5727 (fax), alo@mit.edu (email).
- 2- Bossaerts ,Peter & Arneodegaud ,Bernt, **LFCTURES On CARPORATE FINANCE**,2 and,Ed (word scientic,USA,2006).
- 3- Harrison ,Barry And Paton, David,**Transition, The Evolution Of Stock**

**4-Market Efficiency And Entry Into Eu: The Case Of Romania, Springer 2004**

**3- شبكة المعلومات (الانترنت):**

1. جنابة ، أحسان ، دور سوق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية ،مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة محمد خيضر بسكرة فيفري ، 2004. [www.iasj.net/iasj](http://www.iasj.net/iasj)
2. هواية ، أشرف محمد ،تكامل الأسواق المالية العربية ،أفاق وتحديات ، 2009 ، [www.drdawaba](http://www.drdawaba)
3. المنذري، سليمان ، البورصات العربية وهن في مرحلة الثبات .  
[www.islamonline](http://www.islamonline)
4. عتيقة وعاشور ، وصاف وسهام ، مكانة الأسواق المالية في القتصادات العربية وعوامل رفع كفاءتها  
جامعة محمد خيضر - بسكرة . [www.iefpedia.com](http://www.iefpedia.com)