

في هذا الكتاب، يقدم المؤلف، د. موفق خزعل حمد، دراسة تحليلية معمقة عن سوق الأوراق المالية في العراق، مع التركيز على الهيكلية الاقتصادية للاقتصاد العراقي ومتطلبات النمو الاقتصادي. الكتاب يهدف إلى توفير معلومات قيمة للباحثين والطلاب في مجال الاقتصاد والمالية، وكذلك للمهنيين العاملين في القطاع المالي. الكتاب يغطي مجموعة واسعة من الموضوعات، بدءاً من المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية، مروراً بالتحديات التي تواجه السوق، وانتهاءً بالسياسات المقترحة لتعزيز النمو الاقتصادي.

سوق العراق للأوراق المالية بين الاختلالات الهيكلية للاقتصاد العراقي ومتطلبات النمو الاقتصادي

د. موفق خزعل حمد

كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة

المقدمة
في هذا الكتاب، يقدم المؤلف، د. موفق خزعل حمد، دراسة تحليلية معمقة عن سوق الأوراق المالية في العراق، مع التركيز على الهيكلية الاقتصادية للاقتصاد العراقي ومتطلبات النمو الاقتصادي. الكتاب يهدف إلى توفير معلومات قيمة للباحثين والطلاب في مجال الاقتصاد والمالية، وكذلك للمهنيين العاملين في القطاع المالي. الكتاب يغطي مجموعة واسعة من الموضوعات، بدءاً من المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية، مروراً بالتحديات التي تواجه السوق، وانتهاءً بالسياسات المقترحة لتعزيز النمو الاقتصادي.

المقدمة

على الرغم من ان معظم دول العالم تختلف في نهجها لستراتيجيات النمو الاقتصادي، حيث يوجد العديد من الاستراتيجيات الناجحة لتحقيق النمو الاقتصادي، الا ان هذه الدول جميعا تشترك في مقومات رئيسية لهذا النمو يجب ان تسير عليها قاطرة النمو الاقتصادي وهذه المقومات هي التي ادت الى نجاح تجارب النمو الاقتصادي في دول عديدة مثل بريطانيا واليابان وأمريكا وهي نفسها التي ادت الى احداث نمو اقتصادي كبير في كل من الصين والهند في العصر الحديث بغض النظر عن مدى امتلاك هذه الدول لرأس المال بشكل كبير ام لا، وكان اهم هذه المقومات وجود رأس المال، حيث تتطلب عملية تجميع رأس المال لاغراض الاستثمار التضحية بالاستهلاك الحالي لفترة زمنية قد تطول او تقصر حسب الحاجة الى رأس المال. فالدول التي ترغب بتحقيق معدلات نمو سريعة تميل الى الاستثمار المكثف في السلع الرأسمالية الجديدة، وهذا يتطلب جهود كبيرة في ايجاد السبل التي تمكنها من تحقيق هذا الاستثمار.

ولكي تتحقق امكانية توفير رأس المال للاستثمار فانه ينبغي ان يرتفع حجم رأس المال المطلوب للاستثمار بمعدل اسرع من ارتفاع عدد السكان والتوظيف. وهذا يعني ان عملية نمو رأس المال يجب ان تكون احدى السمات الهامة لنمو الاقتصاد ولهذا ظهرت الحاجة الى وجود الاسواق المالية كمؤسسات مالية يمكن ان تساهم بتجميع المدخرات وتجهيتها للاستثمار وتوفير رأس المال اللازم وبالتالي تساعد على احداث النمو الاقتصادي.

مشكلة البحث:

يعاني الاقتصاد العراقي من اختلال متراكم في هيكله القطاعي والذي يعود الى هيمنة القطاع الاستخراجي على المساهمات الرئيسة في الناتج المحلي الاجمالي والتوسع غير المنظم للانشطة غير السلعية وبخاصة الاداره العامه والدفاع، الامر الذي ادى الى قصور الموارد المالية من تغطية الانشطة الاستثمارية والتي بقيت تعاني من عدم توفر رأس المال اللازم لها. ولهذا اصبح وجود مؤسسات مالية غير تقليديه مهما لتوفير هذا المورد وكانت الاسواق المالية هي البديل الافضل لتهيئة مثل هذه الاموال الا ان سوق العراق للأوراق المالية لازال يعاني من عدم قدرته على المساهمه بشكل فعال في النمو الاقتصادي، الامر الذي يدعو الى تطوير

عمل سوق العراق للأوراق المالية. وقد حاولنا في هذا البحث توضيح انعكاس الاختلال الهيكلي على أداء السوق وقدرة هذا السوق من التأثير في النشاط الاقتصادي من خلال تهيئة راس المال لازم للاستثمار.

فرضية البحث:

يؤدي الاختلال الهيكلي في الاقتصاد العراقي وإلى حد بعيد إلى ضعف قدرة وفاعلية سوق العراق للأوراق المالية للتأثير في النمو الاقتصادي وتطوير الاستثمار في القطاعات الاقتصادية كافة.

المبحث الأول العلاقة بين الاستثمار المالي والنمو الاقتصادي

أولاً - الاستثمار المالي كاحد مصادر تكوين راس المال:

لقد تعددت مفاهيم الاستثمار في كتب الاقتصاد من خلال الزاوية التي ننظر إليها لهذا الاستثمار والعلاقة مع الدخل والاستهلاك والادخار. إن المفهوم الواسع للاستثمار هو انفاق مالي في الوقت الحاضر لإضافة الطاقات الإنتاجية إلى الاقتصاد الوطني فضلاً عن تحقيق عوائد مالية في المستقبل، أي أنها الإضافات التي تطرأ على الأصول الإنتاجية أو السلع الرأسمالية لإنتاج راس مال حقيقي.

وبموجب هذا المفهوم فإن قيام الأشخاص أو المؤسسات الاقتصادية بشراء الأسهم والسندات لشركة استثمارية معينة لا يطلق عليها استثمار حقيقي من وجهة نظر علماء الاقتصاد الكلي لأن العملية لا تعدو استبدال أصول مالية بأخرى. ولكن مفهوم الاستثمار تطور ليشمل معنى آخر وهو التخلي عن أموال يمتلكها الفرد لفترة معينة وربطها بأصل من الأصول بهدف الحصول على عوائد مالية في المستقبل وهو ما يطلق عليه بالاستثمار المالي (ساملسون ٢٠٠٦، ص ٥٥١).

وهكذا نجد أن الاستثمار المالي أصبح يمثل أحد مفاهيم الاستثمار المهمة في النشاط الاقتصادي، لا بل أصبح يشكل الجزء الأكبر من هذا النشاط. وأصبحت عملية شراء وبيع الأصول المالية في الأسواق المالية تمثل نسبة مهمة من الناتج القومي الإجمالي، ولهذا فإن

دراسة هذا النوع من الاستثمار باتت مسألة مهمة ينبغي الاهتمام بها، لان حدوث تغيرات كبيرة في هذا النوع من النشاط الاستثماري يعني حدوث تغيرات كبيرة في حجم الناتج القومي. وكانت الازمة المالية التي حصلت عام ٢٠٠٨ شاهد كبير على حجم التاثر الذي يصيب الاقتصاد القومي عند حدوث تغيرات في النشاط الاستثماري المالي. ولو نظرنا الى شكل الاستثمار المالي في السوق المالية نجد ان المستثمرين ينقسمون الى قسمين:

الاول: المستثمرون الذين يقومون بالاستثمار على اساس راسخة، فضلا عن قيامهم بتقييم الاصول المالية وفقا الى قيمتها الذاتية. وهذا النوع من المستثمرين يحققون عوائد مائية بطيئة ولكنها اكثر امانا في تحقيق الثروة.

الثاني: المستثمرون الذين يحاولون التنبؤ بتغيرات السوق ويميلون الى المضاربة على القيمة المستقبلية للاصول المالية بدلا من الانتظار حتى تستقر قيمة هذه الاصول. فعندما تجتاح السوق موجة عارمة من تصاعد الاسعار للاصول المالية فقد ينتج عن ذلك عدد من المضاربات الوهمية نتيجة لاعتقاد المستثمرين بانها سترتفع في المستقبل. وهنا تظهر المشكلة وهي ان هذه المضاربات الوهمية عادة ما تتمخض عن انهيارات كما حصل في الانهيار الذي شهده سوق الاوراق المالية في امريكا عام ١٩٢٩ والتي ادت الى ظهور الفترة المعروفة بحقبة الكساد العظيم. وبما ان الاسعار هي المتغير الرئيسي في سوق المضاربات فان تغيراتها تمثل الموجه للنشاط الاستثماري في السوق المالية.

ثانيا- دور الاسواق المالية في تهيئة راس المال:

ان الحاجة الى رؤوس الاموال كما ورد سابقا دفعت الى ايجاد مؤسسات مالية يكون هدفها تجميع الاموال وتهيئتها للاستثمار، وهذه المؤسسات هي العناصر لتطور اقتصاديات مختلف الدول. وتقوم هذه المؤسسات بالتعامل مع الاصول المالية بهدف تهيئة راس المال لمعظم الشركات الاستثمارية. ويعد سوق الاوراق المالية احدى المؤسسات المالية الذي خلق فرصة مناسبة لتوظيف الاموال وكذلك اعطى فرصة للشركات الاستثمارية والحكومات للاقتراض من خلال طرح الاسهم والسندات، وهذا كان مناسبا لتجميع مدخرات الافراد والمؤسسات المالية واستثمارها في مشاريع اقتصادية. ان بداية عمل الاسواق المالية يكون من خلال قيام الشركات الاستثمارية التي بحاجة الى رؤوس اموال باصدار اوراق مالية وعرضها

على المستثمرين لتمويل مشروعاتهم الجديدة ويعطي هذا فرصة للأفراد والهيئات التي لديها اموال لاستثمار هذه الاموال في السوق المالية سواء منها في سوق الاصدار الاولى او السوق الثانوي (البورصة) او السوق الموازي.

لقد تطور ظهور الاسواق المالية بتطور نماذج النمو الاقتصادي في كل بلد الا انها كانت تشترك جميعها في انها كانت بتطورها تهدف الى توفير السيولة المالية اللازمة للاستثمار من جهة والى تحقيق الارباح وزيادة ثروات المستثمرين من جهة اخرى. فضلا عن فسح المجال للشركات الاستثمارية بتحقيق الارباح وزيادة ثرواتها اي ان زيادة الثروات هو هدف مشترك بالنسبة الى الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي (خلف، ٢٠٠٦، ٩-١٢).

وهكذا نجد ان الاموال التي تحصل عليها الشركات الاستثمارية تستخدم في مجالين هما: اما تمويل راس المال الاساسي المستخدم. واما في تمويل راس المال العامل. ونظرا للاختلاف الاساسي بين اغراض التمويل في الحالتين فان اساليب التمويل تختلف ايضا، اذا يمول راس المال المستثمر للمشروع بادوات تمويل طويل الاجل مثل الاسهم او السندات طويلة الاجل، اما راس المال العامل فانه يمول بادوات قصيرة الاجل كالسندات قصيرة الاجل او القروض قصيرة الاجل.

ورغم ان الفكر الاقتصادي لم يصل الى تحديد الاثر الكبير للاسواق المالية على الاقتصاد القومي الا ان هناك مؤشرات يمكن الاستدلال منها الى دور الاسواق المالية في التأثير في النشاط الاقتصادي ويمكن بالتالي ان تسهم في تحقيق النمو الاقتصادي واهم هذه المؤشرات (عبد النبي، ٢٠٠٩، ٣٤-٣٦).

١. تعد الاسواق المالية مؤسسات مالية تهدف الى تجميع المدخرات وتخصيصها للاستثمار المنتج خاصة في البلدان التي تعاني من ندرة توفر راس المال اللازمة للاستثمار فضلا عن كونها مؤسسات مالية تساهم في مساعد النشاط الاقتصادي عند التحول الى اقتصاد السوق خاصة للبلدان ذات التوجه المخطط سابقا.

٢. لكون معظم الاستثمارات المنتجة تكون ذات اجل طويل فان وجود الاسواق المالية مهم جدا لتوفير السيولة اللازمة لتأمين هذه الاستثمارات خاصة اذا ما علمنا ان هذه الاستثمارات تحتاج الى التزام طويل الاجل بتوفير راس المال. ومن خلال تسهيل الاستثمارات طويلة الاجل تستطيع الاسواق المالية من تعزيز افاق النمو الاقتصادي.

٣. تمارس الاسواق المالية تأثيرها على النمو الاقتصادي من خلال التأثير على القرارات التمويلية للشركات الاستثمارية، فالشركات الاستثمارية خاصة في الدول النامية التي يتوفر لديها اسواق مالية تزيد في بداية الامر من نسبة مديونيتها في تمويل استثماراتها قياسا بحقوق الملكية وعندما تبدأ اسواقها بالتطور تنعكس هذه المؤشرات حيث يصبح تمويل الاستثمارات من بيع حقوق الملكية (الاسهم) يشكل نسبة كبيرة من الاستثمارات ومن ثم تنخفض نسبة الديون الى حقوق الملكية.

ثالثا - مؤشرات السوق المالية وعلاقتها بالحالة الاقتصادية :

ان وجود قطاع مالي متقدم يمكن ان يؤدي الى كفاءة في تخصيص الموارد المالية وزيادة القدرة على حشد الموارد المالية اللازمة لتحويل الاستثمارات في معظم دول العالم. حيث سيؤدي ذلك الى تخلي الدول التي لا تملك راس المال الكافي لتمويل خططها التنموية الى اللجوء الى القروض سواء منها الداخلية او الخارجية. وتواجه معظم البلدان خاصة منها النامية اثناء فترات التحول والاصلاح الاقتصادي بضعف نظمها المالية واسواق المال لديها. الامر الذي يتطلب تطوير اركان النظام المالي لكي تسهم في توفير رؤوس الاموال اللازمة للاستثمار. ان تطوير اركان النظام المالي يتطلب هو الاخر تدخل حكومي فاعل لازالة كل المحددات التي تعرقل نمو القطاع المالي وتحويل هيكله (الحسيني، ٢٠٠٤، ١٣٧-١٣٩). ويمكن ان ندرج اهم اركان النظام المالي وكالاتي:

١. الاهداف التي تتمثل بتجميع المدخرات وتوجيهها الى المجالات الاستثمارية بكفاءة اي تخصيص الموارد المالية المتوفرة بكفاءة.
٢. وجود الاسواق المالية وهي اداة النظام المالي في تحقيق اهدافه وتنقسم هذه الاسواق الى اسواق النقد وراس المال الذي يتضمن سوق الاوراق المالية.
٣. وجود جهاز مصرفي كفوء يستطيع تحقيق اهداف النظام المالي فضلا عن توفير شركات التأمين.
٤. توفر انواع عديدة من الادوات المالية العاملة في الاسواق المالية والتي من خلالها يمكن نقل رؤوس الاموال من وحدات الفائض الى وحدات العجز المالي.

٥. وجود القوانين التي تنظم الية عمل المؤسسات المالية بما فيها قوانين الاستثمار والتي لا تتعارض مع اعطاء دور مهم في السوق المالية في تهيئة رؤوس الاموال.

٦. وجود اطار مؤسسي للأسواق المالية يهيئ البيئة الملائمة للاستثمار في الأسواق المالية. وللوقوف على مدى الترابط بين مؤشرات السوق والحالة الاقتصادية سينتظر الى المؤشرات المعتمدة في قياس تطور تنمية الأسواق المالية وعلاقة تطور هذه المؤشرات مع تطور النمو الاقتصادي حيث ان قياس مستوى النمو للأسواق المالية تعتمد والى حد بعيد على اعتماد هذه المؤشرات التي يكمل احدها الاخر، اذ لا يمكن الاعتماد على مؤشر واحد لقياس درجة النمو لاي سوق مالية، لان قياس درجة نمو السوق المالي يتطلب النظر اليها من عدة ابعاد:

أ. درجة التقدم في تطبيق القواعد القانونية والادارية خاصة ما يتعلق منها بالافصاح المالي وتدفق المعلومات.

ب. كفاءة السوق في تسعير الخطر اي تسعير الاصول المالية والمحافظة على استقرار العوائد المالية لها.

كما ان بعض مؤشرات قياس درجة التطور للأسواق المالية تعاني من بعض اوجه القصور الاحصائي مما يتطلب دمج اكثر من مؤشر لمعرفة التطور الحقيقي للسوق المالي، لابل يرى بعض المحللين الماليين ضرورة دمج هذه المؤشرات كافة بمؤشرات فرعية تعطي امكانية تغطية مظاهر الاختلاف في مفهوم تنمية سوق الأوراق المالية.

ولقياس درجة وتطور وتنمية سوق الأوراق المالية وعلاقة هذا التطور فان هناك عدة مؤشرات يمكن ادراجها بالاتي (اندر اوس، ٢٠٠٨، ٢٠٩-٢٢٠):

١. مؤشرات حجم السوق:

ويمكن ان نلاحظ مؤشرين رئيسيين ضمن هذا المفهوم هما:

أ- نسبة راس المال السوقي: وتمثل هذه النسبة قيمة الأوراق المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الاجمالي. ومن الناحية الاقتصادية يعكس هذا المؤشر قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة راس المال اللازم للاستثمار اي قدرته على تعبئة المدخرات وتوجيهها الى المجالات الاستثمارية الجديدة. ان استخدام هذا المؤشر لوحده لا يعطي دلالة واضحة عن تطور السوق المالية حيث يتطلب الامر معرفة نشاط

السوق اي قدرته على المساهمة في النشاط الاستثماري، فقد تكون نسبة راس المال السوقي مرتفعة الا ان حجم التعاملات يكون قليل فهناك بلدان تميزت بمقدار مرتفع لنسبة راس المال السوقي يتجاوز (١٠٠%) من الناتج المحلي مثل جنوب افريقيا في بداية التسعينات في حين نجد ان هذه النسبة قد انخفضت في دول مثل تركيا حيث بلغت (٨%).

ب- عدد الشركات المدرجة: ويمثل هذا المؤشر قدرة السوق المالية على استيعاب شركات جديدة لان زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق يؤدي الى ارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني حيث سينعكس ذلك على تطور الاقتصاد الوطني. ويجب ان يتوافق هذا المؤشر مع مؤشر نسبة راس المال السوقي ليعطي دلالة على تطور السوق المالية اذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيرة ولكن اجمالي القيمة السوقية لاسهم تلك الشركات قليلا. فضلا عن ان استخدام هذا المؤشر للمقارنة في حالة وجود اختلافات هيكلية في بنية الاقتصاد الوطني قد لايعطي دليل عن تطور السوق المالية خاصة اذا كانت الفروقات نسبية. فقد لا يكون الاختلاف بين استراليا حيث يتكون سوقها المالي من ١١٨٤ شركة عام ١٩٩٣ وكندا الذي يبلغ عدد الشركات المدرجة في سوقها ١١١٨ شركة خلال نفس الفترة كبيرا بحيث يمكن استخدامه في تفسير اي من هاتين الدولتين اكثر تطورا في مجال الاسواق المالية. ولكن هذه المقارنة تكون صحيحة مع دولة مثل فلندا حيث يبلغ عدد الشركات المدرجة في سوقها المالي ٧٠ شركة خلال نفس الفترة، حيث نستطيع هنا ان نقول ان هذا السوق محدود مقارنة مع استراليا.

٢. مؤشر سيولة السوق:

ان السيولة في الاسواق المالية تعني قدرة المستثمرين على بيع وشراء الاوراق المالية بسهولة ويسر وبالتالي فان الاستثمار المالي سيكون اقل خطورة فضلا عن انها ستسهل الاستثمار طويل الاجل. ويعد هذا المؤشر مهما في جذب المستثمرين، كما ان ارتفاع السيولة سيؤدي الى زيادة فرص الشركات الاستثمارية المدرجة في السوق في الحصول على احتياجاتها الى راس المال لتوسيع نشاطاتها الاستثمارية. ان سيولة السوق المالية تزداد عند توفر شروط اهمها:

أ- عمق السوق، اي وجود اوامر تداول للاوراق المالية في السوق بشكل دائم.

ب- اتساع السوق، اي وجود طلبات بيع وشراء للأوراق المالية بشكل مستمر حيث يستطيع المستثمر بيع وشراء ما يحتاجه.

ج- سرعة الاستجابة، اي قدرة السوق على مواجهة الطلب المتزايد على الأوراق المالية وكذلك من العرض الزائد لتلك الأوراق.

ولقياس سيولة سوق الأوراق المالية هناك مؤشرات هي:

أ- نسبة التداول: وتشير هذه النسبة الى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد القومي حيث تمثل نسبة قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق الى حجم الناتج المحلي الاجمالي. وهي بذلك تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني. فعلى سبيل المثال بلغت نسبة التداول الى اكثر من (٦٢%) في امريكا خلال الفترة (١٩٨٦-١٩٩٣) الامر الذي يعكس ارتفاع مستوى السيولة، في حين بلغت حوالى (٣%) في باكستان خلال نفس الفترة ويعكس ذلك تدني مستوى السيولة.

ب- معدل الدوران: ويشير هذا المؤشر الى نسبة الأوراق المالية المتداولة الى قيمة رأس المال السوقي. فكلما ازداد معدل الدوران يعني ذلك ارتفاع سيولة السوق. وقد يتعاكس هذا المؤشر مع مؤشر نسبة التداول في توضيح درجة سيولة السوق. حيث نجد سوق مالية صغيرة تتميز بارتفاع درجة السيولة اي ارتفاع معدل الدوران لكنها تتميز بانخفاض نسبة التداول. فعلى سبيل المثال نجد ان السوق المالية في البرازيل تتميز بارتفاع معدل الدوران ولكنها تعاني من انخفاض في نسبة التداول. ويعود سبب ذلك الى ان نسبة التداول تقيس حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد في حين ان معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق.

٣. مؤشرات تركيز السوق:

ويوضح هذا المؤشر قدرة سوق الأوراق المالية على تهيئة البيئة الملائمة لتوزيع الطلب على الأوراق المالية التي تصدرها الشركات الاستثمارية بشكل متناسق اي عدم تركزها على عدد محدود من الاسهم التي تصدرها عدد محدود من الشركات الاستثمارية. وكلما انخفضت درجة التركيز ازدادت كفاءة السوق المالية وبالتالي ازداد تأثيرها في النشاط الاقتصادي للاقتصاد القومي. ويمكن ان نحدد درجة التركيز من خلال تحديد نصيب اكبر عشر

شركات استثمارية من راس المال السوقي. فعلى سبيل المثال نجد ان درجة التركيز في اسواق المال في امريكا واليابان تقل عن (٢٠%) في فترة التسعينات في حين ترتفع هذه النسبة في دول مثل الأرجنتين حيث وصلت الى اكثر من (٦٠%) لنفس الفترة.

٤. مؤشر اندماج السوق وتسعير الاصول:

في عولمة الاسواق المالية فان مؤشر اندماج سوق مالي معين بالاسواق الدولية اصبح مهماً، فمؤس الاموال اصبحت تتدفق عبر الحدود بشكل يضمن ان تسعير الخطر الذي يتلقاه المستثمرون نتيجة لتحملهم الخطر اصبح يتساوى بين الدول. وعلى العكس من ذلك فان انفصال الاسواق المحلية عبر ايجاد عوائق لحركة راس المال تجعل علامات الخطر تتباين بين البلدان وحسب القيود المفروضة على تدفق راس المال.

والفرق هنا بين سوقي الاصول المقيدة وغير المقيدة يمثل مقياس مباشر لتأثير تلك القيود على راس المال الاجنبي ومن ثم درجة اندماج السوق المحلية بالسوق الدولية. وتختلف اليات تقييد تحركات راس المال الاجنبي من بلد الى اخر، فهناك من الدول التي تفرض قيود على كل انواع الاستثمار سواء المباشر او غير المباشر ولهذا فسوف لن يتوافر لها اصول مالية غير مقيدة للمقارنة بها. وهناك من الدول التي لا يوجد لها اية قيود على حركة راس المال الاجنبي وبالتالي فليس لها معاملات مقيدة وبفس الاتجاه فانه لا يمكن اجراء المقارنة.

ورغم صعوبة هاتين الحالتين المتناقضتين في معرفة المقارنة بين الاصول المقيدة وغير المقيدة وبالتالي معرفة اندماج السوق المالي الا ان محاولات عديدة ظهرت لقياس مؤشر درجة اندماج السوق المالية من خلال استخدام نموذج تسعير المراجعة الدولية المتعددة ويقوم هذا المقياس على تسعير المخاطر العامة المنظمة التي تواجه الاستثمار في جميع الاصول المالية بالسوق الماليه بينما لا تسعر المخاطر غير المنظمة التي يستطيع المستثمر معالجتها او التخلص منها بالتنوع (Robert, 1996, 267).

٥. مؤشرات التنمية المؤسسية:

بالنظر لكون مؤشرات التنمية المؤسسية تتسم بالطابع الكيفي وهي بذلك تواجه صعوبة في إمكانية قياسها إلا أن هذه الصعوبة لم تمنع من محاولة إيجاد مؤشرات مؤسسية يمكن الاعتماد عليها في قياس درجة تطور السوق المالية ومن أهم هذه المؤشرات (Asli، 1996، 298-294):

- أ. مؤشر نشر المعلومات المالية المتعلقة بالأرباح والأسعار من قبل الشركات المدرجة في السوق.
- ب. مؤشر مستوى تطبيق المعايير المحاسبية.
- ت. مؤشر نوعية وجودة قوانين حماية المستثمر وفقاً للمعايير الدولية التي جاءت بها مؤسسة التمويل الدولية.
- ث. مؤشر وجود لجنة للبورصة أو هيئة للأوراق المالية.
- ج. مؤشر وجود القيود على إعادة تحويل التوزيعات والأرباح للمستثمرين الأجانب.
- ح. مؤشر القيود على تحويل أصل رأس المال المستثمر من طرف المستثمرين للخارج.
- خ. مؤشر إمكانية مشاركة الأجانب في الاستثمارات الداخلية.

رابعاً- استراتيجيات الاستثمار المالي:

إن القرار الاستثماري المالي لا يختلف عن القرار الاستثماري الحقيقي في أنه اختيار البديل الأفضل بين البدائل المتاحة للاستثمار، وفي هذا المجال فإن على المستثمر في المجال المالي أن يقوم بتحليل الاستثمارات المتاحة له في السوق المالية بما يتلائم وهدف هذا المستثمر.

إن تحليل الاستثمارات المالية يهدف إلى المساعدة على اختيار الاستثمار الملائم حيث تتوفر ميول المستثمرين. ويقوم القرار الاستثماري الناجح على ثلاث مقومات أساسية هي (رمضان، ٢٠٠٧، ص ٢٧-٢٩):

١. تبني استراتيجية ملائمة للاستثمار.
٢. مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطر.
٣. اعتماد الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار.

وفضلاً عن المقومات أعلاه فإن المستثمر المالي يعتمد على مجموعة من العوامل التي يقوم بتحليلها من خلال اعتماده على استراتيجية معينة للاستثمار، وتؤدي هذه العوامل على تحديد نوع الاستراتيجية التي سيعتمدها المستثمر. حيث تختلف بحسب اختلاف الأولويات الاستثمارية وتتمثل أولويات المستثمر بما يعرف بمنحنى التفضيل الاستثماري والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق تفضيله للعناصر التالية:

١. الربحية أي العائد المتوقع من الاستثمار.
 ٢. الأمان أي درجة المخاطرة التي تتصف بها الاستراتيجية.
 ٣. السيولة من حيث توفرها في السوق الأفضل أي قابلية الأوراق المالية للتسويق أو في توفرها للحصول على الأوراق المالية.
- وفي ضوء العناصر أعلاه فإن المستثمرين ينقسمون إلى ثلاث أنماط تشكل استراتيجيات الاستثمار المالي وهي (مطر، ٢٠٠٦، ص ١٩):

١. استراتيجية الاستثمار المتحفّظ: وهي الاستراتيجية التي تعتمد على عنصر الأمان في الاستثمار في الاداة المالية وينعكس بالتالي هذا العنصر على قرارات المستثمر حيث يكون حساساً تجاه عنصر المخاطر.

٢. استراتيجية المضاربة: وهي الاستراتيجية التي تعتمد على تحقق عنصر الربحية في الاستثمار المالي ولا تعطى أهمية لعنصر المخاطرة، والمستثمر بموجب هذه الاستراتيجية يكون على استعداد تام للدخول في مجالات استثمارية خطيرة تكون عوائدها المالية مرتفعة وعادة يلجأ المستثمرون إلى هذه الاستراتيجية عندما تكون لديهم محافظ استثمارية متنوعة وكبيرة حيث يخصصون جزءاً من أموالهم للاستثمار في مثل هذه الأوراق المالية ذات الفوائد العالية والمخاطر الكبيرة لمعادلة الأنواع الأخرى من الأوراق المالية ذات العوائد الواطئة والمخاطر القليلة.

٣. استراتيجية الاستثمار المتوازن: وهي الاستراتيجية التي تعتمد على تحقق عنصرَي العائد والمخاطرة بشكل متوازن أي أنها تستثمر في الأوراق المالية ذات الخطورة المتوسطة أي في الحدود المعقولة وتراعي تنويع الاستثمارات بشكل يعظم العائد ويخفض درجة المخاطرة ويندرج في ظل هذه الاستراتيجية نسبة كبيرة من المستثمرين (جابر، ١٩٨٩، ٦٥-٦٦).

المبحث الثاني الاضلال البنائي في الاقتصاد العراقي واثره في اداء سوق العراق للاوراق المالية

اولا- مؤشرات الاقتصاد العراقي في مرحلة ما قبل نشوء سوق العراق للاوراق المالية :

لقد عمل القطاع العام في الاقتصاد العراقي في فترة التسعينات من القرن الماضي وبداية الالفية الجديدة على تحقيق اهداف اقتصادية واجتماعية وسياسية. وفرضت عليه الحكومه سياسات لتحقيق تلك الاهداف تتعلق بالمتغيرات الاقتصادية المتمثلة بسياسات التشغيل وسياسات الاسعار والسياسه التجاريه سواء الداخليه منها او الخارجي. وبقيت المشاريع الاقتصاديه في القطاع العام تعمل على توفير السلع بجميع انواعها وخاصه الغذائيه منها باسعار مدعومه بعيدا عن متطلبات تحقيق الربح. ان هذه الآليه للتصرف بالموارد الاقتصاديه قد فرضتها الظروف التي عانى منها الاقتصاد العراقي حيث شهد متغيرين مهمين انعكسا بشكل مباشر على المساهمات القطاعيه في الناتج المحلي الاجمالي، وهذين المتغيرين هما توقف ايرادات النفط بعد فرض الحصار الاقتصادي على العراق عام ١٩٩٠ والآخر هو اندلاع حرب الخليج عام ١٩٩١ وما نجم عن ذلك من تحول في السياسه الاقتصاديه. ولهذا اتجهت هذه السياسه الى تخصيص الموارد الاقتصاديه المتاحة نحو القطاعات الاقتصاديه التي لها علاقه بادامه توفير مفردات البطاقه التموينيه على حساب الاهمال النسبي للقطاعات الانتاجيه السلعيه وبشكل خاص الصناعه التحوليه. الا ان ما يميز هذه المرحله هو عوده الاهتمام بالقطاع الزراعي بسبب ندرة النقد الاجنبي وصعوبة الاستيراد، ويظهر ذلك واضحا من خلال التغير الذي حصل في المساهمات النسبيه لهذا القطاع في الناتج المحلي الاجمالي. وبشكل عام يمكن ان نلخص اهم الاتجاهات في المساهمات القطاعيه للاقتصاد العراقي في هذه المرحله بالاتي:

١. حصل انخفاض كبير في مساهمة القطاع الاستخراجي بسبب توقف الصادرات النفطية واقتصارها على الانتاج لاغراض الاستهلاك المحلي وما سمح به برنامج النفط مقابل الغذاء، حيث انخفضت من (٤٢,٦%) في فترة الثمانينات الى (٢٠%) في فترة النصف الاول من التسعينات لكنها ارتفعت في النصف الثاني من التسعينات بعد تطبيق برنامج النفط مقابل الغذاء لتصل الى (٨٠%).

٢. حصل ارتفاع واضح في مساهمة القطاع الزراعي حيث ارتفعت من (٥١ %) في فترة الثمانينات إلى (٨٩ %) في فترة التسعينات.

٣. شهدت القطاعات غير السلعية تطورا ملحوظا وخاصة نشاط تجارة الجملة والمفرد حيث وصلت مساهمته الى (٦٢ %) في نهاية التسعينات.

٤. حصل انخفاض كبير في مساهمة الصناعة التحويلية حيث انخفضت من (٥١ %) في فترة الثمانينات الى (٩ %) في فترة التسعينات.

وقد انعكس هذا الاختلال على الاختلال في علاقه بين الانتاج والاستهلاك ومن ثم علاقه بين العرض والطلب وانعكس هذا على مستويات الاسعار بالتضخم المفتوح حيث بدأت الاسعار بالارتفاع بشكل متواصل.

وقد ساعد على ظهور وتنامي هذا الاختلال، ما حصل من اختلال في السياسه النقديه والماليه والتي كان ابرز مؤشراتنا الاتي:

١. اعتمدت السياسه النقديه الربط بين التوسع النقدي وتمويل عجز الموازنه للدوله. حيث ارتفعت مبالغ حوالات الخزينه من (٤٦) مليار دينار عام ١٩٩٠ الى (٥٥٠٠) مليار دينار عام ٢٠٠٣.

٢. ارتفع عرض النقد بمفهومه الضيق من (٢٤٥) مليار دينار عام ١٩٩٠ الى (٥٨٠٠) مليار دينار عام ٢٠٠٣، لينسجم مع الزياده الحاصله في الدين العام المحلي.

٣. ارتفاع سعر الصرف للدينار العراقي في السوق الموازيه مقابل الدولار من (٤) دينار للدولار عام ١٩٩٠ الى (١٩٣٦) دينار للدولار عام ٢٠٠٣.

٤. ارتفاع مؤشر التضخم المتمثل باسعار المستهلك من (٣٦) عام ١٩٩٠ الى (٧٠٠٠) عام ٢٠٠٣ (سنة ١٩٩٣ سنة اساس).

٥. ارتفعت نفقات الموازنه العامه من (٧) مليار دينار عام ١٩٩٠ الى (٢٠٠٠) مليار عام ٢٠٠٣.

٦. انخفاض نصيب الفرد من الدخل القومي من (٥٠٠٠) دولار في الثمانينات الى (٨٠٠) دولار عام ٢٠٠٣، مع وجود مديونيته خارجيه (١٣٠) مليار دولار.

ثانياً - بيئة الاقتصاد العراقي بعد نشأة سوق العراق للأوراق المالية :

مع تغير الظروف السياسية والاقتصادية المحلية منها والدولية التي احاطت بالاقتصاد العراقي بعد عام ٢٠٠٣، فقد بدأت بوادر تغيرات اقتصادية تظهر، حيث بدأت تظهر بشكل واضح الطروحات الاقتصادية عن اقتصاد السوق والحرية الاقتصادية وضرورة رفع القيود عن النشاط الاقتصادي وخلق الضمانات القانونية للقطاع الخاص المحلي والاجنبي ومنح الاعفاءات الضريبية لابل الغاءها وخاصة تلك المتعلقة بحركة رؤوس الاموال الاجنبية.

ولان التطبيق العملي لهذه الترتيبات اصطدم بقصور التشريع العراقي في مجال الاستثمار الاجنبي من جهة وفي مجال انتقال رؤوس الاموال الاجنبية من جهة اخرى، فقد اصبحت الحالة تستدعي اصدار تشريعات قانونية تنظم حركة النشاط الاقتصادي.

ولغرض اعادة ترتيب دور القطاع الخاص المحلي والاجنبي في العراق فقد صدر القانون رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٦ الذي نظم الية الاستثمار الاجنبي في العراق. ورغم صدور هذه التشريعات وما تلاها من تشريعات اخرى فان الاقتصاد العراقي ظل يراوح في مكانه بسبب سوء ادارته ونفسي الفساد الاداري حيث بقي يعمل في ظل سياسته الاقتصادية تقوم على:

١. اعفاء استيرادات القطاع العام من الضرائب فضلاً عن تدني مستويات اسعار الضرائب المفروضة على القطاع الخاص.

٢. ابقاء الدعم المادي لقطاعات اقتصادية كبيره فضلاً عن الدعم الموجه نحو سلع البطاقة التموينية لكي تبقى اسعارها عند مستوى ذوي الدخل المحدود.

٣. الابقاء على سياسة التعيين رغم ترهل الجهاز الاداري الحكومي مما خلق بطاله مقتعه تضيف اعباء مالية على الموازنه العامه والتي تعاني من عجز دائم.

ورغم ان الاقتصاد العراقي قد شهد تدفق نقدي اجنبي بعد عام ٢٠٠٣ سواء على شكل قروض او منح دولية او استثمار اجنبي الا ان تلك الاموال لم تستخدم في مشاريع انتاجيه تضاف الى الطاقات الانتاجيه في الاقتصاد العراقي.

ولغرض رفع الاعباء المالية المتوارثة على الموازنة العامة فقد بادرت الحكومة الى تطبيق بعض السياسات الاقتصادية الاصلاحية ومنها رفع الدعم عن الوقود بكافة انواعه وكذلك تخفيف الدعم عن المنتجات الزراعية ومحاولة تعديل اسعارها مع الاسعار الدولية فضلاً عن رفع الدعم عن مدخلات الانتاج في القطاع الزراعي.

ونتيجة لعدم قدرة الاقتصاد العراقي من الاستمرار في السياسة الاقتصادية الاصلاحية مع وجود الدين الخارجي فقد بادرت الحكومة الى عقد اتفاق مع صندوق النقد الدولي ومع دول نادي باريس لتخفيف الدين العراقي الاجنبي والغاء قسم كبير منه حيث وصلت نسبة الالغاء الى اكثر من (٨٠ %).

ورغم هذه التوجهات الاصلاحية الا ان المتتبع للوضع الاقتصادي في العراق يجد تباطؤ كبير للحكومة العراقية بتنفيذ تعهداتها خاصة في مجال الاستثمار. وقد اسهم في ذلك تدهور اسعار النفط وانخفاض الطاقة الانتاجية والتصديرية للنفط في العراق.

ولاجل النهوض باجراءات التحول نحو اقتصاد السوق الذي حاولت ان تتجهه الحكومة بعد عام ٢٠٠٣ فانه ينبغي على الحكومة ان تعالج الاختلالات المالية والنقدية المتمثلة في عجز الموازنة العامة وارتفاع معدلات التضخم وتعدد اسعار الصرف وذلك بهدف خلق بيئة اقتصادية جاذبة الى الاستثمار. ولهذا حاولت الحكومة خلال الفترة بعد عام ٢٠٠٥ ان تنتهج سياسة اصلاح مالية الدولة باعتبارها ركيزة اساسية في برنامج الاصلاح الاقتصادي حيث بدأت الحكومة باتخاذ اجراءات اقتصادية في اتجاهين:

الاول: تخفيف الانفاق الحكومي من خلال اتباع سياسة تهدف الى تقييد التوظيف في الجهاز الاداري الحكومي وافساح المجال للقطاع الخاص لدخول الاستثمارات الكبيرة واقتصار الاستثمار الحكومي على المشاريع الضرورية التي لا يستطيع القطاع الخاص دخولها. والغاء الدعم الحكومي على بعض السلع والخدمات حيث تم تحرير اسعار الوقود ضمن هذه الاجراءات.

الثاني: زيادة الايرادات العامة، وحيث ان الاقتصاد العراقي يعتبر اقتصاد ريعي أي يعتمد على إيرادات النفط فان الحكومة توجهت الى زيادة الاستثمار الاجنبي في هذا القطاع لاعمار البنية التحتية لهذا القطاع ليتسنى زيادة الطاقة الانتاجية والتصديرية له.

كما اتجهت الحكومة الى زيادة حصيلة الضرائب واعادة العمل بالهكيل الضريبي في العراق وتعديل مستويات الاسعار الضريبية حيث تم رفع الحد الاعلى للسعر الضريبي الى (٣٥ %) على كثير من السلع المستوردة.

ان تنفيذ التوجهات اعلاه قد ينفع الحكومة الى التحكم بهيكل تمويل عجز الموازنة وتقليل الاعتماد على تمويل العجز باستخدام مصادر التمويل المصرفية والاعتماد بدلا عنها

على مصادر التمويل الحقيقي. الا ان هذه الاجراءات لم تؤدي الى اصلاح الاختلال الهيكلي في الاقتصاد العراقي ويظهر ذلك واضحا من خلال تحليل مؤشر مساهمة الانتاج في النشاطات الاقتصادية في الناتج المحلي الاجمالي للفترة من ٢٠٠٥ - ٢٠٠٩ وكما يأتي:

١. حصل انخفاض واضح في مساهمة الأنشطة السلعية، حيث انخفضت مساهمة القطاع الاستخراجي الى (٥,٢%) خلال هذه الفترة وانخفضت مساهمة القطاع الزراعي من (٧,٩%) في نهاية التسعينيات الى (٥,٦%) خلال هذه الفترة.

٢. شهدت مساهمة قطاع الصناعة التحويلية بعض التحسن حيث ارتفعت مساهمة هذا القطاع من (٠,٩%) في التسعينيات الى (١,٨%) خلال الفترة اعلاه. ورغم هذا التحسن الا ان هذا القطاع لا زال متخلف قياسا بالبلدان النامية الاخرى.

٣. ارتفعت مساهمات القطاعات غير السلعية بشكل كبير الى حوالي (٤٠%) خلال هذه الفترة على حساب القطاعات السلعية وخاصة القطاع الزراعي والصناعي وهما قطاعين على درجة كبيرة من الاهمية في منظور التنمية طويلة الاجل، وهذا يعني ان القطاع الزراعي قد ادى الى تحديد مسار التوسع التنموي في قطاعات الاقتصاد الاخرى وخاصة قطاع الصناعة التحويلية الذي لم ينمو الا بمعدل ضئيل جدا الامر الذي ادى الى عدم قدرة هذين القطاعين من تصحيح الاختلالات الهيكلية وتنويع الانتاج في الاقتصاد العراقي.

ثالثا- البيئة المالية لعمل سوق العراق للأوراق المالية:

ان تحقيق تزايد في معدلات النمو الاقتصادي لابد ان يضمن تزامن كفاءة تخصيص الموارد الانتاجية مع تحقيق تزايد في معدلات الاستثمار. ولان هذا الارتفاع في الاستثمار يحتاج الى موارد مالية ضخمة فان ذلك يتطلب تهيئة مصادر تمويل مستديمة لتهيئة هذه الموارد.

ان الاقتصاد العراقي يعتمد كما ذكرنا سابقا بشكل اساسي على إيرادات النفط لتغطية الحاجة الى موارد مالية للاستثمار. وقد بقي النشاط الاستثماري في العراق للفترة بعد عام (٢٠٠٣) يعاني من تدني في نسبة الموارد المالية المخصصة للاستثمار في الموازنة العامة حيث لم تتجاوز خلال الفترة من عام (٢٠٠٤) الى عام (٢٠٠٩) نسبة (٢٥%) من اجمالي مبالغ الموازنة العامة، فضلا عن عجز المدخرات المحلية من تغطية حجم الاستثمارات

المطلوبة بسبب قصور النظام المالي. ولهذا ظهرت الحاجة الى ايجاد بدائل للتمويل تستطيع سد هذا العجز واعادة هيكلة النظام المالي في الاقتصاد العراقي بحيث ينتقل من مرحلة الاعتماد على الجهاز المصرفي الى مرحلة يشارك فيها سوق العراق للأوراق المالية بفاعلية في حشد وتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو النشاط الاستثماري وهو الهدف الرئيسي من انشاء الاسواق المالية. حيث صدر قانون سوق الأوراق المالية رقم (٧٤) لسنة (٢٠٠٤)، والذي شكل اساس وجوهر البنية التشريعية للسوق. وفي ظل هذا القانون تشكلت مؤسسات السوق التنفيذية والرقابية، كما تم تنظيم آلية التعامل بين السوق والمؤسسات المالية ذات العلاقة. ولغرض تهيئة البيئة المالية لهذا السوق فقد اقدمت الحكومة على اتخاذ اجراءات عديدة تضمنت التحرير المالي لازالة كافة العوائق امام الاستثمار في هذا السوق واهم هذه الاجراءات:

١. تحرير اسعار الفائدة على الودائع وعلى الاقراض بربط اسعار الفائدة مع معدلات الفائدة على اذونات الخزائن وبذلك اصبحت اذونات الخزانة بمثابة وسيلة لتحديد اسعار الفائدة حيث استطاع البنك المركزي من تخفيض الفوائد على الاداء والائتمان المصرفي الى اقل من (١٠%). واستطاع البنك المركزي العراقي ايضا من خلال استخدام سياسة نقدية هادفة الى تخفيض اسعار الفائدة من خلال تخفيض سعر فائدة البنك الى (١٥ %) عام ٢٠٠٩ ثم الى (١٠%) عام ٢٠١٠، وقد ساهم هذا في خفض معدلات التضخم أي تخفيض معدلات الزيادة السنوية في الاسعار.

٢. الزام المصارف التجارية الخاصة بمعايير الملاء المالية وفقا لقواعد لجنة بازل حيث اكد البنك المركزي العراقي على كافة المصارف التجارية لتطبيق هذه القواعد لضمان حقوق المودعين فضلا عن تاكيد على رفع راس المال للمصارف التجارية الخاصة الى (١٠٠) مليار دينار كحد ادنى لضمان قدرة المصرف على منح التسهيلات المصرفية.

٣. تم السماح للبنوك الاجنبية بالاستثمار في القطاع المصرفي من خلال المشاركة مع المصارف التجارية العراقية والغيت كافة القيود المتعلقة بتحويل ارباح هذه الاستثمارات. ٤. تم رفع معظم قيود الكمية والنوعية على الواردات السلعية كما تم تخفيض القيود الكمركية بحيث اصبح الحد الاعلى للضرائب الكمركية المفروضة على الاستيرادات حوالي (٣٥%).

٥. الاستمرار في اجراءات تحرير اسعار الصرف للنقد الاجنبي حيث اصبح من حق الافراد والمؤسسات بالاحتفاظ بعوائد معاملاتهم من النقد الاجنبي كما سمح لهم بتحويل العملة الاجنبية الى الخارج من خلال مزاد البنك المركزي العراقي او من خلال المصارف التجارية العراقية المعتمدة.

٦. استخدم البنك المركزي ادوات السياسة النقدية غير المباشرة للتأثير على عمل الجهاز المصرفي من جهة واستقرار الطلب الكلي والمستوى العام للأسعار من جهة اخرى ومن هذه الاجراءات التي اتخذها:

أ. مزاد العملة الاجنبية، حيث اتبع البنك المركزي العراقي هذا الاسلوب منذ ٢٠٠٣/١٠/١٤ بهدف ضبط مناسيب السيولة وتوحيد اسعار الصرف واستقرار الطلب على الدولار وخفض التضخم. حيث تمكن البنك المركزي العراقي من زيادة صرف الدينار العراقي امام الدولار من (١٩٣٦) دينار للدولار عام ٢٠٠٣ الى (١١٧٠) دينار للدولار عام ٢٠٠٩.

ب. منح تسهيلات الاقراض للمصارف التجارية الخاصة حيث بدا العمل بها منذ شهر اب ٢٠٠٤ كمصدر دعم للمصارف غير القادرة على تدبير التمويل على ان يكون موقفها سليم من وجهة نظر البنك المركزي العراقي وبسعر فائدة مساوي الى سعر السياسة النقدية او يزيد قليلا عنها.

ت. قبول البنك المركزي العراقي لودائع المصارف التجارية الخاصة للدينار العراقي وبالدولار وبهدف امتصاص العرض الفائض من السيولة واستثماره لديه وباسعار فائدة مناسبة تصل الى (١٧%).

ث. التأثير على مضاعف الائتمان من خلال مزادات حوالات الخزينة قصيرة الاجل لتمويل العجز المؤقت للموازنة العامة للدولة حيث تم تطبيقها من بداية تموز ٢٠٠٤ ويهدف البنك المركزي العراق من خلال ذلك الى السيطرة على السيولة العامة.

وكان الهدف من اجراءات التحرير المالي اعلاه هو زيادة اندماج سوق العراق للأوراق المالية بالنشاط الاقتصادي وتزايد اهميته في القطاع المالي في مواجهة الجهاز المصرفي كونه مؤسسة مالية لها دور في تجميع الفوائض المالية وتوجيهها نحو الاستثمار.

رابعاً- الادوات المالية العاملة في السوق:

بالنظر لحدثة انشاء سوق العراق للأوراق المالية حيث انشئ عام ٢٠٠٤ فإنه يتصف بمحدودية الأوراق المالية محل التداول حيث يفتقد السوق العديد من الأوراق المالية المهمة كالاسهم الممتازة والمشتقات المالية. واستناد الى قانون سوق الأوراق المالية الذي حدد نشأة السوق فإن الأوراق المالية المسموح بتداولها هي:

١. الاسهم العادية: تمثل الاسهم العادية اكثر الادوات المالية تداولاً في سوق العراق للأوراق المالية وقد كان تداول الاسهم اسماً أي باسم الشخص مالکها وليس حاملها ولكن صدر تشريع جديد باصدار الاسهم وتداولها باسم حاملها على ان لا يكون لحاملي الاسهم حق التصويت في اجتماعات الهيئة العامة.

٢. السندات: وهي الاداة الرئيسية الثانية في السوق المالية حيث حاولت الحكومة تشجيع التعامل بالسندات في السوق المالية من خلال طرح سندات الخزينة. الا ان تداول سندات شركات الاعمال لا زال يتم في نطاق ضيق ويتم التركيز على الاسهم فقط.

خامساً- البنية التنظيمية لسوق العراق للأوراق المالية:

١. انظمة التداول:

هناك عدة انظمة واليات يعمل بها سوق العراق للأوراق المالية تتشابه مع بقية اسواق المال. وتساعد هذه الانظمة على تسهيل التعاملات في السوق ورفع كفاءة اداء السوق. وتشكل هذه الاليات مع الهيكل التنظيمي للسوق البنية التنظيمية التي تؤثر في اداء السوق. واهم الانظمة المتبعة في سوق العراق للأوراق المالية هي:

أ. نظام قيد الأوراق المالية

ب. نظام التداول

ت. نظام المقاصة والتسوية

ث. نظام الحفظ المركزي

ان الهدف من تحديد هذه الانظمة للتعامل بالأوراق المالية الصادرة داخل العراق من قبل المستثمرين المحليين او المستثمرين الاجانب هو لوضع معايير وقواعد العمل داخل السوق

تسهم في تنمية ونجاح سوق العراق للأوراق المالية وضمن تعديل تلك الانظمة التي تتعارض وهذا الهدف المركزي.

٢. الهيكل التنظيمي لسوق العراق للأوراق المالية:

يتكون الهيكل التنظيمي للسوق من نوعين من المؤسسات:

- أ. المؤسسات المنظمة للسوق، وأهم هذه المؤسسات هي هيئة الأوراق المالية العراقية وهي المؤسسة المشرفة على السوق من ناحية تنظيم عمل السوق وبورصة الأوراق المالية في بغداد وتعد بمثابة السوق المنظمة للأوراق المالية في العراق ويتولى ادارتها مجلس ادارة. كما يدخل ضمن هذه المؤسسات ايضا شركات المقاصة والتسوية حيث تهدف الى تسهيل عملية شراء وبيع الأوراق المالية من خلال تخفيض الفترة الزمنية اللازمة لانجاز عملية نقل ملكية الأوراق المالية من البائع الى المشتري وتسوية التسديد النقدي لها.
- ب. المؤسسات المتعاملة مع السوق، تعتبر الشركات المساهمة والخاصة والحكومة من أهم الاطراف المتعاملة مع السوق، اذ تعد الأوراق المالية التي تصدرها الشركات الاستثمارية العاملة في النشاط الاقتصادي في العراق من أهم الادوات المالية التي يتم التعامل بها في السوق فضلا عن الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل سندات الخزينة. وإلى جانب المؤسسات اعلاه فان مؤسسات أخرى موجودة متعاملة مع السوق ولها دور كبير وهي شركات الوساطة المالية والتي تلعب دورا أساسيا في عمليات ترويج وبيع وشراء الأوراق المالية حيث تطور عدد هذه الشركات بشكل كبير حيث ارتفعت الى (٩٤) شركة عام ٢٠٠٩.

المبحث الثالث

تطور فاعلية سوق العراق للأوراق المالية واثرها في النمو الاقتصادي

ان السوق الماليه في جميع البلدان المتقدمه ترتبط بعلاقه مع النمو الاقتصادي. وقد اثبتت كثير من الدراسات الاقتصاديه ان توسع السوق الماليه يؤدي الى ارتفاع حجم الاموال المهيئه للاستثمار وهذا سيؤدي الى تطور النشاط الاقتصادي. أي ان هناك علاقته ايجابية بين تطور مؤشرات السوق الماليه المختلفه مع معدلات النمو الاقتصادي، فكلما زادت سيولة السوق الماليه مثلا كلما سارع ذلك ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي. وتظهر فاعلية السوق الماليه في النمو الاقتصادي بشكل واضح من خلال فاعلية السياسه النقديه وما توفره ادوات

هذه السياسة من تأثير في النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي. فوجود سوق ماليه متطوره يعطي مجالا كبيرا لادوات السياسة النقدية لكي تؤثر في النشاط الاقتصادي. ومنها على سبيل المثال طرح السندات الحكومية في السوق الماليه للتأثير في معدلات التضخم او لتوفير اموال لتغطية الانفاق الاستثماري الحكومي. ولهذا فان تنمية السوق الماليه تجعل ادوات السياسة النقدية اكثر فاعليه في التأثير على كثير من المتغيرات الاقتصادية وتعد حاسمه للتنمية الاقتصادية في الاجل الطويل (العاني، ٢٠٠٢، ٦٣-٦٥).

ان البيئة الاقتصادية والقانونية التي تم توفيرها لنشأة سوق العراق للأوراق المالية قد انعكست بشكل او باخر على اداء السوق خلال الفترة ٢٠٠٥ الى ٢٠٠٩. ولغرض الوقوف على هذا التطور ينبغي رصد التطورات الكمية التي شهدتها مؤشرات السوق خلال هذه الفترة وكما ياتي:

اولا- تطور مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية :

١. مؤشرات حجم السوق: ان دراسة مؤشرات حجم السوق تتضمن دراسة النقاط التالية:

أ- عدد الشركات المدرجة في السوق: يعد هذا المؤشر دليل على تطور الاستثمار في السوق المالي من خلال دراسة التطور الذي حصل في عدد الشركات الاستثمارية التي دخلت السوق خلال الفترة اعلاه حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق الى (٩٤) شركة عام ٢٠٠٩. ويتضح ان الزيادة التي حصلت بشكل واضح هي للفترة بعد عام ٢٠٠٧ حيث شهد الاقتصاد العراقي نوع من تطور الامن الداخلي وتراجع اعمال العنف التي عصفت بالبلاد عام ٢٠٠٦. وبمقارنة هذا العدد مع اعداد الشركات المدرجة في بعض اسواق المال العربية نجد انها ضئيلة حيث بلغ عدد الشركات المسجلة في السوق المصرية حوالي (٧٥٠) شركة عام ٢٠٠٦.

ب- مؤشر قيمة راس مال السوق: يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة الذي يوضح قدرة سوق العراق للأوراق المالية على التأثير في النشاط الاقتصادي، اذ ان ارتفاع حجم راس المال السوقي يعني قدرة السوق على تشجيع الاستثمار وبالتالي قدرته على التأثير في حجم الناتج المحلي الاجمالي، كما ان انخفاض رؤوس اموال الشركات المدرجة قد يحد من قدرتها على مواجهة المنافسة بعد انفتاح السوق على الاستثمار الاجنبي وينعكس هذا بالتالي على قدرة الشركات في تحقيق الارباح.

ومن خلال البيانات الواردة في الجدول رقم (١) نلاحظ انخفاض في راس المال السوقي بشكل كبير حيث انخفض من (٣١٦٠) مليار دينار عام ٢٠٠٤ الى (٢٢٨٣) مليار دينار عام ٢٠٠٨ ثم ارتفع الى (٣١٢٥) مليار دينار عام ٢٠٠٩. وبمقارنة حجم راس المال السوقي في العراق مع عدد من اسواق المال العربية نجد ان السوق المالية العراقية لازالت بعيدة عن مثيلاتها العربية وتحتاج الى تدخل حكومي لتنشيط اصدار الاسهم الجديدة. وعند مقارنة توزيع قيمة راس المال السوقي بين النشاطات الاقتصادية للشركات المدرجة في السوق نجد ان قطاع المصارف يحتل المركز الاول حيث بلغت مساهمته حوالي (٨٠ %) من اجمالي قيمة راس المال السوقي ويليه قطاع الصناعة التحويلية بنسبة مساهمة (١٢ %).

جدول رقم (١)

مؤشرات التداول المتحققة في سوق العراق للأوراق المالية

السنة	عدد الاسهم مليون سهم	حجم التداول مليار دينار	عدد الشركات	القيمة السوقية مليار دينار	عدد العقود
٢٠٠٥	٥٥٦٣٩	٣٦٦ر٨	٨٥	٣١٦٠	٥٥٠٦٢
٢٠٠٦	٥٧٩٧٥	١٤٦ر٨	٩٣	١٩٤٨	٣٨٦٢٧
٢٠٠٧	١٥٢٩٩٠	٤٧٤ر٤	٩٤	٢٢٨٢	٣٠٨٨٥
٢٠٠٨	١٥٠٨٥٣	٣٠١ر٣	٩٤	٢٢٨١	٣١١٠٨
٢٠٠٩	٢١١٢٩٠	٤١١ر٩	٩٤	٣١٢٥	٤٩٣٣٩

المصدر: التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٩

٢. مؤشرات سيولة السوق:

توضح مؤشرات سيولة السوق قدرة السوق على التطور بزيادة حجم التداول ومعدل دوران السهم من خلال تزايد تعاملات المستثمرين من جهة وزيادة اسهم الشركات المدرجة في السوق من جهة اخرى وكما ياتي:

أ- حجم التداول: رغم ان حجم التداول قد شهد تنذباً كبيراً خلال الفترة ٢٠٠٥ الى ٢٠٠٩ الا ان سوق العراق للأوراق المالية شهد تطوراً في حجم التداول فبعد ان كان (٣٦٧) مليار دينار عام ٢٠٠٤ ارتفع بشكل بسيط الى (٤١٢) مليار دينار عام ٢٠٠٩، وبنسبة زيادة

(١٢٣ ٪)، ويشير هذا التزايد في حجم التداول الى وجود طلب كبير على الاوراق المالية في السوق.

ب- معدل دوران السهم: لقد شهد معدل الدوران عدم استقرار طيلة الفترة ٢٠٠٤ الى ٢٠٠٩ ويعود سبب ذلك الى الظروف السياسية والاقتصادية غير المستقرة، فبرغم ان السوق قد شهدت ارتفاعا في قيمة التداول الا ان معدل دوران السهم بقي يتراوح بين (٨ ٪) و (٢٥ ٪) خلال الفترة اعلاه وقد شهد بعض التحسن في الفترة بعد عام ٢٠٠٨ بسبب تحسن الوضع الامني واستقرار التعاملات المالية داخل العراق

ورغم ان مؤشري قيمة التداول ومعدل الدوران اعلاه يشيران الى تحسن ملحوظ في اداء سوق العراق للأوراق المالية الا ان ملاحظة التطورات التي حصلت في نسبة التداول يشير الى انخفاض في سيولة السوق حيث بقية نسبة التداول لا تتجاوز (٢٠ ٪) خلال الفترة اعلاه ويتوافق هذا التحليل مع تطور معدل الدوران الذي بقي هو الاخر منخفض مقارنة مع اسواق المال العربية.

٣. مؤشرات اندماج سوق العراق للأوراق المالية:

تعتمد درجة اندماج سوق العراق للأوراق المالية مع الاسواق المالية العالمية على حجم القيود المفروضة على الاستثمار الاجنبي. وفي سوق العراق للأوراق المالية شهدت هذه القيود تخفيفا واضحا خاصة بعد صدور قانون الاستثمار الاجنبي رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٦. حيث بدا تدفقات الاستثمار الاجنبي تتزايد خاصة بعد عام ٢٠٠٧. حيث ارتفعت قيمة التدفقات الاجنبية الى سوق العراق للأوراق المالية من (١٧) مليار دينار عام ٢٠٠٧ الى (٢٦) مليار دينار عام ٢٠٠٧ وبنسبة زيادة قدرها (٥٢٦ ٪). وقد رافق هذا التطور زيادة كبيرة في مؤشر نصيب الاستثمار الاجنبي في حجم التداول وفي عدد الاسهم المتداولة حيث ارتفعت مساهمة الاستثمار الاجنبي في مؤشر حجم التداول من (٤ ٪) عام ٢٠٠٧ الى (٦٥ ٪) عام ٢٠٠٩. وفي مؤشر عدد الاسهم المتداولة ارتفعت مساهمة الاستثمار الاجنبي من (٤٥ ٪) عام ٢٠٠٧ الى (٧٥ ٪) عام ٢٠٠٩ وكما يوضحه الجدول رقم (٢).

جدول رقم (٢)

تطور صافي تدفق الاستثمار الاجنبي الى سوق العراق للأوراق المالية

المؤشرات	٢٠٠٧	٢٠٠٩
عدد الاسهم المتداولة مليون سهم	٦٩٦١	١٥٦١٧
النسبة الى عدد الاسهم المتداولة الكلي	٥٤%	٧٤%
حجم التداول، مليون دينار	١٧١٢١	٢٦٠٦٩
النسبة الى حجم التداول الكلي	٤%	٦٣%
عدد العقود	٣٤١	٣٩٠٢
النسبة الى اجمالي عدد العقود	١٠%	٧٩%

المصدر: التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩

ويعكس هذا التطور في نسبة مساهمة الاستثمار الاجنبي في سوق العراق للأوراق المالية زيادة ثقة الاجانب في السوق في ظل الاصلاح الاقتصادي وفي ظل تطور البيئة التشريعية بالتعامل في هذا السوق بالشكل الذي يضمن للمستثمر الاجنبي الاستثمار بحرية. وعند ملاحظة التوزيع النسبي لمساهمة الاستثمار الاجنبي على مستوى القطاعات الاقتصادية نجد ان القطاع المصرفي يستحوذ على نسبة كبيرة من هذا الاستثمار، حيث بلغت نسبة مساهمة الاستثمار الاجنبي في النشاط المصرفي حوالي (٩٨%) من اجمالي حجم الاستثمار الاجنبي في جميع الانشطة الاقتصادية عام (٢٠٠٧) لمؤشر حجم التداول وانخفض الى (٨٠%) عام (٢٠٠٨)، ورغم هذا الانخفاض الا ان هذا مؤشر سلبي قد يهدد استقرار سوق العراق للأوراق المالية اذ ان النشاط المصرفي عادة ما يتأثر بشكل كبير بالازمات المالية التي تحدث معه. ولهذا ورغم ان معظم الدول ومعها العراق تهدف الى زيادة مساهمة الاستثمار الاجنبي في اسواقها المالية إلا انه يجب الانتباه الى حقيقة ان هذه المساهمة عادة تكون قصيرة الاجل اذا لم تتوفر لها بيئة تشريعية تلزمها على البقاء في النشاط الاقتصادي لمدة اطول اي ان تشجع تحويل هذه الاستثمارات الى الانشطة الانتاجية اذ ان بقاءها في النشاط المصرفي فقط يعني انها لن تبقى لفترة طويلة.

٤. مؤشرات تركيز السوق:

ان درجة تركيز السوق تشير الى مدى مساهمة اكبر عشر شركات في كل من القيمة الاجمالية للتداول وقيمة راس مال السوق. ويلاحظ ان سوق العراق للأوراق المالية يعاني من درجة تركيز كبيرة حيث استحوذت اكبر عشرة شركات استثمارية على ما نسبته (٧٣ر٤ %) من قيمة التداول عام (٢٠٠٥)، ارتفعت الى (٩١ %) عام (٢٠٠٧)، لكنها انخفضت الى (٧٠ %) عام (٢٠٠٩). ورغم هذا الانخفاض الا ان درجة التركيز لا زالت مرتفعة، مما يعني انخفاض اداء السوق المالية العراقية وتعد هذه النسبة مرتفعة جدا مقارنة بأسواق المال العربية حيث بلغت (٣٣ %) في سوق مصر المالي عام ٢٠٠٥ على سبيل المثال. اما في مؤشر قيمة راس مال السوق فقد استحوذت اكبر عشر شركات استثمارية على ما نسبته (٧٦ %) عام ٢٠٠٥ ارتفعت الى (٨٤ %) عام (٢٠٠٧)، ثم انخفضت قليلا عام (٢٠٠٩) لتصل الى (٧٤ر٢ %)، مما يعني ارتفاع درجة التركيز وانخفاض اداء السوق.

جدول رقم (٣)

مؤشرات التداول لأكبر عشر شركات في سوق العراق للأوراق المالية

السنة	حجم التداول مليون دينار	النسبة الى حجم التداول الكلي	عدد الاسهم المتداولة مليون سهم	النسبة الى عدد الاسهم المتداولة الكلي
٢٠٠٥	٢٦٩١٨٨	٧٣ر٤ %	٤٢٦٦٦	٧٦ر٧ %
٢٠٠٦	١٠٤٨٧٣	٧١ر٤ %	٤٤٠٨٠	٧٦ %
٢٠٠٧	٣٨٩٤٩٦	٩١ %	١٢٧٩٧٣	٨٤ر٦ %
٢٠٠٨	٢٣٩٣٠٤	٧٩ر٤ %	١١٥٩٣٥	٧٦ر٩ %
٢٠٠٩	٢٨٤٧٤٧	٦٩ر١ %	١٥٦٧٢١	٧٤ر٢ %

المصدر: التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة ٢٠٠٩-٢٠٠٥

٥. مؤشرات عائد السوق:

اتسمت مؤشرات عائد السوق في سوق العراق للأوراق المالية بالتذبذب خلال الفترة ٢٠٠٥ الى ٢٠٠٩. ويقاس هذا التذبذب في عائد السوق الى التغيرات في قيمة مؤشر السوق، اذ بلغت نسبة عائد السوق (-١٧ %) عام (٢٠٠٦) ارتفعت الى نسبة (٦٠ %) عام

٢٠٠٩ وتعكس هذه التغيرات وجود تذبذب في العوائد التي تحققت خلال الفترة اعلاه يعني انخفاض كفاءة اداء السوق.

٦. مؤشرات التنمية المؤسسية:

- ان هدف وجود المؤسسات المكونة للسوق او المساعدة له هو ايجاد توازن بين اعتبارات حماية المستثمرين من ناحية وتعزيز وتنمية السوق المالي وسيولته من ناحية اخرى. ويمكن ان نلاحظ ان هناك تطورا مؤسسيا قد حصل من خلال ما يأتي:
- أ- ازالة قيود الاستثمار الاجنبي الموجودة في الفترة التي سبقت عام ٢٠٠٣ ومن اهمها حرية حركة الاموال للمستثمرين الاجانب مما يعطي انطباع جيد عن مؤشر حرية الاستثمار.
 - ب- الزام كافة الشركات المدرجة في السوق بتطبيق معايير المحاسبة وتقديم التقارير المالية لادائها لكل سنة مالية.
 - ت- وجود هيئة الاوراق المالية العراقية التي تشرف على سوق العراق للاوراق المالية بما يضمن تطبيق تعليمات التداول في السوق.
- ورغم هذه الاجراءات المهمة الا ان سوق العراق للاوراق المالية بقي يعاني من تركيز الاستثمار في القطاع المصرفي مقارنة بالانشطة الاقتصادية الاخرى حيث بقيت نسبة مساهمة القطاع المصرفي لا تقل عن (٧٥%) من حجم الاستثمار في السوق الماليه كما يوضحه الجدول رقم (٤).

جدول رقم (٤)

مساهمة الاستثمار في الأنشطة الاقتصادية في سوق العراق للأوراق المالية

القطاع	٢٠٠٥				٢٠٠٩			
	عدد الاسهم المتداولة مليون سهم	الاهمية النسبية	حجم التداول مليون دينار	الاهمية النسبية	عدد الاسهم المتداولة مليون سهم	الاهمية النسبية	حجم التداول مليون دينار	الاهمية النسبية
المصارف	٤٢٥١٧	٧٦ر٤ %	٢٧٩٦٩٥	٧٦ر٣ %	١٨١٩٣٣	٨٦ر١ %	٣١٩٢٣٥	٧٧ر٥ %
التأمين	١١٠	٠ر٢ %	٣٧٣	٠ر١ %	٧٩٢	٠ر٤ %	١٠٢٥	٠ر٢ %
الاستثمار	٣١٤	٠ر٦ %	١٣٦٨	٠ر٤ %	٤٠١٩	١ر٩ %	٣٤٦١	٠ر٨ %
الخدمات	٢٣١١	٤ر٢ %	١٤٥٥٠	٤ %	٣٨٩٠	١ر٨ %	١٤٥٤٣	٣ر٥ %
الصناعة	١٠٠٠٧	١٧ر٩ %	٦١٢٤٠	١٦ر٦ %	١٧٦٨٩	٨ر٤ %	٢٩٩٣٤	٧ر٣ %
الفنادق السياحية	١٢٥	٠ر٢ %	٨٩٦٨	٢ر٤ %	١٦٧٨	٠ر٨ %	٤٢٦٣٥	١٠ر٤ %
الزراعة	٢٥٢	٥ر٠ %	٦١٢	٠ر٢ %	١٢٧٨	٠ر٦ %	١٠٩٣	٠ر٣ %
المجموع	٥٥٦٣٦		٣٦٦٨٠٨		٢١١٢٩٨		٤١١٩٢٨	

المصدر: التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للسنتين ٢٠٠٥ و ٢٠٠٩

فضلا عن ذلك فان سوق العراق للأوراق المالية بقي يعاني من قصور في توفر المعلومات أي تدني عملية الافصاح المالي وعدم قيام الشركات المدرجة في السوق عن تقديم تقارير المالية الفصلية او نصف السنوية التي تتوافق مع معايير المحاسبة المالية الدولية الامر الذي انعكس سلبا على اداء السوق وعلى كفاءته وعلى توجه المستثمر نحو القطاعات الاقتصادية الاخرى، وهذا ادى الى عدم تاثر اسعار الاسهم بتغير الاداء المالي للشركات وكان

من نتيجة ذلك ان اسعار الاوراق المالية لا تعكس الا قدر محدود من المعلومات على مستوى النشاط الاقتصادي لهذه الشركات والتي تعتبر غير كافية لتلبية احتياجات المستثمرين لصياغة قراراتهم الاستثمارية.

ثانيا- اثر تطور فاعلية سوق العراق للأوراق المالية في النمو الاقتصادي:

بداية يمكن القول ان الاقتصاد العراقي بحاجة كبيرة لوجود سوق ماليه متطورة تضمن دخول الاستثمارات بكثافه بما فيها الاستثمارات المحليه والاجنبيه الى النشاط الاقتصادي خاصه اذا ما علمنا ان هناك نقصا واضحا في الموارد الماليه المتاحة للاستثمار. ولغرض الوقوف على دور سوق العراق للأوراق المالية في التأثير على النشاط الاقتصادي، فاننا سنستخدم مؤشرات السيولة للسوق الماليه وربطها قياسيا بمعدل النمو الاقتصادي للوصول الى بيان قدرة السوق الماليه من تامين متطلبات زيادة الاستثمار في الانشطه الاقتصاديه والذي سيؤدي الى تطور معدلات النمو الاقتصادي في الاقتصاد العراقي.

ان تحديد اثر السوق الماليه في النمو الاقتصادي في العراق سيعتمد على استخدام العديد من المؤشرات التي يمكن اعتمادها كمقياس لسيولة السوق وستعتبر متغيرات مستقلة في النموذج القياسي واهم هذه المؤشرات الاتي:

١. نسبة القيمه السوقيه الى حجم الناتج الاجمالي:

وتعكس هذه النسبة مدى اسهام سوق العراق للأوراق المالية في الناتج المحلي الاجمالي من خلال القيمه السوقية لهذا السوق فكلما زادت النسبة يعني ذلك درجة اعلى من السيولة التي تتمتع بها هذه السوق. ومن خلال ملاحظة الجدول رقم (٥) نجد ان هناك انخفاض متواصل في هذه النسبة بشكل يشير الى تدني درجة سيولة السوق.

جدول رقم (٥)

مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية بالعلاقة مع الناتج المحلي الاجمالي

السنة	نسبة رسملة السوق الى الناتج الاجمالي	نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي الاجمالي	نسبة حجم التداول الى القيمة السوقية
٢٠٠٥	٤٣%	٥٠%	١١٦%
٢٠٠٦	٢٠%	٣%	١٧٧%
٢٠٠٧	١٩%	٤%	٢٠%
٢٠٠٨	٤٦%	٢%	١٣٢%
٢٠٠٩	١٧%	٢٢%	١٣٢%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات وزارة التخطيط وسوق العراق لأوراق المالية

٢. نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي الاجمالي:

يعد حجم التداول مؤشر جيد لمستوى نشاط السوق ودرجة سيولته ويمكن استخدام هذه النسبة بالكشف عن مدى تأثير سيولة السوق المالية على معدل النمو الاقتصادي من خلال ربط حجم التداول مع الناتج المحلي الاجمالي. وتظهر بيانات سوق العراق للأوراق المالية تدني هذه النسبة بشكل كبير جدا حيث انخفضت من (٥٠%) عام ٢٠٠٥ الى (٢٢%) عام ٢٠٠٩ وهذا أدى الى انخفاض سيولة السوق.

٣. نسبة حجم التداول الى القيمة السوقية:

وتعد هذه النسبة من المؤشرات التي تقيس سيولة السوق وتؤثر في معدل النمو الاقتصادي دون مراعاة ارتباطها مع الناتج المحلي الاجمالي. وقد اظهرت هذه النسبة ارتفاعا في الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٧ لكنها عادت وانخفضت عام ٢٠٠٩ الى (١٣٢%) لكنها بقيت مرتفعة عن عام ٢٠٠٥ ولغرض استخدام النموذج القياسي سيتم اعتماد نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي كمؤشر لمعدل النمو الاقتصادي (Y)، فالنمو في الناتج المحلي الاجمالي يعني زيادة في النشاط الاستثماري الذي يتم تمويله من السوق المالية وهذا يتطلب زيادة حجم التداول لتغطية هذه الزيادة (الزغبى، ٢٠٠٢، ٣٢٤).

وقد استخدمت النسب اعلاه لتأثير مدى تأثير تطور سوق العراق للأوراق المالية في النمو الاقتصادي وذلك من خلال الدراسة الكمية التي تم فيها استخدام مؤشرات السيولة كمتغيرات مستقلة في حين تم اعتماد نصيب الفرد من الدخل القومي كمتغير تابع. وتم بناء

النموذج القياسي الافتراضي بطريقة الانحدار المتعدد لمعرفة العلاقة بين هذه المتغيرات. وسيمثل (x1) نسبة القيمة السوقية الى الناتج الاجمالي و(x2) نسبة حجم التداول الى الناتج الاجمالي و(x3) نسبة حجم التداول الى القيمة السوقية.

وقد اظهرت النتائج القياسية لعلاقة مؤشرات السيولة لسوق العراق للأوراق المالية مع النمو الاقتصادي الصيغه الرياضيه التاليه:

$$Y = 18667 - 6037x_1 - 42259x_2 - 1063x_3$$

$$T = 20.8 \ 15.6 \ 13.2 \ 16.2$$

$$F = 121.4$$

$$R^2 = 99.7, R^2(\text{adj}) = 98.5$$

ويتضح ان النموذج مقبول من الناحية الاحصائية حسب الاختبارات الموضحة في النموذج كما ان القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة ذات معنوية احصائية عالية حسب مؤشر (R2) و(R2(adj)).

ومن خلال تحليل هذا النموذج اتضح الاتي:

١. لا توجد علاقة ايجابية بين نسبة سيولة السوق ومعدل النمو في الاقتصاد العراقي اذ ظهرت العلاقة سلبية بين نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي ومعدل النمو الاقتصادي وبالتالي فان سيولة السوق لا تؤثر على معدل النمو الاقتصادي وهذا يعني ضعف دور سوق العراق للأوراق المالية في النشاط الاقتصادي في العراق.

٢. لقد اظهرت النتائج القياسية وجود علاقة سالبة بين متغير نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي الاجمالي باعتباره احد مؤشرات السوق ومعدل النمو الاقتصادي. ويشير ذلك الى ان ارتفاع حجم التداول خلال فترة البحث لم يكن له اثر ايجابي على النشاط الاقتصادي في الاقتصاد العراقي من خلال زيادة الاستثمار في الانشطة الاقتصادية المختلفة.

٣. اما بخصوص متغير نسبة حجم التداول الى القيمة السوقية فقد اظهرت النتائج عدم وجود اثر ايجابي لهذا المؤشر على معدل النمو الاقتصادي على الاقتصاد العراقي حيث ظهرت النتيجة سالبة. ويتضح مما ورد اعلاه ان سوق العراق للأوراق المالية لم تكن له اثار مهمة على معدل النمو الاقتصادي وذلك لتدني فعالية هذه السوق وانخفاض كفاءتها والذي ادى الى عدم قدرتها على تمويل اوجه النشاط الاستثماري للقطاعات الاقتصادية كافة للقطاع الخاص من خلال انخفاض سيولة هذا السوق فضلا عن عدم توفر البيئة الملائمة لعمل السوق.

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً - الاستنتاجات:

١. تعد الاسواق المالية واحدة من مصادر التمويل المهمة في النشاط الاقتصادي من الى النشاط الاستثماري أي تسهيل جمع السيولة النقدية لتمويل الاستثمار فضلاً عن قدرتها على توفير فرص استثمارية لصغار المستثمرين.
٢. لازال الاقتصاد العراقي يعاني من اختلالات هيكلية تؤثر بشكل كبير على تطور سوق العراق للأوراق المالية ومن بين صور هذه الاختلالات ضعف الية التنسيق بين السياسة المالية والنقدية لما لها من دور كبير في تطوير البنية التحتية لنمو سوق العراق للأوراق المالية.
٣. تركز الاستثمار الاجنبي في سوق العراق للأوراق المالية على قطاع المصارف حيث بلغت نسبة مساهمة الاستثمار الاجنبي في هذا القطاع (٩٠%) من اجمالي الاستثمارات الاجنبية المساهمة في السوق المالية. وهذا يشكل خطر على النشاط الاستثماري في السوق المالية اذ ان هذه الاستثمارات عادة ما تكون قصيرة الاجل ولا تساعد على تحقيق النمو الاقتصادي بعكس الاستثمار في القطاع الصناعي او الزراعي او حتى الخدمي.
٤. يعاني سوق العراق للأوراق المالية من درجة تركيز شديدة في انشطته الاستثمارية، حيث تستحوذ اكبر عشر شركات استثمارية على نسبة لا تقل عن (٧٠%) من حجم التداول في هذا السوق.
٥. برغم التشريعات المهمة التي صدرت لتشجيع الاستثمار في السوق المالية الا ان البيئة المالية المتمثلة في الجهاز المصرفي والسياسات المالية الحكومية لا زالت تعيق تطور هذا السوق وهذا ما نلاحظه من خلال تدني مؤشرات السوق مقارنة بأسواق المال في البلدان العربية الاخرى.
٦. تآثر ضعف تأثير سوق العراق للأوراق المالية في النمو الاقتصادي وهذا ما اثبتته الدراسة القياسية حيث ظهر اثر مؤشرات سيولة السوق سلبيا على النمو الاقتصادي.

ثانياً - التوصيات:

١. اصدار تشريعات تلزم الجهاز المصرفي على تنويع استثماراته وعدم تركيزها على التسهيلات الائتمانية والقروض قصيرة الاجل، يسمح ذلك بطرح جزء مما بحوزتها من اوراق مالية للبيع واستخدام حصيلتها في أنشطة انتاجية أي تبني سياسة تدوير المحافظ المالية الاستثمارية للشركات المصرفية.

٢. ضرورة قيام البنك المركزي العراقي باستخدام سياسة نقدية جديدة تضمن طرح سندات الحكومة في السوق المالية، اي ايجاد سوق ثانوي لهذه السندات يضمن للأفراد تداول هذه الاوراق المالية المهمة والتي تعد وسيلة مهمة لسحب السيولة النقدية.
٣. قيام الجهاز المصرفي بدور اكبر في تنشيط سوق الاوراق المالية من خلال تسويق وترويج الاصدارات الجديدة من الاسهم والسندات فضلا عن قيامه بتشجيع دخول المستثمرين الى السوق المالية من خلال منح القروض اللازمة لتمويل شراء الاسهم والسندات المطروحة من قبل الشركات الانتاجية.
٤. ضرورة قيام البنك المركزي العراقي بتشجيع الجهاز المصرفي على تأسيس مؤسسات مالية استثمارية مثل بنوك الاستثمار وصناديق الاستثمار تساهم في تطوير سوق الاوراق المالية من خلال نشر الخبرة في مجال بيع وشراء الاوراق المالية.
٥. ضرورة وضع سياسات مالية ونقدية ناجحة لجذب راس المال الاجنبي للاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية وتوجيه هذه الاستثمارات نحو القطاعات الانتاجية وعدم اقتصرها على القطاع المصرفي وقد يكون مناسباً هنا إلزام المستثمرين الاجانب في السوق المالية لتوزيع استثماراتهم بنسب تحدد من قبل البنك المركزي او هيئة الاوراق المالية وتشجيعه على الاستثمار في الأنشطة الاقتصادية الانتاجية مثل الصناعة التحويلية بما يضمن بقاء راس المال الاجنبي اكبر فترة ممكنة في داخل النشاط الاقتصادي في العراق.
٦. ضرورة التركيز على تخصيص موارد مالية لاغراض الاستثمار وتطوير النشاط الاقتصادي بما يحقق زيادة في عدد المشروعات وتنوعها لكي نضمن زيادة في توفير ادوات التعامل المالية في السوق المالية. اذ ان بيانات السوق توضح بان عدد الشركات المدرجة في السوق المالية لم يرتفع سوى (٩) شركات للفترة (٢٠٠٥-٢٠٠٩).
٧. ضرورة ارتباط عمل سوق العراق للأوراق المالية بتوفير راس المال لتمويل النشاطات الاقتصادية وبالذات الانتاجية منها وعدم اعتماد عمله على تكرار بيع وشراء ما موجود من اوراق مالية حيث ان ذلك مجرد استثمار مالي وليس استثمار حقيقي وهو الامر الذي يحد من توسيع النشاطات الاقتصادية وبالذات الانتاجية منها.
٨. تأسيس شركات استثمارية مساهمة جديدة وقد يعني ذلك قيام الحكومة بخصخصة قسم من الشركات الحكومية من خلال طرح اسهمها في السوق المالية، كما يتطلب الامر تشجيع الاندماج بين الشركات الصغيرة وتشجيعها على زيادة رؤوس اموالها.
٩. قيام البنك المركزي بتشجيع السوق الثانوي للسندات الحكومية من خلال عرض بيع هذه السندات الى الافراد مباشرة وعدم اقتصر بيعها في السوق الاولى الى المؤسسات

المصرفية، لكي يساعد ذلك على سحب السيولة من المدخرين، فضلاً عن سحبها من المؤسسات المالية، كما يضمن ذلك زيادة فاعلية السوق في التأثير على النشاط الاقتصادي.

المصادر العربية

١. سامويلسون، بول إيه، علم الاقتصاد، الطبعة الأولى، مكتبة لبنان ناشرون، بيروت ٢٠٠٦.
٢. جابر، محمد صالح، الاستثمار بالأوراق المالية، عمان، ١٩٨٩.
٣. اندراوس، عاطف وليم، اسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي الاسكندرية، ٢٠٠٨.
٤. عبد النبي، محمد احمد، الاسواق المالية- الاصول العلمية والتحليل الاساسي، زمزم ناشرون، عمان، ٢٠٠٩.
٥. العاني، عماد محمد علي، اندماج الاسواق المالية الدولية، بغداد، ٢٠٠٢.
٦. خلف، فليح حسن، الاسواق المالية النقدية، مطبعة جدار الكتاب العالمي، الطبعة الأولى، عمان، ٢٠٠٦.
٧. الحسيني، دعاء نعمان، تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات اسواق الأوراق المالية العربية، مجلة بحوث مستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العدد العاشر، نينوى، ٢٠٠٥.
٨. رمضان، زياد: مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الرابعة، عمان، ٢٠٠٧.
٩. مطر، محمد: ادارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، ٢٠٠٥.
١٠. الزعبي، بشير: تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق عمان المالي، مجلة دراسات ادارية، المجلد ٢٧، العدد ٢، عمان، ٢٠٠٢.

المصادر الاجنبية

- Stock Market Development and Financial Inter – D- Kunt، 1. Asli
.May 1996، No. 2، The World Bank Review، mediaries Stylized Facts
Measure Of Market Integration For Developed Markets، 2. Robert، A.
.No. 3، 1997، WB