



جمهورية العراق

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة ميسان / كلية الإدارة والاقتصاد

قسم ادارة الاعمال / الدراسات العليا

تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسات المالية للمدة (2005-2023)

رسالة تقدمت بها الطالبة

زهراء باسل عبري الازيرجاوي

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة ميسان وهي جزء من متطلبات نيل
شهادة الماجستير في ادارة الاعمال / ادارة الاستثمار والتمويل

بإشراف

أ.م.د علي خالد عبد الله



﴿وَالَّذِينَ إِذَا أَنْفَقُوا لَمْ يُسْرِفُوا وَلَمْ يَقْتُرُوا
وَكَانَ بَيْنَ ذَلِكَ قَوَامًا﴾

صدق الله العلي العظيم

(سورة الفرقان – الآية - 67)



الإهداء

(وَأَخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنْ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ)

الى سَيِّد الخلق المصطفى مُحَمَّد ﷺ ... تبي الرحمة، ومعلم البشرية الذي كانت رسالته نوراً اضاء
.... دروب الأمم، وأرسى فينا قيم العلم والمعرفة

الى الامام الحسين عليه السلام ... الذي علم الأجيال ان العلم جهاد، وان الوعي سلاح ... أهديك
... رسالتي هذه تعبيراً عن وفاء متواضع لنهجك فأنت عنوان الحقيقة

يا من كنت لي ظهراً أتكى عليه، وسنداً أعتر به، وملاذاً في كل الأوقات... أهديك ثمرة جهدي
عرفاناً لعطائك اللامحدود..... ابي الغالي

يا من كنت الحزن الدافئ، والقلب الذي لا يكلّ من الحب..... فبفضل دعائك وتشجيعك وصلت
إلى ما أنا عليه اليوم ابي الغالية

إلى من كانوا لي وطناً صغيراً يحتويني وقت ضيقي... وفرحة عظيمة في لحظة نجاحي أتم الجزء الاجمل
في رحلتي عائلتي

الى من ترك في حياتي اثراً خالداً أهدي ثمرة جهدي هذا عرفاناً وتقديراً لما قدمه من
نبيلة الى عمي رحمه الله

أولئك الذين كانوا النور في ليالي التعب، والسند في لحظات الانكسار، من تقاسموا معي الطريق
والكلمة والدعاء.... شكراً لأنكم كنتم إلى جوارى ... صديقاتي

أهدي هذا الجهد المتواضع، بامتنان لا يقاس، ومحبة لا توصف... فاقبلوه مني

...لكم جميعاً...





الشكر والامتنان

الحمد لله الذي علم بالقلم، علم الإنسان ما لم يعلم، حمداً يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه والحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على نبيه الأمين وعلى آل بيته الطيبين الطاهرين.

بعد الانتهاء من كتابة رسالتي هذه أجد من دواعي الوفاء والعرفان ان أتقدم بالشكر والتقدير الى استاذي الفاضل الدكتور (أ.م.د علي خالد عبد الله) الذي تفضل بقبول الاشراف على رسالتي وكلمات الشكر لا توفيه حقه على كل ما قدمه لي من دعم وارشاد فكان لعلمه وتوجيهه الأثر البالغ في صياغة البحث لقد تعلمت منه ان البحث لا يبني بالحبر وحده بل بالفكر الحر والإخلاص في السعي فله مني كل التقدير والدعاء بأن يجزيه الله عني خير الجزاء

واتقدم بالشكر الجزيل الى عمادة كلية الإدارة والاقتصاد المتمثلة بعميد كلية الإدارة والاقتصاد (أ.د. فائز عبد الحسن جاسم) كما أتقدم بالشكر والتقدير الى رئيس القسم الاستاذ (محمد رؤوف محمود) وإلى اساتذتي في قسم إدارة الاعمال / إدارة الاستثمار والتمويل وخص بالذكر منهم الدكتور (أ.م.د. رياض ضياء عزيز) وأقدم شكري لأستاذتي في قسم الإدارة الاعمال الدكتورة (زهراء نعيم قاسم) لما قدمته لي من العون والمساعدة.

كما أتجه بجزيل الشكر والتقدير للسادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة الموقرة لما تفضلوا به من وقتهم وجهدهم العلمي في مناقشة هذه الرسالة الذين ساهموا بملاحظاتهم العلمية السديدة في اثرائها وتعميق رؤيتها والارتقاء بمستواها العلمي والمنهجي. فلهم مني بالغ الامتنان والتقدير الصادق والدعاء بدوام التوفيق والسداد.

أتوجه بجزيل الشكر والتقدير الى هيئة استثمار ميسان لما قدموه لي من تسهيلات ودعمًا طوال فترة اعدادي لهذه الرسالة سائلاً الله ان يبارك في جهودهم لخدمة العلم.

وامتنان أخص به كل من دعمني في رحلتي العلمية من الزملاء والأصدقاء وكل من ساعد او شجع او قدم لي كلمة طيبة خففت عني عناء الطريق.

وختاماً أحمد الله حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه وأسأله أن يجعل هذا العمل خالصاً لوجهه الكريم نافعاً لطلبة العلم ومساهمة متواضعة في ميدان المعرفة إنه وليّ التوفيق والقادر عليه

زهراء

إقرار الاستاذ المشرف

أقرب ان اع داد الرسالة الموسومة

(تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسات المالية للمدة (2005-2023))
للتالبة(زهراء باسل عبري الازيرجاوي)، قد جرت تحت إشرافي في قسم ادارة الاعمال / إدارة الاستثمار
والتمويل في كلية الادارة والاقتصاد /جامعة ميسان ، وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في
علوم ادارة الاعمال إدارة الاستثمار والتمويل .

المشرف: أ.م.د. علي خالد عبد الله

كلية الإدارة والاقتصاد/جامعة ميسان

التاريخ: / / 2025

توصية السيد رئيس قسم إدارة الاعمال/ إدارة الاستثمار والتمويل:

بناءً على الإقرار الذي تقدم به السيد المشرف، أرشح هذه الرسالة للمناقشة

م. محمد رؤوف محمود

كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة ميسان

التاريخ : / / 2025

إقرار المقوم اللغوي

اشهد ان رسالة الماجستير الموسومة بـ (تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسات المالية للمدة (2005-2023)) للطالبة(زهراء باسل عبري الازيرجاوي)، قد جرى مراجعتها لغوياً تحت اشرافي، وتم تصحيح ما ورد فيها من اخطاء و بذلك اصبحت الرسالة مؤهلة للمناقشة قدر تعلق الامر بسلامة الأسلوب وصحة التعبير ولأجله وقعت.

التوقيع:

الاسم:

جامعة ميسان / كلية

2025 / /

إقرار لجنة مناقشة

نشهد إننا رئيس واعضاء لجنة المناقشة تطلعنا على الرسالة الموسومة ((تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسات المالية للمدة (2005-2023)) للطالبة(زهراء باسل عبري الازيرجاوي) وقد ناقشنا الطالب في محتواها وفيما له علاقة بها، وهي جديرة بالقبول لنيل درجة الماجستير علوم ادارة الاعمال إدارة الاستثمار والتمويل وبتقدير (امتياز)

أعضاء لجنة المناقشة:

أ.د. ابراهيم جاسم جبار
جامعة الكوفة
رئيس لجنة المناقشة

أ.م.د. علي خالد عبد الله جامعة ميسان / كلية
جامعة ميسان
عضواً ومشرفاً

أ.د. معن عبود علي
جامعة ميسان
عضواً

أ.م.د. حيدر عليوي شامي
جامعة ميسان
عضواً

مصادقة مجلس الكلية

صادق مجلس كلية الادارة والاقتصاد / جامعة ميسان على قرار لجنة المناقشة اعلاه

اسم وتوقيع :

التاريخ :

المستخلص

تبين هذه الدراسة العلاقة الديناميكية بين سوق العراق للأوراق المالية والسياسة المالية و النقدية خلال المدة (2005-2023) في ظل التحديات الاقتصادية والأمنية التي واجهها البلد، انبثقت الحاجة لهذه الدراسة من غياب تحليلات شاملة تربط بين أدوات السياسة المالية (الإيرادات العامة، النفقات العامة، الدين العام) ومؤشرات السوق المالي (المؤشر العام، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الشركات، ومعدل دوران الأسهم) خاصة بعد ان شهدها الاقتصاد العراقي بعض التغيرات الهيكلية.

اما مشكلة البحث فتتمثل في مدى تأثير متغيرات السياسة المالية من الإيرادات العامة والنفقات العامة والدين العام على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية، وبناءً على هذه المشكلة فإن البحث يهدف الى تحليل الواقع الحالي لسوق المالي في العراق، ولغرض الوصول لهدف البحث فقد اعتمد البحث على منهجية متكاملة تقوم على التحليل الوصفي والقياسي فقد تم رصد تطور المؤشرات الرئيسية للسوق الأوراق المالية على مدى ثمانية عشر عاماً، مع تطبيق نموذج ARDL لقياس العلاقة التوازنية بين المتغيرات. أسفرت النتائج عن تأثير طويل الأجل للسياسة المالية في مؤشرات السوق، بدلالة إحصائية واضحة ($F=6.2148$)، حيث أثرت النفقات العامة والإيرادات العامة بشكل مباشر في القيمة السوقية (مع ارتباط 0.78). كما سجل السوق هبوطاً بنسبة 34% خلال أزمات 2014-2017. وأكدت الدراسة على أهمية التنسيق بين السياسات الاقتصادية الكلية نظراً لتأثير المتغيرات النقدية (عرض النقد، التضخم) مع مؤشرات السوق.

الكلمات المفتاحية : السياسة المالية , السياسة النقدية , سوق الأوراق المالية

الفهرست



(المحتويات ، الجداول، الاشكال ، الملاحق)

فهرست المحتويات

الصفحة	الموضوع
---	الآية القرآنية
---	الاهداء
---	شكر وامتنان
أ	المستخلص
ب - ث	فهرست المحتويات
خ	فهرست الجداول
د	فهرست الأشكال والرسوم البيانية
9 - 1	الفصل الأول منهجية العلمية للبحث وبعض الدراسات السابقة
4 - 1	أولاً : منهجية البحث
5 - 9	ثانياً : الدراسات السابقة
31 - 10	الفصل الثاني الإطار النظري للأسواق المالية والسياسة المالية
30 - 10	المبحث الأول الأسواق المالية والسياسة المالية
11 - 10	المطلب الأول: مفهوم السياسة المالية Concept Of Fiscal Policy
11 - 13	المطلب الثاني: ادوات السياسة المالية Fiscal Policy Variables
11	النفقات العامة Public Expenditures
12	الإيرادات العامة: Public Revenues
13	الدين العام
13	العجز المالي
25 - 14	المبحث الثاني الأسواق المالية
15-14	المطلب الأول: مفهوم وأهمية الاسواق المالية
14	مفهوم السوق المالي Concept Of The Financial Market
15	المطلب الثاني: أهمية الاسواق المالية Importance Of Financial Markets
16	المطلب الثالث: وظائف الاسواق المالية:
19 -17	المطلب الرابع: الادوات المالية المتداولة ومؤشرات الاسواق المالية
25 - 20	المطلب الخامس: الادوات المالية المستخدمة في سوق راس المال Financial Instruments Used In The Capital Market
31 - 26	المبحث الثالث العلاقة بين السياسة المالية والأسواق المالية

الفهرست (المحتويات ، الجداول ، الاشكال ، الملاحق)

26	المطلب الاول: فاعلية السياسة المالية في مختلفة إطار المدارس الاقتصادية المختلفة
27 - 26	السياسة المالية في الفكر الكلاسيكي
27	السياسة المالية بعد الفكر الكلاسيكي (النظرية الكينزية)
27	نظرية المحفظة الاستثمارية
31-28	المطلب الثاني: العلاقة ما بين السياسة المالية والأسواق المالية:
28	الانفاق العام واثره على الأسواق المالية
29	اثر الضرائب على الأسواق المالية
30	اثر عجز الموازنة على الأسواق المالية
31	إثر السياستين المالية التوسعية والانكماشية على الأسواق المالية
64 – 32	الفصل الثالث تحليل المتغيرات المالية والنقدية ومؤشرات سوق العراق للأوراق المالية
32	تمهيد
39 – 33	المبحث الأول تحليل أثر متغيرات السياسة المالية في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023).
34-33	المطلب الاول: تحليل النفقات العامة مع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية:
37 – 35	المطلب الثاني: تحليل إثر الإيرادات العامة مع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية:
39 – 38	المطلب الثالث: تحليل إثر الدين العام الداخلي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية
50 – 40	المبحث الثاني تحليل علاقة مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وبعض المتغيرات النقدية
41 – 40	المطلب الأول: تحليل إثر عرض النقد الواسع (M2) على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية
44 – 42	المطلب الثاني: تحليل إثر التضخم على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية
46 – 45	المطلب الثالث: تحليل إثر سعر الفائدة على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية
48 – 47	المطلب الرابع: تحليل إثر نمو الاقتصادي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية:
50 -49	المطلب الخامس: تحليل إثر سعر الصرف على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية
64-51	المبحث الثالث تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية باستخدام تحليل SWOT للمدة (2005-2023)
51	المطلب الاول : نبذة عن سوق العراق للأوراق المالية
52	المطلب الثاني : مفهوم تحليل سوات
53	المطلب الثالث: أهمية تحليل (SWOT) لسوق العراق للأوراق المالية:
64-54	المطلب الرابع : ابعاد تحليل SWOT لسوق العراق للأوراق المالية
117 – 65	

	الفصل الرابع تحليل العلاقة بين المتغيرات المالية والاقتصادية مع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2023)
65	تمهيد
85 – 66	المبحث الأول التحليل الكمي لسوق العراق للأوراق المالية ومتغيرات السياسة المالية والنقدية خلال المدة (2005-2023)
66	المقدمة
67	الأساليب الإحصائية:
74-68	منهجية المؤشر المركب:
81-75	المطلب الأول: التحليل الاستكشافي للمتغيرات
85-82	مؤشر السوق المركب:
90 – 86	المبحث الثاني تحليل السببية والاستقرارية لمؤشرات سوق العراق للأوراق المالية والمتغيرات الاقتصادية
88 – 86	اختبار الاستقرارية للمتغيرات
90 – 89	اختبارات السببية
117- 91	المبحث الثالث تقدير النماذج (مؤشرات السوق مع المتغيرات الاقتصادية) باستخدام منهج ARDL
121- 118	الاستنتاجات والتوصيات
119 - 118	الاستنتاجات
121 – 120	التوصيات
138 – 122	المصادر العربية والأجنبية
-----	Abstract
-----	الملاحق
-----	The interface is English

فهرست الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجداول	رقم الجدول
14	مفهوم السوق المالي من وجهة نظر الباحثون والمتخصصون الماليون والاقتصاديون	جدول 1-2
33	تحليل النفقات العامة مع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال المدة (2005-2023)	جدول 1-3
36	تحليل أثر الإيرادات العامة مع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال المدة	جدول 2-3
38	تحليل الدين العام الداخلي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023)	جدول 3-3
40	تحليل عرض النقد الواسع (M2) على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023)	جدول 4-3
42	تحليل التضخم على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023)	جدول 5-3
45	تحليل سعر الفائدة على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال المدة (2005-2023)	جدول 6-3
47	تحليل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023)	جدول 7-3
49	تحليل سعر الصرف على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال المدة (2005-2023)	جدول 8-3
76	تسمية وترميز المتغيرات	جدول 1-4
77	الوصف الإحصائي لمتغيرات السوق المالي والمتغيرات المالية والنقدية للفترة 2005-2023 (قبل التحويل)	جدول 2-4
79	الوصف الإحصائي لمتغيرات السوق المالي والمتغيرات المالية والنقدية للفترة 2005-2023 (بعد التحويل)	جدول 3-4
87	اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) في المستوى والفرق الأول للمتغيرات	جدول 4-4
89	نتائج سببية تودا-يماوتو باتجاه CI والسببية العكسية	جدول 5-4
92	معلومات النموذج الأول	جدول 6-4
94	نتائج اختبار حدود F-BOUNDS و T-BOUNDS لنموذج ARDL الأول (PE, RG, PD → CI)	جدول 7-4
96	اختبار الارتباط الذاتي وتغاير التباين ونموذج RAMSEY RESET للنموذج الأول	جدول 8-4
99	معاملات المعادلة طويلة الأجل في نموذج السياسة المالية (ARDL)	جدول 9-4
100	نتائج نموذج تصحيح الخطأ ECM - ARDL في النموذج الأول (السياسة المالية)	جدول 10-4
103	معلومات نموذج ARDL للمتغيرات النقدية والكلية	جدول 11-4
105	اختبار الحدود لوجود علاقة توازن طويلة الأجل في نموذج السياسة النقدية والكلية	جدول 12-4
107	اختبار الارتباط الذاتي وتغاير التباين ونموذج RAMSEY RESET للنموذج الثاني	جدول 13-4
109	معاملات المعادلة طويلة الأجل في نموذج السياسة النقدية والكلية (ARDL)	جدول 14-4
111	نتائج نموذج تصحيح الخطأ ECM - ARDL في النموذج الثاني (السياسة النقدية والكلية)	جدول 15-4
113	درجة تأثير المتغيرات على المؤشر المركب.	جدول 16-4
115	تحليل الحساسية للنموذج الأول	جدول 17-4
116	تحليل الحساسية للنموذج الثاني	جدول 18-4

فهرست الاشكال والرسوم البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
4	المخطط الافتراضي للبحث	رسم توضيحي 1-1
22	اقسام الأسواق المالية	رسم توضيحي 2-1
53	مصفوفة تحليل SWOT لسوق العراق للأوراق المالية.	رسم توضيحي 1-3
73	مخطط تقدير نموذج ARDL	رسم توضيحي 1-4
81	أنماط تطور متغيرات الدراسة	رسم توضيحي 2-4
83	توزيع ومؤشرات الإحصاء الوصفي لمؤشر السوق المالي المركب	رسم توضيحي 3-4
84	أنماط واتجاه تطور مؤشر السوق المالي المركب	رسم توضيحي 4-4
90	مخطط المسار حسب نتائج السببية	رسم توضيحي 5-4
93	اختيار أفضل نموذج من حيث الأداء باستخدام معايير المعلومات	رسم توضيحي 6-4
95	توزيع بواقي نموذج ARDL	رسم توضيحي 7-4
97	اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج ARDL	رسم توضيحي 8-4
104	اختيار أفضل نموذج باستخدام معايير المعلومات	رسم توضيحي 9-4
106	توزيع البواقي	رسم توضيحي 10-4
108	الاستقرار الهيكلي للنموذج.	رسم توضيحي 11-4



الفصل الاول

الفصل الاول: منهجية العلمية للبحث وبعض الدراسات السابقة

المقدمة

تملك السياسة المالية اهمية كبيرة في ظل الازمات الاقتصادية التي شهدها العالم ولاسيما ازمة الكساد العالمي حيث طرح فيها الاقتصادي جون مينارد كنيوز انه لابد اليوم من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ويتحقق ذلك من خلال السياسة المالية، التي تُعد واحدة من أبرز السياسات الاقتصادية وأشدها تأثيراً، وتعتبر المرآة العاكسة لمدى فعالية دور الدولة من خلال استخدام ادواتها المالية من اجل النهوض بالاقتصاد القومي.

تعد الاسواق المالية جزءاً اساسياً من النظام المالي للاقتصاد والتي تتأثر بشكل مباشر بالسياسات الاقتصادية (النقدية والمالية) اذ تعتمد السياسة المالية في آلية عملها على التحكم في مستويات الانفاق العام والايادات، وفي ظل تزايد حجم المديونية الخارجية والعجز في الموازنة العامة لذلك يتم تطبيق السياسة المالية عن طريق الاسواق المالية , وتعد احد اهم ركائز النظام المالي الحديث فهي مسؤولة عن تعبئة وتحويل رؤوس الاموال من الوحدات ذات الفائض الى وحدات ذات العجز , ولذلك فهي مصدر رئيس لمنح الائتمان لجميع القطاعات الاقتصادية , والذي يعد بمثابة المرتكز الأساسي لجذب الاستثمارات الخارجية وتحفيز الاستثمارات المحلية , وبالتالي يتأثر سوق الاوراق المالية كغيرها من الاسواق بالسياسات الاقتصادية وبالتحديد السياسة المالية والنقدية التي تؤثر لأي بلد كان متقدمة او نامية اذ تعمل لإدارة الموارد المالية و تمويل الانفاق الحكومي الذي يعمل بدورة على تسهيل واستدامة عملية التنمية الاقتصادية.

ان السمات الغالبة على الاقتصاد العراقي لا تزال تمزج بين اشتراكية الماضي ورأسمالية الحاضر في توليفة غريبة ورؤية وفلسفة النظام الاقتصادي في العراق بعد عام 2003 لم تكن واضحة المعالم بسبب الازمات السياسية والامنية مما انعكس بشكل سلبي على السياسة المالية التي تعد من العوامل الخارجية المؤثرة في سوق العراق للأوراق المالية فضلا عن مستوى النشاط الاقتصادي ويعد السوق احد القنوات الاساسية لتمويل النفقات الحكومية عندما تكون الایادات العامة غير قادرة على تغطية هذه النفقات من خلال اصدار (السندات الحكومية) ولقد اصبحت سياسة العجز من اهم الوسائل التي تستخدمها السلطات المالية لتحقيق التوازن الاقتصادي

التمهيد:

تتناول هذا الفصل بحثين من اجل توضيح هذه المنهجية، يتضمن المبحث الأول فكرة عامة عن منهجية البحث بالتركيز على الأهمية والهدف ومشكلة البحث والفرضية والحدود المكانية والزمانية لتشكيل الأساس النظري لمتغيرات البحث، اما المبحث الثاني يتضمن بعض الدراسات السابقة.

المبحث الأول / المنهج العلمي للبحث

اولا : اهمية البحث :

تأتي أهمية هذا البحث من كونه يسعى الى تحليل العلاقة بين السياسة المالية ومؤشرات الاسواق المالية من خلال دراسة اهم متغيرات السياسة المالية والنقدية والاثار التي تعكسها هذه السياسات في مؤشرات الاسواق المالية. اذ تعد السياسة المالية في أي بلد من العالم إحدى الركائز الأساسية للنظام المالي , لما تمتلكه من دور محوري في توجيه النشاط الاقتصادي والتأثير في مؤشرات سوق الاوراق المالية, ومن هنا تبرز اهمية هذا البحث في ابراز طبيعة هذه العلاقة ومدى تأثيرها في واقع سوق العراق للأوراق المالية.

ثانيا : مشكلة البحث :

ان المشكلة التي ركز عليها البحث تعود الى ان السياسة المالية في العراق قد عانت العديد من الاختلال في ادواتها من الايرادات العامة والنفقات العامة من خلال المدة (2005-2023) وتتمثل مشكلة البحث المطروحة في الاجابة على الاسئلة التالي:

1. ما هو أثر السياسة المالية على سوق العراق للأوراق المالية؟
2. ما هو واقع سوق العراق للأوراق المالية؟
3. ما مدى تأثير متغيرات السياسة المالية من النفقات العامة والايرادات العامة والدين العام على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية؟

ثالثا: اهداف البحث:

يهدف البحث بشكل عام الى دراسة اثار السياسة المالية في مؤشرات الاسواق المالية في العراق للمدة (2005-2023) ويمكن تحديد جملة من الاهداف التفصيلية للبحث كما يأتي:

1. تحليل الواقع الحالي للسوق المالي في العراق.

2. بيان طبيعة العلاقة بين السياسة المالية ومؤشرات سوق الأوراق المالية، وقياس مدى تأثيرها في السوق المالي.
3. تحليل أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات السوق المالي، وتحديد طبيعة العلاقة بينها خلال المدة (2005-2023) .

رابعاً: فرضية البحث : ينطلق البحث من عدة فرضيات مفادها:

1. تسهم أدوات السياسة المالية (النفقات العامة والإيرادات العامة والدين العام) في التأثير على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023).
2. تسهم أدوات السياسة النقدية (عرض النقد وسعر الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف) في التأثير على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023).
3. يوجد علاقة سلبية ذو دلالة إحصائية بين النمو الاقتصادي ومؤشرات سوق العراق للأوراق المالية.

رسم توضيحي (1-1) المخطط الافتراضي للبحث



خامساً: الحدود الزمانية والمكانية للبحث:-

الحدود المكانية : الاقتصاد العراقي , سوق العراق للأوراق المالية.
الحدود الزمانية : شملت الحدود الزمانية المدة (2005-2023).

سادسا: منهجية البحث:

من اجل تحقيق اهداف البحث واختبار الفرضية، تم استخدام المنهج التحليلي الوصفي والكمي لتحليل سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسات المالية في العراق للمدة (2005-2023)، واستخدام البيانات ربع سنوية التي تم جمعها من البنك المركزي ووزارة التخطيط والوزارة المالية وسوق العراق للأوراق المالية ويتم تحليلها من خلال برنامج (Eviews13)

سابعا: هيكلية البحث:

لغرض الوصول الى اهداف البحث والتحقق من فرضيته تم تقسيمه الى أربعة فصول , تناول الفصل الأول منهجية البحث ويتكون من مبحثين , الأول : تناول مقدمة البحث والاهمية واهداف وفرضية البحث والحدود المكانية والزمانية للبحث. اما المبحث الثاني : تناول الدراسات السابقة للبحث , بينما اهتم الفصل الثاني بالمفاهيم النظرية للأسواق المالية والسياسة المالية ويتكون من ثلاثة مباحث , الأول: المفاهيم النظرية للسياسة المالية , اما المبحث الثاني : المفاهيم النظرية للأسواق المالية , اما الثالث : العلاقة بين السياسة المالية والأسواق المالية, بينما اهتم الفصل الثالث بتحليل المتغيرات المالية والنقدية ومؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023) ويتكون من ثلاثة مباحث , المبحث الأول : تحليل العلاقة بين مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية والمتغيرات المالية خلال المدة (2005-2023) , المبحث الثاني : تحليل علاقة مؤشرات سوق العراق للأوراق مع بعض المتغيرات الاقتصادية خلال المدة (2005-2023) , المبحث الثالث : تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية باستخدام تحليل swot للمدة (2005-2023) , بينما تناول الفصل الرابع قياس المتغيرات المالية والنقدية ومؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023) ويتكون من ثلاثة مباحث , المبحث الاول : التحليل الكمي لسوق العراق للأوراق المالية ومتغيرات السياسة المالية والنقدية خلال المدة (2005-2023) بينما المبحث الثاني : تحليل السببية والاستقرارية لمؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وبعض المتغيرات الاقتصادية خلال المدة (2005-2023) , اما المبحث الثالث : تقدير النماذج (مؤشرات السوق مع المتغيرات الاقتصادية) باستخدام منهج ARDL, ويختم البحث بالاستنتاجات والتوصيات.

المبحث الثاني / الدراسات السابقة

تشمل الدراسات السابقة المراجعة النقدية لكل البحوث السابقة، وتعد خطوه ضرورية لما توفره رؤية بحثية تاريخية شاملة وصادر متنوعة وجديدة وتزود بالكثير من الافكار والادوات التي تساعد في صياغة اشكالية البحث بأسلوب جديد لان تتخذ منها" توسعياً من الزخم المعرفي والتي على اساسها يمكن الانطلاق من حيث ما توصل اليه الآخرون ومن هذا المنطلق يتناول المبحث الحالي بعضاً من الجهود المعرفية ذات العلاقة بمتغيرات الدراسة من السياسة المالية وسوق الأوراق المالية.

1. الدراسات العراقية

عنوان الدراسة	تأثير بعض متغيرات السياستين المالية والنقدية في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2022) محمد سعد جودة , 2024
اهداف الدراسة	تسعى هذه الدراسة الى بيان اثار بعض متغيرات السياسة المالية (النفقات العامة , الايرادات العامة) , ومتغيرات السياسة النقدية المتمثلة (عرض النقد , معدل التضخم) على بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية التي تشمل (القيمة السوقية , مؤشر العام للأسعار , عدد الشركات , حجم التداول , معدل دوران الاسهم) وتحليل الارتباط بينهما للمدة (2004-2022)
نتائج الدراسة	أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين متغيرات السياسة المالية والنقدية ومؤشرات السوق، وكان تأثيرها كبيراً وفقاً للقيمة المعنوية ($t < 0.05$). كما بينت أن هذه المتغيرات تُعد من العوامل الأساسية المؤثرة في مؤشر السوق، نظراً لدورها في تحديد المركز المالي للدولة، باستثناء ارتباطها الضعيف بمؤشر عدد الشركات.
الاساليب الاحصائية المستعملة	لمعرفة مستوى تأثير المتغيرات السياسية والنقدية على مؤشرات سوق المالي تم استخدام الاسلوب القياسي وبرنامج Eviews 10 لتحليل البيانات نصف السنوي .

عنوان الدراسة	اثر متغيرات السياسة المالية في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال المتغيرات النقدية الوسيطة , علاء عباس داخل الركابي , 2023
اهداف الدراسة	1. معرفة اهم الجوانب النظرية والمعرفية للسياسة المالية والسياسة النقدية وسوق الاوراق المالية 2. معرفة الية عمل سوق العراق للأوراق المالية من خلال دراسة وتحليل مؤشرات السوق 3. تحليل اهم متغيرات واجراءات عمل السياسة المالية والنقدية , وبيان اثر السياسة المالية
نتائج الدراسة	اظهرت النتائج ان السياسة النقدية كان لها اثر قوي وفعال في تحليل اثر متغيرات السياسة المالية في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية عندما اظهرت النتائج التي تم توصل اليه مطابقة مع الفرضية
الاساليب الاحصائية المستعملة	تم استخدام المنهج الاستقرائي واسلوب تحليل القياس الاقتصادي من اجل تحليل اثر السياسة المالية والنقدية على مؤشرات سوق الاوراق المالية لغرض الوصول لأهداف البحث.

الفصل الأول : منهجية البحث والدراسات السابقة

عنوان الدراسة	دراسة الاثار النقدية للسياسة المالية في العراق للمدة (2003-2020) زهراء حيدر عبد الجبار , 2022
اهداف الدراسة	تهدف الى تحليل السياسة المالية لجميع ادواتها , من الايرادات والنفقات واثارها النقدية ويمكن اختيار الطريقة التي تستعملها الدولة في تمويل العجز الموازنة يمكن تلجا الدولة للاقتراض من عدة مصادر اما عن طريق البنك المركزي , البنوك التجارية , مؤسسات غير مصرفية , واي طريقة من هذا الطرق يتوقف على اختيار الدولة وعلى درجة الاستقلالية الذي يتمتع بها البنك المركزي .
نتائج الدراسة	اظهرت نتائج الدراسة ان الزيادة الكبيرة في الانفاق العام، يؤدي الى زيادة العجز في موازنة الدولة، وبسبب للانخفاض المرونة للإيرادات تؤدي طريقة الاصدار النقدي أحد الطرق، لتمويل الموازنة وتؤدي بذلك الى زيادة تدفق النقدي وبالتالي زيادة معدل التضخم في الاقتصاد.
الاساليب الاحصائية المستعملة	وفقا لمنطق النظرية الاقتصادية تم الاعتماد على الاسلوب الوصفي والتحليلي، وتم استخدام الاسلوب الاستقرائي لربط النتائج التي تخص الاثار النقدية للسياسة المالية

2_الدراسات العربية

عنوان الدراسة	اثر السياسة المالية على اسعار سوق الاوراق المالية في الدول النفطية من خلال المدة (1985-2019) عبد الحميد حفيظ, 2022
اهداف الدراسة	يسعى هذا البحث لتحديد تأثير بعض متغيرات السياسة المالية في الدول المصدرة للنفط , وبالتحديد المملكة العربية السعودية واثرها على حركة اسعار الاسهم في سوق الاوراق المالية من خلال المدة (1985-2019)
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة على ان هنالك علاقة طردية بين المتغيرات لكل من الايرادات النفطية بالقيمة السوقية والنفقات العامة , وايضا هنالك علاقة عكسية بين الناتج المحلي الاجمالي واسعار النفط .
الاساليب الاحصائية المستعملة	تم الاعتماد على اختبار جذر الوحدة وبالتحديد اختبار ديكي فولر الموسع لذلك من اجل معرفة درجات التكامل للمتغيرات الدراسة وفق نموذج السلاسل الزمنية , وايضا تحليل التكامل المشترك بالاعتماد على اختبار جونسن , بالإضافة من اجل الوصول الى العلاقة طويلة وقصيرة المدى بين المتغيرات باستخدام نموذج تصحيح الخطأ.

عنوان الدراسة	صناديق الاستثمار وانعكاسها على بعض مؤشرات الأسواق المالية (دراسة تجربة المملكة العربية السعودية وإمكانية تطبيقها في العراق) للمدة (2000-2017)
الباحث والسنة	جهد فيصل جهاد الجليحاوي , 2019
هدف الدراسة	تهدف الدراسة الى بيان دور صناديق الاستثمار في تعزيز كفاءة الأسواق المالية السعودية وبيان إمكانية إقامة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية العراقية .
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة الى توفر اهم المتطلبات الرئيسية اللازمة لإنشاء صناديق الاستثمار في العراق سواء من ناحية القوانين والموارد المالية وتكنولوجيا المعلومات والخبرات الفنية لإدارة الصناديق.

الفصل الأول : منهجية البحث والدراسات السابقة

الاساليب الإحصائية المستعملة	تم استخدام برنامج الحزمة الإحصائية SPSS وبرنامج Excel لمعرفة قيم المؤشرات الإحصائية منها معامل الارتباط (بيرسون) ومعادلة الانحدار الخطي البسيط ومعامل التحديد والوسط الحسابي .
------------------------------------	--

عنوان الدراسة	اثر السياسة المالية على اداء سوق الاوراق المالية دراسة حال الاردن خلال المدة (1990-2014)
الباحث والسنة	مناصرية خولة , 2016
اهداف الدراسة	تتمحور هدف هذا الدراسة في تحليل اثار السياسة المالية على اداء الاسواق الاوراق المالية ويتباين اثرها حسب السياسات المتبعة كل منها ,ويمكن ربط متغيرات الدراسة من خلال تحديد الادوات والقنوات الاساسية لمعرفة مدى تأثير السياسة المالية على اداء الاسواق المالية في الاردن ويضم السوق مجموعة من الشركات والمصارف
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين النفقات العامة وكلّ من المؤشر العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية في بورصة عمان. كما أظهرت ضعف الارتباط بين النفقات العامة ومبيعات الأسهم وحجم التداول.
الاساليب الإحصائية المستعملة	تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي وبرنامج Eviews8 من اجل تحليل البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة لمعرفة قوة العلاقة

3_الدراسات الأجنبية

عنوان الدراسة	The Asymmetric Impact of Fiscal Policy on an Emerging Stock Market التأثير غير المتماثل للسياسة المالية على سوق الاوراق المالية الناشئة
الباحث والسنة	Chee Long Lee et al. 2022
هدف الدراسة	بحثت هذه الدراسة في التأثير غير المتماثل للسياسة المالية على سوق الاوراق المالية في ماليزيا , وظهرت ان السياسة المالية لا يوجد لها اي تأثير على اداء سوق الاوراق المالية في المدى البعيد , مع ذلك ادى توسع الانفاق المالي الى تعظيم عائد سوق الاوراق المالية , بينما ادى انكماش الانفاق المالي الى تفاقمه في المدى القريب
الاساليب الإحصائية المستعملة	تم استخدام منهجية NARDL يأخذ هذه النموذج لتصحيح الخطأ غير المتماثل من خلال اختبار جذر الوحدة وتقدير المعادلة باستخدام معيار المعلومات ALC وأخيرا اختبار التكامل المشترك .

عنوان الدراسة	Fiscal Policy and Stock Market Development in an Emerging West African Economy: The Case of Nigeria السياسة المالية وتطوير سوق الأوراق المالية في اقتصاد ناشئ في غرب افريقيا : دراسة حالة نيجيريا
الباحث والسنة	Paschal chikwado Nwakobi et al.2020
اهداف الدراسة	هو بيان مدى تأثير السياسة المالية في تطور سوق الأوراق المالية من خلال الفترة 1986_2018 في اقتصاد ناشئ في غرب افريقيا وبالتحديد نيجيريا , وتحليل اثر العجز المالي في جميع مؤشرات الاسهم بما يتضمن قيمة الاسهم المتداولة واجمالي الانفاق الحكومي ونسبة الدوران , تم الاعتماد على البيانات الصادرة من البنك المركزي وبورصة الأوراق المالية النيجيري
نتائج الدراسة	كشفت نتائج البحث لا يوجد تأثير للعجز المالي على جميع مؤشرات الاسهم في الاسواق المالية النيجيرية, وان اجمالي الانفاق الحكومي ينفي وجود تأثير معنوي على نسبة رأسمال السوق ومعدل دوران سوق الاسهم , وحيث اثبت ان هنالك تأثير معنوي لأجمالي الانفاق الحكومي على نسبة قيمة الاسهم
الاساليب الاحصائية المستعملة	تم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي ARDL من اجل تحليل طبيعة العلاقة بين السياسة المالية ومؤشرات تطوير الاسواق المالية, وكذلك تم تحليل مدى تأثير السياسة المالية في تطوير سوق الأوراق المالية من خلال تشخيص العلاقة السببية

عنوان الدراسة	تحليل العلاقة السببية بين البنية المالية التحتية والاستثمارات الأجنبية في ماليزيا واندونيسيا للمدة من 1990-2013
الباحث والسنة	رقل جميل عزيز وعمار حمد خلف, 2016
اهداف الدراسة	يهدف هذا البحث الى قياس مدى تأثير تطور البنية المالية التحتية على تدفق الاستثمارات الأجنبية في جمهورية ماليزيا واندونيسيا من خلال تحديد قنوات التأثير المباشر وغير المباشرة التي تمارسها البنية المالية التحتية على الاستثمارات الأجنبية.
نتائج الدراسة	تبين ان البنية المالية التحتية تؤثر بشكل مباشر في الاستثمارات الأجنبي المباشر وأيضاً وجدت علاقة سببية بين معدلات النمو الاقتصادي وتطور البنية المالية التحتية.
الاساليب الاحصائية المستعملة	تم الاعتماد على الأسلوب الاحصائي (Principal Components Analysis-PCA) واختبار السببية (Causality Test).

الفجوة البحثية :

تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسة المالية بناءً على الدراسات المقدمة والدراسة المقترحة (تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسة المالية خلال المدة (2005-2023))، يمكن تحديد الفجوة البحثية في خمس نقاط كالتالي:

- 1 . تفتقر الدراسات السابقة الى تحليل شامل لتأثير متغيرات السياسة المالية (النفقات، والايادات، والدين العام)، السياسة النقدية (عرض النقد، والتضخم، وسعر الفائدة، وسعر الصرف، والنمو الاقتصادي) على اداء سوق العراق للأوراق المالية، خاصة في ظل التقلبات الاقتصادية والامنية خلال مدة الدراسة.
- 2 . تعميق فهم العلاقات الزمنية بمنهجية ARDL في السياق العراقي رغم استخدام أساليب قياسية، لم تتعمق الدراسات العراقية السابقة في تطبيق منهجية ARDL لتقديم تحليل دقيق للعلاقات طويلة وقصيرة الأجل بين السياسات المالية وأداء السوق العراقي، مما يحد من فهم استجابة السوق الديناميكية.
- 3 . تشير الدراسات السابقة إلى غياب استخدام تحليل SWOT كأداة منهجية في تناول واقع الأسواق المالية، مما يكشف عن فجوة بحثية يسعى هذا البحث إلى سدها عبر توظيف هذه الأداة لتحليل عناصر القوة والضعف والفرص والتهديدات، وصولاً إلى تعزيز التوصيات والسياسات المقترحة.
- 4 . التركيز على دور الدين العام في سوق الأوراق المالية العراقية لم يتم التركيز بشكل كافٍ على الدور المحدد والمؤثر للدين العام كأحد أبعاد السياسة المالية في تشكيل مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية. تبرز الفجوة في تحليل كيفية تأثير زيادة أو إدارة الدين العام على سيولة السوق، ثقة المستثمرين، وأداء السوق العام، خصوصاً في اقتصاد يعتمد على النفط.



الفصل الثاني

الفصل الثاني : الاطار النظري للسياسة المالية والأسواق المالية



التمهيد

السياسة المالية هي اداة بالغة الاهمية تستخدمها الحكومات في جميع انحاء العالم للتأثير على الاقتصاد ولتحقيق الاهداف الاقتصادية الكلية. وتُعد تأثيرات السياسة المالية على سوق الأوراق المالية من أبرز الجوانب، إذ يُمثل هذا السوق العمود الفقري للاقتصادات الحديثة، لما يوفره من فرص تمويل للشركات وخيارات استثمارية للمستثمرين ويمكن للسياسة المالية ان تؤثر من خلال التغييرات في الانفاق الحكومي ومعدلات الضرائب يتناول هذا الفصل الإطار النظري لمتغيرات البحث الذي يتم عرضه من خلال ثلاثة مباحث، والذي يعرض فيه الإطار المفاهيمي للسياسة المالية والأسواق المالية في حين يركز المبحث الثالث على بيان طبيعة العلاقة بين السياسة المالية والأسواق المالية .

المبحث الأول / الإطار المفاهيمي للسياسة المالية

المطلب الاول: مفهوم السياسة المالية Concept Of Fiscal Policy

تعد السياسة المالية Fiscal Policy أحد فروع علم الاقتصاد العام، وتشير الى الادوات المالية التي تستخدمها الحكومة لتوجيه الاقتصاد في سبيل تجنب السيناريوهات الاقتصادية غير المستقرة التي تزعزع استقرار وتنفيذ ميزانية الدولة (حسن،2018، 13-14).

كذلك اوضح (Abida &Salman ,2023,138) أن السياسة المالية اداة لتنفيذ السياسة الاقتصادية للحكومة وتهدف الى تحقيق الاهداف المرسومة والتي تطمح بها، وذلك من خلال ادواتها الرئيسية (النفقات العامة والاياردات العامة والموازنة)، والتي تساهم في رفع معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق الرفاه الاقتصادي. ويُجسّد مفهوم السياسة المالية عملية تخصيص الموارد بهدف تحقيق التوازن بين الركائز الثلاث الأساسية للمجتمع: رأس المال البشري ، ورأس المال المادي، ورأس المال الطبيعي(*) .

ويعد مدى القدرة على توظيف هذه الموارد والاستفادة منها مرتبطاً بمدى ملائمة السياسات الضريبية وحجم الأموال المخصصة لسياسة الانفاق (Omodero ,2023,27-44).

* راس المال البشري: وهي مجموعة المعارف والمهارات والقدرات والصحة التي يمتلكها الافراد ويتم استثمارها لتنمية قدراتهم الإنتاجية في المجتمع.

راس المال المادي: هي الأصول المادية الملموسة التي تستخدم في انتاج السلع والخدمات وتشمل الآلات والمباني والمعدات والتكنولوجيا وهو المحرك الأساسي لعملية الإنتاج والنمو.

راس المال الطبيعي: هو مخزون الموارد الطبيعية سواء متجددة كالهواء والمياه والتربة او غير متجددة كالمعادن إضافة لنظام البيئي.

وبناء على ما سبق من التعريفات السابقة تعرف السياسة المالية بأنها احدى اهم أدوات السياسة الاقتصادية من خلال مجموعة من الادوات والاجراءات التي تستخدمها الدولة كالأنفاق الحكومي والضرائب والاعانات لتحفيز النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار . باعتبارها هي ترجمة رقمية للأهداف الاقتصادية والاجتماعية المخطط له.

المطلب الثاني: أدوات السياسة المالية Fiscal Policy Tools

تعد أدوات السياسة المالية من الوسائل التي تستعملها الدولة للتأثير على المؤشرات الاقتصادية فيؤدي ذلك الى تحقيق الاهداف المالية والاقتصادية والاجتماعية، وتتمثل اهدافها في توفير الموارد المالية لسد احتياجات الدولة وتعزيز اعادة الهيكلة الاقتصادية وضمان النمو الاقتصادي المستقر والمساهمة في استقرار السوق، وإعادة توزيع الدخل بين الفئات المختلفة من السكان، وتتدخل الدولة في الاقتصاد من خلال السياسة المالية (الانفاق الحكومي والضرائب، الاعانات وما الى ذلك) أبرز الادوات الاتي:

2.1. النفقات العامة Government Spending

تعد سياسة الانفاق العام من اهم أدوات السياسة المالية , اذ تزخر الادبيات المالية بالعديد من التعريفات للأنفاق العام فهو يعرف بانه مبلغ من المال يخرج من خزانة الدولة عن طريق ادارتها ومؤسساتها واجهزتها ووزاراتها المختلفة لإشباع حاجة عامة وقد ازدادت اهمية الانفاق العام مع اتساع دور الدولة في مختلف المجالات الاقتصادية وتتعدد وظائفها بتطور دور الدولة، من كونها دولة حارسة إلى دولة متدخلة، وصولاً إلى دولة منتجة. (Abida & Salman 33,2023) وايضا يعرف بانه مجموعة المبالغ المالية التي تنفقها الدولة لتقديم الخدمات العامة والخاصة للمواطنين او لشراء السلع وتتمكن من تقديم خدماتها لإقامة مشاريع اقتصادية واجتماعية مختلفة اي مبلغ نقدي يتم تحريره من الالتزام المالي من قبل الدولة بهدف تحقيق منفعة عامة (Hussein,2022,24) وتنقسم النفقات العامة الى نفقات التحويلية واخرى حقيقية

1. **النفقات التحويلية:** وهي المبالغ التي يترتب عليها حصول الدولة على سلع وخدمات ورؤوس الاموال وذلك بواسطة اقتطاع جزء محدد من الدخل القومي من فئات اجتماعية ذات دخول مرتفعة الى فئات اخرى ذات الدخل منخفضة. ويتم دفعها دون تعويض وتشمل مجموعة كبيرة من العناصر مثل إعانات الفقراء وإعانات الأحداث وإعانات البطالة، لذا تسمى ب (الانفاق التوزيعي)

2. **النفقات الحقيقية:** تعد النفقات الحقيقية من المكونات الأساسية للإنفاق العام، وهي تمثل تلك المدفوعات التي تُخصصها الدولة للحصول على السلع والخدمات الفعلية اللازمة لتسيير نشاطها وتحقيق

أهدافها الاقتصادية والاجتماعية. وتشمل هذه النفقات ما يُدفع من أجور وتعويضات للعاملين، وما يُنفق على شراء السلع والخدمات التي تحتاجها الأجهزة الحكومية لتأدية وظائفها في قطاعات الصحة والتعليم والدفاع والخدمات العامة وغيرها وتقسم الى نفقات جارية واستثمارية(-)Abdel (Qader&Suleiman,2019,95) (الحسيني, 37,2024)

2.2. الإيرادات العامة Government Revenues :

تشير الإيرادات العامة الى اجمالي الاموال التي تجمعها الحكومة من مختلف المصادر والجهات من خلال الضرائب والعناصر ذات الصلة، مثل الرسوم والتكاليف والغرامات وتحويلات راس المال، غالبا ما ينظر الية على انه مقياس موجز لمدى مشاركة الحكومة بشكل مباشر او غير مباشر في النشاط الاقتصادي لبلد ما، وتعرف الإيرادات العامة بأنها مجموعة من المبالغ النقدية التي تحصل عليها الدولة من مصادر عديدة لغرض تغطية النفقات العامة وتعد السياسة المالية أداة مهما لتنفيذ المهام التي تطلع بها الدولة (الشمري 73,,2018)، كما يمكن تعريفها وهي مجموعة من التدفقات النقدية التي تتحصل عليها الدولة بصفتها السيادية كالضرائب او من مصادر خارجية كالقروض، ذلك من اجل تغطية الانفاق العام وللوصول لتحقيق الاهداف المالية في الدولة (سمية 21,2023) كما تنقسم الإيرادات العامة الى عدة انواع اهمها (الضرائب ، الدومين ، القروض ، الرسوم) ، وبالإشارة بالتحديد الى الضرائب والإيرادات النفطية .

أ.الضرائب : تعد الضرائب احدى ادوات السياسة المالية وتعرف بأنها اقتطاع نقدي الزامي يقع على جميع الافراد والمؤسسات داخل البلد بصورة نهائية دون مقابل، او وهي احد الادوات التي تستخدمها الدولة من اجل تغطية النفقات العامة وتستخدم الإيرادات المحصلة من الضرائب لإعادة تدوير الانفاق على السلع والخدمات(عبد الهادي,69,2021)

وايضا تمثل الضريبة على انها فريضة مالية تجبها الحكومة جبرا على الاشخاص سواء كانوا اشخاصا طبيعيين ام اشخاصا معنويين بأسلوب امري وقسري دون الرجوع الى موافقة الافراد بذلك ويصنف المتخصصون في علم المالية العامة الضرائب الى نوعين الضرائب المباشرة وغير مباشرة الضرائب المباشرة : وهي تلك الضرائب التي يتم فرضها على الدخل وراس المال كالعقارات والاراضي الزراعية، اما الضرائب غير المباشرة :وهي التي تفرض على الاصول من خلال فرضها على الانفاق والاستهلاك والتداول (العامري,64,2020) .

ب. الإيرادات النفطية : وهي الإيرادات المالية التي تحصل عليها البلدان المصدرة للنفط والغاز الطبيعي وهذه الإيرادات ترتفع مع ارتفاع وانخفاض أسعار النفط وتعد اهم مصدر للبلدان الريعية والتي تعتمد بشكل كبير على عائدات النفط بوصفها عصب التنمية الاقتصادية (داود, 2016, 1053) , ويشكل مورد النفط العمود الفقري لاقتصاد العديد من البلدان المصدرة للنفط فهو القطاع الذي يمكن وصفه الممول للموازنة العامة للدولة بإيرادات مالية, مما يجعله يلعب دوراً رئيسياً وكبيراً في تحقيق التنمية الاقتصادية (Awad et al , 2024, 587) .

2.3. الدين العام Public Debt:

يعد الدين العام المصدر الرئيس لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة , والذي ينعكس بدوره على هيكل النمو الاقتصادي, لذا ظهرت تعريفات عديدة في ادبيات الفكر المالي والاقتصادي اذ يعرف الدين العام على انها مجموعة المبالغ التي تقوم الدولة باقتراضها والتي تزيد مدة القرض فيها اكثر من سنة واحدة او اكثر, لذا يقوم بدفع المبلغ المقرض عن طريق الحكومة الوطنية او الهيئة المسؤولة التابعة لها وهو على نوعين (الدين العام الداخلي والدين العام الخارجي) اذ يمثل الدين العام الداخلي القرض الذي تحصل عليه الدولة من داخل حدودها الإقليمية أي يكون الاكتتاب بين الدولة والمواطنين على ارض الدولة (الوائلي والعتابي, 2023, 2) اما الدين العام الخارجي فهو يمثل القروض التي تحصل عليه من خارج حدود الدولة سواء أكان دولاً او منظمات او مصارف اجنبية وعادة ما تكون بالعملة الأجنبية , وتستخدم لسد العجز في الموازنة العامة او لتمويل المشاريع الاقتصادية (الجميل واخرون, 2021, 9).

2,4. العجز المالي Budget Deficit

يحدث العجز المالي الحكومي عندما تقوم الحكومة بأنفاق أكثر مما تحصل عليه لذا يعرف العجز المالي على انه ظاهره اقتصادية شائعة عندما يزيد الانفاق العام عن الإيرادات العامة الناتج عن سوء تخطيط او تقدير الحكومة للموازنة العامة (محمد, 2021, 368) , وقد يكون له أهمية اقتصادية وبالتحديد في فترات الركود الاقتصادي ذلك من خلال تشجيع الانفاق في القطاع الخاص عندما تقوم الحكومة بأحداث عجز مقصود في الموازنة العامة لغرض انتعاش الاقتصاد في حالة الركود فقد تولد الزيادة بالعجز دخل إضافي للجمهور والتي تتزامن مع السياسة المالية التوسعية من خلال زيادة الانفاق الحكومي (الطلب الكلي) حتى يلائم أي عرض المتزايد (صباح ومحمد, 2022, 68)

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية

تمهيد

حظيت الاسواق المالية باهتمام كبير في مختلف دول العالم المتقدمة والنامية على حد سواء نظرا لدورها في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية التي تدعم الاقتصاد الوطني وتسهل الاسواق المالية تبادل راس المال والاصول والاوراق المالية بين مختلف المتعاملين وهي بمثابة محور الاقتصاد العالمي، وتعمل هذه الاسواق كأساس للاقتصادات المعاصرة مما يمنح الحكومات والمؤسسات والمستثمرين الوسائل اللازمة لتوليد راس المال والتحكم في المخاطر وتوزيع الموارد بفعالية.

المطلب اول: مفهوم الاسواق المالية وأهميتها

مفهوم السوق المالي Concept Of The Financial Market

اختلف عدد من الباحثين والمتخصصين الماليين والاقتصاديين في تحديد مفهوم الأسواق المالية ويمكن توضيح جزء منها فيما يلي:

جدول (1-2) مفهوم السوق المالي من وجهة نظر الباحثين والمتخصصين الماليين والاقتصاديين

وهي المكان الذي يجمع بين البائع والمشتري لتبادل الاوراق المالية بأسعار تتوقف بين العرض والطلب، او قد عرفها اخرون على انها مؤسسة مالية تجمع بين مختلف الاطراف من الافراد والمؤسسات لشراء الاوراق المالية التي تضم الاسهم والسندات، وان الاسهم هي ادوات ملكية في حين ان السندات هي ادوات اقراض وهي أحد اشكال الثروة المالية التي تؤثر في الثروة القومية في البلاد.	(عبود وفهمي, 2021, 115)
يعتبر السوق في المفهوم الاقتصادي اشمل واوسع فهو لا يقتصر على مكان محدد او منطقة معينة ليتلقى فيه البائع والمشتري لتبادل فيما بينهم لان السوق ازداد شمولاً واتساعاً مع التطور التكنولوجي الهائل، واصبحت العديد من الاسواق يتم فيها البيع والشراء بين المتعاملين دون الحاجة لمعرفة بعضهم البعض من خلال الاسواق المالية يمكن للحكومات والشركات جمع الاموال لتمويل عملياتها ومشاريعها.	(النسور, 2020, 26)
ويرى (Mishkin) بان الأسواق المالية وهي اطار او هيكل منظم يتم من خلالها تحويل الأموال من وحدات ذات الفائض الى وحدات ذات العجز لتحقيق الكفاءة الاقتصادية العالية.	(طه, 2017, 1)
الاسواق المالية هي الاطار الذي يجمع بين وحدات الفائض ووحدات العجز التي لديها رغبة في استثمار اموالها وتظهر ان الوظيفة الاساسية للأسواق المالية في توجيه تدفق الاموال بين هذا الوحدات في توجيه المدخرات واستثمارها في المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية .	(الخفاجي, 2016, 44)

وعلية وبناء على التعريفات السابقة يمكن تعريف الاسواق المالية بانها أطار او هيكل منظم يجمع بين اطراف المختلفة لتداول الاوراق المالية بمختلف انواعها المدرجة من قبل الشركات بهدف تحقيق التمويل والاستثمار وشرط لابد ان تكون الاسواق المالية كفوءة من خلال شفافية المعلومات الجديدة التي يتم نشرها من قبل الشركات المدرجة في السوق المالي ومن شأنها تساعد المستثمرين على تحقيق المكاسب المالية. ولابد من الاشارة الى ان المشاركين الماليين الذين يشاركون بنشاط الاسواق المالية ولكل منهم غرضه واستراتيجياته المميزة لتحقيق المكاسب المالية وفي الاسواق المالية التقليدية وتوجد فئتان فئة المقترضين (الافراد , والمؤسسات , والحكومة) ويقصد بانها تلك الوحدات التي تعاني من العجز المالي الى جانب الوحدات التي لديها فائض مالي وترغب في استثمار اموالها والتي تمثل فئة المقرضين (الافراد, والمؤسسات , والحكومة) ويتم من خلالها عملية التمويل المباشر في الاسواق المالية , اما التمويل غير مباشر ويقصد به ان تقوم وحدات الفائض المالي بتحويل الموارد المالية الى (الوسطاء الماليون) يدعون بالسماسة ويلعب سماسة البورصة دورا مهما باعتبارهم محترفين يتمتعون بمهارات عالية, ويلبي هؤلاء السماسة احتياجات العملاء من الافراد والشركات ويسهلون معاملات الاستثمار نيابة عنهم بالإضافة الى ذلك غالبا ما يعملون كمستشارين ماليين حيث يقدمون التوجيه للعملاء بشأن محافظ الاستثمار والخيارات لمساعدتهم على تحقيق اهدافهم المالية (Valdez & Molyneux ,31,2016)

المطلب الثاني : اهمية الاسواق المالية The Importance Of Financial Markets

1. تلعب السوق المالية الكفاءة على تحقيق أعلى مستوى ممكن من السيولة عبر الأصول المتداولة قصيرة الأجل. والذي يؤدي بدوره الى انخفاض كلفة التمويل وزيادة الطاقة الإنتاجية ثم يعزز النمو.
2. يساعد على تحديد السعر العادل للأوراق المالية من خلال العرض والطلب، مما يساهم في توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحا وذو منفعة اقتصادية.
3. يعمل على مراقبة وتنظيم اصدار الاوراق المالية هيكلياً وفنيا بما يحقق السرعة والشفافية في التعامل.
4. تتأثر الاسواق المالية بشكل مباشر بتوجهات السياسات المالية والنقدية, اذ تمثل هذه السياسات اداة رئيسية في توجيه حركة السوق المالي حيث يؤدي تدخل البنك المركزي عبر تعديل اسعار الفائدة.
- 5 . تساعد هذه الاسواق على ادارة المخاطر حيث يمكن للمستثمرين تقليل المخاطر من خلال استثمار اموالهم في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية بما في ذلك الاسهم والسندات، وازافة الى المشتقات المالية مثل العقود الآجلة وعقود الخيارات لحماية أنفسهم من الخسائر المحتملة (طالب واخرون ,2016,180). (com, et al.,2024,64).

المطلب الثالث: وظائف الاسواق المالية:-

لقد تناولت العديد من البحوث وظائف سوق الاوراق المالية من زوايا متعددة، نظرا لتعدد هذه الوظائف لذا يمكن تلخيصها في اربعة وظائف رئيسة بالإضافة الى الوظائف الاخرى التي قد برزت في ظل التطورات والعولمة المالية التي شهدت الاسواق المالية.

1- توفير درجة عالية من السيولة للمستثمرين : تعد الأسواق المالية وسيلة لاسترداد المستثمر مدخراته عند طلبه للسيولة، حيث توفر السوق الثانوية سوقاً مستمرة لتداول الأوراق المالية وذلك لان دوافع الاستثمار والادخار هي المحرك الرئيس في البورصة فان استمرارية تداول الأوراق المالية يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة، وتمثل السيولة ميزة لتشجيع المستثمرين على اختلاف انواعهم لتوظيف مدخراتهم في شراء الأوراق المالية. .

2 -تسعير الأصول المالية: من وظائف السوق المالية تقييم وتحديد أسعار الأوراق المالية في ضوء المعلومات المتوفرة عنها، وذلك من خلال عمليات التداول التي تبني على أسس موضوعية غير شخصية، اذ يتم تحديد أسعار الأوراق المالية في السوق على وفق مستوى ارباح الشركات المصدرة لهذه الأوراق بالإضافة الى درجة عدم التأكد من تحقيق الأرباح، ومعدل الخصم المتوقع وبعدها تعمم أسعار الأوراق المالية من خلال وسائل الاعلام والاتصالات لغرض ايصاله لكافة المستثمرين (حسام , 2021, 16) .

3- تخفيض مخاطر الاستثمار: توفر الاسواق المالية ميزات عديدة للمستثمرين اهمها تخفيض المخاطر من خلال تنويع الأدوات الاستثمارية، اذ تتيح الأسواق المالية تكوين محافظ استثمارية والتي تضم مجموعة من الأوراق المالية لقطاعات متعددة، ولا يقتصر توزيع المخاطر فقط على الاستثمار المحلي فحسب، ففي ظل ظاهرة تكامل واندماج الأسواق المالية أصبح هنالك فرصة للاستثمار على المستوى الدولي، أيضا تساعد البورصة في توفير المعلومات دقيقة عن الأدوات المالية من شأنها تساعد في اتخاذ القرارات الاستثمارية .

4-تحفيز الادخار والاستثمار: تلعب الأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب المدخرات المالية وتوظيفها وذلك من خلال استثمارها في الأدوات المالية من الأسهم والسندات، فضلا عن انها تساهم في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتسريع معدلات النمو الاقتصادي من خلال توفير رؤوس الأموال الضخمة التي تعجز الحكومات والبنوك التجارية عن توفيرها، ومن ثم فان الأسواق تساهم في خلق بيئة اقتصادية تشجع على الادخار وتوجيهه الى استثمارات مثمرة تساهم في النمو الاقتصادي(العبيدي , 2018, 8) .

المطلب الرابع: الادوات المالية المتداولة ومؤشرات الاسواق المالية

هنالك عدة تقسيمات للسوق المالي لذلك التقسيم الشائع الذي يعتمد على المعاملات المالية وبشكل عام هنالك سوقان رئيسان: سوق النقد التي يتداول فيها الاوراق المالية قصيرة الاجل، وسوق راس المال التي يتداول فيها الاوراق المالية طويلة الاجل.

اولاً سوق النقد (Money Market) : يعد هذا السوق من اهم الاسواق المالية اذ انه يسهل تداول الاصول قصيرة الاجل ذات استحقاق سنة او اقل , وهي ادوات دين تمنح حاملها الحق في استرداد مبلغ معين سبق اقراضه لطرف اخر, ويطلق على الادوات التي يتم تداولها في هذا السوق (ادوات مرتفعة السيولة او شبه النقد), تتمثل وظيفته الاساسية في تسهيل الصفقات المالية بين وحدات تعاني من عجز مالي مؤقتة والوحدات التي تعاني من فائض مالي مؤقت من خلال تبادل الاصول قصيرة الاجل والتي تتميز بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة مخاطرها , اي انها تحقق الامان للمستثمرين بهدف الاستفادة من الفوائض النقدية او الحصول على تمويل اللازمة لتشغيل المشاريع, لذلك يعد هذا السوق مهما جدا للحكومات وللمن ينفذون السياسة النقدية للبلاد. (et.al.,1319-1329,2020 Al-Aqbi)

ومن اهم الادوات المستخدمة في السوق النقدي تشمل: (جراح واخرون, 2019: 5)

1.أذونات الخزينة Treasury Bills وهي اداة من ادوات الدين الحكومي قصيرة الاجل والتي يتم تداولها في السوق النقدي، وهي لا تحمل سعر فائدة، وانما تباع بخصم عن طريق المزاد العلني، اي بأقل من القيمة الاسمية وبعدها يسترد المستثمر قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق، وهدفها توفير الايرادات المالية للدولة عندما تعجز عن تلبية متطلبات الانفاق الحكومي وتتراوح مدة استحقاقه من (3- 6 أشهر).

2.شهادات اليداع Certificates Of Deposits: وهي شهادات تمثل اداة دين والتي تصدر من قبل المصارف التجارية للمودعين والتي يتم بموجبها ايداع مبلغ مالي لدى المصرف، وتسترد قيمتها في تاريخ الاستحقاق من البنك الذي اصدرها، وهي تتيح فرصة للمستثمر الحصول على سيولة قبل تاريخ الاستحقاق من خلال بيعها في السوق المالي.

3.الاوراق التجارية commercial papers: الورقة التجارية وهي أحد ادوات الدين او محرر والتي يتعهد بمقتضاه أحد الاطراف بأداء مبلغ من المال في زمان ومكان محدد لطرف اخر، وتعد من الادوات المهمة قصيرة

الاجل ذات الدخل الثابت وتصدر لحاملها على اساس الخصم او عن طريق التظهير، وان العائد المتوقع منها عالٍ نسبياً مقارنة بالعوائد المتحققة من الاستثمار في أدونات الخزنة (الخفاجي، 2016، 5).

4. القبولات المصرفية Bankers' Acceptances: وهي اداة دين مسحوبة من العميل على المصرف التجاري، ويطلب فيه من البنك ان يدفع مبلغا محددا من المال لأمره او لأمر شخص آخر في موعد محدد، مما يساهم في خفض المخاطر وتستعمل هكذا نوع من الادوات المالية في تمويل التجارة الخارجية، يترتب على المصرف الالتزام بدفع قيمة إذا عجز العميل عن دفعها (الحلاق والعجلوني، 2016، 54).

5. اتفاقيات اعادة الشراء Repurchase Agreements: وهو عبارة عن عقد بين طرفين ويتم على أساس بيع الورقة المالية الى طرف آخر مع تعهد الطرف البائع بإعادة شرائها في تاريخ وسعر محدد مسبقا في العقد، ويعد هذا العقد عبارة عن قروض قصيرة الاجل لا تتجاوز مدة أسبوعين (الجليحاوي، 2019، 78).

2- سوق راس المال (Capital Markets): وهي الاسواق التي يتم تداول الاوراق المالية ذات مدد متوسطة وطويلة الاجل، والتي تستحق في مدد زمنية اطول من سنة من اجل تحقيق العوائد، واهم الادوات المالية هي الاسهم (اداة ملكية) والسندات (اداة دين) تصدر من قبل الشركات والبنوك والحكومات، ويتميز هذا السوق بارتفاع درجة المخاطر وفي الوقت نفسه يحقق معدل عائد مرتفع نسبياً (الكناني، 2021، 15). وتقسم اسواق راس المال الى اسواق حاضرة : (فتيحة، 2022، 11)

أ. الاسواق الحاضرة او الفورية: Spot Or Cash Markets : ويقصد بها تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية حيث يتم فيها تنفيذ الصفقات فورا وأيضاً يتم تسليم واستلام الورقة المالية من خلال فترة قصيرة لا تتجاوز ثلاثة أيام، والتي تساهم في تجميع المدخرات من مختلف القطاعات ومن ثم توجيهها الى المشاريع الاستثمارية طويلة الاجل وتضم ما يلي:-

1. الاسواق الأولية (Primary Markets): وهي التي يتم فيها تداول الاوراق المالية عند اصداره لأول مرة عندما يتم طرحها من قبل الجهات الحكومية او الشركات حديثة التأسيس والتي تقوم بطرح راس مالها في السوق على شكل اوراق مالية مثل الاسهم والسندات من اجل تمويل مشروعات جديدة او التوسع في مشروعات قائمة، ويتم الاكتتاب فيها من قبل الجمهور، وتعرف أيضاً (بسوق الإصدارات الجديدة).

2. الاسواق الثانوية (Secondary Markets): وهي التي يتم فيها تداول الاوراق المالية التي تم طرحها لأول مرة في السوق الأولية، وتوفر هذه السوق السيولة للمتعاملين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولية،

لذلك فان المستثمرين الذين يحملون هذه الأوراق يمكنهم التخلص منها عن طريق الأسواق الثانوية. والتي تقسم على نوعين هما: (تهامي, 2023, 10):

1. الاسواق المنظمة Organized Exchanges Markets: وهي تسمى (بالبورصة) وتمثل السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية ضمن سوق منظم يتميز بوجود مكان مخصص يلتقي فيه المستثمرون لإجراء عمليات البيع والشراء للأدوات المالية المسجلة، والتي تستوفي شروط الإدراج، بعد أن تم تداولها في السوق الأولية، ويتم إدارته بواسطة مجلس منتخب من قبل اعضاء السوق يسمى هيئة إدارة البورصة.

2. الاسواق غير المنظمة Unorganized Markets: تشمل هذا الاسواق غير المنظمة على المعاملات من عملية البيع والشراء التي تجري خارج الاسواق المنظمة (البورصة)، اي أن هذه الاسواق ليس لها مكان جغرافي محدد تجري فيه المعاملات اليومية وانما تتبع اسلوب أداء الصفقة عن طريق شبكة اتصالات واسعة مثل (التلفون، او الفاكس، الانترنت) الذي يجمع ما بين مجموعة من المستثمرين من مختلف الدول لذا فان الأوراق المالية التي يتم تداولها غير مسجلة في البورصة. وتقسم الاسواق غير المنظمة الى نوعين آخرين هما (ابتسام, 2020, 6):

1.2. السوق الثالث Third Market: وهو جزء من الاسواق غير المنظمة والتي تضم بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة وهي مؤسسات مالية تقوم بعملية شراء وبيع الأوراق المالية بمبالغ وكميات كبيرة، ولكن لهم الحق في التعامل بالأوراق المالية الصادرة من الاسواق المنظمة.

2.2. السوق الرابع Fourth Market: ويضم هذه السوق كلاً من المؤسسات المالية والاستثمارية الكبيرة والمستثمرين الذين يتداولون فيما لشراء وبيع الأوراق المالية، وبذلك يتجنبون التعامل مع بيوت السمسرة وتجار الأوراق المالية، بهدف الحد من العمولات التي يحصل عليها السماسرة، ولذا يعد السوق الرابعة منافساً قوياً للأسواق المنظمة مما قد اجبار بيوت السمسرة والتجار على تخفيض ما يتقاضونه من العمولة.

المطلب الخامس: ادوات المالية المستخدمة في سوق راس المال Capital Market Instruments

تعد الاوراق المالية التي تصدرها الشركات من مختلف القطاعات الاقتصادية وبالتحديد الاسهم والسندات التي يتم تداولها في سوق الاوراق المالية، وتعد الورقة المالية صكاً يعطي بموجبها الحق لحاملها الحصول على عائد او جزء من اصول الشركة، لذا هنالك مجموعة من الاوراق المالية متاحة للمستثمرين تشمل الاسهم والتي تضم (الاسهم العادية والاسهم الممتازة) والسندات التي تضم ايضا انواع مختلفة، ويمكن بيان اهم الاوراق المالية :

اولا: الاسهم stocks: وهي عبارة عن ادوات ملكية طويلة الاجل يتم تداولها في سوق الاوراق المالية الى جانب الاوراق المالية الاخرى وكذلك يمثل جزء من راس مال الشركة المساهمة (الشيخ وتهايم, 2023, 12) وتقسم الاسهم الى نوعين بالظر الى حقوق حملتها بغض النظر عن الانواع الأخرى وتمثل:

أ. **الاسهم العادية Common Stocks:** تعد الأساس في سوق الأسهم , وهي تمثل الحصص التي يتكون منها رأس المال الشركة حيث تكون متساوية في قيمتها الاسمية وتمنح أصحابها حقوقاً متساوية في الملكية .

ب. **الاسهم الممتازة preferred Stocks:** وهي الاسهم التي تعطي لأصحابها ميزات لا يحصل عليها اصحاب الاسهم العادية وتعطي لهم حقوقا اضافية (الغالي وعدنان, 2019, 156-155)

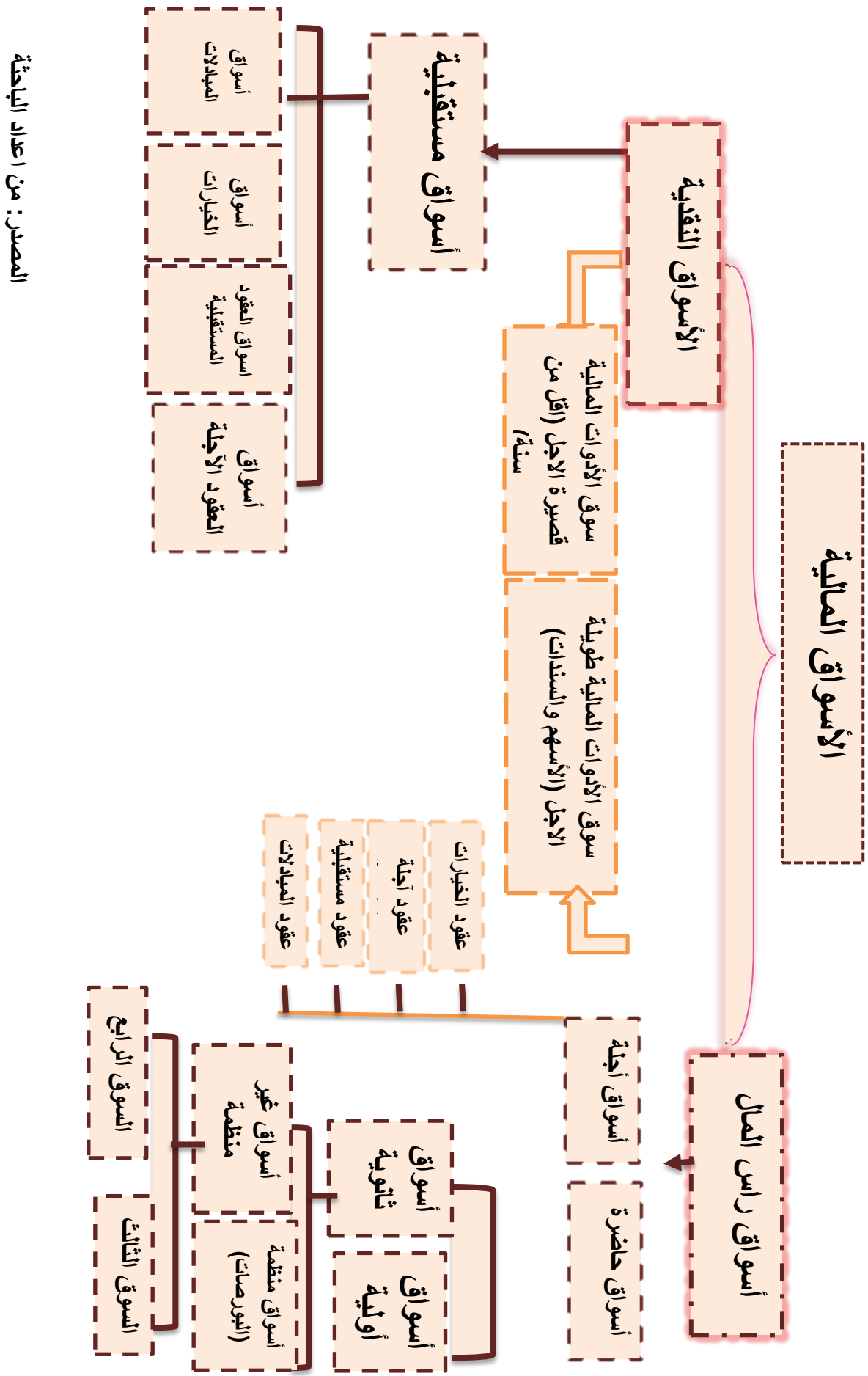
ثانيا: السندات Bonds: يمكن تعريف السندات بانها التزامات دين طويلة الاجل قابلة للتداول من قبل الجهات المصدرة. تتعهد كل جهة مصدرة بسداد القيمة الاسمية في نهاية فترة الاسترداد (الاستحقاق) المحددة للسند بالإضافة الى الفائدة على مدد زمنية محددة (امينة, 2023, 65).

2_ الاسواق الآجلة (المستقبلية) Futures Markets: وهي جزء من الاسواق المالية وتعرف بأسواق المشتقات المالية وسميت بهذا الاسهم لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق اسعار الاوراق المالية من ادوات الاسواق المالية (كالأسهم والسندات) وغيرها. (فتيحة, 2022, 11) وتعرف المشتقات المالية : وهي ادوات مالية معقدة تستمد قيمتها من أصل اساسي مثل السلع والاسهم والعملات والسندات واسعار الفائدة، أصبح استخدام المشتقات المالية شائعاً بشكل متزايد من التداول المضاربين واستراتيجيات ادارة المخاطر (Barngetuny, 2024, 18) وتشمل:

1. **عقود الخيارات (Options contracts):** هي عقود مالية بين البائع والمشتري، يلتزم بموجبة أحد الطرفين والتي تمنح حاملها وهو المشتري الحق بشراء او بيع أحد الاصول (ربما يكون سلعة حقيقة، او عملة، او ورقة مالية، او غيرها) بسعر محدد متفق عليه خلال المدة الزمنية (Liu et al., 2023, 9).

2. العقود الآجلة (Forwards contracts) : وهي اقدم وابسط عقود المشتقات المالية وتسمح للمستثمرين بالمضاربة على تحركات اسعار الاصول دون امتلاكها بشكل مباشر(قندوز 3,2022,12)
3. العقود المستقبلية (Futures Contracts): يعرف العقد المستقبلي على انه اتفاق بين البائع والمشتري على تبادل أصل معين مقابل ثمن يتم دفعة في تاريخ لاحق (Dheyab, et al.,438,2024). يقسم العقد المستقبلي الى انواع عديدة تبعا للأصل(نافع ومجد ,158,2021).
4. عقود المبادلات (Swaps Contracts) ويقصد به وهو عقد مبرم بين طرفين او أكثر لغرض تبادل سلسلة من المدفوعات النقدية خلال المدة المستقبلية(حسن ,147,2018).

شكل (1-2) اقسام الأسواق المالية



المطلب الخامس : مؤشرات سوق الاوراق المالية

أولاً- مفهوم مؤشرات السوق المالي : يضم مجموعة من المؤشرات التي تعكس حالة السوق المالي، ومستوى تطوره، ويمكن الاستفادة منها في تقييم أداء سوق الأوراق المالية ومدى تحقيقه لأهدافه. ويُعرّف مؤشر السوق بأنه قيمة رقمية تُستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ في الأسواق المالية. لذلك يتم انشاء هذا المؤشر وتحديد قيمته في البداية بعدها يتم مقارنة قيمة هذا المؤشر عند اي نقطة زمنية، ففي الاسواق المالية يصف الاتجاه العام للسوق بالهبوط او الصعود اتجاه اصل معين ينشا مصطلح "الهبوط" وفي الاسواق المالية يعني الهبوط ان المستثمرين لديهم نظرة سلبية للسوق او الاداء المستقبلي للأصل ومن المتوقع عموماً ان تنخفض الاسعار او تبقى راكدة، ونتيجة لذلك يلجأ المستثمرون غالباً الى بيع ممتلكاتهم لتجنب الخسائر المحتملة او وتستخدم عدة استراتيجيات منها البيع على المكشوف للاستفادة من انخفاض الاسعار، من ناحية اخرى يشير مصطلح "صاعد" فهو يرمز الى الحركة الصعودية للأسعار وفي السياقات المالية يشير التفاؤل الى ان المستثمرين لديهم نظرة ايجابية للسوق من المتوقع ان ترتفع الاسعار مما يدفع المستثمرين الى شراء الاصول مع توقع مكاسب مستقبلية (Martin & Papimitriou, 2022, 2)

يعرف مؤشر سوق الأوراق المالية على انه أداة كمية ذات دلالة ومضمون معينين، والتي تقيس التغيرات النسبية وتحدد اتجاه تلك التغيرات لمجموعة مشاهدات خلال مدة زمنية معينة. (الجميل, 2017, 89). ويُعد مؤشر سوق الأسهم قيمة رقمية تُستخدم لقياس تحركات السوق المالية والتغيرات في أسعار الأسهم خلال مدة زمنية معينة. ويقيس هذا المؤشر مستويات أسعار السوق من خلال تحليل عينة من أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية، سواء كانت منظمة ام غير منظمة. ويتم اختيار العينة عادة بطريقة يعكس فيها المؤشر حالة سوق راس المال الذي صمم المؤشر لقياسه. (مخلف, 2023, 105).

ثانياً-استخدامات مؤشرات السوق المالية: وتمثل المؤشرات اهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمر في اتخاذ قراراته الاستثمارية بالإضافة، اذ تعبر عن الحالة الاقتصادية للشركات المدرجة في السوق ويتم تداول اوراقها المالية بشكل كبير، ومقياساً لحالة السوق ككل بوصفه المرآة العاكسة ومن استخدامات المؤشرات الاتي: (الحسناوي والعبادي, 2019, 7).

1. **تقييم وإعطاء فكرة عن أداء المحفظة الاستثمارية:** أنّ المستثمر الذي تكون محفظته مجموعة متنوعة من الأوراق المالية المختارة بطريقة عشوائية طبقاً لفكرة التنوع الساذج يحقق عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهناك

العديد من المؤشرات كالمؤشر العام ومؤشر ستاندرد اند بورس (standard & poor's) والذي يتألف من عينة كبيرة 500 شركة وتعكس التنوع الكفؤ.

2. **التنبؤ بحالة الأسواق المالية:** يمكن المستثمر من خلال التحليل الأساسي (يقصد به ومعرفة طبيعة العلاقة التي تربط بين بعض المتغيرات الاقتصادية والتغيرات في بعض مؤشرات السوق المالي) التنبؤ بالحالة المستقبلية لسوق المالي من خلال تتبع التغيرات والتطورات التي يشهدها بمرور الوقت.

3. **المساعدة في تكوين المحافظ الاستثمارية:** يساعد المحلل المالي في تحديد معدل العائد والمخاطر لسوق الأوراق المالية، وذلك من خلال المتابعة اليومية لمؤشرات الأسواق المالية التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري بشكل جيد، لذا تقوم العديد من الشركات المتخصصة ذات الخبرة في مجال الاستثمار بتقديم النصيحة والاستشارة للمستثمرين بتنوع المحافظ الاستثمارية بشكل يتلاءم مع عينة الأسهم التي يشكل منها المؤشر.

ثالثاً-أنواع المؤشرات المالية: ولقياس اداء سوق الاوراق المالية هنالك العديد من المؤشرات التي تعكس مدى تطور السوق وتقدمه ومن اهم المؤشرات ما يأتي:

اولاً: المؤشر العام للأسعار general price index: وهو مؤشر احصائي يقيس الاداء العام للسوق، لذا يتكون هذا المؤشر من مجموع معدل اسعار الاسهم التي تستخدم كمقياس للحركة الكلية للسوق ولصعوبة قياس الاتجاه العام لنشاط السوق تم التوصل الى هذا المؤشر وهو يمثل متوسط اسعار الاسهم أي يقصد به (أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية) بالاستناد على عمليات التداول اليومي يتم احتساب هذه المؤشر، لذا يحتل المؤشر العام لأسعار الاسهم اهمية كبيرة لكافة المتعاملين من الشركات والافراد في السوق المالي (الموسوي واخرون, 2017, 111).

$$\text{السعر المتوسط} = \text{مجموع اسعار الاسهم} / \text{عدد الاسهم} \quad \text{معادلة 1-2}$$

ثانياً: حجم السوق: ويقاس حجم السوق بمؤشرين اساسين هما:

1. **مؤشر القيمة السوقية Market Value Index:** القيمة السوقية: هي مجموعة القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق مضروبة في الاسعار في نهاية المدة. وتقيس قيمة هذا المؤشر حجم الاسواق المالية في الاقتصاد، كما انه يعتبر مؤشراً أكثر دلالة يعكس مدى تطور الاسواق المالية، لذلك قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق المالية كبيراً في بعض الاحيان ومع هذا لا يعني زيادة في القيمة السوقية، تعكس القيمة السوقية مستوى نشاط السوق كلما ارتفعت قيمتها ارتفع مستوى السوق سواء من زيادة عدد الشركات المدرجة في

السوق أم من زيادة في عدد الاسهم او ارتفاع الاسعار التي قد تكون بسبب توسع حجم المعاملات المالية (Al-Shimari et al . 286,2022) يقاس معدل القيمة السوقية بقسمة.

القيمة السوقية للأسهم = عدد الاسهم المتداولة * سعر السهم معادلة 2-2

2. مؤشر عدد الشركات Number Of Companirs:

يشير الى عدد الشركات المدرجة في السوق المالي اذ يعبر ارتفاع عدد الشركات عن زيادة حجم السوق المالي الا ان هذا المؤشر يفقد دلالاته الاحصائية إذا لم ترافقه زيادة في القيمة السوقية، وأيضا يبين المؤشر ان ارتفاع عدد الشركات يدل على التطورات التي تشهدها الأسواق المالية (الموسوي وآخرون، 2020، 175)

ثالثا: سيولة السوق: وتعد هذه الوظيفة إحدى الركائز الأساسية للسوق المالية، إذ تعمل على توفير السيولة المالية الضرورية، والتي تُشكل أولوية رئيسية للمستثمرين، سواء كانوا محللين أو أجانب، بما يضمن كفاءة وسلاسة حركة رؤوس الأموال داخل السوق. (الصفار، 2022، 246).

وهناك مؤشران اساسيان لقياس سيولة الاسواق المالية:

1. **معدل دوران الاسهم Turnover Ratio Of Stok:** هو مقياس لسيولة الاسهم ويقاس هذا المؤشر حجم التداول كنسبة مئوية من القيمة السوقية ويتم احتسابه بقسمة اجمالي عدد الاسهم المتداولة على القيمة السوقية من خلال مدة زمنية معينة، فكلما ارتفع معدل دوران الاسهم زادت سيولة سوق الاوراق المالية (Ahmed & Saeed 2023، 219).

2. **مؤشر حجم التداول Index Volume Trading:** يعكس هذا المؤشر قيم الاسهم للشركات المدرجة داخل السوق المالي بأسعار مختلفة وعلى مدى فترات زمنية معينة. يعكس حجم التداول اجمالي قيمة الاوراق المالية المتداولة بالإضافة، كما يمكن من خلال هذا المؤشر قياس مستوى نشاط السوق اذ تشير زيادة حجم التداول مما يعني وجود عدد كبير من الاوراق المالية المتداولة من خلال عملية البيع والشراء التي يقوم بها المستثمرون والمتداولون في السوق اذ يقاس هذا المؤشر سيولة سوق الاوراق المالية ذلك بالاعتماد على حساب مجموع الاسهم المتداولة على الناتج المحلي الاجمالي (دخيل، 2023، 91).

المبحث الثالث:

العلاقة بين السياسة المالية والأسواق المالية

المطلب الاول: فاعلية السياسة المالية في إطار المدارس الاقتصادية المختلفة: مرت عملية وضع نظريات يتم استخدامها في تفسير السياسة المالية بعدة مراحل تبعاً للأفكار التي تم طرحها وهي: -

1. السياسة المالية في الفكر الكلاسيكي :

قامت السياسة المالية في الفكر التقليدي وفق مجموعة من الأسس استمدتها رواد هذا النظرية من أمثال (ديفيد ريكاردو) , وجون ستوربات ميل , والفريد مارشال ومن مبادئهم ان تعادل الاستثمار والادخار عن طريق احداث تغيرات في سعر الفائدة وعند مستوى التشغيل الكامل (مجد واخرون , 1133,2024) , وأيضاً اهتم الاقتصاديون التقليديون بدراسة المالية العامة بالاستناد على سيادة مناخ الحرية الاقتصادية مع وجود دور محدود للدولة مقتصرأ على الدفاع والحراسة , لذا اعتمدوا على قانون ساي الذي يتعلق بالأسواق وجوهر هذا القانون هو ان الاقتصاد الحر قادر على تحقيق التوازن عند مستوى التشغيل الكامل وذلك من خلال استغلال كل الطاقة الإنتاجية , كما يفترض هذا القانون ان العرض يخلق الطلب الذي يتساوى معه وبالتالي أية زيادة في العرض الكلي هي زيادة في الدخل القومي مع افتراض ان النقود هي وسيلة للتبادل, كما يؤكد الاقتصاديون الكلاسيكيون على تفعيل دور القطاع الخاص حتى يصل الى مستوى العمالة الكاملة عندها سوف يكون بالمكان توظيف كافة الموارد الاقتصادية المتاحة , لذا نجد ان السياسة المالية وفق النظرية التقليدية يكون دورها محدوداً وهو توفير الإيرادات لكي تقوم الدولة بأنفاقها على الخدمات العامة دون ان يكون للسياسة المالية غرض معين سواء كان اقتصادي او اجتماعي او سياسي (علوان واخرون , 57,2020) .

2. السياسة المالية بعد الفكر الكلاسيكي (النظرية الكينزية):

أدت التطورات التي شهدتها العالم في ظل الحرب العالمية الأولى وفترة الكساد العالمي الى تغيير في الأفكار فيما يتعلق بدور الدولة , اذ ظهرت عدد من المعتقدات والتي تدعو الى تدخل الدولة في الأنشطة الاقتصادية , وكان (كينز) المفكر الاقتصادي الذي دعا الى تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي , لكونه يعتقد انه من المستحيل الاعتماد على القطاع الخاص وقوى السوق في تحقيق الأهداف الاقتصادية , وان تحقيق التوازن المالي بين النفقات والايادات العامة في موازنة الدولة لم يعد هدفاً في حد ذاته بل اصبح الهدف هو تحقيق التوازن الاجتماعي والاقتصادي , وذلك عن طريق تخفيض او رفع الطلب الفعلي بهدف تحقيق التشغيل

الكامل (الحسيني, 2017, 101) , او يمكن للدولة اللجوء الى الإصدار النقدي الجديد في فترة الكساد ذلك لغرض التوسع في الانفاق العام او احداث فائض في الموازنة العامة من اجل مواجهة التضخم في أوقات الرواج , ايضا لم يعد التوازن الحسابي في الموازنة امراً ضرورياً مثل ما جاءت به النظرية الكلاسيكية اذ اصبح بإمكان الدولة ان تستخدم الموازنة العامة لمعالجة التقلبات والدورات الاقتصادية التي تعاني منها الأنظمة الاقتصادية الرأسمالية.

3. نظرية المحفظة الاستثمارية:

يعد هاري ماركويتز من المفكرين الاقتصاديين الحاصلين على جائزة نوبل في الاقتصاد الذي اقترح فكرة المحفظة الاستثمارية وقد عرف قاموس (oxford) المحفظة الاستثمارية على انها مجموعة من الموجودات المالية والتي تمثل الأوراق المالية من الأسهم والسندات وتعود ملكيتها لشخص واحد او مؤسسة (الحسناوي , عباس, 2023, 5) , وهناك من عرفها في مجال الاستثمارات المالية بانها عبارة عن "مجموعة من الموجودات المادية والمالية يمتلكها المستثمر مثل الأدوات المالية بأنواعها طويل وقصيرة الاجل والعقارات وغيرها " لذا تعد عملية بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية ليست مسألة تجميع الأدوات المالية, بل يجب النظر في العلاقة المتبادلة بين الاستثمارات اذ ان المحفظة هي عبارة عن تشكيلة من الموجودات المختلطة (المالية والعقارية) والتي يتم ادارتها من قبل جهة تدعى (مدير المحفظة) الذي يسعى لتحقيق الأهداف الاستثمارية من خلال اختيار محفظة تحقق اكبر عائد ممكن عند مستوى مخاطر مقبول (الجميل , وشكري, 2022, 497) ومن اهداف المحفظة الاستثمارية والتي تسعى الى تحقيقها :

1. الحفاظ على راس المال الأصلي وهي تعد من المهام التي تقع على عاتق المدير ويمكن تحقيقها باستعمال الأسس السلمية في اختيار الأوراق المالية.

2. يجب على مدير المحفظة ان لا يكتفي بالحفاظ على راس المال الأصلي، بل يضع نصب عينه هدفاً أساسياً وهو تنمية راس المال لأنه الهدف الذي من اجله تأسست المحفظة الاستثمارية وهذا يمثل هدف مناسب للمستثمر هو تحقيق نمو حقيقياً.

3. من اهم الوسائل لتقليل مخاطر المحفظة هو تنويع الأوراق المالية لهذا تعد أحد الأهداف الأساسية للمحفظة.

4. تقاس المحفظة الاستثمارية بمدى قدرتها في تحويل الأصول المالية الى نقد بأسرع وقت ممكن وهذه يعكس بدوره قدرة المدير الكفو على بيع الأوراق المالية بسرعة عالية في السوق المالية. (الشمري، وجواد, 2021, 86) .

المطلب الثاني: العلاقة ما بين السياسة المالية والأسواق المالية

1. الانفاق العام واثره على الأسواق المالية :

تتأثر الأسواق المالية بمختلف العوامل والاحداث الداخلية ضمن سياسة الدولة العاملة فيها ومن بين هذه العوامل الانفاق العام اذ يعد احد ادوات السياسة المالية التي تستخدمها الدولة من اجل التأثير في النشاط الاقتصادي وأكثرها فعالية في تحفيز الطلب الكلي بما ينعكس في المقابل على جانب العرض الكلي الامر الذي يؤدي الى رفع مستويات اجمالي الناتج المحلي , لذلك في العقود الأخيرة أصبح تحليل العلاقة بين الانفاق الحكومي وسوق الأوراق المالية محورياً رئيساً للنقاش بين الاقتصاديين والمحليلين الماليين (El-Rasoul ,etal,2017,1-22)

وفي تفسير لألية انتقال تأثير الانفاق العام الى الأسواق المالية بافتراض من خلال ثلاث قنوات رئيسية هما: الأولى : هو دعم الحكومة للشركات لبعض القطاعات الإنتاجية المدرجة في سوق الأوراق المالية . اما ثانية: فهي تمثل تحويل الدخل, اما ثالثة: تعمل على تحفيز الطلب على الأوراق المالية , لذلك يؤثر الانفاق العام بصورة مباشرة عبر التأثير في بعض قرارات وانشطة الشركات المدرجة والافراد العاملين, يمكن توضيحها بأبسط صورة عندما تقدم الحكومة دعماً للشركات المدرجة بهدف رفع مستوى انتاجها سوف يرتفع معدلات تداول اسهم الشركات بما يعزز ربحيتها فضلاً عن أرباح المساهمين بما ينعكس على قيمة اسهم الشركات المدرجة في السوق المالي نتيجة تزايد الطلب عليها وبالتالي يؤدي الى ارتفاع اسعار أسهمها وقيمتها السوقية وهذا يدل على ارتفاع القيمة السوقية للسوق في حين ينتقل التأثير غير المباشر للأنفاق الحكومي الى الأسواق المالية من خلال ما يعرف بتحويل الدخل او توزيع الدخل بمختلف انواعه الى موظفي الحكومة والذي يترتب عليه تراكم مدخراتهم واستثماراتهم من خلال استثمار جزء من اموالهم في السوق المالي لشراء الأوراق المالية, الا ان هذا الاستثمار يعتمد بشكل كبير على الفكرة المتصورة بخصوص الأسواق المالية من حيث استقراره وعوائد الاستثمار من خلال مقارنة بالاستثمارات الأخرى, فعندما يتوقع هؤلاء المستثمرون انخفاض المخاطر في سوق الأوراق المالية بما يدفعهم الى الاستثمار في السوق وتفاعلهم معها مع افتراض اثبات العوامل الأخرى بما يؤدي الى ارتفاع حجم التداول في سوق المالي (الدباغ واخرون ,2022,260), ومن ثم يمكن تحفيز الطلب على الأوراق المالية من خلال قيام الدولة بإصدار أدوات مالية محلية مثل سندات التنمية لتمويل ودعم مشاريع البنى التحتية وبالتالي سيحفز الطلب على الاستثمار والتعامل بالأوراق المالية مما يؤدي الى ارتفاع مستويات حجم التداول في السوق المالي (Zhu& Minjiao 95,2018).

2. إثر الضرائب على الأسواق المالية:

من العوامل التي تؤثر في الأسواق المالية السياسة الضريبية , ويعود ذلك الى الارتباط القوي بين الأسواق المالية واتجاهات السياسة الضريبية, قد يكون هنالك تأثير مباشر او غير مباشر, لان استقرار السوق المالي يعد مرآة عاكسة لمدى نجاح السياسات الاقتصادية للدولة ونشاطها في اقتصاد السوق, لذا تعكس الضرائب دور الدولة من خلال تدخلها المباشر للتأثير في النشاط الاقتصادي ذلك من خلال التأثير على فاعلية السوق المالي في أداء وظيفتها التمويلية والتخصيصية , وايضاً تؤثر في وظيفة تعبئة المدخرات من خلال تشجيع وتحفيز مدخرات القطاع العائلي, اذ يتم فرض ضريبة على عوائد الأصول المالية والحقيقة لان معدلات الضريبة تختلف تبعاً للنظام الضريبة السائد في الدولة (عبد القادر , 2017, 71) عندما تفرض الضريبة على قطاع معين بمعدل منخفض فإن المستثمرين يوجهون استثماراتهم الى الحصول على أرباح اكبر وبالتالي يزداد الطلب لشراء اسهم الشركات والعكس صحيح .

لذا تعد الضريبة وسيلة فعالة لمنع توظيف الأموال في الشركات التي تخضع لمعدل ضريبي مرتفع , وتستخدمها الحكومات كحواجز تمنح لبعض الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية عندما تتخفض الضرائب على أرباح الشركات او الأرباح الرأسمالية يزداد صافي العائد للمستثمرين مما يجعل الاستثمار في الأسواق المالية محط انظار للمستثمرين الأجانب الذي يبحثون عن بيئات ضريبية اقل تكلفة وخاصة عندما بدأت الأسواق المالية تتنافس عالمياً على جذب رؤوس الأموال وزيادة الطلب على الأسهم المحلية (Chiad,9,2022) , كما اشارت بعض الدراسات التي توضح تأثير الضرائب على سوق الأوراق المالية منها دراسة (Gomber, et al , 2015) قد تم تطبيق هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية في فرنسا ذلك لقياس فرض ضريبة المعاملات المالية على سوق الأوراق المالية الفرنسي ويسمى أيضاً باسم (ضريبة توبين الفرنسية) * لذا أظهرت نتائج الدراسة ان تقلبات الأسعار تتأثر بشكل مباشر من قبل ضريبة المعاملات المالية نتيجة التغيرات في التكاليف المعاملات, بالإضافة الى بعض التغيرات المحتملة في المتداولين بينما اشارت دراسة (الصمادي , 2016) التي تم تطبيقها على الأسواق المالية في عمان حيث تبين اثر الضرائب الحكومية على أداء بورصة عمان, اذ أوضحت هذه الدراسة الرقم القياسي لأسعار الأسهم وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم, بالإضافة تم الاعتماد على اسلوبين هما التحليل الوصفي والقياسي حيث توصلت الدراسة هنالك تأثير سلبي للضرائب الحكومية على مؤشرات سوق الأوراق المالية الثلاثة (مؤشر العام للأسهم , وحجم التداول, ومعدل دوران الأسهم).

* ضريبة توبين: وهي الضريبة التي تفرض على العملات سريعة التداول في المدى القصير بهدف الحد من المضاربات السريعة في الأسواق المالية.

3. أثر عجز الموازنة على الأسواق المالية :

يعرف عجز الموازنة العامة بأنه انعكاس لعدم قدرة الإيرادات العامة على تغطية النفقات العامة اذ تعد مشكلة عجز الموازنة من المشكلات الاقتصادية التي تواجه الدول المتقدمة والنامية بما يسفر هذا العجز عن اثار عديدة على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية , بالإضافة الى تأثيره على سوق الاسهم , لذلك عندما تعاني الحكومة من عجز في الموازنة العامة تراجع للتأكد مصادر لتمويلها (الدباش , الناصر, 2018, 54)

ويمكن اللجوء الى البنك المركزي لغرض تمويل العجز في الموازنة الذي يتخذ بدوره اسلوبين اسلوباً مباشراً يظهر في قيام الحكومة بطلب القروض النقدية من البنك اما الأسلوب غير مباشر فيتم من خلاله اصدار الحكومة للسندات وبيعها للبنك المركزي (Khashnaw 20-58, 2019)

اما الطريقة الاخرى فهي التمويل غير التقليدي (التمويل التضخمي) ويتمثل في اصدار نقدي جديد وذلك عن طريق خلق كمية إضافية من النقود لذا زيادة العرض النقدي يؤدي ذلك الى زيادة الأسعار وارتفاع معدلات التضخم مما يقلل من القوة الشرائية ويجعل من الشركات المدرجة في السوق تواجه زيادة في التكاليف التشغيلية مما يؤثر على مستويات أرباحها وانخفاض أسعار أسهمها , وأشار اتجاه اخر حيث يؤكد (Tobin , 1977) بنظريته الشهيرة Q Theory ان هنالك علاقة إيجابية بين عرض النقد وسعر الأسهم عند زيادة عرض النقد قد يؤدي الى ارتفاع أسعار الأسهم, وذلك ما يعرف بأثر الثروة وان انتقال تأثير التغير في عرض النقد الى سوق الأوراق المالية من خلال تصورها بنموذج المحفظة الاستثمارية فعند الزيادة في عرض النقد يزداد ارتفاع كمية النقود لدى المستثمر وهذا يشجع على شراء الموجودات المالية , فيساهم بارتفاع أسعارها نتيجة زيادة الطلب عليها, أي يساهم تغير عرض النقد على إعادة ترتيب الموجودات المالية والمادية للمحفظة الاستثمارية للمستثمر, مما يجعل الأسواق المالية تتأثر بشكل غير مباشر بعرض النقد (Kanaan& Al Jashi , 2018, 265-283) ومن جانب اخر ان تمويل العجز عبر اصدار سندات حكومية تقوم الدولة بإصدار السندات الحكومية او اذون خزانة فأن زيادة الدين من خلال هذه الإصدارات ستؤدي الى رفع أسعار الفائدة بهدف جذب المستثمرين وبهذا يجعل السندات اكثر جاذبية مقارنة بالأسهم , والتي تؤدي الى سحب الاموال الفائضة مما يترتب عليها اثار اخر لان الدولة سوف تصبح منافسة للقطاع الخاص في سوق راس المال لذلك يتولد ضغط بدوره على الاستثمار الخاص مع ارتفاع أسعار الفائدة وتكلفة الاقتراض ومن ثم يمتنع قطاع الاعمال عن الاقتراض نظراً لارتفاع تكلفة الاقتراض , (الجادري , 2024, 24-25) وان رفع أسعار الفائدة قد يظهر تأثير في السوق المالي من خلال تدفق راس المال الأجنبي الى الداخل, اذ يساهم في جذب المستثمرين المحليين والأجانب , وان المستثمر الأجنبي لديه رغبة في شراء السندات المحلية بالتالي يرتفع الطلب على العملة المحلية والذي ينعكس على أسعار السلع

والخدمات ستكون اكثر تكلفة بالنسبة للأجانب والسلع الأجنبية اقل تكلفة , فيؤثر سلباً في أرباح الشركات فتتخفص أسعار الأسهم وعمليات التداول في الأسواق المالية (Idham& Al- Iraqi ,2022,229).

5. إثر السياستين المالية التوسعية والانكماشية على الأسواق المالية:

تعد السياسة المالية من الادوات التي تستخدمها الدولة لتحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية بما في ذلك الأسواق المالية, نظراً لأن الأسواق المالية تشكل أهمية بالغة للنمو الاقتصادي, لذا يمكن للسياسة المالية ان تؤثر عليها من خلال التغيرات في الانفاق الحكومي ومعدلات الضرائب اذ تتأثر أسعار الأسهم والسندات وفقاً للقرارات المالية المتخذة (Qodirjon o'g'li & Nazarali o'g'li,2023, 32). تتخذ السياسة المالية شكلين رئيسيين: السياسة التوسعية والسياسة الانكماشية ولكل منهما تأثيرات مختلفة على الأسواق المالية.

أولاً: السياسة المالية التوسعية: تستخدم السياسة المالية التوسعية لتحفيز الاقتصاد خلال فترات الركود او ارتفاع معدلات البطالة, فهو يتطلب من الحكومة إنفاق المزيد من الأموال او خفض الضرائب او كليهما, حيث تمنح الحكومة الافراد والشركات المزيد من المال لشراء السلع أو الاستثمار في معدات جديدة. وعندما يزيد الأفراد أو الشركات من مشترياتهم, فإنهم يرفعون الطلب مما يعزز ارباح الشركات المدرجة في السوق المالي, مما يزيد من جاذبية اسهمها وبالتالي ترتفع اسعار الاسهم (Mutoni,2024,17) او تقوم الحكومة بتخفيض الضرائب على الشركات والافراد مما يزيد ارباح الشركات وينعكس على معدل العائد المطلوب , اما بالنسبة للأفراد انه يزيد من الدخل المتاح لديهم مما يعزز الانفاق الاستهلاكي و الاستثماري , بما يعزز حجم التداول في سوق الأوراق المالية اما الجانب السلبي عندما يتم الاعتماد على السياسة المالية التوسعية بشكل مبالغ وبالتحديد عندما لا يقابل زيادة الانفاق العام هو تنويع مصادر الإيرادات فقد تؤدي الى ارتفاع التضخم, مما يجبر البنك المركزي على رفع اسعار الفائدة وهذا قد يلحق الضرر بأسواق الاسهم (Hubbard & O Brien,2017, 533-536).

ثانياً: السياسة المالية الانكماشية : وتتمثل بأنها السياسة المستخدمة لإبطاء النمو الاقتصادي عند ارتفاع التضخم او تقليل العجز في الموازنة وتتضمن هذه السياسة خفض الانفاق الحكومي او زيادة الضرائب, عندما تقوم الحكومة بخفض الانفاق على المشاريع الحكومية وحتى أجور القطاع العام مما يخفض الطلب على السلع والخدمات وهذه يؤثر على إيرادات الشركات المدرجة في السوق وهذه الشركات تتأثر بشكل مباشر بالسياسة المنفذة داخل الدولة وبالتالي تنخفض أسعار الأسهم أيضا عندما تقوم الحكومة بسحب السيولة من الاقتصاد عبر الضرائب سوف تقل الأموال المتاحة للاستهلاك والاستثمار, وهذه ينعكس على رغبة المستثمرين لا شراء الأسهم فيقل حجم التداول (Riak,2022 , 81).



الفصل الثالث

تحليل المتغيرات المالية والنقدية ومؤشرات سوق العراق للأوراق المالية

تمهيد

يتناول هذا الفصل تحليل المتغيرات المالية والنقدية في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية، من أجل الوقوف على واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسة المالية، وفي هذا الفصل سنتناول ثلاثة مباحث هما:-

المبحث الاول: تحليل مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية ومتغيرات السياسة المالية خلال المدة (2005-2023).

المبحث الثاني: تحليل علاقة مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وبعض المتغيرات النقدية للمدة (2005-2023) .

المبحث الثالث: تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية باستخدام تحليل SWOT للمدة (2005-2023).

المبحث الأول / تحليل مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية ومتغيرات السياسة المالية خلال المدة (2005-2023)

المطلب الاول: تحليل النفقات العامة مع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية:

تعد النفقات العامة عبارة عن مبالغ لنقدية التي تقوم الدولة بإنفاقها لتنفيذ برامجها ولإشباع الحاجات العامة، وتمثل وسيلة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية التي تسعى إليها الحكومة ضمن برامجها. (الساعدي، هاشم، 2021، 69)، ولذلك فهو أحد العوامل المؤثرة على الأسواق المالية.

جدول (1-3) تحليل النفقات العامة مع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال المدة (2005-2023)

السنوات	النفقات العامة (مليار دينار)	المؤشر العام للسوق	القيمة السوقية (مليون دينار)	مؤشر عدد الشركات	حجم التداول	معدل دوران الأسهم %
2005	26,375,2	45.644	3.160.104	85	366809	11.6
2006	38,806,7	25.29	1.948.548	93	146891	7.5
2007	39,031,3	34.59	2.128.868	94	427367	20.07
2008	59,403,4	58.36	2.282.983	94	301350	13.2
2009	52,567,2	100.86	3.125.921	91	411928	13.18
2010	70,134,2	100.98	3.446.713	85	400360	11.61
2011	78,757,7	136.03	4.930.232	87	941198	19.09
2012	105,139,6	125.02	5.597.363	85	893825	15.97
2013	119,127,6	113.15	11.451.368	73	2840220	24.80
2014	115,937,8	92	9.520.626	74	898316	9.43
2015	82,813,6	730.56	8.503.943	76	456180	5.36
2016	73,571,3	649.48	9.354.696	97	515956	5.51
2017	75,490,2	580.54	10.721.116	101	900154	8.40
2018	80,873,2	510.12	11.350.356	103	232681	4.11
2019	111,723,576	493.76	11.661.912	102	164592	2.44
2020	76,082,4	508.03	14.033.415	104	330385	2.35
2021	102,849,7	569.2	15.872.906	105	812698	5.12
2022	116,959,6	585.95	15.587.161	103	521519	3.34
2023	142,435,6	893.15	18.662.976	103	689622	3.69

المصدر: البنك المركزي العراقي، وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء، للسنوات (2005-2023)

يلاحظ من خلال جدول (1-3) تحليل مسار النفقات العامة في العراق ومدى تأثير على مؤشرات سوق الأوراق المالية، إذ شهدت النفقات العامة اتجاهاً تصاعدياً منذ عام 2005 وحتى عام 2023 ماعداً بعض السنوات التي تراجعت فيها. نلاحظ من خلال المدة (2005-2010) اخذ الانفاق الحكومي بالارتفاع المتواصل نتيجة ارتفاع أسعار النفط إذ بلغت الإيرادات النفطية في عام 2005 (21,8) مليار دينار إذ خصصت الحكومة جزءاً كبيراً من الموازنة لإعادة الأعمار وتحسين البنية التحتية وبالتحديد بعد الظروف الاقتصادية والأمنية بعد عام 2003 ، انعكس هذا الارتفاع على مؤشرات سوق الأوراق المالي باعتباره احد مكونات النظام المالي ويتأثر بالأوضاع الاقتصادية حيث ارتفع المؤشر العام للسوق نتيجة ارتفاع الانفاق الاستثماري من قبل المستثمرين لشراء الاسهم والسندات مما انعكس بدوره على القيمة السوقية وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم بسبب استمرار الحكومة باتباع السياسة التوسعية تؤدي الى زيادة الدخل القابل للأنفاق لدى الافراد والشركات مما توجه جزءاً من هذه الأموال نحو الاستثمار في سوق الأسهم ، وايضاً شهد السوق دخول الشركات الأجنبية لاستغلال الفرص الاستثمارية بعد اصدار قانون الاستثمار رقم (13) لسنة 2006 مما ارتفع مؤشر عدد الشركات المدرجة حيث بلغت (85) شركة الا انه سرعان ما انخفض الانفاق العام في عام 2009 إذ تراجعت بعض مؤشرات السوق المالي وهي (عدد الشركات ، وحجم التداول ، ومعدل دوران الأسهم) نتيجة الازمة المالية التي أدت الى انخفاض الطلب العالمي على النفط مما أدى الى الاعتماد على سياسة نقدية لتقليل العجز المالي .

شهد عامي (2012 و 2013) زيادة على التوالي في النفقات العامة، اما في عام (2014) شهدت انخفاضاً بسبب تنظيم داعش الارهابي، مما أدى الى تخصيص جزء كبير من الانفاق لتمويل العمليات العسكرية والأمنية ، وهذا الاحداث اثرت بشكل مباشر في المؤشر العام للسوق بسبب انخفاض الانفاق الحكومي مما يسبب انخفاض الطلب على الأوراق المالية التي تؤثر على أداء الشركات المدرجة في السوق وبعض التي تعاني من الخسائر المالية بسبب توقف المشاريع الحكومية وخاصة التي تعتمد على العقود الحكومية (مثل قطاع الانشاءات والبنية التحتية) وبالنتيجة انعكس على أسعار أسهمها ، اما مؤشر عدد الشركات ومعدل دوران الأسهم وقد انخفضت بسبب خروج عدة شركات من السوق المالي نتيجة للأحداث الأمنية المضطربة إذ لا تغامر الشركات باستثمار اموالها في بيئة مجهولة المستقبل ، كذلك شهد مؤشر حجم التداول تنذباً بين الارتفاع والانخفاض من خلال هذه المدة ، اما بالنسبة للقيمة السوقية فقد انخفضت فقط في عامي (2014 - 2015) .

وفي المدة (2017-2023) اتضح بان النفقات العامة اخذت بالارتفاع نتيجة التطورات في موازنة 2017 يساير مع الإجراءات التي اتبعتها الحكومة في ضغط الانفاق العام حيث بلغ (75,490,2) مليار دينار، وتم التركيز على تخصيصات النفقات الاستثمارية التي بلغت (61) مليار دينار بينما بلغت النفقات التشغيلية (14) مليار دينار بهدف إعادة اعمار البنية التحتية وخاصة للمناطق التي تم تحريرها بالاعتماد على القرض المقدم من قبل بنك اليابان للتعاون الدولي بقيمة (300) مليون دولار والقرض من بنك التنمية الألماني بقيمة (190) مليون دولار (وزارة المالية العراقية ، الدائرة الاقتصادية، قراءة تحليلية للموازنة العامة الاتحادية، 11-12,2017) بالإضافة الى ارتفاع الإيرادات الناجمة عن ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية ، لكن تراجعت في عام 2020 بسبب تفشي جائحة كورونا لتتوقف معظم النشاطات الاقتصادية ومنها سوق العراق للأوراق المالية ومن ثم دخول العالم في أزمة ركود، وبعدها سجل الاقتصاد العراقي لعام 2021 تحسناً وتعافياً في أسعار النفط مما ساهم في توفير السيولة وتحفيز الاقتصاد، فأن التغيرات في الانفاق العام انعكست بشكل مباشر على مؤشرات سوق الأوراق المالية اذ بدا المؤشر العام للسوق بالارتفاع بعد عام 2019 على رغم تأثير جائحة كورونا لأنه شهد تعافياً ملحوظاً بسبب زيادة الانفاق الحكومي وتوسيع التوظيف في القطاع العام مما عزز دخول الافراد وزيادة أرباح الشركات بما يزداد الطلب على أسهمها وينعكس هذا على ارتفاع المؤشر العام للسوق ، اما القيمة السوقية ومؤشر عدد الشركات اذ انخفضت في عام 2022 وبعدها عادت القيمة السوقية الى سابق عهدها في الارتفاع نتيجة ازدياد نشاط القطاعات الاقتصادية وبالتحديد القطاع المصرفي مما زاد عدد الشركات المدرجة في السوق وبلغت عددها في عام 2023 (103) شركة، اما مؤشر حجم التداول ومعدل دوران الأسهم فقد شهد تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض في خلال هذه المدة.

المطلب الثاني: تحليل الإيرادات العامة مع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية:

يقصد بالإيرادات العامة الموارد المالية التي تحصل عليها الحكومة للقيام بوظائفها وتغطية نفقاتها بهدف تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية التي تسعى الى تحقيقها، بما تؤثر بشكل مباشر او غير مباشر على أداء الأسواق المالية من خلال تأثيرها على مستوى السيولة والانفاق الحكومي (وزارة التخطيط، العراقية، 4,2023).

جدول (2_3) تحليل الإيرادات العامة مع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال المدة (2005-2023)

السنوات	الإيرادات العامة (مليار دينار)	أسعار النفط	المؤشر العام للسوق	القيمة السوقية (مليون دينار)	مؤشر عدد الشركات	حجم التداول	معدل دوران الأسهم %
2005	40.5029	53.5	45.644	3.160.104	85	366809	11.6
2006	49.0634	55.56	25.29	1.948.548	93	146891	7.5
2007	54.5995	62.67	34.59	2.128.868	94	427367	20.07
2008	80.2522	88.84	58.36	2.282.983	94	301350	13.2
2009	55.2094	58.96	100.86	3.125.921	91	411928	13.18
2010	70.1782	75.61	100.98	3.446.713	85	400360	11.61
2011	108.8074	103	136.03	4.930.232	87	941198	19.09
2012	119.8172	106.3	125.02	5.597.363	85	893825	15.97
2013	113.8408	103	113.15	11.451.368	73	2840220	24.80
2014	105.3643	96.8	92	9.520.626	74	898316	9.43
2015	66.4703	44.7	730.56	8.503.943	76	456180	5.36
2016	54.8392	36	649.48	9.354.696	97	515956	5.51
2017	77.4222	49.3	580.54	10.721.116	101	900154	8.40
2018	106.5698	65.6	510.12	11.350.356	103	232681	4.11
2019	107.5679	60.38	493.76	11.661.912	102	164592	2.44
2020	63.2007	40.69	508.03	14.033.415	104	330385	2.35
2021	109.0815	68.39	569.2	15.872.906	105	812698	5.12
2022	161.6975	95	585.95	15.587.161	103	521519	3.34
2023	135.6813	78.5	893.15	18.662.976	103	689622	3.69

المصدر: البنك المركزي العراقي، وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء، للسنوات (2005-2023)

يعد سوق الأوراق المالية واحداً من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تعكس أداء الاقتصاد العراقي وهذا السوق يتأثر بالعديد من العوامل، ومنها الإيرادات العامة للدولة أذ تتباين الإيرادات بين الارتفاع والانخفاض تبعاً لأسعار النفط اذ شكلت منذ عام 2003 العامل الحاسم في رسم معالم الاقتصاد العراقي، اذ يعتمد العراق على النفط كمصدر رئيس للإيرادات العامة بنسبة تفوق 90% من اجمالي إيراداته، وقد انعكس هذا الاعتماد بشكل مباشر على هيكل الموازنة العامة لذلك أصبحت الإيرادات النفطية الممول الأساسي للأنفاق الحكومي (صالح, 2024, 168), كونه مصدراً للموارد الإنتاجية وتنمية القطاعات الاقتصادية الأخرى (, kahit & sahib, 2022, 191) نلاحظ من خلال جدول (2-3) شهدت المدة (2005-2010) زيادة الصادرات النفطية وارتفاع أسعار النفط العالمي من عام (2005-2008) مما ساعده بصورة إيجابية في نمو الإيرادات العامة , حيث شهدت ارتفاعاً باتجاه تصاعدي اذ بلغت (40.5029) مليار دينار سنة 2005 واستمرت بالارتفاع الى عام 2008 اذ بلغت (80.2522) مليار دينار وبمعدل نمو (46.98%) , لكن في عام 2009 قد انخفضت أسعار

النفط اذ بلغت (58.96) دولار / برميل . بما انعكست بشكل مباشر في الإيرادات العامة وتعد هذه العلاقة الطردية من خلال هذه الارتباط الوثيق بمستوى العوائد النفطية حيث بلغت الإيرادات العامة (55.2094) مليار دينار وبمعدل نمو بالسالب (-31.21%) مما انعكس على مؤشرات الأسواق المالية الا ان ارتفاع الإيرادات لم ينعكس أثره بشكل مباشر على المؤشر العام للسوق والقيمة السوقية قد انخفضت في عام 2006 بسبب الأوضاع السياسية التي أدت الى عدم وضوح الرؤية الاقتصادية التي تنعكس سلباً على الثقة المستثمرين وبعدها ارتفع حتى عام 2008 اما بالنسبة لمؤشر حجم التداول ومعدل دوران الأسهم اذ أظهرت البيانات انخفاضاً شبه مستمر للمؤشرات من خلال هذه المدة بسبب انخفاض القيمة السوقية على رغم من ارتفاع الإنفاق الحكومي فانه يحتاج الى مدة زمنية لبيان اثر ارتفاع الإيرادات العامة على مؤشرات سوق الأوراق المالية. اما المدة (2011-2016) فقد عاودت الإيرادات العامة بالارتفاع وذلك بسبب ارتفاع أسعار النفط حيث بلغت في عام 2010 (75.61) دولار / برميل واستمر بالارتفاع حتى عام 2012 (106.3) دولار / برميل , وبعد ثلاثة أعوام من المستويات المرتفعة في سعر برميل النفط وصولاً الى عام 2013 بدأت أسعار النفط بالانخفاض اذ بلغت (103) دولار / برميل واستمر بالانخفاض حتى عام 2016 (36) دولار / برميل , ويعود السبب في ذلك نتيجة الحرب ضد تنظيم داعش خلال هذه المدة خاض العراق حرباً مكلفة مما ادى الى استنزاف الموارد المالية بسبب الانفاق العسكري الضخم بالإضافة الى سيطرة تنظيم داعش على حقول نفطية مهمة وعلى اثره تراجع الإنتاج النفطي في بعض المناطق , وفي نفس الوقت تلقى العراق صدمة عالمية وهي انهيار أسعار النفط , بما انعكست هذه الاحداث على السوق المالي وأدت الى انخفاض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية باستثناء مؤشر عدد الشركات ذلك بسبب تدهور الأوضاع الأمنية, وما اتبعها من الإجراءات الحكومية التشفية وعوامل أخرى تتعلق بأداء الشركات المساهمة وتغير مركزها المالي مما ينعكس بصورة مباشرة في أداء المؤشرات المالية ,

شهدت الإيرادات العامة تحسناً تدريجياً خلال الأعوام (2017-2023) نتيجة تحسن الاقتصاد العراقي بسبب الضغوط الاقتصادية الشديدة التي شهدتها العراق في السنوات الماضية بفضل السيطرة على الأوضاع الأمنية وارتفاع أسعار النفط مما ساهم في تطور السوق المالي نتيجة ارتفاع الانفاق الحكومي أدى الى زيادة دخول الافراد والشركات مما زداد الطلب على شراء الأوراق المالية من قبل المستثمرين, الا أن المؤشر العام للسوق وحجم التداول لم يرتفع الا بعد عام 2020 على رغم من تأثير جائحة كورونا لكن بدأت الشركات بالاندراج في سوق العراق للأوراق المالية وزيادة الاستثمارات الأجنبية مما انعكس على القيمة السوقية التي تعبر عن القيمة الكلية للأوراق المالية المدرجة لذا فان ارتفاع القيمة السوقية دليل على اتساع حجم السوق , اما بالنسبة لمؤشر عدد الشركات فقد استمر بين الارتفاع والانخفاض حتى عام 2023 اذ بلغ عدد الشركات المدرجة (103) شركة

نتيجة ارتفاع ثقة المستثمرين بسوق العراق للأوراق المالية من خلال السياسات التي اتبعتها الدولة سعياً الى تحقيق الاستقرار الاقتصادي منها تخفيض الضرائب مما ساعد على ذلك على ارتفاع أرباحها , اما معدل دوران الأسهم فقد استمر بالارتفاع الطفيف ويعود ذلك الى زيادة عملية البيع والشراء بسبب استقرار سوق العراق.

المطلب الثالث: تحليل الدين العام الداخلي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية:

يعد الدين العام مصدراً من مصادر الإيرادات العامة تلجأ اليه مختلف البلدان المتقدمة والنامية لتمويل العجز المالي في الموازنة العامة ولذلك، فإن الدين العام الداخلي يرتبط ارتباطاً وثيقاً بسوق الأوراق المالية، للحصول على المبالغ التي يحتاجها من خلال إصدار السندات والاذونات (صباح و جبار , 2022, 48).

جدول (3_3) تحليل الدين العام الداخلي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023)

السنوات	الدين العام الداخلي (مليار دينار)	المؤشر العام للسوق	القيمة السوقية (مليون دينار)	مؤشر عدد الشركات	حجم التداول	معدل دوران الأسهم %
2005	6593.9	45.644	3.160.104	85	366809	11.6
2006	5644.3	25.29	1.948.548	93	146891	7.5
2007	5193.7	34.59	2.128.868	94	427367	20.07
2008	4455.6	58.36	2.282.983	94	301350	13.2
2009	8434.0	100.86	3.125.921	91	411928	13.18
2010	9180.8	100.98	3.446.713	85	400360	11.61
2011	7446.9	136.03	4.930.232	87	941198	19.09
2012	6548.0	125.02	5.597.363	85	893825	15.97
2013	4658.0	113.15	11.451.368	73	2840220	24.80
2014	9520.0	92	9.520.626	74	898316	9.43
2015	32142.8	730.56	8.503.943	76	456180	5.36
2016	47362.3	649.48	9.354.696	97	515956	5.51
2017	47678.8	580.54	10.721.116	101	900154	8.40
2018	41822.9	510.12	11.350.356	103	232681	4.11
2019	38331.5	493.76	11.661.912	102	164592	2.44
2020	64246.6	508.03	14.033.415	104	330385	2.35
2021	69912.4	569.2	15.872.906	105	812698	5.12
2022	69495.7	585.95	15.587.161	103	521519	3.34
2023	70557.5	893.15	18.662.976	103	689622	3.69

المصدر: البنك المركزي العراقي، وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء، للسنوات (2005-2023)

يمكن تحليل الدين العام الداخلي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وفق بيانات جدول (3-3) إذ يتضح ارتفاع الدين العام الداخلي في عام 2005 ويعود سبب الارتفاع الى حاجة الحكومة الماسة الى الأموال ما بعد الحرب بسبب اضطرابات امنية وسياسية كبيرة مما زاد من النفقات الحكومية, ثم اخذ بالانخفاض التدريجي لغاية عام 2008 , وبعدها استمر في الارتفاع حتى عام 2010 نتيجة انخفاض الإيرادات العامة بسبب انخفاض أسعار النفط على اثر تراجع الطلب العالمي بسبب الازمة المالية العالمية مما أثرت على النشاط الاقتصادي اما مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية تأثرت بتذبذب مؤشر الدين العام الداخلي خلال هذه المدة مما انعكست على ارتفاع القيمة السوقية والمؤشر العام للسوق وعدد الشركات, اما معدل دوران الأسهم فقد شهد انخفاضاً مقارنة بالمؤشرات الأخرى, ذلك من خلال لجوء الحكومة لسوق الأوراق المالية لغرض الحصول على تمويل مما يؤدي الى ارتفاع أسعار الفائدة مما يخفض من قدرة الشركات على التمويل وبالتالي يؤثر سلباً على أرباحها وأسعار أسهمها .

شهد عام 2013 انخفاض الدين العام الداخلي ليصل الى اقل مستوى له خلال مدة البحث , ويعزى سبب هذه الانخفاض الى ارتفاع الإيرادات العامة في العراق الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط الخام في الأسواق العالمية , بما ساعدة الدولة على إطفاء قيمة السندات والحوالات الحكومية , لكن سرعان ما اخذ مؤشر الدين العام الداخلي بالارتفاع من خلال المدة (2014-2017) بسبب الصدمة المزدوجة التي تعرض لها الاقتصاد العراقي في عام 2014 متمثلة بانخفاض أسعار النفط وزيادة النفقات العسكرية لمواجهة تنظيم داعش التي أثقلت كاهل الموازنة العراقية , مما أدى الى انخفاض السيولة والتي تسبب في حدوث عجز مالي في الموازنة العامة للدولة , وان نقص السيولة أثر بشكل مباشر على السيولة المتاحة للأفراد مما قلله الاستثمار في الأوراق المالية وهذا ما يبين بيانات جدول (3-3) بانخفاض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية مما قلل تداول الأوراق المالية وضعف ثقة المستثمرين , لذا يؤدي الى هبوط الطلب على الأسهم وانخفاض أسعارها . اما المدة (2019-2018) فقد شهدت تراجعاً في الدين العام الداخلي وسبب هذا الانخفاض هو ارتفاع أسعار النفط وتحسن الأوضاع الاقتصادية والامنية في العراق لكن سرعان ما اتجه المؤشر بالارتفاع خلال المدة (2020-2023) مقارنة بالفترات السابقة وبسبب هذا الارتفاع الى جانب تدهور أسعار النفط مما دفع الحكومة اللجوء الى الاقتراض الداخلي لتقليص فجوة عجز الموازنة العامة للدولة , على رغم ان ارتفاع الدين العام الداخلي قد يحمل مخاطر اقتصادي وتأثير سلبي على الأسواق المالية, فأن مؤشرات السوق المالي قد ارتفعت في ظل ارتفاع الدين العام , إذ هنالك عدة أسباب تعتمد على كيفية استخدام الحكومة للأموال المقترضة ومدى تحسن السيولة وتأثيره على أرباح الشركات, لذا فان ارتفاع الانفاق الحكومي يؤدي الى زيادة سيولة السوق مما ينعكس في ارتفاع مؤشرات السوق بالرغم من تزايد الدين

المبحث الثاني / تحليل علاقة مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وبعض المتغيرات النقدية (2005-2023)

المطلب الأول: تحليل عرض النقد الواسع (M2) على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية :

يمثل البنك المركزي الجهة المسؤولة عن إدارة عرض النقد، ويقوم بضبطه استجابةً للتطورات الاقتصادية التي قد تنعكس بصورة مباشرة أو غير مباشرة على نشاط سوق الأوراق المالية الذي يعد جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي (zalaqi , 495-498,2021)

جدول (4_3) تحليل عرض النقد الواسع (M2) على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023)

السنوات	عرض النقد الواسع (M2)	المؤشر العام للسوق	القيمة السوقية (مليون دينار)	مؤشر عدد الشركات	حجم التداول	معدل دوران الأسهم %
2005	14.684	45.644	3.160.104	85	366809	11.6
2006	21.080	25.29	1.948.548	93	146891	7.5
2007	26.956	34.59	2.128.868	94	427367	20.07
2008	34.920	58.36	2.282.983	94	301350	13.2
2009	45.438	100.86	3.125.921	91	411928	13.18
2010	60.386	100.98	3.446.713	85	400360	11.61
2011	72.180	136.03	4.930.232	87	941198	19.09
2012	75.466	125.02	5.597.363	85	893825	15.97
2013	87.679	113.15	11.451.368	73	2840220	24.80
2014	90.728	92	9.520.626	74	898316	9.43
2015	82.595	730.56	8.503.943	76	456180	5.36
2016	88.082	649.48	9.354.696	97	515956	5.51
2017	92.857	580.54	10.721.116	101	900154	8.40
2018	95.391	510.12	11.350.356	103	232681	4.11
2019	103.441	493.76	11.661.912	102	164592	2.44
2020	119.906	508.03	14.033.415	104	330385	2.35
2021	139.886	569.2	15.872.906	105	812698	5.12
2022	168.291	585.95	15.587.161	103	521519	3.34
2023	135.6813	893.15	18.662.976	103	689622	3.69

المصدر: البنك المركزي العراقي، وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء، للسنوات (2005-2023)

حظيت العلاقة بين عرض النقد الواسع (M2) ومؤشرات سوق العراق للأوراق المالية باهتمام كبير حيث

يظهر من خلال الجدول (3-4) ارتفاع عرض النقد الواسع (M2) من خلال مدة البحث (2005-2023)

باستثناء عام 2015 ، ويرجع ذلك إلى السياسة النقدية التوسعية التي ينتهجها البنك المركزي العراقي. وان التغيرات في عرض النقد قد تسبب تغيرات في أسعار الأوراق المالية ذلك عندما قام البنك المركزي بزيادة عرض النقد بسنبة اكبر حيث بلغت في عام 2005 (14.684) مليار دينار واستمر بالارتفاع التدريجي حتى عام 2014 حيث بلغ (90.728) مليار دينار الذي ينعكس على كمية السيولة التي يمتلكها الافراد مما يدفعهم الى استخدام بعض أموالهم الفائضة لشراء الأوراق المالية وخاصة الأسهم فأن الطلب الزائد على الأسهم قد ولد كميات كبيرة من حجم التداول ويؤدي الى ارتفاع أسعار الأسهم وقيمتها هذا من جانب, اما من جانب اخر فان ان التقلبات التي تحدث في عرض النقد لها تأثير كبير في سوق السندات ويمكن توضيحها, عندما يقوم البنك المركزي بزيادة عرض النقد مما ينعكس بشكل مباشر على أسعار الفائدة, وبما ان العلاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار السندات فان انخفاض أسعار الفائدة يؤدي الى ارتفاع أسعار السندات, وان ارتفاع أسعار السندات يشير الى انخفاض العوائد مما يقلل من رغبة المستثمرين بشراء السندات, مما يتحول الى البديل الأفضل وهو شراء الأسهم ونتيجة توسع الطلب على الأسهم يزداد حجم تداول الأسهم وترتفع أسعارها وقيمتها وبالعكس عند انخفاض المعروض النقدي حيث يؤدي الى نقص السيولة لدى الافراد مما يؤدي الى شراء كميات اقل من الأسهم , مما تقلل من حجم التداول بسبب انخفاض سعر السهم وقيمته , وفي حاله تصبح السندات اكثر جاذبية بسبب عوائدها المرتفعة المتمثلة بفائدة اعلى من عوائد الأسهم , وبالتالي يتحول المستثمرون من سوق الأوراق المالية الى سوق السندات مما يتسبب في انخفاض أسعار الأسهم , اما في عام 2015 فقد انخفض عرض النقد اذ بلغ (82.595) مليار دينار ذلك بسبب انخفاض الإيرادات النفطية مما واجهت الحكومة العراقية عجزاً مالياً كبيراً , مما خصصت الجزء الأكبر من الموارد المالية للأنفاق العسكري , لذا أدى الى استنزاف الاحتياطات المالية وتقليل الأموال المتاحة , , لكن سرعان ما عاد عرض النقد الواسع للارتفاع في عام 2016 اذ بلغ (88.082) مليار دينار وزيادة الانفاق العام الاستثماري والاستهلاكي ويؤدي هذا إلى زيادة الإنتاج والدخل, مما ينعكس على مستوى الطلب على السلع والخدمات. والذي يعمل على زيادة الأرباح الاجمالية بما ينعكس على الأرباح الموزعة على المساهمين, بما يحفز المستثمرين على شراء الأسهم, ولكن من الضروري تسليط الضوء على الآثار السلبية التي يسببها زيادة عرض النقود وهي احتمالية حدوث التضخم مما يؤدي الى زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرين وفق القيمة السوقية للشركة وبالتالي يتم تحديد القيمة السوقية للأسهم المصدر بناء على حجم التدفق النقدي المتوقع.

بناء على ما تم توصل اليه من خلال تحليل بيانات جدول (4-3) نلاحظ ان عرض النقد الواسع في العراق اتسمت بالارتفاع معظم المدة الزمنية, الا ان عام 2015 لقد كانت نقطة تحول مع تراجعها الملحوظ, مع ذلك لم

يكن العامل الوحيد المؤثر على سوق الأوراق المالية، إذ استمرت المؤشرات تقلبها بين الارتفاع والانخفاض مما يعكس هنالك عوامل اقتصادية منها سعر الفائدة والتضخم ورغبة المستثمرين التي تحكم حركة السوق.

المطلب الثاني: تحليل التضخم على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية

التضخم هو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار خلال مدة زمنية طويلة الاجل، أي يمثل الانخفاض المتواصل في القيمة الحقيقية للنقود، والتي انعكست بشكل كبير على معظم المتغيرات الاقتصادية ومنها الأسواق المالية (صاحب، على، 2023، 60).

جدول (3_5) تحليل التضخم على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023)

السنوات	معدل التضخم %	المؤشر العام للسوق	القيمة السوقية (مليون دينار)	مؤشر عدد الشركات	حجم التداول	معدل دوران الأسهم %
2005	36.9%	45.644	3.160.104	85	366809	11.6
2006	53.2%	25.29	1.948.548	93	146891	7.5
2007	30.8%	34.59	2.128.868	94	427367	20.07
2008	2.66%	58.36	2.282.983	94	301350	13.2
2009	-2.8%	100.86	3.125.921	91	411928	13.18
2010	2.45%	100.98	3.446.713	85	400360	11.61
2011	5.6%	136.03	4.930.232	87	941198	19.09
2012	6.05%	125.02	5.597.363	85	893825	15.97
2013	1.85%	113.15	11.451.368	73	2840220	24.80
2014	2.24%	92	9.520.626	74	898316	9.43
2015	1.43%	730.56	8.503.943	76	456180	5.36
2016	0.5%	649.48	9.354.696	97	515956	5.51
2017	0.19%	580.54	10.721.116	101	900154	8.40
2018	0.38%	510.12	11.350.356	103	232681	4.11
2019	-0.19%	493.76	11.661.912	102	164592	2.44
2020	0.57%	508.03	14.033.415	104	330385	2.35
2021	6%	569.2	15.872.906	105	812698	5.12
2022	5.0%	585.95	15.587.161	103	521519	3.34
2023	4.4%	893.15	18.662.976	103	689622	3.69

المصدر: البنك المركزي العراقي، وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء، للسنوات (2005-2023)

نلاحظ من خلال جدول (3-5) أن شهد الاقتصاد العراقي موجات تضخمية مرتفعة خلال المدة (2005-2023) بعد سقوط النظام بشكل ملحوظ في معظم السنوات باستثناء عامي 2009 و2019 إذ سجل انخفاضاً، ومن أهم العوامل التي ساهمت في ارتفاع معدلات التضخم، ارتفاع أسعار النفط، والأوضاع السياسية

والأمنية وتذبذب سعر صرف الدينار العراقي بالإضافة الى الضغوط الاقتصادية الناتجة عن الحروب والأزمات المالية، لذلك ويؤثر معدل التضخم في السوق المالي من خلال التأثير في مؤشرات السوق ومنها، المؤشر العام للسوق الذي يعكس اتجاهات السوق وتحركات أسعار الأوراق المالية فيه اذ شهد المؤشر بين الارتفاع والانخفاض في ظل ارتفاع معدلات التضخم وأكدت بعض البحوث ان هنالك علاقة غير مستقرة بين معدل التضخم وأسعار الفائدة على الأوراق المالية عندما يتخذ المستثمرون قراراتهم الاستثمارية، فإنهم يعتمدون على التوقعات المستقبلية ولان هذه القرارات تتعلق بالمدة القادمة في ظل ارتفاع معدلات التضخم ، مما يعكس على المستثمر اذ يطلب معدل عائد اعلى لتعويض الزيادة في التكلفة بسبب ارتفاع أسعار السلع والخدمات ، اما بالنسبة للعلاقة بين التضخم والأسهم العادية ففي اغلب الأحيان يتم الاستثمار في شراء الأسهم لغرض التحوط ضد التضخم لحماية من مخاطر انخفاض القوة الشرائية للعملة فعندما ترتفع معدلات التضخم مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار بسبب سعر الفائدة المتوقع وبالنسبة للعائد الحقيقي يساوي (معدل التضخم المتوقع مضافاً الى علاوة التضخم)، اما القيمة السوقية التي تظهر فيه القيمة الكلية للأوراق المالية المتداول في سوق الأوراق المالية يلاحظها من خلال البيانات انخفاض القيمة السوقية في عدة سنوات ويرجع ذلك الى عدة أسباب منها السياسة النقدية التي اتبعها البنك المركزي العراقي ومنها رفع أسعار الفائدة لكبح التضخم لذا يجعل الأدوات المالية ذات العائد الثابت مثل السندات والودائع المصرفية اكثر جاذبية مقارنة بالأسهم، مما يقلل الطلب على الأسهم وتتنخفض قيمتها السوقية، اما مؤشر عدد الشركات فان ارتفاع معدل التضخم قد يؤثر بشكل مباشر في عدد الشركات المدرجة في السوق المالي،

اذ يفسر بعض الباحثين عند ارتفاع معدل التضخم ترتفع معها تكاليف التشغيل والمواد الخام مما يخفض من هامش ربحية الشركات المدرجة بالإضافة الى حالة التردد في طرح أسهمها للاكتتاب العام خوفاً من تراجع قيمتها السوقية ، لذلك يقلل من اقبال المستثمرين على اشراء الأسهم بالإضافة الى الظروف الأمنية والاقتصادية في العراق كما في عام 2014 اذ انخفضت عدد الشركات الى (73) شركة ، اما مؤشر حجم التداول الذي يعكس مقدار السيولة المتوفرة وحركة السوق يؤثر ارتفاع معدل التضخم بشكل مباشر على مؤشر حجم التداول قد يؤدي الى ارتفاع او انخفاض التداول ، عند ارتفاع التضخم يؤدي الى انخفاض القيمة الشرائية للمستثمرين حيث يمثل المستثمرون الافراد جزءاً من التداول اليومي وبالتالي يقلل من قدرتهم على شراء الأسهم هذا من جانب ، من جانب اخر قد يؤدي التضخم الى زيادة التقلبات في السوق لذا يساعد في جذب المضاربين الذين يستفيدون من تذبذب الأسعار على المدى القصير وبالتالي يزداد التداول مؤقتاً ، اما مؤشر معدل دوران الأسهم وهو يعد من اكثر المؤشرات انخفاضاً طيلة مدة البحث وهذا يبين ان هنالك علاقة عكسية بين معدل التضخم ومعدل دوران الأسهم

حيث أدى التضخم الى رفع أسعار الفائدة مما تزداد تكلفة الاقتراض ويعكس بالتالي على جاذبية الاستثمار في الأسهم , وقد يلجأ بعض المستثمرين الى أدوات استثمارية أكثر اماناً مثل السندات التي تؤدي الى انخفاض حجم التداول لذا من خلال تحليل بيانات جدول (3-5) يتضح بأنه عند ارتفاع معدل التضخم لا تتأثر جميع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية بالطريقة نفسها كما يتضح بانخفاض معدل دوران الأسهم في معظم سنوات البحث وهذا يدل على وجود علاقة عكسية تربط بين معدل التضخم ومعدل دوران الأسهم , بينما تتفاعل المؤشرات الأخرى بمرونة فبضعها يرتفع والأخرى ينخفض بحسب ديناميكيات السوق والسياسة النقدية المتبعة لان عندما يتخذ البنك المركزي بعض الحلول المناسبة للحد من التضخم، فقد يكون لذلك تأثير سلبي على الأسواق المالية.

المطلب الثالث: تحليل سعر الفائدة على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية

يعد سعر الفائدة أحد الأدوات الأساسية التي تستخدمها السياسة النقدية للسيطرة في النشاط الاقتصادي والأسواق المالية، والتي يتم تحديدها من قبل البنك المركزي من أجل التأثير على الاستثمار والادخار والتضخم، لذا يلعب سعر الفائدة دوراً في تحديد مستوى السيولة وتوجيه رؤوس الأموال مما يجعله عاملاً مؤثراً على سوق العراق للأوراق المالية (فليح، كناوي، 2023، 106).

جدول (3-6) تحليل سعر الفائدة على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال المدة (2005-2023)

السنوات	سعر الفائدة الاسمي %	المؤشر العام للسوق	القيمة السوقية (مليون دينار)	مؤشر عدد الشركات	حجم التداول	معدل دوران الأسهم %
2005	7	45.644	3.160.104	85	366809	11.6
2006	16	25.29	1.948.548	93	146891	7.5
2007	20	34.59	2.128.868	94	427367	20.07
2008	15	58.36	2.282.983	94	301350	13.2
2009	9	100.86	3.125.921	91	411928	13.18
2010	6.25	100.98	3.446.713	85	400360	11.61
2011	6	136.03	4.930.232	87	941198	19.09
2012	6	125.02	5.597.363	85	893825	15.97
2013	6	113.15	11.451.368	73	2840220	24.80
2014	6	92	9.520.626	74	898316	9.43
2015	6	730.56	8.503.943	76	456180	5.36
2016	4.3	649.48	9.354.696	97	515956	5.51
2017	4	580.54	10.721.116	101	900154	8.40
2018	4	510.12	11.350.356	103	232681	4.11
2019	4	493.76	11.661.912	102	164592	2.44
2020	4	508.03	14.033.415	104	330385	2.35
2021	4	569.2	15.872.906	105	812698	5.12
2022	4	585.95	15.587.161	103	521519	3.34
2023	7.5	893.15	18.662.976	103	689622	3.69

المصدر: البنك المركزي العراقي، وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء، للسنوات (2005-2023)

يهدف هذه المطلب الى تحليل العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي ومؤشرات السوق المالية خلال المدة (2005-2023) وذلك من خلال استعراض تأثيرات سعر الفائدة على مؤشرات سوق الاوراق المالي،

لذلك يبين بيانات جدول (3-6) ان حركة سعر الفائدة اخذت بالارتفاع من عام 2005 اذ بلغت (7%) واستمرت بالارتفاع حتى عام 2007 اذ بلغت (20%) كأعلى مستوى لها خلال مدة البحث, ويؤثر ارتفاع أسعار الفائدة سلباً على سوق الأسهم، إذ يُنظر إليه كخبر سلبي يدفع المستثمرين لتصفية استثماراتهم وتحويل أموالهم إلى ودائع مصرفية ذات عوائد أعلى، ما يؤدي إلى زيادة عرض الأسهم وانخفاض أسعارها وحجم التداول. وبالنسبة للسندات، فإن العلاقة بينها وبين الفائدة عكسية، اذ يؤدي انخفاض الفائدة إلى تقليل تكلفة الاقتراض وزيادة الطلب عليه، ومن ثم ارتفاع عرض النقد وارتفاع الأسعار (اللطيف , 49,2022) مما يقلل من إصدار السندات ويرفع أسعارها نتيجة انخفاض المعروض منها. وهو ما يتماشى مع النظرية الاقتصادية وقد أظهرت الدراسات ان زيادة أسعار الفائدة بنسبة 1% تؤدي بذلك الى انخفاض مستويات الاستثمار بنحو 10% (saeed,328,2016) , ثم اخذت أسعار الفائدة بالانخفاض في عام 2008 اذ بلغت (15%) وما يلفت الانتباه بان سعر الفائدة الذي يحدده البنك المركزي لم يتغير سوى تغير بسيط واستقر عند (6%) في عام 2015 لذلك تهدف السلطة النقدية من تخفيض سعر الفائدة هو تحقيق الاستقرار النقدية ورفع معدلات النمو من خلال تحفيز النشاط الائتماني لتمويل المشاريع الاستثمارية نظرا للظروف الاقتصادية والأمنية التي تمر بها البلاد نتيجة الأزمة المزدوجة التي تعرضت لها الاقتصاد العراقي بما اثرت بشكل كبير على ثقة المستثمرين مما انعكس بشكل مباشر على سوق العراق للأوراق المالية وانخفضت المؤشرات المالية بسبب قلة تداول الأوراق المالية بعدها اتخذت الحكومة إجراءات تحفيزية من بينها خفض أسعار الفائدة الى (4%) أدى انخفاض سعر الفائدة إلى تقليل جاذبية الإيداع المصرفي، ما دفع المستثمرين نحو الأسهم، فزاد الطلب وارتفعت أسعارها وانعكس ذلك على القيمة السوقية وعدد الشركات. لكن رغم ذلك، استمر انخفاض المؤشر العام ومعدل دوران الأسهم، وتذبذب حجم التداول، ما يدل على أن خفض الفائدة لم يكن دائماً إيجابياً، إذ يتأثر استقرار السوق بعوامل أخرى كالوضع السياسي والسياسات المالية. لذلك يُعد سعر الفائدة أداة الأكثر فعالية في الاقتصاد العراقي.

المطلب الرابع: تحليل نمو الاقتصادي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية:

النمو الاقتصادي هو الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي بما يحقق زيادة في معدل الدخل الحقيقي على ان تكون زيادة الدخل الحقيقي زيادة مستمرة ومتراكمة من خلال مدة زمنية معينة لذا عمل العديد من الاقتصاديين لبيان العلاقة بين النمو الاقتصادي وسوق العراق للأوراق المالية، اذ ينتج عن النمو الاقتصادي فائضاً مالياً يعمل على نمو السوق المالي (زيدان, 2024, 18).

جدول (3_7) تحليل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023)

السنوات	GDP بالاسعار الثابتة	GDP بالاسعار الجارية	المؤشر العام للسوق	القيمة السوقية(مليون دينار)	عدد الشركات	حجم التداول	معدل دوران الاسهم
2005	103551403	411157	45.644	3.160.104	85	366809	11.6
2006	109389941	955889	25.29	1.948.548	93	146891	7.5
2007	111455813	1078285	34.59	2.128.868	94	427367	20.07
2008	120626517	1559823	58.36	2.282.983	94	301350	13.2
2009	124702847	1393302	100.86	3.125.921	91	411928	13.18
2010	132687028	1719569	100.98	3.446.713	85	400360	11.61
2011	142700217	2113099	136.03	4.930.232	87	941198	19.09
2012	162587533	2451864	125.02	5.597.363	85	893825	15.97
2013	174990175	2723464	113.15	11.451.368	73	2840220	24.80
2014	178951406	2628416	92	9.520.626	74	898316	9.43
2015	183616252	2093982	730.56	8.503.943	76	456180	5.36
2016	208932109	1972417	649.48	9.354.696	97	515956	5.51
2017	205130066	2286930	580.54	10.721.116	101	900154	8.40
2018	210532887	2548701	510.12	11.350.356	103	232681	4.11
2019	222141229	2629172	493.76	11.661.912	102	164592	2.44
2020	195402549	2197688	508.03	14.033.415	104	330385	2.35
2021	198337848	3014395	569.2	15.872.906	105	812698	5.12
2022	213490486	4156285	585.95	15.587.161	103	521519	3.34
2023	2072234	3300464	893.15	18.662.976	103	689622	3.69

المصدر: البنك المركزي العراقي، وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء، للسنوات (2005-2023).

يُقاس النمو الاقتصادي باستخدام النمو الناتج المحلي الإجمالي GDP اذ يعد من اهم المؤشرات الاقتصادية التي تقيس حالة النشاط الاقتصادي اذ يعبر عن جميع السلع والخدمات المنتجة داخل البلد من خلال سنة مالية واحدة , لذلك يبين جدول (3-7) تطور النمو الناتج المحلي الإجمالي GDP بالأسعار الجارية والثابتة

ومدى تأثيرها على مؤشرات السوق المالي , اذ يلاحظ من خلال المدة (2005-2010) ارتفاع الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الثابتة والجارية وتعزى هذه الزيادة الى ارتفاع أسعار النفط العالمية , لذا يعتمد الاقتصاد العراقي بشكل واسع على القطاع النفطي بالإضافة الى مساهمة مختلف القطاعات الاقتصادية غير النفطية مما دعم النمو الاقتصادي العام , وان ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي قد يؤدي الى تحسن مؤشرات السوق المالي من خلال رفع القيمة السوقية ومؤشر العام للسوق وعدد الشركات وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم, حيث يؤدي ارتفاع النمو الاقتصادي الى زيادة الانفاق الحكومي مما يزيد دخول الافراد وبالتالي يوفر سيولة اكبر للاستثمار في السوق المالي , وفي الوقت نفسه يعزز ارباح الشركات المدرجة في السوق مما يرتفع أسعار أسهمها الا انه سرعان ما انخفض الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة والجارية في عام 2009 بسبب تداعيات الازمة المالية وذلك من خلال تراجع اسعار النفط وباعتبار يعد العراق من الدول الريعية ويساهم قطاع النفط بنسبة كبيرة عن بقية الأنشطة الاقتصادية

شهدت هذه المدة (2011-2016) تعافي الاقتصاد العراقي بصورة تدريجية بسبب التحسن الجيد في الأوضاع الأمنية بالإضافة الى ارتفاع صادرات النفط, اما بعد عام 2014 حتى عام 2017 حيث سجل الناتج المحلي الإجمالي انخفاض بسبب الحرب التي خاضها العراق ضد تنظيم داعش فضلاً عن انخفاض أسعار النفط العالمية وفق مقررات أوبك التي كان لها تأثير سلبي على الأسواق المالية مما أثر على ثقة المستثمرين حيث يصبحون أكثر تحفظاً في قراراتهم الاستثمارية مما يؤدي الى انخفاض حجم التداول في السوق المالي

اما المدة (2017-2023) فقد يلاحظ من خلال بيانات جدول (3-7) تذبذب الناتج المحلي الإجمالي بين الارتفاع والانخفاض نتيجة الظروف الاقتصادية والسياسية بالإضافة الى العوامل الخارجية التي كان لها تأثير مباشر في الاقتصاد العراقي منها تأثير جائحة كورونا وانخفاض أسعار النفط مما تعطل النشاط الاقتصادي والانكماش الحاد في القطاعات الأخرى بالإضافة تسببت الازمة في تأخير دفع رواتب الموظفين مما أدى الى ضعف الاستهلاك المحلي مما يقلل من الاستثمار في الأوراق المالية الا ان بعض العوامل الخارجية ساهمت في انتعاش النمو الاقتصادي بسبب ارتفاع الطلب على النفط الخام بسبب الحرب الروسية الأوكرانية مما امكن الحكومة من زيادة الانفاق العام في دعم مشاريع البنية التحتية والخدمات , على رغم ان ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي يعزز نمو وازدهار سوق الأوراق المالية الا ان الاعتماد الكبير على النفط قد يخلق تقلبات في السوق نتيجة تذبذب أسعار النفط الخام .

مما سبق يمكن القول بأن النمو الاقتصادي لم يكن متوازناً خلال مدة البحث بالإضافة الى كافة القطاعات الاقتصادية، فقد تستفيد بعض الشركات أكثر من غيرها مما قد يؤدي الى عدم تحقيق الاستقرار في مؤشرات السوق المالي، يمكن للحكومة والبنك المركزي تبني سياسات تحفيزية متمثلة في دعم القطاعات غير النفطية وتقديم حوافز لجذب الاستثمارات الأجنبية للعراق.

المطلب الخامس: تحليل سعر الصرف على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية:

سعر الصرف هو عدد الوحدات من العملة المحلية مقابل وحدة واحدة من العملة الأجنبية، وهناك نوعان رئيسان هما (سعر الصرف الاسمي وسعر الصرف الحقيقي) (سامي وصالح، 2023، 543) .

جدول (3_8) تحليل سعر الصرف على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال المدة (2005-2023)

السنوات	سعر الصرف الاسمي	المؤشر العام للسوق	القيمة السوقية(مليون دينار)	مؤشر عدد الشركات	حجم التداول	معدل دوران الأسهم %
2005	1469	45.644	3.160.104	85	366809	11.6
2006	1467	25.29	1.948.548	93	146891	7.5
2007	1255	34.59	2.128.868	94	427367	20.07
2008	1193	58.36	2.282.983	94	301350	13.2
2009	1170	100.86	3.125.921	91	411928	13.18
2010	1170	100.98	3.446.713	85	400360	11.61
2011	1170	136.03	4.930.232	87	941198	19.09
2012	1166	125.02	5.597.363	85	893825	15.97
2013	1166	113.15	11.451.368	73	2840220	24.80
2014	1166	92	9.520.626	74	898316	9.43
2015	1167	730.56	8.503.943	76	456180	5.36
2016	1182	649.48	9.354.696	97	515956	5.51
2017	1184	580.54	10.721.116	101	900154	8.40
2018	1190	510.12	11.350.356	103	232681	4.11
2019	1190	493.76	11.661.912	102	164592	2.44
2020	1200	508.03	14.033.415	104	330385	2.35
2021	1460	569.2	15.872.906	105	812698	5.12
2022	1460	585.95	15.587.161	103	521519	3.34
2023	1300	893.15	18.662.976	103	689622	3.69

المصدر: نشرات البنك المركزي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث للسنوات (2005-2023)

تواجه بعض المؤسسات المالية، ومنها سوق الأوراق المالية، مخاطر مالية متعددة تتفاوت في أسبابها، منها السياسية والاقتصادية، وأبرزها مخاطر سعر الفائدة والتضخم وسعر الصرف، الذي يُعد مهماً لارتباطه الوثيق

بين الاقتصاد المحلي والعالمي، لذلك يبين من خلال جدول (3-8) تباين سعر الصرف الاسمي من خلال المدة (2005-2023) شهد سعر الصرف تراجعاً نتيجة تدخل البنك المركزي لكبح التضخم من خلال سوق الصرف، مما أثر على حجم الطلب والمبيعات في المزاد، وانعكس ذلك على السوق المالي الذي يضم شركات محلية وأجنبية ومستثمرين. هذا التراجع دفع الأفراد نحو شراء الأسهم، فزاد الطلب وارتفعت الأسعار، ما أدى إلى ارتفاع المؤشر العام والقيمة السوقية وحجم التداول وعدد الشركات، باستثناء معدل دوران الأسهم. تتأثر الشركات المدرجة بتغيرات سعر الصرف، فإذا زادت أصولها الأجنبية على التزاماتها، فإن ارتفاع العملة الأجنبية يعزز أرباحها، مما يرفع أسعار أسهمها وعوائد المستثمرين. واستمر انخفاض سعر الصرف إلى 1166 ديناراً في عام 2014 بسبب اعتماد البنك المركزي على نظام الصرف المدار للسيطرة على المعروض النقدي والسيولة عبر نافذة بيع العملة، مع ارتفاع سعر صرف الدينار تدريجياً واستقراره عند 1190 ديناراً للدولار، وزاد عدد الشركات المدرجة وتحسّنت القيمة السوقية للأوراق المالية، إذ أدى انخفاض كلفة السلع المستوردة إلى زيادة الدخل الحقيقي للمستثمرين، ما عزز الطلب على الأسهم. كما ساهم تحسّن سعر الصرف في تعزيز الثقة بالاقتصاد، وشجع الشركات على الانضمام للسوق، إلى جانب جذب الاستثمارات الأجنبية. في المقابل، فإن ارتفاع سعر الصرف عام 2021 إلى 1460 ديناراً كان له تأثيرات سلبية واسعة على الأسواق المالية، بهدف معالجة العجز المالي وتقليل الضغط على الاحتياطي الأجنبي، ظهرت آثار سلبية واسعة، خصوصاً على الأسواق المالية. فقد تضررت الشركات المستوردة نتيجة ارتفاع التكاليف وتراجع الأرباح، مما انعكس على أسعار أسهمها، كما أدى ارتفاع التضخم إلى تقليل العائد الحقيقي للمستثمرين بسبب انخفاض القدرة الشرائية. نستنتج أن سعر الصرف يؤثر بشكل غير مباشر في سوق الأوراق المالية، لكنه ليس العامل الوحيد، إذ تتأثر مؤشرات السوق أيضاً بالأوضاع السياسية والاقتصادية والأمنية، إضافة إلى معدل التضخم وسعر الفائدة وعرض النقد، حيث يسهم كل منها بدرجة معينة في حركة السوق.

المبحث الثالث : تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية باستخدام تحليل SWOT للمدة (2005-2023)

المقدمة

يمثل تحليل SWOT أداة استراتيجية تستخدم لتحليل البيئة الداخلية والخارجية وتحديد نقاط القوة والضعف والفرص والتهديد التي تواجه السوق المالي، لذ يمثل سوق الأوراق المالية هو أحد القنوات الرئيسية لاستثمار الموارد المالية المتاحة باتجاه مجالات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني، في ظل التحديات الكبيرة الناجمة عن الأوضاع السياسية والأمنية والاقتصادية، بالإضافة إلى البنية التحتية والبيئة التنظيمية المتعلقة بالسوق. يمكن باستخدام التحليل لتقويم أداة السوق المالي للكشف عن التطورات التي حققها والعوامل التي تساعد على تحقيق اهدافه وتعزيز جاذبيته، هذه الدراسة تهدف الى تقديم رؤية شاملة عن واقع سوق العراق للأوراق المالية من خلال تسليط الضوء على البيئة الداخلية التي تعزز قوه السوق والبيئة الخارجية التي من شأنها تساعد على تطويره لمواكبة التطورات التي تشهدها الأسواق العالمية.

المطلب الاول : نبذة عن سوق العراق للأوراق المالية

تأسس سوق العراق للأوراق المالية بموجب القانون المرقم ((74) الصادر في 18 نيسان 2004) وعقدت اول جلسة له بتاريخ 24 حزيران 2004 ، وهو يعد مؤسسة منظمة تنظيميا ذاتيا مستقلا إداريا وماليا ذات نفع عام لا تستهدف الربح في اعمالها ويتولى أدارته (مجلس المحافظين) ويعمل السوق تحت اشراف هيئة الأوراق المالية وتعد هيئة الأوراق المالية هي جهة رقابية مستقلة منظمة لسوق راس المال انشأت بموجب القانون رقم (74) لسنة 2004 ، وتتمتع بالاستقلال المالي والإداري والشخصية الاعتبارية ترتبط برئيس مجلس الوزراء لتنظيم ورقابة أسواق راس المال في العراق (تقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، 2023، 5)، وكان يعمل في البداية بأسلوب التداول اليدوي والتسجيل على اللوحات البلاستيكية والذي استمر لغاية 2009/4/16 ثم انتقل الى أسلوب التداول الالكتروني ابتداء الجلسة من يوم 2009/4/19 بالإضافة إلى ذلك تم إنشاء 39 شركة وساطة مرخصة وانقطع الارتباط بين الوسطاء والتدخل الحكومي، ولم تعد وزارة التجارة، هي التي تمنح التراخيص لشركات الوساطة المالية المشاركة (Abdul Hussein , 9,2024). لا بد من توضيح نشاط كل من مركز الإيداع والحافظ الأمين الذي يعتبران جزء من السوق المالي: (تقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية،-55 53,2023).

1. مركز الإيداع: تأسس مركز الإيداع وفق القانون المرقم (74) لسنة 2004 وهو جزء من سوق العراق للأوراق المالية ويتيح المشاركة لأي عضو في السوق، وذلك بهدف التسجيل وإيداع سجلات المساهمين للشركات المساهمة المدرجة على نظام الإيداع المركزي المرتبط مع نظام التداول الإلكتروني، وتدقيق عمليات التداول وفقاً لسناريوهات نظام مكافحة غسيل الأموال AML

2. الحافظ الأمين: باشرت مكاتب الحافظ نشاطها عام 2023 استناداً إلى اللائحة التنظيمية رقم 17 وتعديلاتها لسنة 2022، وتعمل على تنظيم الأعمال الفنية والمحاسبية والإدارية وتم وضع خطة لمتابعة المستثمرين والترويج لخدمات الحافظ الأمين الراغبين بخدماتها.

المطلب الثاني : مفهوم تحليل سوات (SWOT Analysis):

وضع البيرت هامفراي مصفوفة بسيطة تعمل على تحديد نقاط القوة والضعف والفرص والتهديدات التي تواجه المنظمة، وعرفت هذه المصفوفة بأسلوب التحليل البيئي سوات (SWOT) والذي تم تعريفه بأنها القيام بدراسة البيئة الداخلية والخارجية التي تؤثر على المنظمة، لذا يعمل التحليل البيئي في تحديد نقاط القوة والضعف في داخل المنظمة ويمكن السيطرة والتأثير عليها أما الفرص والتهديد التي تقع ضمن النطاق الخارجي للمنظمة التي لا يمكن تحديدها (الشمري، الودود، 2019، 83)، ويعد أسلوب تحليل سوات وسيلة فعالة تساعد على فهم المستوى الحالي للمنظمة ودليلاً عملياً لإدخال المزيد من التطورات والتحسينات في المنظمة بناءً على تحليل البيئة الداخلية والبيئة الخارجية (الملك، الجحافي، 2019، 328).

المطلب الثالث : أهمية تحليل (SWOT) لسوق العراق للأوراق المالية:

يساعد تحليل SWOT على تقييم الوضع الحالي لسوق العراق للأوراق المالية بصورة دقيقة، واستغلال الفرص المتاحة ومعالجة نقاط الضعف، فانه يمكن ان يصبح اساساً لوضع استراتيجية تطويرية تعزز من مكانة السوق محلياً وإقليمياً، ولذلك يمكن تحديد أهمية التحليل البيئي على النحو التالي:-

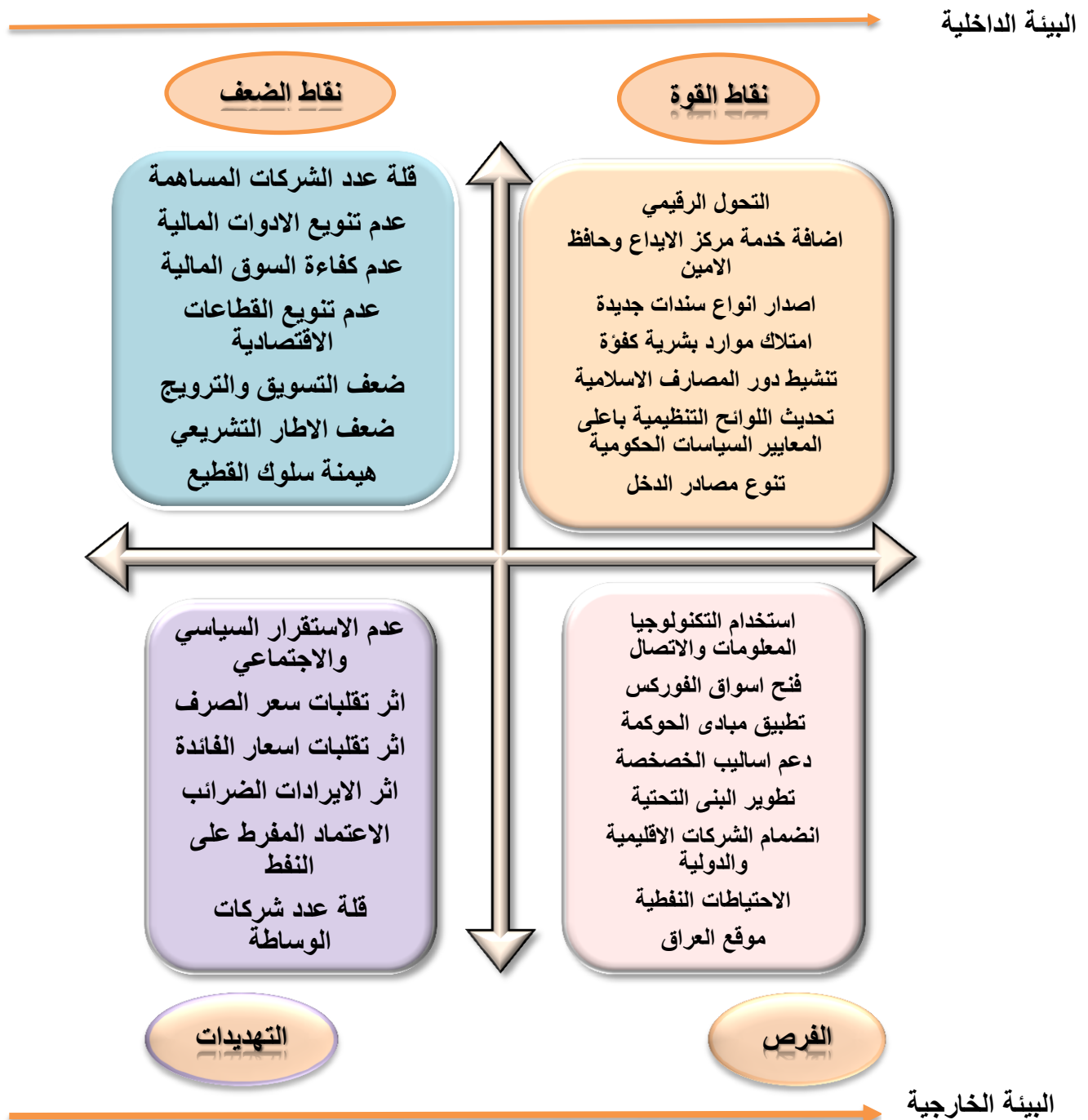
1. تعمل على تحديد القدرة المميزة التي يمتلكها السوق المالية، وتعرف على الموارد المتاحة من أجل توظيف تلك القدرات والامكانيات لإنجاز الهدف التي تطمح تحقيقه.

2. إن نجاح الأسواق المالية يعتمد إلى حد كبير على مدى دراستها للعوامل البيئية المؤثرة ومدى استفادتها من اتجاهات هذه العوامل.

3. التنبؤ والتوقع بكيفية تغير هذه القوة واتجاها في المستقبل باستخدام السبل والوسائل المتوفرة لغرض تقليل مخاطرها.

4. تخصيص بشكل دقيق للموارد المتاحة لدى سوق المالي وتحديد كيفية ادارتها واستخدامها من اجل تحديد البدائل الأفضل لغرض تحقيق أهدافها طويلة الاجل (Muter,744,2023)

رسم توضيحي (3-1) مصفوفة تحليل swot لسوق العراق للأوراق المالية



المصدر : من اعداد الباحثة استناداً الى التحليل من (ص54-ص64)

المطلب الرابع: اباد تحليل SWOT لسوق العراق للأوراق المالية:

هنالك عدة طرق لدراسة واقع سوق العراق للأوراق المالية أحد هذه الطرق هي مصفوفة SWOT التي تساعد على تحليل البيئة الداخلية والخارجية من خلال تحديد كل من نقاط القوة والضعف والفرص والتهديدات.

أولا: البيئة الداخلية

1. نقاط القوة (Strengths): تشير الى المزايا او القدرات وكافة الموارد المادية والمعنوية الداخلية التي يتمتع بها السوق او المنظمة وبالتالي تعزز من قدرتها على تحقيق الأهداف (دخيل, 2023, 243)، ومن هم مزايا سوق العراق للأوراق المالية ما يلي:

1.1. يتميز سوق العراق للأوراق المالية بتبنيه لنظام التداول الالكتروني، اذ يتماشى مع التطورات العالمية في الأسواق المالية ، بدء سوق الأوراق المالية باستخدام منظومة الإلكترونية الحديثة للتداول اليومي منذ عام 2009 ومن ضمن الإجراءات اليومية تدار هذه المنظومة بكادر عراقي وفق التعليمات العمل المرفقة في اللائحة التنظيمية، وتم تفعيل خدمة الدفع الالكتروني (pos) وإطلاق خدمة الاستعلامات الكترونية عبر بوابة اور بهدف متابعة الاستفسارات من قبل المواطنين، وتفعيل المشروع الوطني لإدارة الوثائق بالتعاون مع وزارة الاتصالات(التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، 2023، 47) وهذا ما اكدت عدة بحوث ومنها دراسة (صالح، 2020، 98) لذا استنتجت ان مؤشرات التداول في سوق العراق للأوراق المالية قد ارتفعت بنسبة كبيرة بعد استحداث نظام التداول في السوق، مقارنة بالدول الأخرى مثل دولة الامارات العربية المتحدة تسلط هذه الدراسة الضوء على مبادرات التحول الرقمي واستفادت من التوافق الاستراتيجي مع المبادرات الحكومية مثل استراتيجيات الذكاء الاصطناعي والبلوك تشين مما يعمل على التحول الشامل في تحسين الأداء التشغيلي وأيضاً تساعد على جمع البيانات وتحليلها واستخدامها بشكل اكثر فعالية لاتخاذ القرارات وأداء العمل بشكل افضل (Alzarooni& Alhashm 1,2024).

1.2. يعد سوق العراق للأوراق المالية منصة مالية مركزية تضم في إطارها نوعين رئيسيين من الأسواق، هما سوق النقد وسوق رأس المال، ولكل منهما دور مهم في دعم النشاط الاقتصادي وتمويل مختلف القطاعات.

فسوق النقد يمثل البيئة التي يتم فيها تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، أي تلك التي لا تتجاوز مدة استحقاقها سنة واحدة، مثل أذونات الخزانة وشهادات الإيداع. وتُعد هذه الأدوات وسيلة فعالة لتوفير السيولة للمؤسسات المالية وتمكينها من تلبية احتياجاتها التمويلية قصيرة الأمد (Melcher & Norton, 2017, 14–15).

أما سوق رأس المال، فيُعد المصدر الرئيس لتمويل الشركات والمشروعات طويلة الأجل، حيث يتم من خلاله تداول الأسهم وأدوات الدين طويلة الأجل التي تتجاوز مدة استحقاقها سنة واحدة. ويتكوّن هذا السوق من السوق الأولية التي تُطرح فيها الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوية التي تُتداول فيها هذه الأوراق بين المستثمرين بعد إصدارها (Abdullazade, 2020, 729).

1.3. ان البيئة الاستثمارية داخل السوق امنة ومستقرة، وذلك لان السياسات الحكومية تعتمد على سياسة إصلاحات هيكلية للمؤسسات المالية امراً بالغ الأهمية، وتفترض الدراسة (Babela & Doski, 2023, 90) ان أدوات السياسة النقدية لها تأثير كبير على سوق العراق للأوراق المالية وذلك من خلال ثلاث متغيرات (المعروض النقدي، سعر الفائدة، ومعدل التضخم) حيث اثبت ان سعر الفائدة من أكثر أدوات البنوك المركزية تأثيراً حيث يمكن للسياسة النقدية من خلالها التواصل مع الأنشطة الاقتصادية والتأثير على السوق المالي. ويمكن تحقيق ذلك من خلال (Abdul Hussein & Hussein, 2024, 407):

1.4. تشجيع الشركات التي تتمتع بسيولة عالية على شراء أسهم للشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق، والتي تعتبر أسهما مميزة ومحفزة للاستثمار.

1.5. اصدار الوزارة المالية بالتعاون مع البنك المركزي سندات حكومية بفئات وأنواع مختلفة في السوق المالي، وعدم الاقتصار على اصدار السندات والتحويلات للبنوك لجذب أكبر عدد من المستثمرين الراغبين في تحقيق عائد ثابت ومضمون.

1.6. تشجيع شرائح المجتمع ذات الدخل المرتفع على اقراض الحكومة من خلال الاكتتاب العام في السندات الحكومية في سوق الأوراق المالية.

1.7. إضافة خدمة مركز الإيداع وحافظ الأمين في سوق العراق للأوراق المالية ويمثل خطوة استراتيجية حيث يمثل الإيداع المركزي عبارة عن نظام يتم به حفظ الأوراق المالية التي يتم تداولها من قبل المستثمرين , ويعد مركز امان وضمان لحقوق المستثمرين وحمايتهم ويتولى عمليات المقاصة والتسوية للأوراق المالية , فضلاً عن تسهيل عملية تحويل ملكية الأوراق المالية, اما الحافظ الأمين فيستخدم لغرض تنظيم الاعمال الفنية والمحاسبية والإدارية وتوثيق بيانات المستثمر المحلي والاجنبي من خلال تخويل الحافظ الأمين بالخدمات المطلوبة (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية , 2023, 55) .

1.8. بدء سوق الأوراق المالية في التوسع من خلال اصدار نواع سندات جديدة، مثل (سندات اعمار) إشارة الى كتاب البنك المركزي العراقي في 2023/11/28 ومرفقة طلب ادراج السندات الخاصة بوزارة المالية والتي بلغت القيمة المباعة (1,499,500,000) دينار، لذا تساهم سندات الاعمار في تمويل مشاريع التنمية الوطنية مما ينعكس إيجاباً على الاقتصاد، بالإضافة يعزز التعاون مع البنك المركزي من مصداقية هذه السندات (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، 2023).

1.9. يتميز سوق العراق للأوراق المالية بوجود كفاءات بشرية عالية المستوى تتمتع بالخبرة والمعرفة في مجال الأسواق المالية، حيث بلغ عدد موظفي الهيئة (85) موظف حيث تضم كوادرها حملة شهادات متقدمة مثل الماجستير والدبلوم وبكالوريوس يشكلون (69.4%) من العاملين في الهيئة، هذا الامر يعزز من قدرة السوق على تقديم خدمات عالية الجودة ويضمن إدارة كافة عمليات السوق بكفاءة واحترافية (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، 2021، 10).

1.10. شهدت الأسواق المالية تنشيط دور المصارف الإسلامية العراقية في العقدين الماضيين تطوراً كبيراً واسعاً ، حيث تعد المصارف الإسلامية هي مؤسسات مصرفية اذ تعمل على تقديم الخدمات المصرفية واستثمارية بالاعتماد على أسلوب الوساطة المالية القائم على تقاسم الأرباح والخسائر حيث قام الباحثان (Ali, 377, 2022) & Al-Jubouri بتحليل الواقع الفعلي لدور المصارف الإسلامية في تنشيط سوق العراق للأوراق المالية خلال دراسة المصارف الإسلامية العراقية عينة الدراسة وهي (14) مصرفاً متداولاً في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2004-2020) واهم النتائج التي توصلت اليه الدراسة ، ان هنالك دور كبير للمصارف الإسلامية في تنشيط السوق المالي وان تطور عملها في العراق نتيجة زيادة اعدادها في القطاع المصرفي اذ بلغ عدد المصارف الإسلامية (27) عام 2022 .

1.11. حرصت الهيئة على تطوير اللوائح التنظيمية بأدق المعايير من شأنها تعزيز دور السلطة الرقابية والإشرافية للهيئة على سوق العراق للأوراق المالية، ومنها اللائحة التي تنسجم مع إجراءات مكافحة الأموال وتمويل الإرهاب، وأيضاً واللائحة التنظيمية لفتح فروع لسوق العراق في المحافظات العراقية اذ تم العمل خلال عام 2023 على اصدار اللائحة التنظيمية لمنح الترخيص لشركات الوساطة واللائحة التنظيمية التي تنظم عملية نقل وتداول ملكية أسهم الشركات غير المدرجة. (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، 2023، 6)

1.12. يتمتع العراق بموقع جغرافي استراتيجي وتاريخي وثقافي بالإضافة الى الموارد الطبيعية الهائلة التي تتمتع بها البلاد وبالتحديد احتياطات النفط بما يمنحه إمكانات هائلة للنمو والتطور الاقتصادي، مما انعكسة هذه التطور

على الحكومة العراقية في تعزيز الأطر التنظيمية والمؤسسية وتطوير أسواق رأس المال بالإضافة الى تحديث الأنظمة المصرفية (1,2022,mohammed) (319,2024,Aziz .et al).

ثانيا : نقاط الضعف (Weaknesses)

وهي العوامل السلبية او القصور الداخلي الذي يؤثر على أداء الأسواق المالية، والتي تسعى إلى الحد منها من خلال توجيه نقاط القوة المتوفرة في أنشطتها الداخلية. (علوان، نعيم، 2018,197).

2.1. قلة عدد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية حيث بلغت عددها في عام 2023 (103) شركة، حيث اثبت (AL Abass ,4,2021) ان عدد الشركات في بورصة السعودية يقارب ثلاثة اضعاف الشركات في سوق العراق للأوراق المالية من خلال مدة الدراسة التي قام بها.

2.2. ضعف التنوع المالي يتسم سوق الأوراق المالية بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنوع محفظة أوراقه المالية نتيجة الاكتفاء بالأسهم والسندات فقط، أي ان يقتصر التعامل فيه على الصفقات الفورية اذ لا يجري التعامل بالصفقات الآجلة مثل المشتقات المالية والعقود الآجلة وصناديق الاستثمار، وهذه السمة تضع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد او الشركات ، بالإضافة لسيطرة قطاع البنوك على حجم التداول لبيد ان سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطيع رغم وجود بعض القطاعات الأخرى ، وهذا الشيء يدل على محدودية التداول في سوق العراق للأوراق المالية(عبد الغني ، عبد القادر ، 2018,174) ويعني بذلك القدرة على تنوع الأوراق المالية لتقليل تأثير تقلبات السوق ككل حيث يلعب التنوع دوراً رئيسياً في تحقيق التوازن بين المخاطر والعائدات المتوقعة (216,2024,Murnizu,et al).

2.3. ضعف الأطار التشريعي لسوق الأوراق المالية بالاعتماد على التقرير الاحصائي من قبل البنك المركزي، ان هناك نقصاً في التشريعات المنظمة لعمل الشركات العاملة في سوق العراق للأوراق المالية. (عبد النبي، البنك المركزي الراقي ، 3)، مما يتطلب سن القوانين والأنظمة وتحديثها لتواكب توجه الاقتصاد العراقي نحو اقتصادات السوق وبما يخدم عمل سوق الأوراق المالية بالإضافة الى ضعف وسائل وإجراءات الرقابة الفعالة التي توفر حد اعلى من الإفصاح والشفافية للمتعاملين (142,2022,Al- Araj .,et al).

2.4. عدم كفاءة سوق العراق للأوراق المالية بسبب ضعف شفافية المعلومات في التقارير المالية المقدمة من قبل الشركات المدرجة في السوق، هذا ما اكدت دراسة (Hassan. et al, 1,2021) وقد تم قياس مستوى الشفافية والإفصاح في التقارير السنوية المنشورة لـ 30 شركة عراقية مدرجة في السوق للفترة 2017-2013 موزعة على

خمس قطاعات باستخدام منهجية ستاندر د اند بور. وأظهرت النتائج أن متوسط معدل الشفافية والإفصاح لجميع الشركات للسنوات الخمس كان حوالي 47%.

2.5. عدم تنوع القطاعات الاقتصادية الممثلة في سوق العراق للأوراق المالية واعتماد السوق بشكل كبير على القطاع المصرفي، بما يحد من تنوع الخيارات الاستثمارية ويعرض السوق لمخاطر أي أزمة تؤثر على القطاع المصرفي، مما يقلل من جاذبيته للمستثمرين، إذ بلغ عدد الشركات المسجلة في السوق (104) شركة مساهمة موزعة على 8 قطاعات وبالصورة التالية: (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، 2024، 39).

- القطاع المصرفي (43) مصرفاً.
- قطاع الاتصالات (2) شركة.
- قطاع التأمين (5) شركة.
- قطاع الاستثمار (6) شركة.
- قطاع الخدمات (11) شركة.
- القطاع الصناعي (20) شركة.
- قطاع الفنادق والسياحة (9) شركة.
- القطاع الزراعي (8) شركة.

2.6. يعد ضعف التسويق وحملات الترويج لسوق العراق للأوراق المالية، إضافة إلى نقص التوعية بأهمية الاستثمار وتداول الأسهم والسندات، عائقاً ما جذب المستثمرين المحليين والأجانب على رغم من إقامة ورش العمل ودورات تدريبية من قبل هيئة الأوراق المالية (Nihaya & Hussein, 2024, 3475).

2.7. تبين في سوق العراق للأوراق المالية أن المستثمرين يميلون ميلاً واضحاً للسلوك الجمعي أي ما يسمى بسلوك القطيع، أي أن المستثمرين يتصرفون بعدم العقلانية أو الرشاد في اتخاذ القرار الاستثماري ويتأثرون بآراء الآخرين دون الاهتمام بتحليل البيانات الخاصة بالأوراق المالية (شمخي وحسين، 2025، 568).

ثالثاً: البيئة الخارجية:

1. التهديدات (Threats): وهي تمثل التغيرات او العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية (التي تمثل السياسية والاقتصادية والتشريعية والاجتماعية والتكنولوجية)، او أي مجال من مجالات نشاط المنظمة لذا تمثل تهديداً حقيقياً لأداء المنظمة ويؤثر سلباً على وضعها التنافسي. (Mabrouk &Taha , 140,2021) ومن اهم التهديدات التي تواجه سوق العراق للأوراق المالية ما يلي:-

1.1. من أبرز التهديدات الخارجية التي تواجه سوق العراق للأوراق المالية هو عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي ، حيث يؤثر عدم الاستقرار السياسي بصورة سلبية على أداء الأسواق المالية فهو يعمل على تعطيل العمليات والأنشطة الاقتصادية، بما يؤدي الى تراجع ثقة المستثمرين المحليين والأجانب مما يؤثر على اتخاذ القرارات الاستثمارية كذلك تقليل الاستثمار الأجنبي مع زيادة المخاطر في الدولة (Mai .et al ,2023,1)

1.2. تأثير تقلبات سعر الصرف على أداء سوق العراق للأوراق المالية حيث تمثل مشكلة سعر الصرف واحدة من اهم المشاكل التي تواجه المستثمرين والمؤسسات المالية على اختلاف أنواعها فعندما يرتفع سعر الصرف الأجنبي تنخفض قيمة العملة المحلية والعكس صحيح حيث ان ارتفاع قيمة العملة المحلية عن القيمة العملة الأجنبية فان هذا يؤدي الى انخفاض الطلب على السلع المحلية بسبب ارتفاع أسعارها , ما أشارت له دراسة تناولت "تحليل العلاقة بين سعر الصرف ومؤشرات سوق الأوراق المالية :الأدلة من العراق " (Al-Shimarial ,2022) أدت الخاصية الريعية للاقتصاد العراقي وضعف القاعدة الإنتاجية الى ارتباط الاقتصاد العراقي بالخارج الى حد كبير وان انخفاض قيمة العملة بمعدلات عالية وبشكل متكرر خلال السنوات القادمة سيؤدي الى خوف المستثمرين الأجانب والمحليين من الاستثمار ,لأنهم سيتوقعون انخفاضاً اكبر من قيمة العملة المحلية ,وان سياسة تخفيض قيمة العملة ليست العامل الوحيد لتحفيز رؤوس الأموال للدخول للبلاد

1.3. ان التقلبات التي تشهدها أسعار الفائدة لها انعكاسات على الواقع الاقتصادي بشكل عام وعلى الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بشكل خاص، هنالك عدة قنوات لانتقال التأثير الى الأسواق المالية ومنها، فعندما ترتفع أسعار الفائدة يشير الى ارتفاع تكلفة الاقتراض لاسيما الشركات المعتمدة على المديونية المرتفعة، وبالتالي ستخفض العوائد والتدفقات النقدية للأرباح الموزعة مما يساهم في انخفاض أسعار أسهم تلك الشركات (شبيب ,2023,116).

1.4. بدأت الدولة تبحث عن مصادر أخرى للإيرادات وموازنة مدفوعاتها , لذا تعد الضرائب احد الأدوات التي تعتمد عليها الحكومة للحصول على الإيرادات , بالإضافة يعد الاستثمار هو المحور الرئيسي للتنمية الاقتصادية

والضريبة تؤثر على الميل الاستثمار وبالتحديد عندما يتم فرض ضريبة على قطاع اقتصادي بمعدل منخفض، فإن دافعي الضرائب يوجهون استثماراتهم نحو هذا القطاع لان اكثر ربحية ، لذا فإن تأثير السياسة الضريبية على سوق العراق للأوراق المالية من خلال دراسة اثار خفض معدل الضريبة اذ لجأت الحكومة الى خفض معدل الضريبة على أرباح جميع الشركات ،فهذا من شأنه ان يؤثر إيجابيا على صافي أرباحها مما يؤدي الى ارتفاع أسعار الأسهم والعكس صحيح وبنفس الوقت له اثار سلبية تتمثل في خفض موارد الموازنة العامة مما قد تلجأ الدولة الى تمويل العجز عن طريق اصدار سندات الخزنة وهو ما يسبب عادة التضخم. (Al Hussein. et al, 31,2024).

1.5. من التهديدات التي تواجه سوق الأوراق المالية تقلبات الإيرادات النفطية ، وذلك بالاعتماد الاقتصاد العراقي بشكل كبير على صادرات النفط ، حيث توصل الباحث (Al-Zubaidi , 47,2023) خلال هذا الدراسة الى تحليل العلاقة بين أسواق النفط الخام والأسواق المالية وان حساسية الاقتصاد العراقي بتقلبات أسعار النفط الخام وإيراداته التي تحدث بين حين وآخر لها تأثير واضح على مؤشرات سوق العراق اذ كان هنالك ارتفاع في أسعار النفط الخام سيولد إيراداته اثر إيجابي مما يؤدي الى تأثر القطاع الخاص بدرجة عالية بالأداء المالي الحكومي ومن ثم ينتقل التأثير الى سوق العراق للأوراق المالية والذي يعد سوقاً مالياً ناشئاً ،وبناء على ما سبق فإن الاقتصاد العراقي سيواجه اختلالات بسبب تدهور أسعار النفط (كما حدث في عام 2014 و 2020 انخفضت أسعار النفط حيث بلغ سعر البرميل الواحد 94.9 و 38 دولار) (لازكين وحسين، 230,2023) الامر الذي ينعكس على الوضع الاقتصادي والاجتماعي .فان هذا التدهور سيؤثر على الشركات المساهمة العراقية.

1.6. يواجه سوق العراق للأوراق المالية تحدياً وهو قلة عدد شركات الوساطة، حيث يبلغ عدد الشركات الوسيطة التي منحت رخصة للعمل في السوق المالي (38) شركة وسيطة تنتشر في بغداد في جانبي الكرخ والرصافة، وتظم منها شركتي وسيطة مساهمة و(36) شركة مساهمة محدودة المسؤولية وبالتالي تؤدي الى تأخير في تنفيذ الصفقات وصعوبة الوصول الى معلومات السوق (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية , 48,2023).

2. الفرص (Opportunities): بانها العوامل او الظروف الخارجية الإيجابية التي تجعل من المنظمة او الأسواق المالية استغلالها لتحقيق النمو او تحسين أدائها (علوان، نعيم , 197,2018).

2.1. ان إقامة سوق مالية ناجحة يستلزم توافر أدوات مالية مستحدثة حيث أن من ابرز الفرص الاستراتيجية امام سوق العراق للأوراق المالية هو تنوع مصادر الدخل وبقاؤها في نطاق التقدم والتطور مع بقية الأسواق المالية بما يقدمه من المنتجات المالية قادرة على منافسة المنتجات الحديثة وتوفير أساليب تمويلية واستثمارية ، اذ تحقق ذات

عائد وكفاءة اقتصادية عالية مثل الهندسة المالية وصناديق الاستثمار (مهدي وسهيله, 2025, 2), لذا يمكن استثمارها في السوق المالي من قبل المستثمرين كغيره من الأدوات المالية من الأسهم والسندات , تعد صناديق الاستثمار احد المنتجات المالية التي تم تأسيسها من قبل مؤسسات مالية متخصصة كالبنوك او شركة استثمارية ذات خبرة عالية في هذا المجال (Tyson, 10,2016) حيث أظهرت تجربة الأسواق المالية في السعودية نجاحها في تطبيق صناديق الاستثمار ويؤكد هذا التجربة من خلال البحث " صناديق الاستثمار وانعكاسها على بعض مؤشرات الأسواق المالية دراسة تجربة المملكة العربية السعودية وإمكانية تطبيقها في العراق للمدة 2000-2017 " وتناول البحث مدى إمكانية إقامة صناديق الاستثمار في العراق , وذلك عن طريق تحليل الاستبانة الموزعة على مدرء المصارف البالغ عددها (25) استبانة , والاستبانة الموزعة على المستثمرين في سوق العراق الأوراق المالية البالغ عددها (25) استبانة وتوصلت الدراسة ان يتوفر في العراق عدد كبير من المصارف الحكومية والأهلية وهذا

يعتبر مؤشر جيداً لإمكانية انشاء صناديق الاستثمار واهم المتطلبات ماياتي :-

- دعم من الناحية القانونية من خلال انشاء الإطار التشريعي الذي يدعم انشاء وإدارة الصناديق.
- توفير تكنولوجيا المعلومات والخبرات الفنية والموارد المالية .
- ان تتوفر رغبة لدى المستثمرين العراقيين في التعامل مع صناديق الاستثمار بسبب حاجتهم الماسة اليها. (الجليحاي, 2019).

2.2. تمثل الاحتياطات النفطية الهائلة للعراق نقطة قوه وارتكاز استراتيجي كونه اقتصاد ريعي ولذلك فهي عرضة لتقلبات سوق النفط العالمية بسبب اعتماده المباشر على النفط. الخام وايراداته كدعم أساسي لتمويل الموازنة العامة(الزبيدي, عبد الكاظم, 2019, 709) فاحتياطات العراق من النفط النفطية قد بلغت 145 مليار برميل وتمثل 8% من احتياطات النفط المؤكدة في العالم بمتوسط انتاج بلغ 4.4 مليون برميل يومياً خلال النصف الأول من عام 2020 , وهي من بين الأعلى عالمياً وهو ما يشكل خامس اكبر احتياطي للنفط على مستوى العالم بعد السعودية(Asaad,2021,562) وتشير الدراسات الى وجود علاقة طردية بين أسعار النفط وأداء سوق العراق للأوراق المالية فعندما ترتفع أسعار النفط يؤدي الى ارتفاع أسعار الأسهم في الاقتصادات المصدرة للنفط ويعزى ذلك اساساً الى ارتفاع الدخل من صادرات النفط مما يعزز الانفاق الحكومي وينعكس بصورة ايجابية على نشاط الشركات المدرجة في السوق (مطر , خضير, 2023, 47) .

2.3. هنالك فرصة محورية نحو بناء سوق أكثر كفاءة وشفافية و تطوير البنى التحتية التقنية والتنظيمية لسوق الأوراق المالية بدءاً من تطوير الكوادر الفنية والإدارية بمختلف المجالات التي تطرا على الأسواق المالية, حيث تعد البنية التحتية المتطورة من اهم المقومات الرئيسية في جذب الاستثمارات الأجنبية ورفع التنمية الاقتصادية , لا يمكن لأي سوق مالي جذب الاستثمارات في حالة عدم وجود بنية تحتية وفق الموصفات العالمية (عزيز وخلف 2016, 322) , حيث تعد ماليزيا نموذجاً ناجحاً في تطوير بنيتها التحتية للسوق المالية الإسلامية , وتوصلت الدراسة الى ان تطور السوق المالي مر بثلاث مراحل رئيسية : مرحلة التأسيس وتبعتها مرحلة القبول ثم مرحلة التنمية الاستراتيجية وتم التركيز على إيجاد وتعزيز مكونات البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية والمتمثلة في اطار قانوني وتنظيمي وضريبي ملائم وفعال , واطار سليم للحوكمة الشرعية , وتنمية المهارات البشرية المتخصصة في مجال المالية الإسلامية وعرض منتجات وخدمات واسعة ومتنوعة (بولحبال 2016, 71) حيث يمكن لسوق العراق للأوراق المالية ان يستفيد من تجربة عبر :

❖ ادخال أدوات مالية جديدة.

❖ تطوير البنية التحتية.

❖ تنمية الوعي القانوني والتنظيمي والاستثماري.

2.4. لقد خلق التقدم التكنولوجي نقلة نوعية في استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال ساهمت في تطوير اقتصاديات دول العالم المتقدمة وأثرت على أداء أسواقها المالية من خلال تطوير أنظمة التداول والتسوية ,ويمكن إدخالها في سوق العراق للأوراق المالية مما يحقق نقلة نوعية في تحسين الكفاءة والشفافية , تؤكد هذه التجربة من خلال البحث "تأثير استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على كفاءة الأسواق المالية الخليجية : دراسة حالة بورصة (الامارات , والسعودية , الكويت) للباحث (جميلة , صفية 2017) (

وتوصلت الدراسة الى وجود تطور في البورصات الخليجية بعد تبنيها لتكنولوجيا المعلومات والاتصال من خلال ابراز مزايا التداول الالكتروني في توفير المعلومات بدرجة من الشفافية والسرعة والموثوقية لكافة المستثمرين بأدنى التكاليف , اما السمات الإيجابية التي تولدها تكنولوجيا المعلومات والاتصال في توفير متطلبات كفاءة الأسواق المالية :-

1. توفير المعلومات في الوقت المناسب يضمن سهولة اتخاذ القرارات الاستثمارية، ويضمن وصولها إلى جميع الجهات المعنية للحصول على المعلومات اللازمة. كما أن مصداقية المعلومات تزيد من شفافية السوق وثقة المستثمرين به.

2. السرعة القياسية في اجراء عمليات البيع والشراء وفي أي مكان يرتأي المستثمر اجراء الصفقة دون الحاجة للحضور الى مبنى السوق.

3. زيادة عدد المستثمرين ومعدلات التداول وجذب رؤوس الأموال الأجنبية وزيادة سيولة السوق.

2.5. الخصخصة، ان وجود أسواق مالية نشطة تعد مطلباً أساسياً لدعم ونجاح أساليب الخصخصة بهدف جذب الاستثمارات سواء كانت محلية أم اجنبية وذلك لتوفير الدعم للقطاع الخاص ويعمل بدوره على تنشيط سوق العراق للأوراق المالية، لذا هنالك علاقة تأثير متبادلة بين الاستثمار المحفظي وسياسة الخصخصة (مكي، مسجت (126,2021).

2.6. يعد جذب الاستثمار الأجنبي امراً بالغ الأهمية لتعزيز سيولة السوق وتحفيز النمو الاقتصادي , في ظل الظروف التي يشهدها العراق نتيجة تقلبات أسعار الصرف والتي لها تأثير أداء سوق العراق للأوراق المالية , يمكن للمستثمرين استخدام مجموعة من التقنيات لإدارة المخاطر, ومنها (سوق الفوركس) وهو يعد من اكبر الأسواق المالية وأكثرها سيولة في العالم ويقدر حجم التداول اليومي يتجاوز 6 تريليون دولار ويعمل بشكل مستمر في المراكز المالية الرئيسية مثل سيدني ونيويورك وطوكيو ولندن , وتشمل المسؤوليات الرئيسية لسوق الصرف الأجنبي وهو توفير السيولة وتقديم أدوات للتحوط من مخاطر العملة , بالإضافة يمكن للبنوك المركزية تستخدمها لتنفيذ السياسة النقدية والحفاظ على استقرار عملتها المحلية مما يساعد على جذب الاستثمار الأجنبي وتعزيز ثقة المستثمرين بوجود سوق الصرف الأجنبي (Thakur & Sangeeta ,86,2024) .

2.7. تعد حوكمة الشركات مفهوماً ادارياً حديثاً يمكن تطبيقه في الأسواق المالية لتعزيز الإفصاح والشفافية وبالتالي مساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات مستنيرة بناءً على المعلومات المالية وغير المالية المنشورة في التقارير المالية للشركات المدرجة. وبرزت الحاجة الى الحوكمة في عقاب الازمة المالية والاقتصادية التي بلغت ذروتها بانهايار الاقتصاد الأمريكي في عام 2002 , وان تطبيق الحوكمة ومبادئها والالتزام بعناصرها يعد احد التدابير للوقاية من الازمات المالية العالمية ومن الحلول لمعالجة هذه المسألة الكشف عن جميع المعلومات المالية والمحاسبية المعدة وفقاً لأحكام وقواعد معايير المحاسبة الدولية.. كما أجريت دراسة على البنوك التجارية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2015-2021) بأجمالي 15 بنكاً تجارياً ووضحت النتائج هنالك اثر لحوكمة

الشركات والياتها على جودة التقارير , وبالدرجة الأولى من خلال مجلس الإدارة (Al-Isami & Fakhfakh , 2024, 384) .

2.8. جذب الشركات الدولية والإقليمية الى سوق العراق للأوراق المالية فرصة إيجابية للسوق وخاصة في ظل العولمة حيث توسعت افاقة مع ازدياد الترابط مع الاقتصاد العالمي مما ترفع من تدفقات الاستثمارات الأجنبية , لكن لابد إزالة القيود والضوابط على حركة راس المال وإزالة القيود النقدية على التعاملات الخارجية , مما يساعد من خلال السوق المالية الانتقال الى مرحلة اقتصادية جديدة يتميز بظهور نظام مالي معولم تتم فيه المعاملات من خلال الأسهم والسندات, ويعزى هذا التوسع والتكامل السريع مع الأسواق المالية العالمية (prihi & Atiyah , 2020, 313)

2.9. يتمتع العراق بموقع جغرافي استراتيجي وتاريخي وثقافي بالإضافة الى الموارد الطبيعية الهائلة التي تتمتع بها البلاد وبالتحديد احتياطات النفط بما يمنحه إمكانات هائلة للنمو والتطور الاقتصادي (mohammed,2022,1) مما انعكسة هذه التطور على الحكومة العراقية في تعزيز الأطر التنظيمية والمؤسسية وتطوير أسواق راس المال بالإضافة الى تحديث الأنظمة المصرفية (Aziz .et al , 2024,319).



الفصل الرابع

تحليل العلاقة بين المتغيرات المالية والاقتصادية مع مؤشرات سوق العراق للأوراق

**تحليل العلاقة بين المتغيرات المالية والاقتصادية مع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية
للمدة (2005-2023)**

المبحث الاول: التحليل الكمي لسوق العراق للأوراق المالية ومتغيرات السياسة المالية والنقدية خلال المدة (2005-2023)

المبحث الثاني: تحليل السببية والاستقرارية لمؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وبعض المتغيرات الاقتصادية للمدة (2005-2023)

المبحث الثالث: تقدير النماذج (مؤشرات السوق مع المتغيرات الاقتصادية) باستخدام منهج ARDL

المبحث الاول / التحليل الكمي لسوق العراق للأوراق المالية ومتغيرات السياسة المالية والنقدية خلال المدة (2005-2023)

المقدمة:

يعد الفصل الرابع محوراً تطبيقاً حاسماً في اختبار مدى تأثير السياسة المالية على واقع سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023)، من خلال بناء نموذج قياسي يستند إلى أسس منهجية وتحليلية رصينة. يعتمد هذا الفصل على توظيف منهجيات متقدمة في تحليل السلاسل الزمنية، أبرزها منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)، لما تتميز به من مرونة في التعامل مع متغيرات تختلف في درجات تكاملها، وقدرتها على التمييز بين العلاقات قصيرة الأجل وطويلة الأجل. يهدف هذا الفصل إلى تقديم إطار تطبيقي يعكس العلاقة الديناميكية بين السياسة المالية والنقدية، وبين النشاط العام في سوق المال العراقي من جهة أخرى، عبر مؤشر مركب تم تطويره لقياس الأداء الكلي للسوق. تمهيداً للتقدير، تم اعتماد أساليب إحصائية لتجهيز البيانات وتحويلها من الشكل السنوي إلى الربع سنوي باستخدام طريقة ليتزمان (Litterman, 1983).

التي تضمن الحفاظ على التناسق بين الترددات الزمنية للبيانات. كما شمل التحليل خطوات ضرورية تتعلق بالتحقق من استقراره السلاسل الزمنية عبر اختبارات جذر الوحدة (ADF)، قبل الانتقال إلى تحديد بنية نموذج ARDL واختيار عدد فترات الإبطاء المثلى استناداً إلى معايير المعلومات مثل Akaike و Schwarz. إضافة إلى ذلك، تم بناء مؤشر مركب للسوق المالي العراقي باستخدام تقنية min-max لتوحيد المتغيرات السوقية وتحويلها إلى مقياس كمي موحد، مما سمح باستخدامه كمتغير تابع في النماذج القياسية.

يعتمد التحليل على مرحلتين رئيسيتين: الأولى تتعلق باختبار وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات باستخدام اختبار الحدود (Bounds Test)، والثانية وهي تتمثل في تقدير نماذج تصحيح الخطأ (ECM) التي توضح مدى سرعة تكيف السوق المالي مع التغيرات المفاجئة في المتغيرات المستقلة. كما تم إجراء اختبارات تشخيصية إضافية للتأكد من استقرار النماذج وخلوها من مشاكل التغاير الذاتي أو تغاير التباين أو سوء التحديد الوظيفي. يسعى هذا الفصل إلى تقديم نتائج تطبيقية قائمة على بيانات واقعية تمثل أداء الاقتصاد العراقي، وقياس مدى استجابة السوق المالي لتغيرات أدوات السياسة المالية، بما يدعم صانعي السياسات في بناء قرارات قائمة على تحليل كمي دقيق وموثوق.

الأساليب الإحصائية:

وتتمثل في عرض أهم مؤشرات الوصف للمتغيرات قبل تحويلها وبعد تحويلها على ربعية. تعتمد طريقة ليرتمان (Litterman, 1983) في تحويل البيانات الزمنية من السنوية إلى الربعية على إطار إحصائي مبني على نموذج الانحدار الذاتي للعمليات العشوائية، حيث تُعد من أكثر الطرق استخداماً في الاقتصاد الكلي لتحويل السلاسل الزمنية ذات التردد المنخفض (Low Frequency) إلى سلاسل ذات تردد مرتفع (High Frequency)، خاصة عندما تكون البيانات الربع سنوية غير متوفرة أو غير مكتملة، بينما توجد البيانات السنوية. تقوم هذه الطريقة على فرضية أن البيانات السنوية الأصلية تمثل مجموعاً للبيانات الربع سنوية غير المرصودة، وأن البيانات الربع سنوية تتبع عملية انحدار ذاتي من الدرجة الأولى (AR (1)) في شكلها العام. الهدف هو توليد سلسلة ربع سنوية سلسة (Smooth) متسقة مع القيم السنوية المرصودة، باستخدام نموذج احتمالي يوازن بين ملاءمة البيانات السنوية والافتراضات المسبقة حول سلوك البيانات الربع السنوية. نفترض أن لدينا سلسلة سنوية Y_t ونريد تحويلها إلى سلسلة ربع سنوية $y_{t,q}$ بحيث يتحقق الشرط التالي:

$$Y_t = \sum_{q=1}^4 y_{t,q} \quad \text{خطأ! لا يوجد نص من Eq}$$

1- النمط المعين في المستند.

أي أن مجموع القيم الربع سنوية خلال السنة الواحدة يجب أن يساوي القيمة السنوية المرصودة. نفترض طريقة ليرتمان أن السلسلة الربع سنوية $y_{t,q}$ تتبع عملية AR(1) على النحو التالي:

$$y_{t,q} = \rho y_{t,q-1} + \varepsilon_{t,q} \quad \text{Eq 4-2}$$

حيث ρ هو معامل الارتباط الذاتي، و $\varepsilon_{t,q}$ هو الخطأ العشوائي الطبيعي، يتم استخدام نموذج بايز (Bayesian approach) لحل هذه المسألة، إذ يُدمج بين معلومات البيانات السنوية (قيود مجموعية) والمعتقدات المسبقة حول سلوك البيانات الربع سنوية وفقاً للنموذج AR(1). حيث يتم تحديد القيم الربع سنوية $y_{t,q}$ التي تُقلل من دالة الخسارة التالية:

$$\min_{y_{t,q}} \sum_{t=1}^T \sum_{q=1}^4 (y_{t,q} - \rho y_{t,q-1})^2 \quad \text{Eq 4-3}$$

وذلك مع مراعاة القيود التالية:

$$\sum_{q=1}^4 y_{t,q} = Y_t \quad \text{Eq}$$

4-2

تُحل هذه المسألة باستخدام أساليب البرمجة التربيعية (Quadratic Programming) أو مصفوفات التباين المشتركة، بالاعتماد على أسلوب كالمان Kalman filter أو المعادلات الخطية المُقيدة.

منهجية المؤشر المركب:

فهي تمثل المرحلة التالية من خلال بناء مؤشر مركب للسوق المالي استناداً إلى منهجية معتمدة لدى منظمات دولية مثل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية والبنك الدولي، تأخذ في الحسبان الفروق الواضحة في وحدات قياس وأبعاد الدراسة الداخلة في تكوين المؤشر. ونظراً لأن النموذج القياسي المستخدم في الدراسة، نموذج ARDL، يشترط وجود متغير تابع واحد فقط، فقد أصبح من الضروري دمج عدد من المتغيرات السوقية المتنوعة في مؤشر مركب واحد يعكس الأداء العام للسوق المالي بطريقة كمية موحدة وقابلة للتفسير داخل الإطار القياسي. وقد اعتمدت عملية بناء المؤشر المركب على الخطوات المنهجية التالية. في البداية، تم تحديد المتغيرات السوقية الأكثر ارتباطاً بنشاط السوق المالي والتي يمكن أن تمثل جوانب مختلفة من الأداء مثل القيمة السوقية (MC)، مؤشر عدد الشركات (NOC)، حجم التداول (TV)، معدل دوران الأسهم (STr)، ومؤشر السوق العام (spi). بعد ذلك، خضعت هذه المتغيرات لعملية تطبيع باستخدام معادلة min-max scaling، لتحويلها إلى مقياس موحد يتراوح بين 0 و1، وهو ما يتيح دمجها في مؤشر تجميعي دون أن تتغلب إحدى الوحدات القياسية على الأخرى (Nardo et al., 2005). ثم تم حساب المتوسط الحسابي البسيط للمتغيرات المطبوعة لكل ربع سنة، بحيث يُمثل هذا المتوسط قيمة المؤشر المركب للسوق المالي في تلك الفترة. واختير المتوسط الحسابي نظراً لسهولة تفسيره وتوازنه الحسابي مقارنة بأساليب الترجيح الأخرى. كما تم اختبار ثبات المؤشر الناتج وديناميكيته بمرور الزمن للتأكد من صلاحيته كممثل شامل لحالة السوق المالي.

تم بناء المؤشر المركب للسوق المالي العراقي كمقياس كمي موحد لتمثيل الأداء العام للسوق خلال فترة الدراسة، انطلاقاً من الحاجة إلى وجود متغير تابع واحد في النماذج القياسية مثل ARDL. وقد استندت عملية البناء إلى خطوات منهجية دقيقة تضمن الشمول والدقة، بدءاً من اختيار المتغيرات الأساسية المرتبطة بالسوق، وتشمل:

- المؤشر العام لأسعار الأسهم (SPI)
- القيمة السوقية للأسهم المتداولة (MC)
- عدد الشركات المدرجة في السوق (NOC)
- حجم التداول (TV)
- معدل دوران الأسهم (STR)

قد تم اختيار هذه المتغيرات لكونها تعكس الأبعاد المختلفة لنشاط السوق المالي وذلك من حيث الحجم والسيولة والعمق المؤسسي. ونظراً لاختلاف وحدات القياس والقيم بين هذه المتغيرات، تم استخدام تقنية Min-Max Normalization لتحويل القيم إلى مقياس موحد يتراوح بين 0 و1، باستخدام المعادلة التالية لكل متغير (Nardo et al., 2005):

$$X_{normalized} = \frac{X_T - X_{min}}{X_{max} - X_{min}} \quad \text{Eq 4-5}$$

تسعى هذه الخطوة إلى إزالة تأثير التباين في الوحدات والقيم المطلقة، مما يتيح دمج المتغيرات دون أن تطغى أحدها على الأخرى. بعد التطبيع، تم حساب المتوسط الحسابي البسيط للمتغيرات الخمسة لكل ربع سنة، لتمثيل المؤشر المركب في تلك الفترة وفق المعادلة (Mazzi & Savio, 2020):

$$CI_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_{i,t} \quad \text{Eq 4-6}$$

اختير المتوسط الحسابي البسيط بدلاً من المتوسط المرجح نظراً لسهولة تفسيره واتزان الإحصائي، بالإضافة إلى كونه الخيار الأكثر شيوعاً في بناء المؤشرات المركبة، كما توصي به منظمات دولية مثل OECD و UNDP.

1. اختبار الاستقرار: ثم ننتقل إلى اختبار الاستقرار حيث تُعد اختبارات جذر الوحدة (Unit root tests) عنصراً حاسماً في تحليل السلاسل الزمنية لتحديد خصائص الاستقرار للمتغيرات (Zivot & Andrews, 1992). ففي السلسلة الزمنية المستقرة، لا يتأثر المتوسط والتباين والتغاير الذاتي بمرور الزمن، بينما نلاحظ في السلاسل غير المستقرة تغيرات في التباين تعتمد على عامل الزمن. وتلعب اختبارات جذر الوحدة دوراً محورياً في ضمان صحة تحليل الانحدار وتوجيه الباحث نحو النماذج القياسية الملائمة لتمثيل الحركات الأساسية للبيانات. إذ يؤدي تجاهل خصائص السلاسل إلى نتائج انحدار زائفة أو غير موثوقة (Granger & Newbold, 1974). ومن اختبارات جذر الوحدة اختبار ديكي-فولر المعزز (ADF) يُعرّف النموذج الذاتي الانحداري الأساسي (AR) لدراسة الاستقرار حسب (Dickey & Fuller, 1979) بالمعادلة:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + \epsilon_t \quad \text{Eq 4-7}$$

حيث ϵ_t حد خطأ ذو ضجيج أبيض (white noise). تنص الفرضية العدمية H_0 على أن $\rho=1$ (أي أن السلسلة تحتوي على جذر وحدة وهي غير مستقرة)، مقابل الفرضية البديلة $H_1: \rho < 1$ (السلسلة مستقرة). ولمعالجة مشكلة الارتباط الذاتي في البواقي، يوسع اختبار ديكي-فولر المعزز (ADF) النموذج من خلال إضافة فروقات متأخرة للمتغير التابع:

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta Y_{t-i} + v_t \quad Eq 4-8$$

حيث: Δ : مشغل الفرق الأول، t : اتجاه زمني، α : حد ثابت، γ : تقييم وجود جذر الوحدة، p : عدد حدود الفروق المتأخرة، تختبر منهجية ADF الفرضيات التالية:

$$H_0: \gamma=0$$

$$H_1: \gamma<0$$

ويعتمد الاختبار على ثلاثة نماذج رئيسية حسب خصائص البيانات:

- بدون ثابت أو اتجاه (none)
 - مع ثابت (intercept only)
 - مع ثابت واتجاه (intercept and trend)
- يحوّل إحصائية اختبار ديكي-فولر لمعالجة الأخطاء المترابطة ذاتياً أو ذات التباينات غير المتساوية مع استبعاد حدود الفروق المتأخرة. وتُستخدم قيم حرجة معيارية في اختبار ADF لقياس إمكانية رفض الفرضية العدمية لوجود جذر وحدة.

2. اختبار السببية: يعتمد اختبار تودا-يمااموتو (Toda-Yamamoto) في تحليل السببية على توسيع نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR) التقليدي ليضم فروض السببية بين المتغيرات دون الحاجة إلى التحقق من تكاملها أو اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل مسبقاً. ويُعد هذا النهج مناسباً عندما تحتوي السلاسل الزمنية على مزيج من المتغيرات المتكاملة من الدرجة صفر (0) والدرجة الأولى (1)، كما هو الحال في هذه الدراسة. الفكرة الجوهرية في هذا المنهج هي تقدير نموذج VAR موسع بدرجة إبطاء أعلى من الدرجة الحقيقية (k) بمقدار أعلى درجة تكامل بين المتغيرات (dmax)، أي يتم تقدير نموذج VAR بترتيب (k + dmax) ثم يتم اختبار السببية باستخدام فقط المعاملات المرتبطة بالإبطاءات الأصلية (k). يُصاغ النموذج الرياضي وفق المعادلة التالية Toda & Yamamoto (1995)

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \beta_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^k \gamma_j X_{t-j} + \sum_{l=k+1}^{k+d} \delta_l Z_{t-l} + \varepsilon_t \quad Eq 4-9$$

حيث k عدد الإبطاءات و d أعلى درجة تكامل، ويتم اختبار فرضية العدم:

$$H_0: \gamma_1 = \gamma_2 = \dots = \gamma_k = 0 \quad Eq 4-10$$

$$H_1: \exists \gamma_j \neq 0$$

ويُستخدم اختبار والد (Wald test) على معاملات الإبطاءات الأصلية لتحديد ما إذا كان المتغير المستقل X يسبب المتغير التابع Y . هذا المنهج يُعد أكثر مرونة من اختبارات Granger التقليدية لأنه لا يتطلب تحقق جميع المتغيرات من نفس درجة التكامل، كما أنه يقلل من خطر استنتاجات زائفة نتيجة إهمال خصائص الجذر الوحدة أو عدم وجود تكامل مشترك، ما يجعله خيار مناسب في الأبحاث التي تعتمد بيانات اقتصادية واقعية ذات طبيعة مختلطة كما هو الحال في تحليل السوق المالي العراقي.

3. **منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع:** تُعد منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) من الأساليب القياسية الشائعة في تحليل العلاقات الديناميكية بين المتغيرات، خصوصاً في النماذج الاقتصادية التي تشمل متغيرات تتفاوت في مستويات التكامل. من أبرز خصائص هذه المنهجية أنها لا تشترط أن تكون جميع المتغيرات مدمجة من نفس الدرجة، بل تسمح بتضمين متغيرات مدمجة من الدرجة الأولى / (1) أو من الدرجة الصفرية / (0)، ما دام أي من المتغيرات لا يكون مدمجاً من الدرجة الثانية / (2)، وهو ما يميزها عن منهجيات التكامل المشترك الأخرى مثل اختبار جوهانسن الذي يتطلب تجانس التكامل. توفر منهجية ARDL تقديراً مباشراً للعلاقات طويلة الأجل بين المتغيرات من خلال استخدام نموذج يحتوي على عدد كافٍ من الإبطاءات، ما يمكن من احتواء المشكلات المرتبطة بالتباين الذاتي. كما أن المنهجية تتيح إمكانية تحليل العلاقات قصيرة الأجل عبر نموذج تصحيح الخطأ المرتبط بها (ECM)، والذي يُستنتج تلقائياً من نموذج ARDL المقدّر. وتتم عملية الاختيار الأمثل لعدد الإبطاءات بناءً على معايير معلوماتية مثل Akaike (AIC) أو Schwarz (SIC)، مما يعزز من دقة النتائج ويقلل من مخاطر التحديد الخاطئ للنموذج. ميزة أخرى للمنهجية هي إمكانية استخدامها في عينات صغيرة، حيث أثبتت قدرتها على تقديم تقديرات متسقة وفعالة مقارنة بأساليب أخرى تتطلب حجماً كبيراً من البيانات. كما تسهّل هذه المنهجية اختبار العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات من خلال اختبار الحدود (Bounds Test)، الذي يحدد وجود تكامل مشترك حتى في حالة عدم اليقين حول درجة تكامل المتغيرات Samargandi, Fidrmuc & Ghosh (2015).

وتتميز منهجية **ARDL** عن التكامل المشترك ل Engle-Granger (1987)، Johansen (1995) بأنه:

1- من الممكن تحديد فترات إبطاء زمني مختلف للمتغيرات، والذي يُعدّ أمراً غير ممكن في اختبارات التكامل المشترك (Pradhan et al., 2013).

2- تقدير مكونات علاقة الأجلين الطويل والقصير معاً (Narayan, 2005).

لتقدير نموذج ARDL (نموذج الانحدار الذاتي بفترات الإبطاء الموزعة)، يتم اتباع الخطوات الموضحة في المخطط كالتالي:

الخطوة الأولى: التعرف على البيانات قبل الشروع في التقدير، اذ يتم استكشاف البيانات ومعرفة طبيعتها العامة، مثل التوجهات والأنماط.

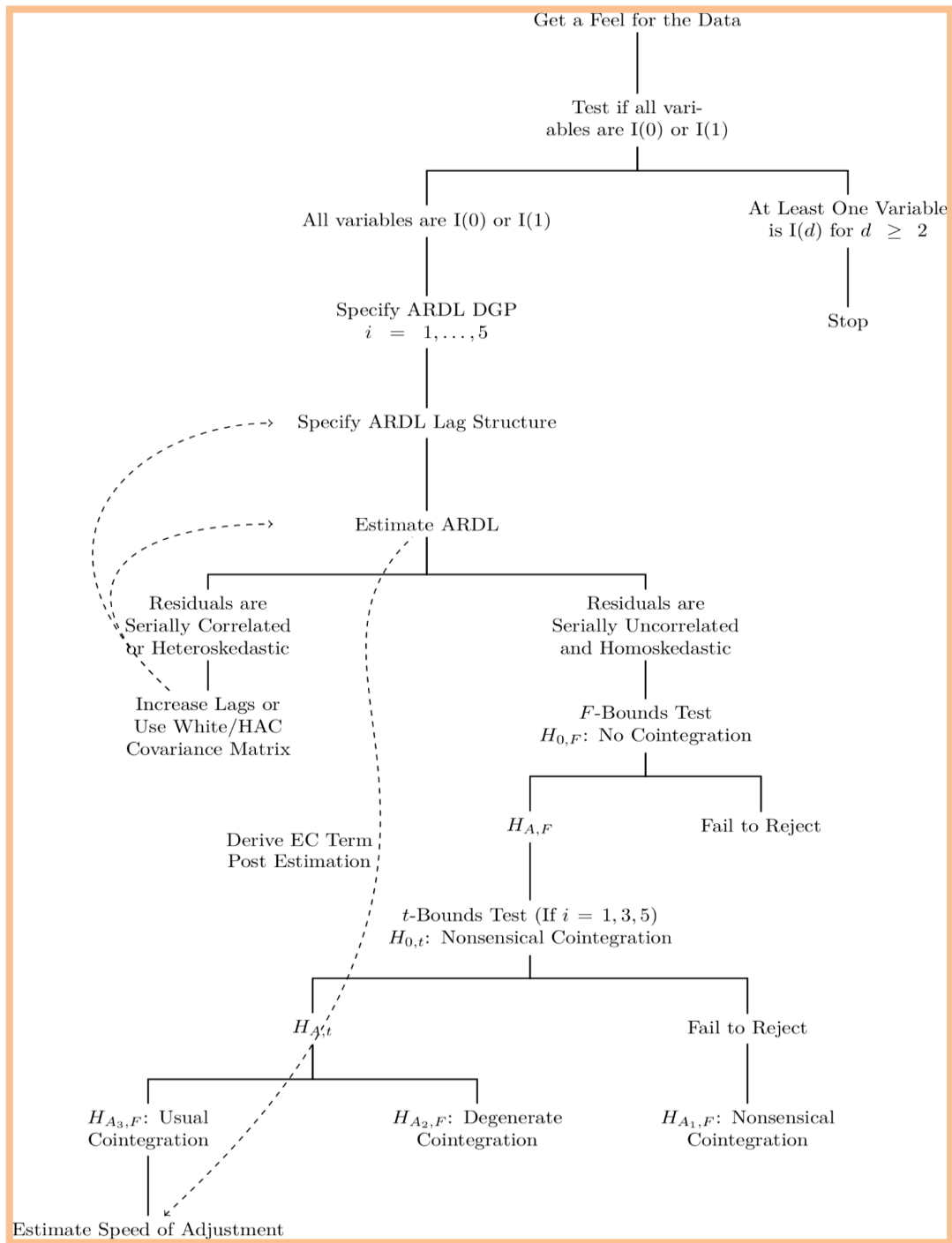
الخطوة الثانية: اختبار جذر الوحدة: يجب ان يتم تحديد تكامل المتغيرات. حيث نختبر ما إذا كانت جميع المتغيرات مستقرة عند المستوى $I(0)$ أو بعد الفرق الأول $I(1)$ إذا كانت المتغيرات متكاملة عند مستوى أعلى مثل $d \geq 2$ ، نتوقف هنا لأن نموذج ARDL غير مناسب.

الخطوة الثالثة: تحديد بنية نموذج ARDL إذا كانت المتغيرات $I(0)$ أو $I(1)$ ، نقوم بتحديد بنية نموذج ARDL ويتم اختيار عدد فترات الإبطاء وفق معايير المعلومات لكل متغير في النموذج (Nkoro & Uko (2016).
الخطوة الرابعة: تقدير نموذج ARDL بعد تحديد فترات الإبطاء، يتم تقدير النموذج (Pesaran, Shin, & Smith, 2001).

$$\Delta X_t = a_0 + \sum_{i=1}^p \gamma_i \Delta X_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_i \Delta Y_{t-i} + \lambda_1 Y_{t-1} + \lambda_2 X_{t-1} + \varepsilon_t \quad Eq \ 4-11$$

حيث p, q : تُعبر عن فترات الإبطاء الزمني للمتغيرات (lag)، ε : حد الخطأ العشوائي. λ_1, λ_2 : معاملات العلاقة طويلة الأجل، Δ : الفرق الأول للمتغيرات، γ, β : معاملات العلاقة القصيرة الأجل.

رسم توضيحي (1-4) مخطط تقدير نموذج ARDL



المصدر : EvIEWS Guidell

الخطوة الخامسة: فحص البواقي (الخطأ) يتم فحص ما إذا كانت البواقي متسلسلة زمنياً (SerialCorrelation) أو متباينة التباين (Heteroskedasticity) إذا كانت البواقي متسلسلة أو متباينة التباين، يمكن زيادة فترات الإبطاء أو استخدام مصفوفة تباين White/HAC. إذا كانت البواقي غير متسلسلة ومتجانسة التباين، ننقل إلى الخطوة التالية.

الخطوة السادسة: يتم إجراء اختبار الحدود (F-Bounds Test) للتحقق من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات. إذا رفضنا فرضية العدم H_0 (عدم وجود تكامل مشترك)، نتابع للخطوة التالية. إذا فشلنا في رفض فرضية العدم، فلا توجد علاقة تكامل مشترك ونهني التحليل. ويتم اختبار علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات على المدى الطويل من خلال اختبار (Bounds Test) حسب (Pesaran et al., 1999)، ويتم اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات في المعادلة السابقة وفق الفرضية الآتية:

$$H_0: \lambda_1 = \lambda_2 = 0 \text{ أي لا يوجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات.}$$

$$H_1: \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq 0 \text{ يوجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات.}$$

الخطوة السابعة: يتم إجراء اختبار t-bounds للتحقق مما إذا كانت العلاقة التكاملية غير منطقية. إذا رفضنا فرضية العدم (التكامل غير منطقي)، نستمر في الخطوات التالية. إذا فشلنا في رفض فرضية العدم، فإن العلاقة التكاملية غير منطقية.

الخطوة الثامنة: اشتقاق مصطلح تصحيح الخطأ (EC Term) بعد التأكد من وجود تكامل مشترك، يتم اشتقاق مصطلح تصحيح الخطأ الذي يعكس سرعة التعديل نحو التوازن على المدى الطويل. الذي يُعطى بالعلاقة (Banerjee et al., 2022):

$$\Delta X_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \rho_i \Delta X_{t-i} + \sum_{i=0}^q \theta_i \Delta Y_{t-i} + \psi ECT_{t-1} + \varepsilon_t \quad Eq 4-12$$

الخطوة الأخيرة: تقدير سرعة التعديل: يتم حساب سرعة التعديل باستخدام مصطلح تصحيح الخطأ لتقدير مدى سرعة عودة المتغيرات إلى التوازن بعد حدوث صدمة في المدى القصير. حيث تُشير ECT_{t-1} إلى حد تصحيح الخطأ، ويُعبر عن الخطأ العشوائي الناتج عن معادلة علاقة التكامل المشترك الذي يقيس سرعة تكيف الاختلالات في الأجل القصير إلى التوازن في الأجل الطويل، و ψ تُشير إلى معامل سرعة التعديل الذي يشير إلى مقدار التغير في المتغير التابع نتيجة لانحراف المتغير المستقل في المدى القصير عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل بمقدار وحدة واحدة، حيث كلما اقترب معامل سرعة التعديل إلى الواحد الصحيح كانت سرعة تكيف الاختلالات في الأجل القصير إلى التوازن في الأجل الطويل أسرع، ويتوقع أن يكون هذا المعامل سالِباً،

لأنه يشير إلى المعامل الذي تتجه به العلاقة قصيرة الأجل نحو العلاقة طويلة الأجل Shahbaz et al. (2015) (2015) Chudik & Pesaran.

المطلب الأول: التحليل الاستكشافي للمتغيرات

يعد التحليل الاستكشافي للمتغيرات خطوة أولى وأساسية في أي دراسة تطبيقية تهدف إلى بناء نموذج اقتصادي واقعي ومتين. إذ يسمح هذا التحليل بفهم الخصائص الإحصائية الأولية للبيانات المدروسة، مثل الاتجاه العام والتقلبات الموسمية والتباين والانحرافات المحتملة، ويساعد في اكتشاف الأنماط والعلاقات الأولية بين المتغيرات. يتم في هذا المبحث، من خلال التركيز على تحليل المتغيرات المتعلقة بسوق العراق للأوراق المالية والسياسة المالية والنقدية، من خلال عرض الخصائص الوصفية لكل متغير قبل وبعد تحويل البيانات الزمنية إلى صيغة ربع سنوية. كما تم تحديد رموز المتغيرات المستخدمة في النماذج وتحليلها باستخدام مؤشرات إحصائية مثل المتوسط، والانحراف المعياري، والتواء التوزيع، والتفرطح، إضافة إلى اختبار جاركوبيرا لفحص التوزيع الطبيعي. يهدف هذا المبحث إلى تقديم صورة كمية واضحة لطبيعة البيانات المستخدمة وتقييم مدى ملاءمتها للنماذج القياسية التي سيتم تقديرها لاحقاً، مما يعزز من دقة النتائج ويُسهل في اختيار النموذج الأنسب من الناحية المنهجية.

التحليل الوصفي وتحويل المتغيرات وانماط النمو:

يتضمن هذا الجزء من المبحث الأول عرضاً وصفيًا للمتغيرات الرئيسية للبحث التي تم اعتمادها في التحليل التطبيقي للدراسة، والتي تمثل أبعاد مختلفة من النشاط الاقتصادي والمالي في العراق خلال المدة المدروسة. وقد تم تصنيف متغيرات البحث إلى ثلاث مجموعات رئيسية: الأولى تمثل متغيرات السوق المالي، وتشمل المؤشر العام للأسواق (SPI)، والقيمة السوقية (MC)، ومؤشر عدد الشركات المدرجة (NOC)، وحجم التداول (TV)، ومعدل دوران الأسهم (STR)، وجميعها تُعبر عن ديناميكية السوق المالي ومستوى نشاطه خلال الفترات الزمنية المختلفة. أما المجموعة الثانية فهي متغيرات السياسة المالية، وتشمل النفقات العامة (PE)، والإيرادات العامة (RG)، والدين العام (PD)، وتُستخدم هذه المتغيرات كمؤشرات مباشرة لتوجهات الإنفاق والإيراد الحكومي ومستويات العجز أو التمويل، وهي تمثل أدوات رئيسية للسياسة المالية في التأثير على النشاط الاقتصادي. أما المجموعة الثالثة فتشمل المتغيرات النقدية والكلية، مثل عرض النقد (M2)، ومعدل التضخم (IN %)، وسعر الفائدة الاسمي (AOIR)، وسعر الصرف الاسمي (NER)، وأسعار النفط (USOIL)، والنتائج المحلي الإجمالي (GDP)، وتُستخدم هذه المتغيرات لقياس تأثير العوامل الاقتصادية العامة على السوق المالي، وهي تُعد محددات

أساسية في فهم التغيرات الهيكلية في الاقتصاد الكلي. وقد تم اعتماد ترميز إنجليزي لكل متغير لتسهيل إدماجه في النماذج القياسية اللاحقة وتحقيق التناسق المنهجي في التحليل.

جدول (1-4) تسمية وترميز المتغيرات

المؤشر	الاسم بالعربية	الرمز بالإنجليزية
متغيرات السوق المالي	المؤشر العام للأسواق	SPI
	القيمة السوقية	MC
	مؤشر عدد الشركات	NOC
	حجم التداول	TV
	معدل دوران الأسهم	STR
السياسة المالية	النفقات العامة	PE
	الإيرادات العامة	RG
	الدين العام	PD
	عرض النقد	M2
المتغيرات النقدية والكلية	التضخم	IN%
	سعر الفائدة الاسمي	AOIR
	سعر الصرف الاسمي	NER
	أسعار النفط	USOIL
	الناتج المحلي الإجمالي	GDP

المصدر: الاعتماد على برنامج *EViews13* استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء، والبنك المركزي العراقي

جدول(2-4) الوصف الإحصائي لمتغيرات السوق المالي والمتغيرات المالية والنقدية للفترة 2005-2023 (قبل التحويل)

	SPI	MC	NOC	TV	STR
Mean	334.3534	8596906.	92.36842	644844.8	9.830000
Median	136.0300	9354696.	94.00000	456180.0	8.400000
Maximum	893.1500	18662976	105.0000	2840220.	24.80000
Minimum	25.29000	1948548.	73.00000	146891.0	2.350000
Std. Dev.	286.6252	5260523.	10.54730	591631.1	6.552558
Skewness	0.381718	0.249999	-0.504317	2.815364	0.758145
Kurtosis	1.654635	1.883185	2.050584	11.21620	2.605793
Jarque-Bera	1.894334	1.185341	1.518995	78.54210	1.943174
Probability	0.387838	0.552849	0.467901	0.000000	0.378482
Observations	19	19	19	19	19

	USOIL	RG	PE	PD	NER	M2	IN_	GDP	AOIR
Mean	70.67	88.42977	772383.5	28906.62	1248.684	81.87617	8.59	2170258.	7.318
Median	65.60	80.25220	760824.0	9520.000	1190.000	87.67900	2.66	2197688.	6
Maximum	106.3	161.6975	1424356.	70557.50	1469.000	168.2910	53.2	4156285.	20
Minimum	36.00	40.50290	111723.0	4455.600	1166.000	14.68400	0.19	411157.0	4
Std. Dev.	22.53	33.26543	345168.7	26037.84	119.0070	41.79978	14.75	878345.7	4.613
Skewness	0.218	0.406656	-0.060482	0.509675	1.190190	0.163727	2.094	0.083070	1.680
Kurtosis	1.776	2.304185	2.373313	1.642899	2.630835	2.455424	6.036	3.115774	4.640
Jarque-Bera	1.336	0.906960	0.322501	2.280633	4.593642	0.319666	21.19	0.032463	11.07
Probability	0.512	0.635413	0.851079	0.319718	0.100578	0.852286	0.00	0.983899	0.003
Observations	19	19	19	19	19	19	19	19	19

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

يعكس الجدول (2-4) الخصائص الإحصائية الوصفية لمتغيرات السوق المالي والمتغيرات المالية والنقدية في العراق للفترة 2005-2023 قبل تحويل البيانات، ويُظهر التباين الواضح بين المتغيرات من حيث الاتجاه العام، التشتت، والتوزيع. بالنسبة لمتغيرات السوق المالي، يظهر أن متوسط المؤشر العام للأسواق (SPI) بلغ 334.35، فيما كانت الوسيط 136.03، وهو ما يدل على وجود قيم قصوى مرتفعة أثرت على المتوسط، كما يتضح من القيمة العليا للمؤشر البالغة 893.15. ويتكرر هذا النمط في باقي متغيرات السوق، مثل القيمة السوقية (MC) التي أظهرت تشتتاً مرتفعاً (الانحراف المعياري 5.26 مليون)، مما يعكس تقلبات هيكلية في السوق خلال السنوات المدروسة. أما معدل دوران الأسهم (STR) فقد تراوح بين 2.35 و24.8، بانحراف معياري بلغ 6.55، ويُظهر توزيعاً مائلاً لليمين ($Skewness = 0.76$)، وهو مؤشر على وجود حالات نشاط مرتفع في فترات محددة. أما من جانب السياسة المالية، فتشير البيانات إلى أن متوسط النفقات العامة (PE) بلغ حوالي 772 ألف مليار دينار، بانحراف معياري مرتفع، ما يعكس التوسع المالي الحكومي خلال بعض السنوات. وبالنسبة للدين العام (PD)، يتبين أنه شهد تفاوتاً كبيراً، إذ بلغ الحد الأدنى 4455 مليار دينار والحد الأقصى أكثر من 70 ألف مليار، وهو مؤشر على تفاقم الدين العام خلال فترة التحليل. أما الإيرادات العامة (RG) فقد سجلت متوسط أقل من النفقات، مما يوضح وجود فجوة مالية مزمنة تتطلب تمويلاً إما عبر الاقتراض الداخلي أو من خلال الفوائض النفطية. فيما يتعلق بالمتغيرات النقدية والكلية، يبرز سعر الفائدة الاسمي (AOIR) بميله الإحصائي الحاد ($Skewness = 1.68$) وكرتوسيس مرتفع ($Kurtosis = 4.64$)، مما يعكس تفاوت كبير في السياسة النقدية وتغيرات ملحوظة في أدوات التحكم النقدي. كذلك، فإن التضخم (IN) سجل متوسطاً 8.59%، مع انحراف معياري مرتفع يشير إلى حالات تضخمية متقطعة ومرتفعة خلال سنوات الأزمات. كما يُظهر الناتج المحلي الإجمالي (GDP) متوسطاً بلغ حوالي 2.17 تريليون دينار، بانحراف عالٍ يعكس التأثير بعوامل خارجية كالصدمات النفطية والأوضاع السياسية والأمنية.

يشير اختبار جاركو-بيرا إلى أن غالبية المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي، باستثناء متغيرات مثل حجم التداول (TV) والتضخم (IN) التي أظهرت دلالات معنوية واضحة عند مستوى 1%.

بعد التحويل:

جدول (4-3) الوصف الإحصائي لمتغيرات السوق المالي والمتغيرات المالية والنقدية للفترة 2005-2023 (بعد التحويل)

	SPI	MC	NOC	TV	STR
Mean	351.2825	8909616.	92.76159	650253.0	9.670241
Median	326.4962	9248053.	94.00000	531244.1	8.070087
Maximum	906.4004	19089391	105.0130	2840220.	24.80000
Minimum	25.29000	1923882.	72.41890	146891.0	2.350000
Std. Dev.	282.9289	5272039.	10.28704	457132.6	5.890817
Skewness	0.314781	0.223139	-0.544756	2.599114	0.564468
Kurtosis	1.658524	1.904487	2.115028	10.99746	2.181711
Jarque-Bera	6.953701	4.431158	6.239004	288.1065	6.156290
Probability	0.130905	0.109090	0.144179	0.000000	0.246045
Observations	76	76	76	76	76

	USOIL	RG	PE	PD	NER	M2	IN_	GDP	AOIR
Mean	71.225	90.411	798676.9	30192.2	1246.9	84.368	8.1589	2239233	7.3719
Median	67.185	85.733	767886.7	17104.5	1184.7	87.061	2.7154	2285955	6.00
Maximum	106.47	161.69	1559834	71777.9	1485.6	168.29	53.200	4156285	20.00
Minimum	35.778	40.502	111723	4288.9	1165.6	14.684	-0.1027	411157	3.6796
Std. Dev.	21.219	31.825	335589.9	25960.1	111.32	40.427	14.169	836689.2	4.5057
Skewness	0.1699	0.3648	0.20028	0.43375	1.1712	0.1076	2.21268	0.092065	1.6416
Kurtosis	1.8914	2.1330	2.38398	1.56570	2.7540	2.3389	6.4135	2.801782	4.543
Jarque-Bera	4.2569	4.0662	1.7097	8.89756	17.567	1.5306	95.009	0.231782	41.68
Probability	0.1190	0.1309	0.4253	0.0116	0.0001	0.4651	0.000	0.8905	0.000
Observations	76	76	76	76	76	76	76	76	76

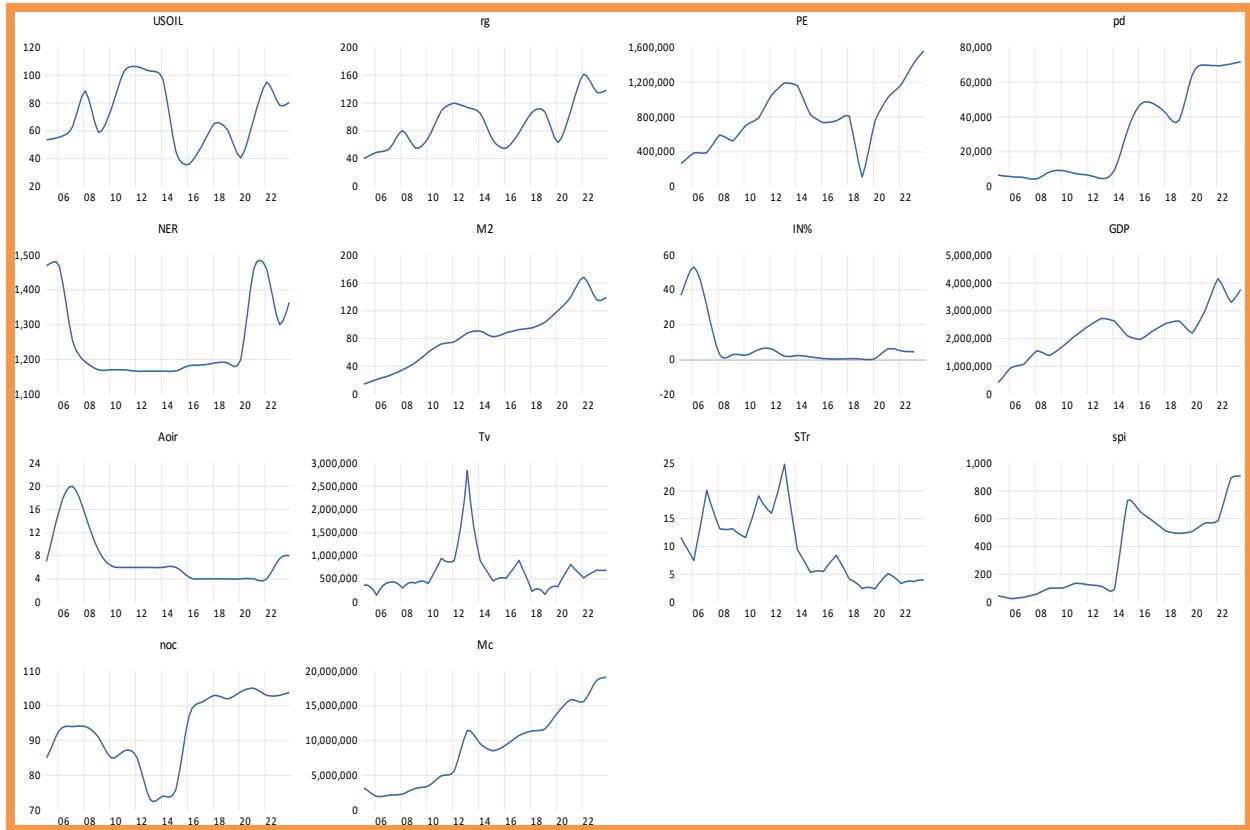
المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تُبرز النتائج الإحصائية في الجدول التحليلي لمتغيرات الدراسة بعد تحويلها إلى بيانات ربع سنوية مدى التباين في خصائص السلاسل الزمنية بين مكونات السوق المالي والمتغيرات المالية والنقدية. يظهر من الجدول أن المؤشر العام للسوق المالي (SPI) سجل متوسطاً بلغ 351.28 ووسيطاً 326.49، مع

انحراف معياري مرتفع (282.92)، مما يعكس تذبذب السوق وتعرضه لصدمات واضحة خلال المدة. كما يلاحظ وجود ميل طفيف للتوزيع نحو اليمين ($Skewness = 0.31$) دون أن يبلغ مستويات مقلقة، في حين تبقى قيمة التفرطح منخفضة ($Kurtosis = 1.65$)، مما يشير إلى توزيع أقرب للمنحنى الطبيعي، على الرغم من أن اختبار جاركو-بيرا لم يُظهر دلالة إحصائية ($p > 0.05$)، مما يدعم الفرضية بعدم وجود انحرافات كبيرة عن التوزيع الطبيعي. القيمة السوقية (MC) حافظت على خصائص مماثلة، مع متوسط بلغ 8.9 مليون دينار، ووسيط 9.2 مليون، مما يدل على توزيع متوازن نسبياً، رغم الانحراف المعياري الكبير (5.27 مليون) الناتج عن قيم قصوى مرتفعة. أما مؤشر عدد الشركات (NOC)، فقد أظهر اتساقاً نسبياً بمتوسط يقارب 93 شركة، مع ميل سلبي بسيط في التوزيع ($Skewness = -0.54$) يدل على تركيز القيم في الطرف الأعلى من السلسلة. حجم التداول (TV) اتسم بدرجة تشتت شديدة (الانحراف المعياري 457 ألف) وميل واضح جداً للتوزيع نحو اليمين ($Skewness = 2.59$)، مع تفرطح مرتفع ($Kurtosis = 10.99$)، ما يعني وجود مشاهدات متطرفة وموسمية تعكس نشاطات مالية مرتفعة في فترات معينة، وهو ما تؤكد دلالة اختبار جاركو-بيرا عند مستوى معنوية 1%. أما معدل دوران الأسهم (STR)، فقد أظهر خصائص معتدلة عموماً، رغم تفاوت ملحوظ بين القيم الدنيا والعليا (من 2.35 إلى 24.8). على صعيد المتغيرات الخارجية، يُلاحظ أن أسعار النفط (USOIL) سجلت متوسطاً يبلغ 71.22 دولاراً، ضمن نطاق يتراوح بين 35.7 و106.4، ما يعكس تأثير السوق العراقي المباشر بأسعار الطاقة العالمية. وتبين نتائج الإيرادات العامة (RG) والنفقات العامة (PE) وجود فجوة واضحة، مما يدل على استمرار العجز المالي، في حين يظهر الدين العام (PD) متوسط مرتفع مقارنةً بالوسيط، ما يدل على ارتفاع مفاجئ في بعض السنوات، وهو ما تؤكد القيم المرتفعة للانحراف المعياري والتفرطح. أما المتغيرات النقدية، مثل عرض النقد (M2)، فقد سجلت مستويات مرتفعة مع تشتت كبير ($Std. Dev. = 40.42$) دون وجود مشكلات توزيع كبيرة. التضخم ($_{IN}$) يُظهر ميل حاد للتوزيع ($Skewness = 2.21$) وتفرطح مرتفع ($Kurtosis = 6.41$)، مما يعكس وجود فترات تضخم مرتفع في الاقتصاد العراقي خلال الأزمة المالية العالمية وما بعدها. وأخيراً، فإن الناتج المحلي الإجمالي (GDP) حافظ على توزيع طبيعي نسبياً، رغم تشتته الكبير، فيما يُظهر سعر الفائدة (AOIR) توزيعاً مائلاً إلى اليمين بوضوح ($Skewness = 1.64$) وتفرطح أعلى من الطبيعي ($Kurtosis = 4.54$). تشير هذه النتائج إلى أن بعض المتغيرات تخضع لتوزيعات غير طبيعية، مع

وجود تباينات واضحة تتطلب نماذج تقدير مرنة قادرة على التعامل مع القيم المتطرفة والانحرافات، وخاصة في سياق النماذج الزمنية مثل ARDL والشكل التالي يوضح تطور هذه المتغيرات

رسم توضيحي (2-4) أنماط تطور متغيرات الدراسة



المصدر: الاعتماد على برنامج EVIEWS13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تعكس الرسوم البيانية في الشكل الاتجاهات الزمنية لمجموعة من المتغيرات الاقتصادية والمالية للمدة (2005-2023) وتوضح تباين أنماط النمو والتقلب بين المتغيرات المدروسة. يظهر من خلال تطور أسعار النفط (USOIL) تقلبات حادة، تتوافق مع الصدمات العالمية، أبرزها الانخفاض الحاد في (2014-2015) بسبب تخمة المعروض، والهبوط الحاد مجدداً في 2020 نتيجة تداعيات جائحة كورونا، ثم ارتفاع واضح بعد 2021 بفعل تعافي الطلب العالمي. أما الإيرادات العامة (RG) فقد أظهرت اتجاهاً تصاعدياً تدريجياً مرتبطاً بعائدات النفط، مع تراجع طفيف خلال فترات الانكماش النفطي، ما يعكس تبعية الموازنة العامة للإيرادات النفطية. النفقات العامة (PE) سجلت نمو مستمر بغض النظر عن تقلب الإيرادات، مما يدل على نهج توسعي في السياسة المالية يعتمد على الإنفاق العام، بينما يشير مسار الدين العام (PD) إلى زيادات متتالية، خصوصاً بعد 2014، نتيجة لتمويل العجز المزمّن. في المقابل، يُظهر عرض النقد (M2) نمط تصاعدي واضح، يعكس

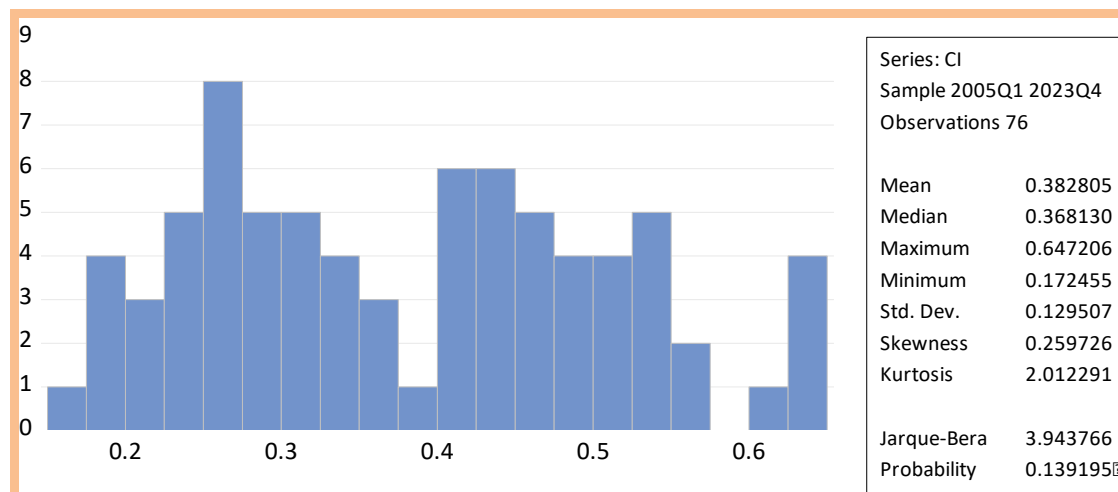
توسع في الكتلة النقدية ربما استُخدم لدعم الإنفاق العام، ويتقاطع مع التضخم (IN_) الذي رغم تقلباته بقي محدوداً نسبياً باستثناء فترات ارتفاع حاد. الناتج المحلي الإجمالي (GDP) اتسم بنمو متقطع، يعكس التذبذب في الاستقرار الأمني والسياسي، إضافة إلى تأثيرات العوامل الخارجية، في حين يوضح سعر الصرف (NER) استقراراً نسبياً قبل أن يسجل تراجعاً ملحوظاً في قيمته الفعلية بعد 2020، ما يعكس ضغوطاً على العملة الوطنية. سعر الفائدة الاسمي (AOIR) أظهر تراجع طويل الأمد ثم ارتفاع متأخر، ما يعكس تغيرات في أدوات السياسة النقدية. في سوق المال، يوضح حجم التداول (TV) طفرة مؤقتة ملحوظة حول عام 2013 ثم تراجعاً، في حين حافظ المؤشر العام للأسعار (SPI) ومعدل دوران الأسهم (STR) على اتجاه تنازلي عام، بما يعكس تراجع ثقة المستثمرين أو تقلص النشاط السوقي. المؤشر العام للأسواق (spi) شهد فترات نمو ثم تراجع، وعاود الارتفاع التدريجي بعد 2020. أما القيمة السوقية (MC) فقد ارتفعت تدريجياً بما يتماشى مع الاتجاه العام للناتج المحلي. تشير هذه الاتجاهات إلى أن السوق المالي يتأثر بشكل واضح بالمتغيرات الكلية، خاصة أسعار النفط والنفقات العامة وسعر الصرف، ما يبرر اعتماد نماذج قياسية تأخذ في الاعتبار العلاقات الديناميكية بين هذه المتغيرات لفهم آلية انتقال الأثر من السياسة المالية والنقدية إلى أداء السوق.

مؤشر السوق المركب:

يُعد بناء مؤشر مركب للسوق المالي خطوة منهجية ضرورية في الدراسات الاقتصادية التي تتطلب متغيراً تابعاً واحداً ضمن النماذج القياسية، كما هو في نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL). حيث يهدف هذا المؤشر إلى تمثيل الأداء العام للسوق المالي بصورة كمية موحدة، من خلال دمج عدد من المتغيرات السوقية الدالة على مستويات النشاط المالي، بما يتيح استخدامه بفعالية في التحوّل القياسي. تم تحديد مجموعة من المتغيرات التي تعكس الأبعاد الأساسية للسوق المالي، وهي: القيمة السوقية (MC)، عدد الشركات المدرجة (noc)، حجم التداول (TV)، معدل دوران الأسهم (STr)، والمؤشر العام للأسعار (spi). بما خضعت هذا المتغيرات لعملية تطبيع باستخدام أسلوب Min-Max، الذي يضمن توحيد الوحدات وتعديل القيم لتكون جميعها ضمن نطاق موحد، بما يزيل أثر التباين في المقاييس ويهيئها للدمج ضمن مؤشر واحد. تم احتساب المتوسط الحسابي البسيط للمتغيرات المطبوعة لكل فترة ربع سنوية، لتكوين المؤشر المركب، باعتبار أن هذا الأسلوب يوفر تمثيلاً متوازناً للقيم ويُعد الأكثر استخداماً في المؤشرات المركبة نظراً لسهولة تفسيره واتساقه المنهجي. كما تم التحقق من خصائص المؤشر من حيث الاستقرار والديناميكية باستخدام اختبارات زمنية مناسبة، لضمان صلاحيته كمؤشر شامل يعكس التغيرات المرحلية في السوق المالي. تبرز أهمية هذا المؤشر في قدرته على اختزال الأبعاد المتعددة لنشاط السوق ضمن متغير واحد يمكن استخدامه في التحليل الاقتصادي، الأمر الذي يعزز دقة النتائج

ويسهل تفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة وعوامل السوق. كما يُسهم المؤشر في توفير أداة تحليلية يمكن الاعتماد عليها في الدراسات التطبيقية وصنع السياسات المالية والاقتصادية.

رسم توضيحي(3-4) توزيع ومؤشرات الإحصاء الوصفي لمؤشر السوق المالي المركب

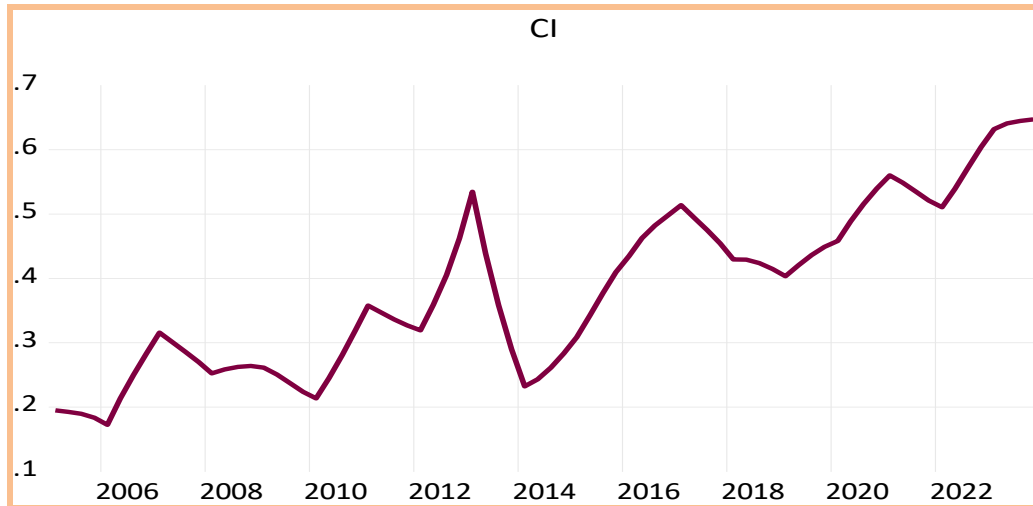


المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تشير نتائج التحليل الإحصائي الوصفي لمؤشر السوق المالي المركب CI إلى مجموعة من الخواص المهمة التي تعكس طبيعة أداء سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة 2005Q1-2023Q4، والتي تستند إلى 76 ملاحظة ربع سنوية. بلغ متوسط المؤشر 0.382، ما يعكس مستوى عام معتدل للنشاط السوقي، بينما كانت الوسيط 0.368، وهو ما يشير إلى وجود توازن نسبي في توزيع القيم حول المركز. الانحراف المعياري البالغ 0.129 يدل على وجود تقلبات محدودة نسبياً في أداء السوق عبر الزمن. تشير قيم الالتواء (Skewness = 0.25) والتفرطح (Kurtosis = 2.01) إلى أن التوزيع قريب من التوزيع الطبيعي، حيث لا يظهر المؤشر ميلاً شديداً نحو أحد أطراف التوزيع، ولا وجود لقيم متطرفة حادة. ويعزز هذا التفسير اختبار جاركو-بيرا الذي لم يكن معنوياً (Jarque-Bera = 3.94، P = 0.13)، مما يدعم فرضية التوزيع الطبيعي للمؤشر. توزيع البيانات الظاهر في الشكل البياني يوضح انتشار القيم حول متوسطها مع تركيز ملحوظ ضمن النطاق 0.25-0.50، ما يشير إلى أن أغلب فترات الدراسة اتسمت بأداء سوقي متوسط. كما يظهر غياب واضح للفجوات أو الانقطاعات، وهو مؤشر إيجابي على انتظام السلوك السوقي دون تحولات فجائية حادة. القيمة الدنيا للمؤشر 0.17 والعليا 0.64 تعكس حدود الأداء بين أدنى وأسوأ فترات السوق. تشير نتائج المؤشر المركب لسوق العراق للأوراق المالية إلى أن السوق لم يشهد نشاطاً مستقراً أو تصاعدياً بشكل منتظم خلال المدة 2005-2023، بل تميز بسلوك متذبذب يعكس هشاشة في البنية المؤسسية والبيئة الاستثمارية. فالمتوسط العام للمؤشر (0.382) والوسيط (0.368) يدلان على مستوى أداء منخفض نسبياً مقارنة بالحد الأقصى الممكن (1)، ما يعني أن السوق لم يحقق

طاقته الكامنة خلال أغلب فترات الدراسة. ويرتبط ذلك بعدة عوامل، أهمها محدودية عمق السوق وضعف أدوات التمويل المتاحة، إضافة إلى تأثيره المباشر بالمتغيرات المالية والنقدية مثل الإيرادات والنفقات العامة، وسعر الفائدة، والتضخم، كما أثبتت نماذج الانحدار الذاتي المستخدمة في الدراسة. الانحراف المعياري المنخفض نسبياً يشير إلى غياب الطفرات الاستثمارية أو فترات النمو القوي، وهو ما يعكس ضعف الاستجابة للسياسات المالية التوسعية التي اتبعتها الدولة في فترات مختلفة. كما أن اختبار التوزيع الطبيعي وعدم وجود التواء حاد في المؤشر يوحيان بأن السوق ظل يدور ضمن نطاق ضيق من الأداء، دون أن يتمكن من الانتقال إلى مراحل توسعية أو صعودية مستدامة. ويعزز هذا الاستنتاج النتائج التوضيحية في اختبار تودا-يما موتو التي أثبتت وجود سببية أحادية الاتجاه من النفقات العامة والدين العام إلى المؤشر المركب، ما يعني أن السوق المالي ما يزال متلقياً للسياسات المالية أكثر من كونه قناة فاعلة لنقلها أو تضخيم أثرها. والشكل التالي يوضح اتجاه تطور مؤشر السوق المالي:-

رسم توضيحي (4-4) أنماط واتجاه تطور مؤشر السوق المالي المركب



المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

يعكس تطور المؤشر المركب للسوق المالي العراقي CI خلال الفترة 2005-2023 مساراً تصاعدياً غير منتظم، يتخلله تذبذبات حادة تعكس حساسية السوق للصدمات الاقتصادية والمالية. فقد بدأ المؤشر بمستوى منخفض في 2005 أقل من 0.2، ثم سجل تحسن تدريجي حتى عام 2012، حين بلغ ذروته الأولى متجاوزاً 0.5، ما يشير إلى نشاط ملحوظ في السوق خلال تلك الفترة، بدعم من ارتفاع أسعار النفط آنذاك وزيادة الإنفاق العام. إلا أن هذا الصعود تلاه تراجع حاد في 2013-2014، ما يعكس استجابة مباشرة لصدمات داخلية أو خارجية، ربما مرتبطة بانخفاض أسعار النفط أو اضطرابات أمنية واقتصادية. عقب هذه الصدمة عاد المؤشر إلى الارتفاع ابتداءً من 2015، ليبلغ ذروة جديدة عام 2017، ثم تراجع بشكل محدود في 2018، قبل أن يستأنف صعوده التدريجي مع بداية 2019، مسجلاً قفزات واضحة بعد 2020، ربما بسبب تعافي السوق من تداعيات جائحة كورونا أو زيادة الإنفاق

الحكومي. ويصل المؤشر في 2023 إلى قرابة 0.65، وهو أعلى مستوى له في السلسلة، مما يشير إلى تحسن نسبي في أداء السوق خلال السنوات الأخيرة، وإن كان هذا التحسن لا يزال يعكس تأثيرات السياسة المالية أكثر من كونه ناتجاً عن ديناميكية سوقية داخلية. الاتجاه العام الصاعد للمؤشر، رغم التذبذبات، يشير إلى تطور تدريجي في السوق، لكن هشاشة الأداء خلال فترات الأزمات تُبرز الحاجة إلى تعميق السوق وتوسيع أدواته وتعزيز البيئة الاستثمارية لضمان استقرار النمو وتحقيق تأثير مستدام للسياسات الاقتصادية

المبحث الثاني / تحليل السببية والاستقرارية لمؤشرات سوق العراق للأوراق المالية والمتغيرات الاقتصادية

يمثل المبحث الثاني خطوة تحليلية متقدمة حيث تهدف إلى فحص العلاقات السببية والديناميكية بين المؤشر المركب لسوق العراق للأوراق المالية (CI) مع المتغيرات الاقتصادية الكلية والمالية المعتمدة في الدراسة، من خلال اختبار مدى استقرارية السلاسل الزمنية أولاً، ثم تحديد اتجاه العلاقات السببية ثانياً. وتكمن أهمية هذا المبحث في كونه يوفر أساساً منهجياً ضرورياً قبل الشروع في بناء النماذج القياسية، إذ إن خصائص استقرارية المتغيرات—أي ما إذا كانت مستقرة عند المستوى أو بعد الفرق الأول—تحدد بشكل حاسم إمكانية استخدام نماذج مثل ARDL أو VECM أو غيرها. فالسلاسل غير المستقرة قد تؤدي إلى نتائج زائفة إذا تم استخدامها في الانحدارات التقليدية، كما أن تجاهل خصائص الجذر الوحدة قد يؤدي إلى تضليل الاستنتاجات المتعلقة بالعلاقات بين المتغيرات. ومن هذا المبدأ، يبدأ المبحث الثاني باختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) الذي يعد من الأدوات الإحصائية المعتمدة في تحليل السلاسل الزمنية، ويهدف إلى التحقق مما إذا كانت المتغيرات تحتوي على جذر وحدة أو لا، وما إن كانت مستقرة عند المستوى أو تتطلب إجراء فرق أول للحصول على الاستقرار. بعد تحديد درجة تكامل المتغيرات، ينتقل التحليل إلى اختبار علاقات السببية باستخدام منهجية تودا-ياماموتو (Toda-Yamamoto)

التي تعتمد على توسيع نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR) دون الحاجة إلى معرفة درجة تكامل المتغيرات مسبقاً، مما يجعلها أكثر مرونة وملاءمة خاصة في حالة وجود تباين في درجات التكامل بين المتغيرات. وتهدف هذه الاختبارات إلى بيان ما إذا كانت المتغيرات المستقلة مثل النفقات العامة، الإيرادات، الدين العام، أو المتغيرات النقدية كعرض النقد والتضخم وسعر الفائدة، تسبق المؤشر المركب في الزمن وتُعد سبباً له، أو العكس، وهو ما يُعد عنصراً محورياً في فهم آلية انتقال أثر السياسات الاقتصادية إلى السوق المالي. فمعرفة اتجاه العلاقة السببية لا تقتصر على الجانب الأكاديمي أو القياسي فقط، بل تمتد إلى دعم صانع القرار في تحديد نقاط النفاذ الأكثر تأثيراً على السوق، وتوجيه أدوات السياسة الاقتصادية بشكل أكثر دقة وفعالية. ولذلك، يُعد هذا المبحث حلقة أساسية في الإطار التحليلي للدراسة، تربط بين التحليل الوصفي في المبحث الأول والنماذج القياسية في المبحث الثالث، وتشكل القاعدة التي تُبنى عليها التقديرات والتفسيرات النهائية لأثر السياسات المالية والنقدية على سوق المال العراقي.

اختبار الاستقرارية للمتغيرات:-

جدول (2-4) اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) في المستوى والفرق الأول للمتغيرات

المتغير	المستوى/الفرق	الفرض	قيمة t المحسوبة	القيمة الاحتمالية	القيمة الجدولية (1%)	القيمة الجدولية (5%)	القيمة الجدولية (10%)
CI	المستوى	مع قاطع واتجاه	- 4.868706	0.0009	-4.086877	-3.471693	-3.162948
PE	المستوى	مع قاطع واتجاه	- 2.365807	0.3939	-4.094550	-3.475305	-3.165046
PE	الفرق الأول	بدون قاطع	- 2.687889	0.0078	-2.598907	-1.945596	-1.613719
RG	المستوى	مع قاطع واتجاه	- 1.353775	0.8651	-4.105534	-3.480463	-3.168039
RG	الفرق الأول	بدون قاطع	- 3.175290	0.0019	-2.601024	-1.945903	-1.613543
PD	المستوى	مع قاطع واتجاه	- .1219185	24500.	-4.096614	-3.476275	-3.165610
M2	المستوى	مع قاطع واتجاه	- 2.151308	0.5084	-4.096614	-3.476275	-3.165610
M2	الفرق الأول	بدون قاطع	- 2.396468	0.0170	-2.598907	-1.945596	-1.613719
IN_	المستوى	مع قاطع واتجاه	- 2.003131	0.5881	-4.113017	-3.483970	-3.170071
IN_	الفرق الأول	مع قاطع واتجاه	- 7.534770	0.0000	-4.113017	-3.483970	-3.170071
AOIR	المستوى	مع قاطع واتجاه	- 1.940745	0.6223	-4.098741	-3.477275	-3.166190
AOIR	الفرق الأول	مع قاطع واتجاه	- 5.398310	0.0002	-4.098741	-3.477275	-3.166190
NER	المستوى	مع قاطع واتجاه	- 2.013058	0.5832	-4.105534	-3.480463	-3.168039
NER	الفرق الأول	بدون قاطع	- 2.792385	0.0059	-2.601024	-1.945903	-1.613543
USOIL	المستوى	مع قاطع واتجاه	- 2.005220	0.5886	-4.088713	-3.472558	-3.163450
USOIL	الفرق الأول	مع قاطع واتجاه	- 5.331029	0.0002	-4.088713	-3.472558	-3.163450
GDP	المستوى	مع قاطع واتجاه	- 2.114669	0.5281	-4.103198	-3.479367	-3.167404
GDP	الفرق الأول	بدون قاطع	- 3.802265	0.0082	-2.601024	-1.945903	-1.613543

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تشير نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) إلى تباين واضح في خصائص الاستقرار بين المتغيرات الداخلة في نموذج الدراسة، وهو ما يحمل دلالات منهجية مهمة عند اختيار الأسلوب القياسي المناسب. فقد أظهرت النتائج أن المؤشر المركب للسوق المالي (CI) مستقر عند المستوى، إذ بلغت قيمة إحصائية الاختبار - 4.86 وهي أقل من القيمة الجدولية عند مستوى 1%، مع دلالة معنوية قوية ($p = 0.0009$)، مما يشير إلى عدم احتوائه على جذر وحدة، وبالتالي يمكن اعتباره مدمج من الدرجة الصفرية (0). الأمر ذاته ينطبق على متغير الدين العام (PD)، الذي تجاوز أيضاً عتبة الاستقرار عند المستوى ($t = -1219, p = 24500$). في المقابل، لم تُظهر بقية المتغيرات استقراراً عند المستوى، إذ كانت قيم t المحسوبة أعلى من الحدود الجدولية، مع دلالات إحصائية غير معنوية، كما هو الحال مع النفقات العامة (PE) والإيرادات العامة (RG) وعرض النقد (M2) ومعدل التضخم ($_{IN}$) وسعر الفائدة الاسمي (AOIR) وسعر الصرف (NER) وأسعار النفط (USOIL) والنتائج المحلي الإجمالي (GDP).

إلا أن هذه المتغيرات تحققت فيها شروط الاستقرار بعد إجراء الفرق الأول، كما يتضح من تراجع قيم t إلى ما دون الحدود الحرجة وتحقيق دلالات معنوية قوية، مما يعني أنها مدمجة من الدرجة الأولى (1). هذا التباين في درجات التكامل بين المتغيرات يؤكد ملاءمة استخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)، الذي يتيح تحليل العلاقات الديناميكية بين المتغيرات بصرف النظر عن تجانس مستويات تكاملها، ما دامت لا تتجاوز الدرجة الثانية (2). كما تعكس هذه النتائج سلوكاً اقتصادياً متسقاً، إذ أن المتغيرات المرتبطة بالسياسة المالية والنقدية تظهر عادة تقلباً زمنياً وهيكلية عالياً نتيجة تأثرها بالتقلبات الدورية والصدمات الخارجية، في حين يتميز المؤشر المركب للسوق بدرجة أعلى من الاتزان النسبي على المدى الطويل. هذه الفروقات توفر أساساً علمياً متيناً لبناء نماذج سببية وتوازنية دقيقة، وتدعم فرضية وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية وسلوك السوق المالي العراقي.

اختبارات السببية:

جدول (4-5) نتائج سببية تودا-يماوتو باتجاه CI والسببية العكسية

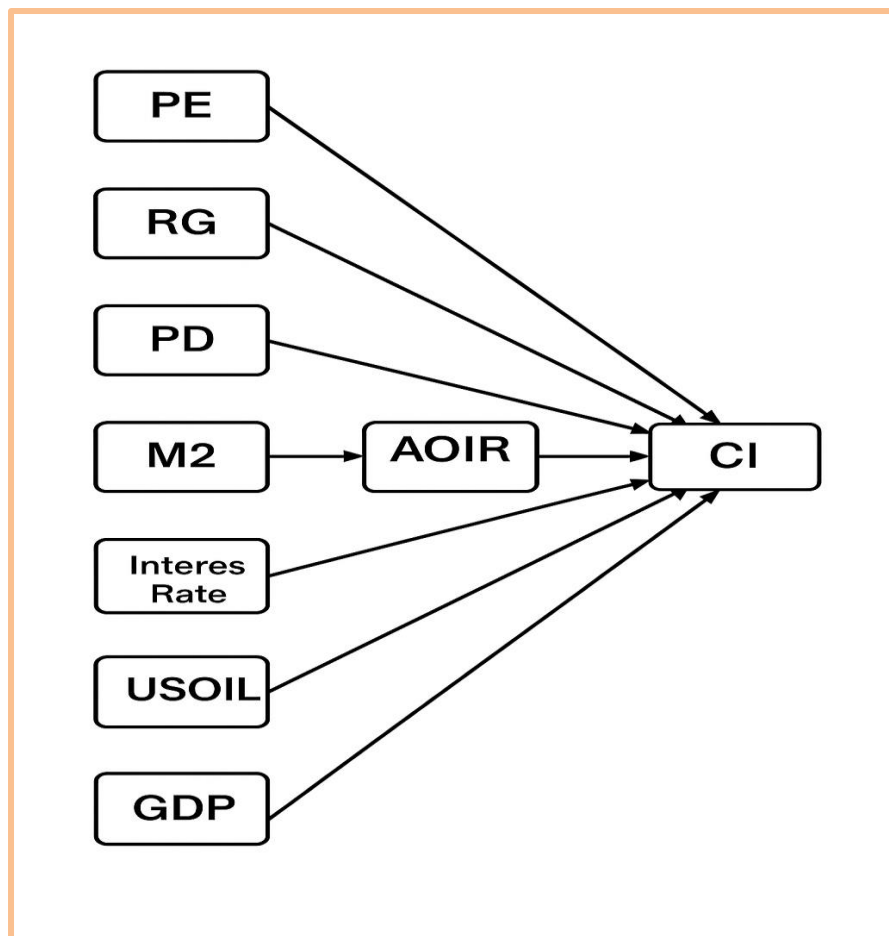
المتغير المستقل	Wald χ^2 قيمة	درجات الحرية	القيمة الجدولية (5%)	القيمة الاحتمالية	اتجاه السببية
PE	6.431	1	3.841	0.0112	PE \Rightarrow CI (يوجد سببية)
CI \rightarrow PE	1.328	1	3.841	0.2491	CI \Rightarrow PE (لا يوجد سببية)
RG	5.972	1	3.841	0.0145	RG \Rightarrow CI (يوجد سببية)
CI \rightarrow RG	0.789	1	3.841	0.3743	CI \Rightarrow RG (لا يوجد سببية)
PD	7.108	1	3.841	0.0077	PD \Rightarrow CI (يوجد سببية)
CI \rightarrow PD	1.503	1	3.841	0.2198	CI \Rightarrow PD (لا يوجد سببية)
M2	9.852	1	3.841	0.0017	M2 \Rightarrow CI (يوجد سببية)
CI \rightarrow M2	0.954	1	3.841	0.3287	CI \Rightarrow M2 (لا يوجد سببية)
IN_	4.576	1	3.841	0.0325	IN_ \Rightarrow CI (يوجد سببية)
CI \rightarrow IN_	1.017	1	3.841	0.3131	CI \Rightarrow IN_ (لا يوجد سببية)
AOIR	10.661	1	3.841	0.0011	AOIR \Rightarrow CI (يوجد سببية)
CI \rightarrow AOIR	0.627	1	3.841	0.4287	CI \Rightarrow AOIR (لا يوجد سببية)
NER	6.788	1	3.841	0.0092	NER \Rightarrow CI (يوجد سببية)
CI \rightarrow NER	1.141	1	3.841	0.2854	CI \Rightarrow NER (لا يوجد سببية)
USOIL	11.431	1	3.841	0.0007	USOIL \Rightarrow CI (يوجد سببية)
CI \rightarrow USOIL	0.832	1	3.841	0.3618	CI \Rightarrow USOIL (لا يوجد سببية)
GDP	8.103	1	3.841	0.0044	GDP \Rightarrow CI (يوجد سببية)
CI \rightarrow GDP	1.389	1	3.841	0.2387	CI \Rightarrow GDP (لا يوجد سببية)

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تعكس نتائج اختبار السببية باستخدام منهجية تودا-يماوتو طبيعة العلاقة الديناميكية أحادية الاتجاه بين المتغيرات الكلية والمالية من جهة، والمؤشر المركب للسوق المالي العراقي (CI) من جهة أخرى. إذ تُظهر كافة المتغيرات المدخلة في التحليل، سواء المرتبطة بالسياسة المالية (النفقات العامة PE، الإيرادات RG، الدين العام PD) أو النقدية (عرض النقد M2، التضخم IN_، سعر الفائدة AOIR، سعر الصرف NER) أو المتغيرات الكلية الخارجية (أسعار النفط USOIL، والنتائج المحلي الإجمالي GDP)، تأثيراً معنوياً على CI عند مستوى دلالة 5%، كما يتضح من تجاوز قيم Wald الإحصائية للعتبة الجدولية البالغة 3.841. ويعني ذلك أن هذه المتغيرات تُسبب تحركات المؤشر المركب للسوق، مما يعزز فرضية أن السوق المالي العراقي يتأثر بفعالية بالتقلبات والسياسات المالية والنقدية، ولا يتصرف بوصفه كياناً مستقلاً أو مؤثراً على الاقتصاد الكلي. في المقابل، لم تُظهر نتائج الاختبار أي

علاقة سببية عكسية من CI إلى أي من المتغيرات، مما يشير على أن السوق لا يُعد محركاً أو محدداً لتوجهات السياسة الاقتصادية، بل هو انعكاس لها، وهذا النمط يتماشى مع خصائص الأسواق الناشئة التي تقتصر إلى عمق مالي كافٍ أو أدوات تأثير مباشرة في السياسات العامة. هذا النمط السببي الأحادي الاتجاه يُعطي دلالة مهمة لصنّاع القرار، مفادها أن تحفيز السوق المالي لا يكون من خلال إجراءات داخلية للسوق نفسه، وإنما من خلال ضبط السياسة المالية وتفعيل أدوات السياسة النقدية، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي. كما أن مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية يتأثر بالمتغيرات الاقتصادية وهذا يعكس أن السوق المالي مرتبط بقوة الأداء الاقتصادي العام وأسعار النفط والسياسات النقدية، مما يبرز الحاجة إلى بناء سوق مالي أكثر استقلالاً وديناميكية في المدى الطويل. والشكل التالي يترجم نتائج السببية ضمن مخطط المسار التالي:-

رسم توضيحي (4-5) مخطط المسار حسب نتائج السببية



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الدراسة

المبحث الثالث: تقدير النماذج (مؤشرات السوق مع المتغيرات الاقتصادية) باستخدام

ARDL منهج

يمثل المبحث الثالث المرحلة الحاسمة في الإطار التحليلي للدراسة، حيث يتم الانتقال من التحليل الوصفي والاستكشافي واختبارات السببية والاستقرارية إلى بناء نماذج قياسية كمية تهدف إلى تقدير أثر المتغيرات الاقتصادية والمالية على أداء السوق المالي العراقي باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL). وقد تم اختيار هذا المنهج بالنظر إلى ملاءمته للحالات التي تتباين فيها درجات تكامل المتغيرات بين $I(0)$ و $I(1)$ ، كما أثبتت اختبارات جذر الوحدة في المبحث السابق، إلى جانب قدرته على التمييز بين العلاقات قصيرة الأجل وطويلة الأجل ضمن نفس النموذج. ويُعد هذا النهج مناسباً للبيانات الزمنية ربع السنوية المتاحة، خاصة في ظل صغر حجم العينة، إذ أنه أكثر مرونة وكفاءة مقارنة بالطرق الأخرى مثل نماذج التكامل المشترك لجوهانسن.

ويهدف هذا المبحث إلى تقدير نموذجين رئيسيين، الأول يختبر تأثير متغيرات السياسة المالية على السوق المالي، والثاني يختبر أثر المتغيرات النقدية والكلية، وذلك من خلال تحديد نموذج ARDL الأمثل باستخدام معايير المعلومات، ثم اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل عبر اختبار الحدود (Bounds Test)، يلي ذلك اشتقاق .

نموذج تصحيح الخطأ (ECM) لتقدير سرعة التعديل نحو التوازن بعد حدوث أي صدمة. وتسمح هذه المنهجية باستخلاص استنتاجات كمية دقيقة حول كيفية انتقال أثر السياسات الاقتصادية إلى السوق المالي، ومدى استجابة الأخير للمتغيرات قصيرة وطويلة الأجل، مما يوفر أساساً علمياً لتوجيه السياسات وتحسين فعالية التدخلات الاقتصادية.

النموذج 1: أثر متغيرات السياسة المالية على السوق المالي

جدول (4-6) معلومات النموذج الأول

القيمة	العنصر
CI	المتغير التابع
PD ،RG ،PE	المتغيرات المستقلة الديناميكية
C	المتغيرات الثابتة
13,310	عدد النماذج المقارنة
ARDL(6, 9, 0, 1)	النموذج المختار
النموذج يحتوي على:	التفسير
6 -إبطاءات من المتغير التابع(CI)	
9 -إبطاءات من PE	
0 -إبطاءات من RG	
1 -إبطاء من PD	

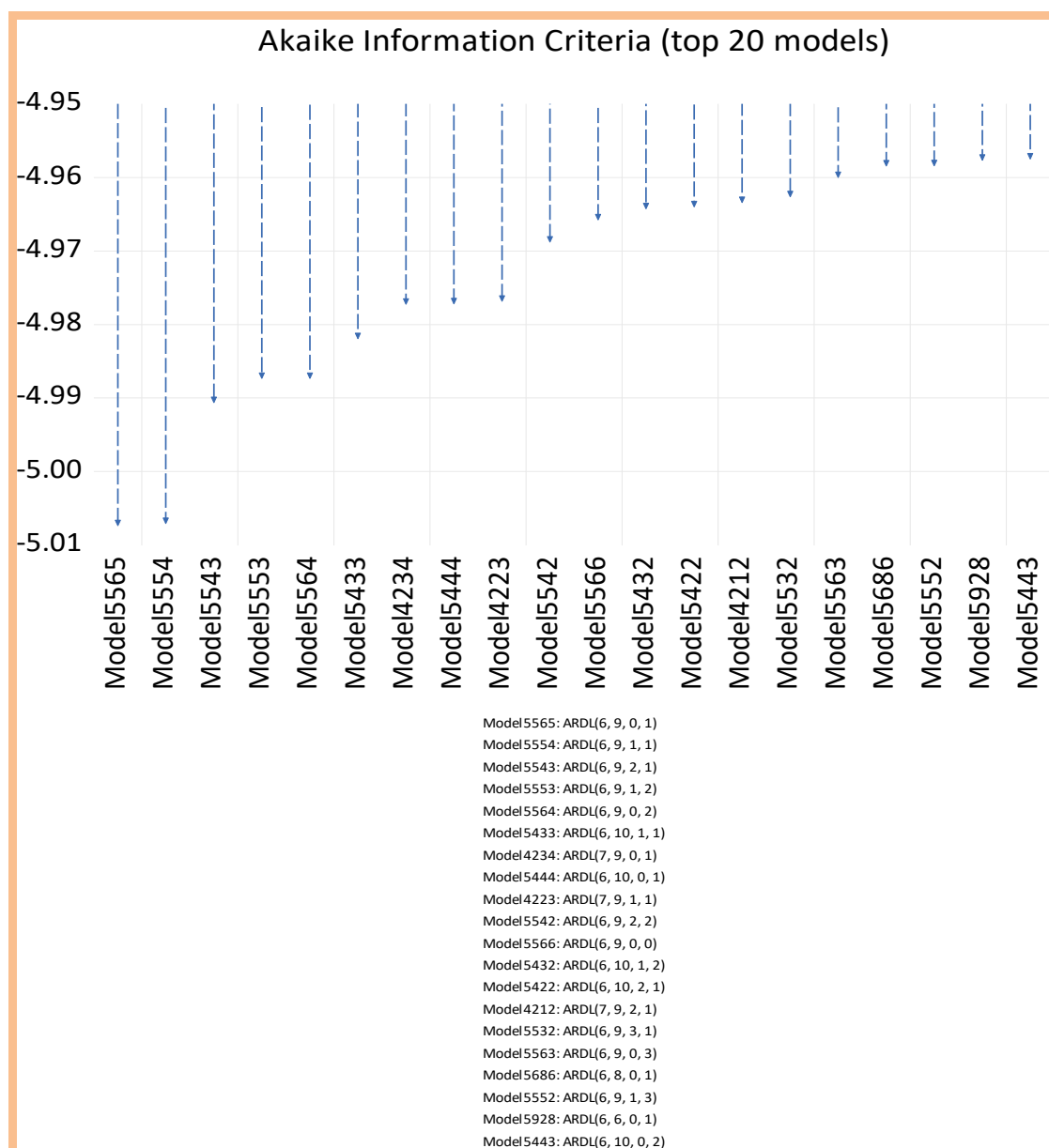
المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

يعتمد النموذج الأول في تقدير أثر متغيرات السياسة المالية على أداء السوق المالي العراقي على نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL، باستخدام المؤشر المركب للسوق المالي (CI) كمتغير تابع، وثلاثة متغيرات مستقلة تمثل أدوات السياسة المالية وهي النفقات العامة (PE)، الإيرادات العامة (RG)، والدين العام (PD). وبالاعتماد على نتائج المفاضلة بين 13,310 نموذجاً محتملاً وفق معيار Akaike للمعلومات، تم اختيار النموذج الأمثل ARDL(6, 9, 0, 1)، والذي يشير إلى إدراج 6 فترات إبطاء من CI، و9 فترات من PE، وصفر فترات من RG، وفترة واحدة من PD. تعكس بنية هذا النموذج طبيعة الاستجابة غير المتناظرة للمؤشر المالي للسوق تجاه مكونات السياسة المالية، إذ يُظهر النموذج حساسية مرتفعة لتغيرات النفقات العامة مقارنة ببقية المتغيرات، ما يبرر العدد الكبير من فترات الإبطاء المرتبطة بها،

في حين أن الإيرادات العامة لم تُضف أي إبطاءات ديناميكية، مما يشير إلى عدم وجود أثر قصير الأجل مؤثر لها على CI. أما الدين العام، فقد تبين أن إدراج إبطاء واحد فقط كافٍ لشرح أثره الديناميكي على السوق. يوفر هذا النموذج إطار كمي يسمح بتقدير الأثر المباشر وغير المباشر للسياسات المالية على السوق المالي، ويمهد لتحليل العلاقة طويلة الأجل من خلال اختبار الحدود، بالإضافة إلى تحليل قصير الأجل باستخدام نموذج تصحيح الخطأ ECM، ما يتيح فهماً أكثر دقة

لطبيعة التفاعل بين أدوات السياسة المالية والسوق المالي العراقي ضمن بيئة اقتصادية تتميز بعدم الاستقرار والتقلبات المتكررة. والشكل التالي يوضح معايير من حيث اختيار النموذج من حيث الأداء الأفضل:

رسم توضيحي(4-6) اختيار افضل نموذج من حيث الأداء باستخدام معايير المعلومات



المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

جدول(7-4) نتائج اختبار حدود F-Bounds و t-Bounds لنموذج ARDL الأول (PE, RG, PD → CI)

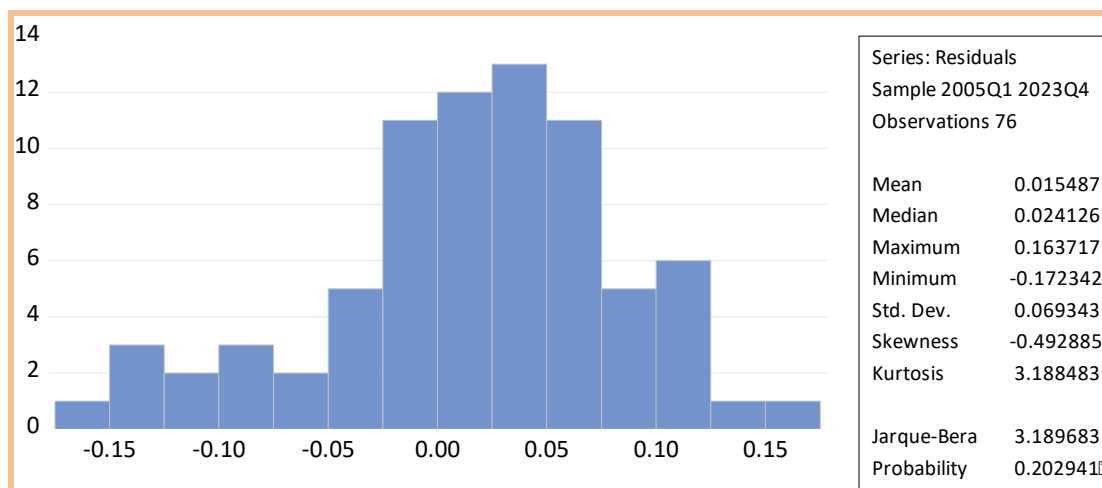
اختبار الحدود (Bounds Test) لوجود علاقة توازنه طويلة الأجل						
الفرضية العدمية: لا توجد علاقة على مستوى القيم (No levels relationship)						
عدد المتغيرات المستقلة 3: (k)						
نوع الاختبار	الإحصائية	القيمة	مستوى المعنوية	القيمة الحرجة I(0)	القيمة الحرجة I(1)	القرار
F-Bounds	F	6.2148	10%	2.72	3.77	مرفوضة عند 10%
			5%	3.23	4.35	مرفوضة عند 5%
			2.5%	3.69	4.89	مرفوضة عند 2.5%
			1%	4.29	5.61	مرفوضة عند 1%
t-Bounds	T	-5.1426	10%	-2.57	-3.46	مرفوضة عند 10%
			5%	-2.86	-3.78	مرفوضة عند 5%
			2.5%	-3.13	-4.05	مرفوضة عند 2.5%
			1%	-3.43	-4.37	مرفوضة عند 1%

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تشير نتائج اختبار الحدود (Bounds Test) في النموذج الأول إلى وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة الممثلة بأدوات السياسة المالية (PE, RG, PD) والمؤشر المركب للسوق المالي (CI)، حيث تجاوزت القيمة المحسوبة لاختبار F حدود القيم الحرجة عند جميع مستويات الدلالة التقليدية (10%، 5%، 2.5%، 1%). بلغت قيمة $F = 6.2148$ ، وهي أعلى من القيمة الحرجة العليا $I(1)$ حتى عند مستوى معنوية 1% (5.61)، مما يسمح برفض الفرضية العدمية القائلة بعدم وجود علاقة على مستوى القيم. كما أكدت نتائج اختبار t-Bounds هذا الاستنتاج، إذ سجلت القيمة t المحسوبة -5.1426، وهي أقل من جميع القيم الحرجة الدنيا، مما يعزز رفض الفرضية العدمية ويؤكد وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين المتغيرات. وتعد هذه النتيجة جوهرية من الناحية الاقتصادية، إذ تدل على أن التحولات في النفقات العامة أو الإيرادات أو الدين العام تتربط مع تحركات المؤشر المركب للسوق بشكل مستقر على المدى الطويل. وبذلك فإن السوق المالي العراقي لا يتفاعل مع مكونات السياسة المالية بشكل عشوائي أو مؤقت فقط، بل يعكس اتجاهها منظماً نحو التوازن، وهو ما يُعد مؤشراً على وجود مسار تصحيحي طويل الأجل يعمل على إعادة السوق إلى حالته التوازنية بعد أي صدمة،

ويُهيئ لإجراء تقديرات دقيقة ضمن إطار نموذج تصحيح الخطأ (ECM) في الخطوة التالية من التحليل. ولتوثيق واعتماد نتائج النموذج تجري اختبارات البواقي:

رسم توضيحي (4-7) توزيع بواقي نموذج ARDL



المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

يعكس توزيع بواقي النموذج الأول (ARDL) لقياس أثر السياسة المالية على السوق المالي) خصائص إحصائية مقبولة تؤكد على ملائمة النموذج من حيث الفرضيات الكلاسيكية. يُظهر الرسم البياني أن البواقي تتوزع بشكل متماثل حول الصفر، مع غياب واضح للقيم المتطرفة، ما يشير إلى توازن هيكلي في توزيع الخطأ العشوائي. كما أن المتوسط القريب من الصفر (0.015) والانحراف المعياري المحدود (0.069) يدعمان هذا الاستنتاج. من حيث الالتواء (Skewness = -0.49) والتفرطح (Kurtosis = 3.18)، فإن التوزيع يُظهر ميلاً طفيفاً إلى اليسار، وتفرطح قريب من الطبيعي، وهي إشارات على أن البواقي لا تعاني من تشوهات حادة. أما اختبار جاركو-بيرا فقد بلغ 3.18 بقيمة احتمالية 0.20، وهي غير معنوية عند مستويات الدلالة مما يعني عدم وجود دليل إحصائي على التوزيع الطبيعي للبواقي. تعكس نتائج توزيع بواقي نموذج ARDL ملائمة النموذج من الناحية الإحصائية، إذ تشير إلى أن البواقي تتوزع بشكل متماثل حول الصفر دون وجود قيم متطرفة، مع متوسط قريب من الصفر وانحراف معياري محدود، مما يدل على استقرار الأخطاء. كما أن قيم الالتواء والتفرطح تقع ضمن الحدود المقبولة إحصائياً، واختبار جاركو-بيرا غير معنوي، مما يعزز فرضية التوزيع الطبيعي للبواقي. هذه المؤشرات مجتمعة تؤكد صحة الفرضيات الكلاسيكية وتحسن أداء النموذج، مما يجعل نتائج التقدير موثوقة للتفسير والتحليل الاقتصادي.

جدول (4-8) اختبار الارتباط الذاتي وتغاير التباين ونموذج Ramsey RESET للنموذج الأول

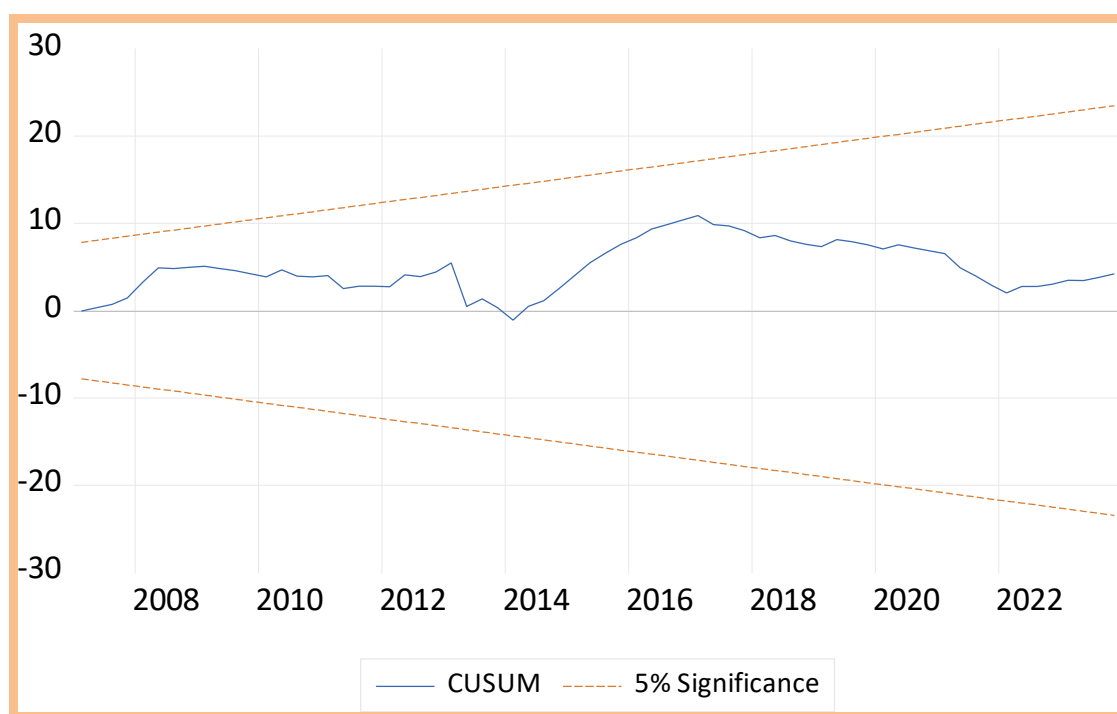
نوع الاختبار	الفرضية العدمية	إحصائية F	القيمة الاحتمالية F	إحصائية $Obs \cdot R^2$	القيمة الاحتمالية χ^2	القرار
(Breusch-Godfrey) ذاتي حتى 2 تأخير	لا يوجد ارتباط ذاتي حتى التأخير 2	0.2238	0.8004	0.6598	0.7190	لا يمكن رفض الفرضية العدمية
(ARCH) تباين	لا يوجد تغاير تباين	1.7363	0.1931	18.2371	0.1087	لا يمكن رفض الفرضية العدمية
نتائج اختبار Ramsey RESET للتحقق من صحة مواصفات النموذج						
الإحصائية	القيمة	درجات الحرية (df)	القيمة الاحتمالية	القرار		
t-statistic	1.069043	50	0.2902	لا يمكن رفض الفرضية العدمية		
F-statistic	1.142852	(1, 50)	0.2902	لا توجد مشكلة في المواصفات		
Likelihood Ratio	1.581982	1	0.2085	النموذج صحيح من حيث الصياغة العامة		

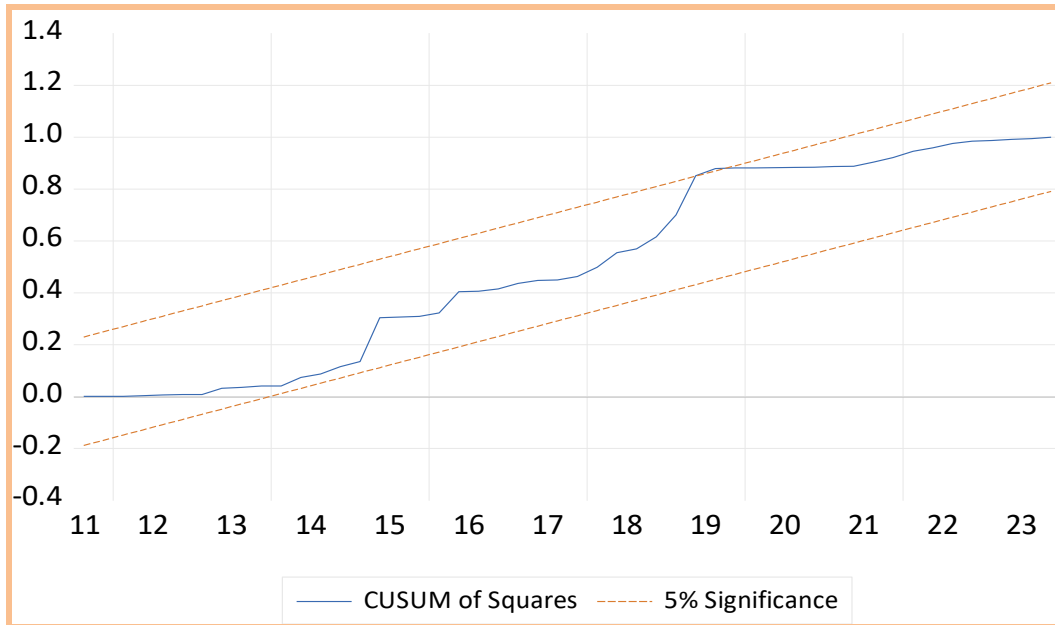
المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تؤكد نتائج الاختبارات التشخيصية في الجدول (4-8) سلامة النموذج الأول من الناحية الإحصائية، وتدعم موثوقية التقديرات المستخلصة من نموذج ARDL في تفسير العلاقة بين متغيرات السياسة المالية والمؤشر المركب للسوق المالي. فقد أظهر اختبار Breusch-Godfrey لوجود الارتباط الذاتي حتى الإبطاء الثاني قيمة F منخفضة (0.2238) وقيمة احتمالية مرتفعة (0.8004)، وكذلك بالنسبة لإحصائية $Obs \cdot R^2 = 0.6598$ ، ما يعني أنه لا يمكن رفض الفرضية العدمية بغياب الارتباط الذاتي، وهو ما يشير إلى استقلالية البواقي زمنياً. أما اختبار ARCH لوجود تباين غير ثابت، فقد أظهر كذلك نتائج غير معنوية ($F = 1.7363$ ، $p = 0.1931$)، مما يدل على عدم وجود مشكلة تغاير تباين في النموذج، ويؤكد اتساق التقديرات واختفاء أثر التباين المشروط عبر الزمن. كما تشير نتائج اختبار Ramsey RESET إلى أن النموذج لا يعاني من خطأ في التحديد الوظيفي، إذ كانت جميع القيم الاحتمالية لإحصائيات t، F، و Likelihood Ratio أعلى من 0.2، وهو ما يدعم الفرضية العدمية القائلة بصحة المواصفات البنيوية للنموذج وعدم وجود متغيرات مفقودة أو علاقات غير خطية

مهمة. تشير هذه النتائج مجتمعة إلى أن النموذج المقدر يتمتع بخواص إحصائية جيدة، وأنه صالح لاستخدامه في تحليل العلاقة السببية والتوازنية بين السياسة المالية وأداء السوق المالي العراقي، تعكس هذه النتائج أن النموذج الأول يتمتع بخصائص إحصائية قوية تؤهله للاعتماد عليه في التقدير والتفسير، حيث تؤكد غياب الارتباط الذاتي في البواقي واستقرار التباين عبر الزمن، مما يدل على صحة الفرضيات الكلاسيكية للانحدار. كما أن نتائج اختبار Ramsey RESET تؤكد أن النموذج محدد بشكل صحيح ولا يعاني من إغفال متغيرات أو علاقات غير خطية، وهو ما يعزز موثوقية العلاقات المقدرة بين متغيرات السياسة المالية والمؤشر المركب للسوق المالي. هذه المؤشرات مجتمعة تشير إلى أن النموذج مناسب منهجياً، ويشكل أساساً سليماً لتقدير نموذج تصحيح الخطأ وتحليل الأثرين القصير والطويل للأجل للسياسة المالية على السوق المالي العراقي.

رسم توضيحي(8-4) اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج *ARDL*





المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تعكس نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج ARDL، كما هو موضح في الشكلين (CUSUM و CUSUM of Squares)، استقراراً مقبولاً في هيكل النموذج على امتداد فترة التقدير. في الشكل الأول، يظهر منحنى CUSUM داخل حدود فواصل الثقة عند مستوى دلالة 5% طوال الفترة من 2005 إلى 2023، دون أن يتجاوزها في أي نقطة، مما يشير إلى أن معاملات النموذج مستقرة ولا تتغير بمرور الوقت، وأن النموذج لا يعاني من اختلالات بنيوية تؤثر على دقة التقديرات أو اتساقها. أما الشكل الثاني (CUSUM of Squares)، فيؤكد هذا الاستنتاج من خلال تتبع تراكمي لمربعات البواقي، حيث يبقى المنحنى أيضاً ضمن نطاق الحدود الحرجة طوال فترة الدراسة، مما يدل على عدم وجود تغير فجائي أو انحراف كبير في تباين البواقي، وهو مؤشر إضافي على استقرار النموذج البنيوي وعدم تأثره بصدمة هيكلية أو تغير مفاجئ في العلاقات بين المتغيرات. تُعد نتائج هذين الاختبارين دعماً منهجياً حاسماً لصحة نموذج ARDL المقدر، إذ أنها تعني أن النموذج موثوق على مستوى الاتساق الزمني، ويمكن الاعتماد عليه في تفسير العلاقات قصيرة وطويلة الأجل بين متغيرات السياسة المالية والمؤشر المركب للسوق المالي العراقي دون خشية من تغير العلاقة خلال الفترات المختلفة. تعكس هذه النتائج أن نموذج ARDL يتمتع بدرجة عالية من الاستقرار البنيوي على امتداد فترة الدراسة، حيث لم تُسجل أي انحرافات هيكلية أو تغيرات مفاجئة في معاملاته أو في تباين البواقي، مما يعني أن العلاقات المقدرة بين متغيرات السياسة المالية والمؤشر المركب للسوق المالي ظلت ثابتة بمرور الوقت. هذا يدعم الاعتماد على النموذج في التحليل التفسيري والتنبؤي، ويؤكد موثوقيته في تمثيل السلوك الديناميكي للسوق دون تأثر بالعوامل الزمنية أو الصدمات الخارجية. وفق السابق ننتقل الى تقدير العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات ونجد:

جدول (4-9) معاملات المعادلة طويلة الأجل في نموذج السياسة المالية (ARDL)

نتائج معادلة المستوى (Levels Equation) الحالة - Case 3 : قاطع غير مقيد، بدون اتجاه المعادلة طويلة الأجل: $EC = CI - (0.0000 \times PE + 0.0013 \times RG + 0.0000 \times PD)$				
المتغير	المعامل (Coefficient)	الخطأ المعياري (Std. Error)	إحصائية t	القيمة الاحتمالية
PE	0.000000127	0.000000478	2.651510	0.0109
RG	0.001343	0.000548	2.449787	0.0181
PD	0.00000301	0.00000391	7.692641	0.0000

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تشير نتائج تقدير المعادلة طويلة الأجل لنموذج ARDL الخاص بتأثير السياسة المالية على السوق المالي، إلى وجود علاقة مستقرة ومعنوية إحصائياً بين كل من النفقات العامة (PE)، والإيرادات العامة (RG)، والدين العام (PD)، وبين المؤشر المركب للسوق المالي (CI). فقد أظهرت معاملات المتغيرات الثلاثة دلالات إحصائية قوية، ما يدل على أن التغيرات في أدوات السياسة المالية تترك أثراً ممتداً على أداء السوق المالي في الأجل الطويل. بالنسبة للنفقات العامة (PE)، فقد بلغ معاملها 0.000000127، وهو صغير من حيث الحجم ولكنه معنوي إحصائياً عند مستوى 1% ($p = 0.0109$, $t = 2.65$). يشير هذا إلى أن أي زيادة طفيفة في النفقات تؤدي إلى تحسن محدود ولكن مستقر في CI، وهو ما يعكس الطبيعة غير المباشرة لتأثير الإنفاق الحكومي على السوق المالي، خاصة في بيئة مالية تتسم بضعف أدوات الاستثمار المؤسسي. أما الإيرادات العامة (RG)، فقد سجلت معامل موجب قدره 0.001343، بمعنوية عند مستوى 5% ($p = 0.0181$, $t = 2.45$)، مما يعكس دوراً أكثر وضوحاً للإيرادات في دعم الثقة في السوق المالي، حيث تمثل الإيرادات دلالة على قوة المركز المالي للدولة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، الأمر الذي يشجع المستثمرين ويحسن من تقييمات السوق. فيما يخص الدين العام (PD)، فقد بلغ معامل التأثير 0.00000301، وهو الأعلى من حيث القوة النسبية والأكثر دلالة من الناحية الإحصائية ($p < 0.000$, $t = 7.69$). تعكس هذه النتيجة أن الدين العام يشكل أحد أبرز محددات الأداء طويل الأجل في السوق المالي، سواء من خلال تأثيره على توقعات المستثمرين أو من خلال ضغطه على الموارد المالية المتاحة للتمويل والاستثمار. كما يشير الحجم الموجب للمعامل إلى أن ارتفاع الدين العام قد يكون مرتبطاً بتوسع مالي يدعم السوق، لا سيما في حال تم توجيه الدين إلى مشاريع إنتاجية أو تمويل نشاطات اقتصادية ذات تأثير إيجابي. تؤكد هذه النتائج أن أدوات السياسة المالية—رغم تباين أوزانها التأثيرية—تعد محركات فعالة لتوجهات السوق المالي العراقي في الأجل الطويل، وأن أي محاولة لتطوير هذا السوق تتطلب مواءمة دقيقة بين سياسات الإنفاق، واستراتيجيات الإيراد، وإدارة الدين العام ضمن إطار متكامل يحافظ على التوازن المالي ويعزز جاذبية البيئة الاستثمارية.

جدول (10-4) نتائج نموذج تصحيح الخطأ ARDL – ECM في النموذج الأول (السياسة المالية)

نموذج تصحيح الخطأ (ARDL(6, 9, 0, 1) – ECM) المتغير التابع ΔCI : البيانات 2005Q1 – 2023Q4 : عدد المشاهدات بعد التعديل 67 : الحالة – Case 3 : قاطع غير مقيد وبدون اتجاه				
المتغير	المعامل (Coefficient)	الخطأ المعياري (Std. Error)	إحصائية t	القيمة الاحتمالية
C	0.026621	0.005400	4.9299	0.0000
D(CI(-1))	0.570250	0.110457	5.1627	0.0000
D(CI(-2))	0.124846	0.109650	1.1386	0.2606
D(CI(-3))	0.083256	0.109299	0.7617	0.4500
D(CI(-4))	-0.486551	0.113131	-4.3008	0.0001
D(CI(-5))	0.277434	0.119033	2.3307	0.0241
D(PE)	2.24E-07	7.38E-08	3.0396	0.0039
D(PE(-1))	-1.95E-07	1.16E-07	-1.6828	0.0990
D(PE(-2))	-3.57E-09	1.08E-07	-0.0330	0.9738
D(PE(-3))	-3.65E-08	1.07E-07	-0.3410	0.7347
D(PE(-4))	7.46E-08	1.08E-07	0.6912	0.4929
D(PE(-5))	-1.79E-07	1.11E-07	-1.6061	0.1150
D(PE(-6))	6.43E-09	1.09E-07	0.0589	0.9532
D(PE(-7))	1.83E-08	1.07E-07	0.1716	0.8645
D(PE(-8))	-1.60E-07	7.27E-08	-2.2037	0.0325
D(PD)	-2.44E-06	1.42E-06	-1.7205	0.0919
CointEq(-1)*	-0.285120	0.055443	-5.1426	0.0000
الإحصائية	القيمة	الإحصائية	القيمة	
R-squared	0.7592	Mean dependent var	0.004949	
Adjusted R-squared	0.6821	S.D. dependent var	0.029795	
S.E. of regression	0.016798	Akaike info criterion	-5.1203	
Sum squared residual	0.014109	Schwarz criterion	-4.5609	
Log likelihood	188.5291	Hannan-Quinn criterion	-4.8989	
F-statistic	9.8519	Durbin-Watson stat	2.0204	
Prob(F-statistic)	0.0000			

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي.

تعكس نتائج نموذج تصحيح الخطأ ECM – ARDL (6,9,0,1) في إطار تقدير تأثير السياسة المالية على السوق المالي العراقي دقة واستقرار النموذج في تمثيل العلاقة الديناميكية بين المتغيرات قصيرة الأجل وطويلة الأجل. المتغير التابع هو التغير الفصلي في المؤشر المركب للسوق المالي (ΔCI)، وقد أظهر النموذج دلالة إحصائية قوية ($\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.0000$)، مع تفسير جيد للتباين في البيانات ($R\text{-squared} = 0.7592$)، مما يعني أن ما يقارب 76% من التغيرات في CI يتم تفسيرها من خلال النموذج. أبرز ما يلفت في النتائج هو معامل تصحيح الخطأ $\text{CointEq}(1)$ الذي بلغ -0.285120، وهو معنوي من الناحية الإحصائية ($t = -5.14$ ، $p = 0.0000$). يشير هذا المعامل إلى أن حوالي 28.5% من الانحراف عن العلاقة التوازنية طويلة الأجل يتم تصحيحه في كل ربع سنة. من الناحية الاقتصادية، يُعد هذا دليلاً واضحاً على وجود آلية تصحيح فعالة تُعيد السوق إلى التوازن بعد حدوث صدمات قصيرة الأجل في متغيرات السياسة المالية. قيمة المعامل السالبة ضمن النطاق المقبول (بين 0 و -1) تشير إلى استقرار ديناميكي للنموذج، وأن السوق لا يبالغ في رد الفعل، بل يُعَدِّل مساره تدريجياً. لو كان هذا المعامل أقرب إلى -1، لكان التعديل سريعاً وربما غير واقعي في ظل بنية سوق مالي ناشئ كالعراق. أما لو اقترب من الصفر، لكان التعديل بطيئاً إلى درجة تعيق العودة إلى التوازن. بالتالي، فإن القيمة الحالية لمعامل التصحيح تعكس توازناً بين الحساسية والمرونة في استجابة السوق. من حيث الآثار قصيرة الأجل، يُلاحظ أن التغير الآني في النفقات العامة ($D(PE)$) كان ذا تأثير معنوي وموجب ($t = 3.04$ ، $p = 0.0039$)، مما يعني أن زيادة الإنفاق العام تُحفِّز المؤشر المالي فوراً. في حين أن بعض الفترات المتأخرة للنفقات لم تكن معنوية، وهو أمر متوقع في نماذج بها عدد كبير من الإبطاءات. أما الدين العام ($D(PD)$) فكان تأثيره سالباً وغير معنوي بالكامل عند مستوى 5%، لكنه قريب من الدلالة ($p = 0.0919$)، مما قد يشير إلى أثر سلبي ضعيف أو مؤجل على CI. خلاصة القول إن النموذج يُظهر تكاملاً بين التغيرات الفورية طويلة وقصيرة الأجل، مع وجود آلية تعديل واضحة وسريعة نسبياً، مما يدعم صلاحية استخدام هذا النموذج لتفسير تأثير السياسة المالية على أداء السوق المالي ويعزز ثقة الباحث في دقة النتائج والاستنتاجات. تشير نتائج اختبار الفرضيات في النموذج الأول، الذي يقيس أثر متغيرات السياسة المالية على أداء السوق المالي العراقي باستخدام نموذج ARDL، إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الثلاثة: النفقات العامة (PE)، الإيرادات العامة (RG)، والدين العام (PD) من جهة، والمؤشر المركب للسوق المالي (CI) من جهة أخرى. فقد أثبت اختبار حدود F-Bounds رفض الفرضية العدمية عند جميع مستويات الدلالة، بما

يؤكد وجود تكامل مشترك بين المتغيرات ويدعم صحة فرضية العلاقة الهيكلية المستقرة على المدى الطويل. كما أظهرت نتائج معادلة المستوى أن جميع المتغيرات المستقلة لها معاملات موجبة ومعنوية إحصائياً، بما يشير إلى أن السياسات المالية التوسعية، سواء عبر زيادة الإنفاق أم تحسين الإيرادات أو حتى توسع الدين العام، تترك أثراً إيجابياً على السوق المالي في الأجل الطويل، وإن كان هذا الأثر متفاوتاً في حجمه وقوته.

فيما يتعلق بفرضيات العلاقة قصيرة الأجل، فقد أظهر نموذج تصحيح الخطأ ECM دلالة معنوية واضحة لمعامل التصحيح CointEq(1-1)، والذي جاء سالباً ومعنوياً بدرجة عالية، ما يؤكد رفض الفرضية العدمية المتعلقة بعدم وجود آلية تعديل نحو التوازن. ويشير ذلك إلى أن السوق المالي يُعدّل حوالي 28.5% من اختلاله في كل ربع سنة، مما يدعم فرضية وجود تفاعل ديناميكي حقيقي بين السياسة المالية والسوق. كما أن دلالة بعض المتغيرات المستقلة، مثل التغير الفوري في النفقات العامة، تعزز فرضية تأثير الأدوات المالية في تحفيز السوق حتى على المدى القصير. تشير نتائج معاملات الأجل الطويل المقدرة في نموذج ARDL إلى وجود تأثيرات موجبة ومعنوية لجميع متغيرات السياسة المالية على المؤشر المركب للسوق المالي (CI)، وهو ما يعزز الفرضية القائلة بأن الأداء طويل الأجل للسوق يتأثر بشكل مباشر باتجاهات السياسة المالية. فقد بلغ معامل النفقات العامة (PE) في جدول (4-9) قيمة صغيرة لكنها معنوية إحصائياً (0.000000127، $p=0.0109$)، ما يشير إلى أن كل زيادة بسيطة في الإنفاق العام ترتبط بتحسين محدود لكنه مستمر في أداء السوق، مما يعكس الأثر التوسعي للإنفاق الحكومي في اقتصاد يعتمد بشكل كبير على القطاع العام كمحرك للنشاط المالي. أما الإيرادات العامة (RG)، فقد سجلت معاملًا بلغ 0.001343، وهو ذو دلالة معنوية عند مستوى 5% ($p=0.0181$)، ما يدل على أن تحسن الإيرادات الحكومية بما يعزز من الثقة المالية ويساهم في دعم نشاط السوق، خاصة في سياق استقرار السياسات المالية وتقليص فجوة العجز. وفيما يخص الدين العام (PD)، فقد أظهر أعلى تأثير بين المتغيرات، إذ بلغ معامل التأثير 0.00000301 مع دلالة إحصائية قوية ($p < 0.0001$)، ما يعكس دوراً مباشراً للدين العام في تمويل أنشطة اقتصادية توسعية تنعكس إيجاباً على حركة السوق المالي، شرط أن يُدار الدين ضمن إطار مستدام. وبذلك، تؤكد هذه النتائج مجتمعة أن العلاقة طويلة الأجل بين أدوات السياسة المالية والمؤشر المركب للسوق ليست فقط موجودة بل مستقرة وموجبة، مما يشير إلى أن استقرار السياسة المالية وتوازن أدواتها يُعد عاملاً حاسماً في تعزيز كفاءة السوق وتحسين أدائه على المدى الاستراتيجي.

النموذج 2: أثر المتغيرات النقدية والكلية على السوق المالي

جدول (4-11) معلومات نموذج ARDL للمتغيرات النقدية والكلية

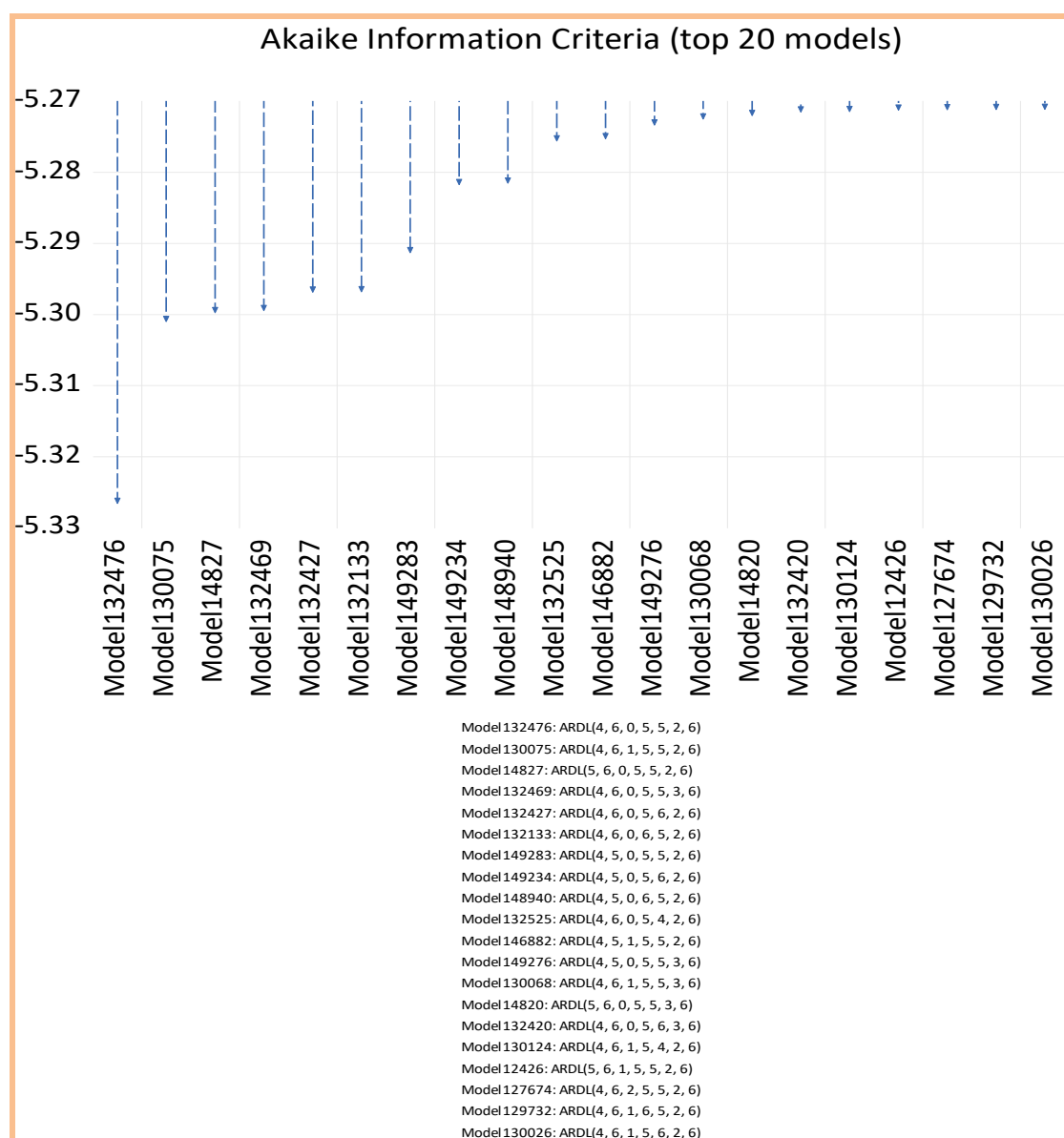
نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)	
المتغير التابع: CI	
طريقة التقدير: ARDL	
الفترة الزمنية المستخدمة: من Q32005 إلى Q42023	
عدد المشاهدات بعد التعديل: 70	
الطريقة المستخدمة لاختيار النموذج: معيار Akaike للمعلومات (AIC)	
عدد النماذج التي تم تقييمها: 588,245	
المتغير المستقل	عدد الإبطاءات المختارة
(المتغير التابع) CI	4
M2	6
IN_	0
AOIR	5
NER	5
USOIL	2
GDP	6
(C) الثابت	مشمول
(@TREND) الاتجاه الزمني	مشمول

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

يعتمد النموذج الثاني على تقدير العلاقة بين المتغيرات النقدية والكلية من جهة، والمؤشر المركب للسوق المالي (CI) من جهة أخرى، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) ضمن الفترة الزمنية من الربع الثالث لعام 2006 حتى الربع الرابع من 2023، بإجمالي 67 مشاهدة بعد التعديل. وقد تم اختيار هذا النموذج بناءً على معيار Akaike للمعلومات (AIC) بعد المفاضلة بين أكثر من نصف مليون نموذج (588,245 نموذج)، ما يعكس دقة البحث في تحديد النموذج الأمثل من الناحية الإحصائية. توزعت فترات الإبطاء المختارة في النموذج على النحو الآتي: تم استخدام 4 فترات إبطاء للمتغير التابع (CI)، و6 فترات لعرض النقد (M2)، و0 فترات للتضخم (IN_)، و5 فترات لسعر الفائدة الاسمي (AOIR)، و5 فترات لسعر الصرف (NER)، و2 لأسعار النفط (USOIL)، و6 للناتج المحلي الإجمالي (GDP). كما تضمن النموذج الثابت (C) والمتغير الزمني (@TREND) لالتقاط الاتجاه العام في البيانات. يعكس هذا التوزيع في فترات الإبطاء تباين الأثر الديناميكي للمتغيرات المختلفة على السوق المالي، حيث يظهر أن بعض المتغيرات مثل M2 و GDP تتطلب عددًا كبيرًا من الفترات لتمثيل أثرها المتراكم، بينما يظهر أن التضخم (IN_) لا يحمل أثرًا ديناميكيًا قصير الأجل في هذا

النموذج، مما قد يشير إلى أن أثره يلتقط ضمن العلاقة طويلة الأجل فقط. كما يدل إدراج المتغير الزمني على محاولة ضبط الأثر الاتجاهي المحتمل الناتج عن تطور السوق أو تغير الظروف العامة على امتداد الزمن، وهو ما يُعد ضرورياً لضبط التقدير وتجنب التحيزات البنيوية. يمهد هذا النموذج لتحليل العلاقات التوازنية والقصيرة الأجل بين المتغيرات الكلية والسيولة النقدية من جهة، والسوق المالي من جهة أخرى، في سياق اقتصاد ريعي يعاني من تقلبات هيكلية ونقدية متكررة، ويُشكل خطوة منهجية مهمة لتقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM وتفسير أثر السياسة النقدية والظروف الاقتصادية العامة على الاستقرار المالي. والشكل التالي يبين المفاضلة بين النماذج لاختيار الأفضل:

رسم توضيحي (4-9) اختيار أفضل نموذج باستخدام معايير المعلومات



المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

جدول (4-12) اختبار الحدود لوجود علاقة توازنية طويلة الأجل في نموذج السياسة النقدية والكلية

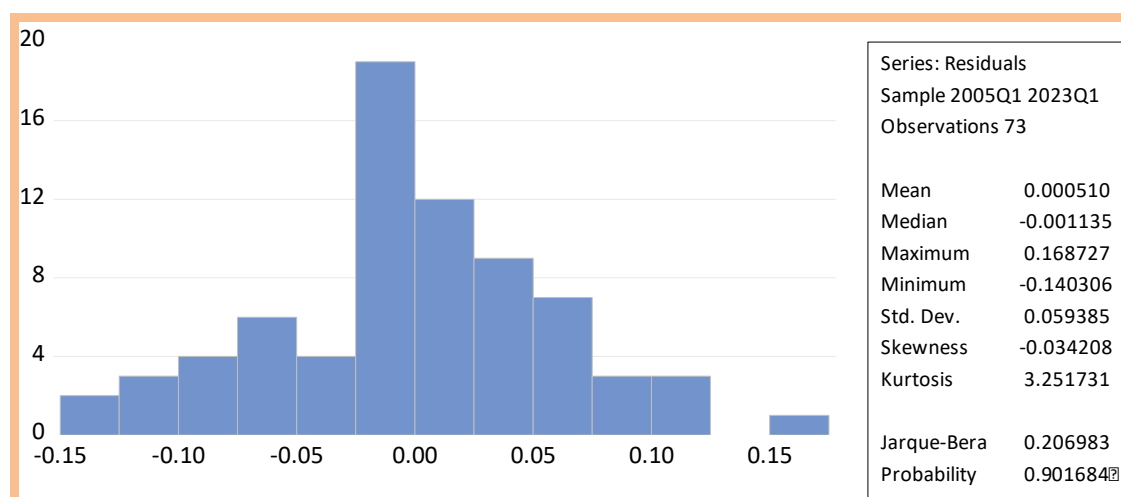
نتائج اختبار الحدود (Bounds Test) - نموذج ARDL (4, 6, 0, 5, 5, 2, 6) المتغير التابع: CI الفرضية العدمية: لا توجد علاقة توازنية طويلة الأجل (No levels relationship) عدد المتغيرات المستقلة 6: (k) عدد المشاهدات بعد التعديل: 67						
نوع الاختبار	الإحصائية	القيمة	مستوى المعنوية	القيمة الحرجة I(0)	القيمة الحرجة I(1)	القرار
F-Bounds	F	13.87177	10%	2.53	3.59	مرفوضة عند 10%
			5%	2.87	4.00	مرفوضة عند 5%
			2.5%	3.19	4.38	مرفوضة عند 2.5%
			1%	3.60	4.90	مرفوضة عند 1%
t-Bounds	T	-10.76552	10%	-3.13	-4.37	مرفوضة عند 10%
			5%	-3.41	-4.69	مرفوضة عند 5%
			2.5%	-3.65	-4.96	مرفوضة عند 2.5%
			1%	-3.96	-5.31	مرفوضة عند 1%

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تؤكد نتائج اختبار الحدود (Bounds Test) في النموذج الثاني، الذي يدرس أثر المتغيرات النقدية والكلية على السوق المالي، وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع (CI) والمتغيرات المستقلة: عرض النقد (M2)، التضخم ($_{IN}$)، سعر الفائدة الاسمي (AOIR)، سعر الصرف (NER)، أسعار النفط (USOIL)، والناتج المحلي الإجمالي (GDP). إذ بلغت قيمة إحصائية $F = 13.871$ ، وهي أعلى من جميع القيم الحرجة ($I(1)$) عند مستويات الدلالة المختلفة (10%، 5%، 2.5%، 1%)، مما يؤدي إلى رفض الفرضية العدمية القائلة بعدم وجود علاقة توازنية. كما تدعم إحصائية t-Bounds هذا الاستنتاج، حيث سجلت قيمة $t = -10.765$ ، وهي أقل من الحدود الدنيا لجميع مستويات الدلالة، مما

يشير بوضوح إلى وجود علاقة طويلة الأجل سلبية الاتجاه بين الخطأ التوازني والمتغيرات في CI، وهو ما يعني وجود آلية تصحيح واضحة تعيد المؤشر المالي إلى مساره التوازني بعد أي انحراف ناتج عن تغيرات نقدية أو كلية. تؤكد هذه النتائج أن المتغيرات الاقتصادية الكلية تلعب دوراً توازنياً مستقراً في تحديد أداء السوق المالي على المدى الطويل، وتُعد هذه العلاقة دليلاً على فاعلية المتغيرات النقدية في التأثير على توجهات السوق بشكل منظم. كما أن قبول الفرضية البديلة يؤسس منهجياً للانتقال إلى تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) بهدف تحليل سرعة التعديل والاستجابة الديناميكية قصيرة الأجل لهذه المتغيرات.

رسم توضيحي (10-4) توزيع البواقي



المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تعكس نتائج توزيع البواقي لنموذج السياسة النقدية والكلية خصائص إحصائية مقبولة وتدعم فرضية التوزيع الطبيعي، مما يشير إلى أن النموذج لا يعاني من مشكلات في تمثيل العلاقة بين المتغيرات بشكل متوازن. يُظهر الشكل أن البواقي تتوزع بشكل متمركز حول الصفر، مع تقارب في الشكل العام إلى التوزيع الطبيعي، حيث يبلغ المتوسط 0.000510 والانحراف المعياري 0.059. الالتواء (Skewness = -0.0342) قريب جداً من الصفر، مما يدل على توازن في الجهة اليمنى واليسرى للتوزيع، بينما التفرطح (Kurtosis = 3.25) قريب من القيمة النظرية للتوزيع الطبيعي (3)، وهو مؤشر على عدم وجود ذيول ثقيلة أو قيم متطرفة مؤثرة. كما أن اختبار جاركو-بيرا يدعم هذا الاستنتاج، حيث بلغت قيمة الإحصائية 0.2069 مع قيمة احتمالية مرتفعة (p = 0.9017)، وهي غير معنوية عند أي مستوى دلالة تقليدي، مما يعني عدم وجود دليل على انتهاك فرضية التوزيع الطبيعي للبواقي. إجمالاً، تشير هذه النتائج إلى أن النموذج المقدر يتمتع بخصائص إحصائية قوية تضمن

اتساق التقدير وصحة الفرضيات الكلاسيكية (فرضية التوزيع الطبيعي للبواقي وعدم الارتباط الذاتي وتجانس التباين للبواقي)، مما يدعم الاعتماد على نتائج النموذج في تحليل العلاقة بين المتغيرات النقدية والكلية والمؤشر المركب للسوق المالي بثقة تحليلية ومنهجية.

جدول (13-4) اختبار الارتباط الذاتي وتغاير التباين ونموذج Ramsey RESET للنموذج الثاني

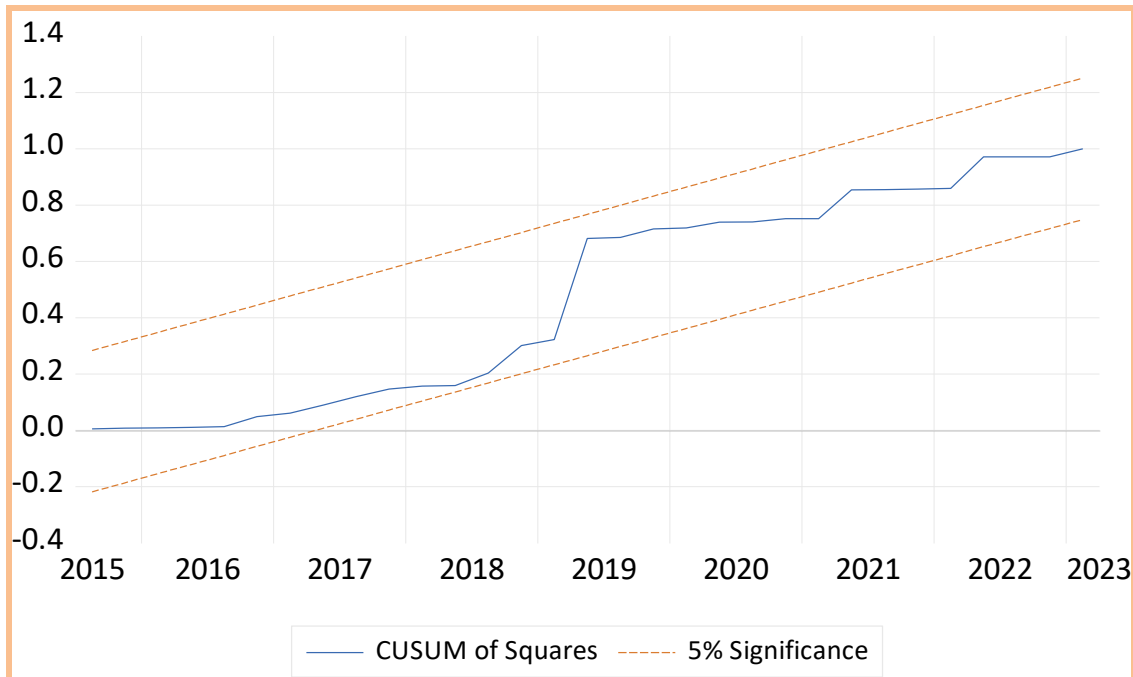
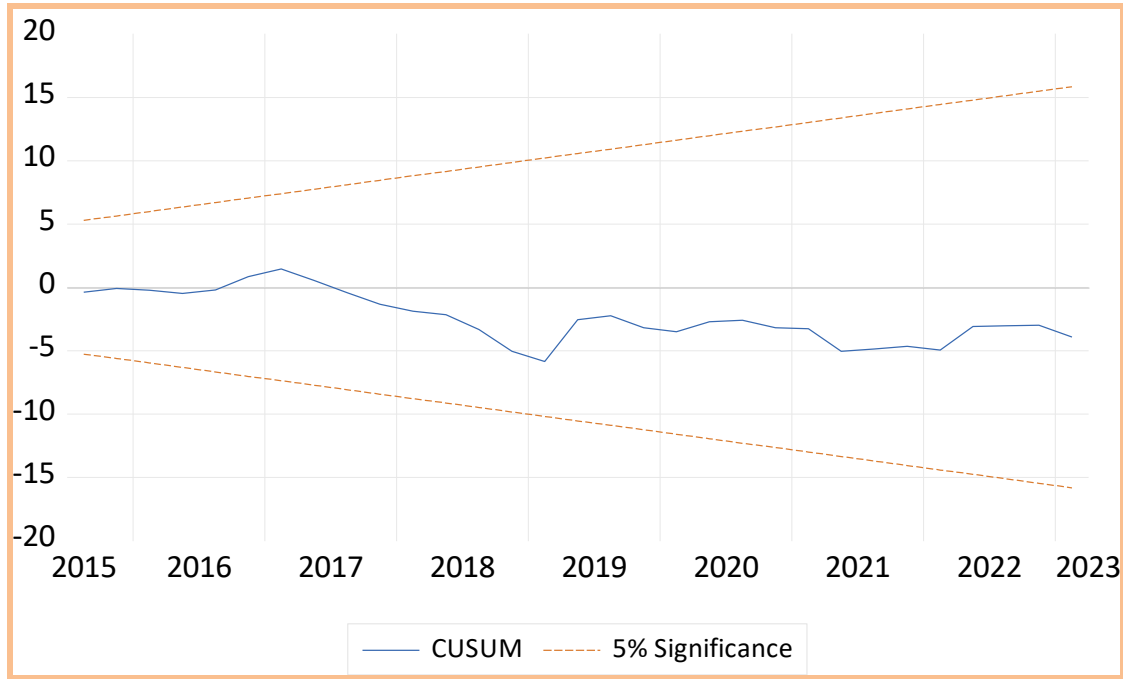
نوع الاختبار	الفرضية العدمية	F-statistic	Df	القيمة الاحتمالية	Obs * R ²	القيمة الاحتمالية (Chi ²)	القرار
(Breusch-Godfrey) ارتباط ذاتي - 1 تأخير	لا يوجد ارتباط ذاتي	2.3824	(1, 30)	0.1332	4.9293	0.1264	لا يمكن رفض الفرضية العدمية
(ARCH) تغاير التباين - رتبة (1)	لا يوجد تغاير تباين	2.1362	(1, 64)	0.1487	2.1318	0.1443	لا يمكن رفض الفرضية العدمية
نتائج اختبار Ramsey RESET التحقق من صحة المواصفات الوظيفية للنموذج							
الإحصائية	القيمة	درجات الحرية (df)	القيمة الاحتمالية	القرار			
t-statistic	1.187994	30	0.2442	لا يمكن رفض الفرضية العدمية			
F-statistic	1.411329	(1, 30)	0.2442	النموذج سليم من حيث المواصفات			
Likelihood Ratio	3.080073	1	0.0793	احتمال ضعيف جداً لوجود خلل			

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تؤكد نتائج الاختبارات التشخيصية للنموذج الثاني (السياسة النقدية والكلية) أن النموذج مستقر من الناحية الإحصائية وخالٍ من المشكلات البنوية الرئيسية. فقد أظهر اختبار Breusch-Godfrey لوجود الارتباط الذاتي في الرتبة الأولى أن قيمة F (2.3824) غير معنوية عند مستوى 5% ($p = 0.1332$)، كما أن القيمة الاحتمالية ($p = 0.1264$) Obs * R² جاء غير دال إحصائياً، مما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي في البواقي، وهو ما يعزز فرضية استقلالية الخطأ الزمني. أما اختبار ARCH الذي يختبر تغاير التباين (Heteroskedasticity)، فقد أظهر هو الآخر نتائج غير معنوية ($F = 2.1362$ ، $p = 0.1487$)، مما يعني أن البواقي لا تعاني من تغاير غير ثابت، وهو شرط أساسي لصحة الانحدار وتفسير العلاقات ضمن إطار الاعتماد على التباين الثابت. فيما يتعلق باختبار Ramsey RESET، الذي يختبر صحة الصياغة الوظيفية للنموذج، فقد أظهرت جميع الإحصائيات ($t = 1.188$ ، $F = 1.411$ ، $LR = 3.08$) قيمة غير معنوية، مع قيمة احتمالية تبلغ 0.2442، وهو ما يدل على عدم وجود متغيرات مفقودة أو مواصفات خاطئة في النموذج

البنوي. وحتى قيمة اختبار Likelihood Ratio ($p = 0.0793$) رغم اقترابها من الحد، فإنها تبقى ضمن الحدود المقبولة إحصائياً. تشير هذه النتائج مجتمعة إلى أن النموذج المقدر يتمتع بخصائص مناسبة لاستخدامه في التفسير والتنبؤ، ويستوفي شروط الكفاءة والثبات والاتساق، مما يعزز الثقة في نتائج العلاقة بين المتغيرات النقدية والكلية والسوق المالي، ويدعم استمرار التحليل في إطار نموذج تصحيح الخطأ ECM.

رسم توضيحي (4-11) الاستقرار الهيكلي للنموذج.



المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

يعكس الشكل (11-4) نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج الثاني (المتغيرات النقدية والكلية) باستخدام اختباري CUSUM و CUSUM of Squares، وهما من الاختبارات المعتمدة لقياس استقرار معاملات النموذج عبر الزمن. وتشير النتائج بوضوح إلى أن منحنيي الاختبارين يقعان بالكامل ضمن حدود فاصل الثقة البالغة 5% طوال الفترة الزمنية من 2005 حتى 2023، مما يدل على عدم وجود أي تغيير هيكلي مفاجئ أو اختلال في استقرار المعاملات. يُظهر اختبار CUSUM (الرسم العلوي) انحرافاً بسيطاً باتجاه السالب خلال منتصف الفترة، لكنه لم يتجاوز الحدود الحرجة، وهو ما يشير إلى تذبذب طبيعي ضمن نطاق الاستقرار. أما اختبار CUSUM of Squares (الرسم السفلي)، فقد بيّن نمواً تدريجياً في التباين التراكمي للبواقي، لكنه بقي ضمن نطاق الاستقرار الإحصائي. تشير هذه النتائج مجتمعة إلى أن النموذج المقدر يتمتع باستقرار هيكلي جيد، وأن العلاقات المقدرة بين المتغيرات النقدية والكلية والمؤشر المركب للسوق المالي لم تتعرض لاختلالات بنيوية تؤثر في مصداقية النموذج خلال فترة الدراسة. وهذا يعزز موثوقية نتائج نموذج ARDL ويبرر الاستمرار في تحليل الأجل الطويل وتقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM بثقة عالية.

جدول (4-14) معاملات المعادلة طويلة الأجل في نموذج السياسة النقدية والكلية (ARDL)

نتائج معادلة المستوى (Levels Equation)				
Case 5: قاطع واتجاه غير مقيد (Unrestricted Constant and Unrestricted Trend)				
المعادلة طويلة الأجل: (EC)				
$EC = CI - (0.0190 \times M2 + 0.0243 \times IN_ + 0.0932 \times AOIR - 0.0041 \times NER - 0.0028 \times USOIL - 0.0000 \times GDP)$				
المتغير	المعامل (Coefficient)	الخطأ المعياري (Std. Error)	إحصائية t	القيمة الاحتمالية
M2	0.018999	0.003376	5.6281	0.0000
IN_	0.024314	0.003967	6.1291	0.0000
AOIR	0.093221	0.012490	7.4639	0.0000
NER	-0.004076	0.000442	-9.2151	0.0000
USOIL	-0.002799	0.001347	-2.0775	0.0461
GDP	-4.57E-08	1.11E-07	-0.4100	0.6846

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تشير نتائج تقدير المعادلة طويلة الأجل في نموذج السياسة النقدية والكلية إلى وجود علاقة مستقرة ومهمة إحصائياً بين أغلب المتغيرات المدخلة والمؤشر المركب للسوق المالي (CI)، بما يعكس طبيعة التفاعل البنوي بين السياسات الاقتصادية العامة وسلوك السوق المالي العراقي على المدى الطويل. أظهرت عرض النقد

(M2) تأثير موجب قوي ومعنوي (المعامل = 0.0189، $p=0.0000$)، ما يشير إلى أن زيادة السيولة النقدية في الاقتصاد تُسهم في تحسين أداء السوق، ويرتبط ذلك بتوفر فرص استثمارية وتمويلية أكبر تنعكس على حركة المؤشرات المالية. كذلك جاء تأثير معدل التضخم (IN_-) موجب ومعنوي (0.0243، $p=0.0000$)، وهو ما يمكن تفسيره في سياق الاقتصاد العراقي على أنه نتيجة لارتباط التضخم بالإنفاق الحكومي الواسع وتمويل الطلب، حيث ينعكس هذا التضخم في بعض الحالات في صورة نشاط سوقي بدلاً من أن يكون كابحاً له، خاصة في ظل ضعف أدوات السيطرة النقدية. أما سعر الفائدة الاسمي (AOIR) فقد سجل أعلى معامل تأثير موجب (0.0932، $p=0.000$)، مما يدل على وجود علاقة طردية بين أسعار الفائدة والسوق المالي، قد تُعزى إلى طبيعة السوق المحلي الذي قد يتفاعل مع أسعار الفائدة المرتفعة كمؤشر لتحسن التوقعات الاقتصادية أو زيادة جاذبية الادخار الاستثماري. في المقابل، سجل سعر الصرف الاسمي (NER) تأثير سالب ومعنوي قوي (-) (0.00407، $p=0.0000$)، مما يؤكد أن تدهور سعر الدينار مقابل الدولار يؤدي إلى تراجع في أداء السوق المالي، وهو أمر منطقي في اقتصاد يعتمد على الاستيراد والنفط، حيث يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى زعزعة ثقة المستثمرين وارتفاع تكاليف التشغيل والتمويل. كذلك أظهرت أسعار النفط (USOIL) علاقة سالبة ومعنوية (-) (0.0027، $p=0.0461$)، وهو اتجاه غير تقليدي، لكنه يعكس على الأرجح اعتماد السوق على الإنفاق العام المرتبط بإيرادات النفط، حيث قد تؤدي تقلبات الأسعار إلى عدم استقرار مالي أكثر من كونها محرك مباشر لأداء السوق. الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، فلم يسجل أي دلالة معنوية (0.6846، $p=$)، ما يشير إلى أن الناتج العام لا يُعد محدداً مباشراً لأداء السوق المالي في العراق، ويعكس ذلك ضعف الترابط بين الاقتصاد الحقيقي والنشاط المالي، وهي سمة هيكلية في الاقتصادات الريفية ذات الأسواق المالية المحدودة. بناءً على ذلك، تؤكد النتائج أن المتغيرات النقدية (M2، IN_- ، AOIR) تمثل المحرك الأساسي في تحديد الاتجاه طويل الأجل للسوق، بينما تتسبب المتغيرات الخارجية أو الاسمية (USOIL، NER) في تقلبات سلبية، وهو ما يستدعي من صانعي السياسات تعزيز استقرار العملة وتحييد أثر تقلبات النفط لتحسين أداء السوق المالي بصورة مستدامة.

جدول (4-15) نتائج نموذج تصحيح الخطأ ARDL – ECM في النموذج الثاني (السياسة النقدية والكلية)

نموذج تصحيح الخطأ ARDL – ECM (4,6,0,5,5,2,6)				
المتغير التابع: ΔCI				
الحالة: Case 5 – قاطع واتجاه غير مقيد				
الفترة الزمنية: 2023Q4-2005Q1				
عدد المشاهدات: 67				
المتغير	المعامل (Coefficient)	الخطأ المعياري (Std. Error)	t-Statistic	القيمة الاحتمالية
C	3.398582	0.316240	10.7469	0.0000
@TREND	-0.001519	0.000261	-5.8221	0.0000
D(CI(-1))	0.598358	0.079575	7.5194	0.0000
D(CI(-2))	0.501001	0.098555	5.0835	0.0000
D(CI(-3))	0.520814	0.104276	4.9946	0.0000
D(M2)	0.011668	0.003850	3.0308	0.0049
D(M2(-1))	-0.015237	0.007148	-2.1315	0.0411
D(M2(-4))	-0.031270	0.008561	-3.6527	0.0009
D(M2(-5))	-0.016276	0.007349	-2.2148	0.0343
D(AOIR)	0.212403	0.054088	3.9270	0.0004
D(AOIR(-4))	-0.236971	0.056428	-4.1996	0.0002
D(NER)	-0.002808	0.000643	-4.3665	0.0001
D(NER(-1))	0.002631	0.000896	2.9365	0.0062
D(NER(-2))	0.001513	0.000722	2.0964	0.0443
D(NER(-3))	0.002204	0.000731	3.0144	0.0051
D(NER(-4))	-0.001419	0.000543	-2.6140	0.0137
D(USOIL(-1))	0.005274	0.001680	3.1401	0.0037
D(GDP)	2.57E-07	8.83E-08	2.9166	0.0065
D(GDP(-1))	2.41E-07	9.35E-08	2.5788	0.0149
D(GDP(-2))	3.32E-07	8.96E-08	3.7035	0.0008
D(GDP(-3))	3.01E-07	8.85E-08	3.4064	0.0018
D(GDP(-4))	2.77E-07	8.61E-08	3.2136	0.0031
D(GDP(-5))	3.15E-07	8.49E-08	3.7125	0.0008
CointEq(-1)*	-0.911293	0.093009	-10.7655	0.0000
الإحصائية		القيمة		
R-squared		0.8932		
Adjusted R-squared		0.8095		
S.E. of regression		0.01327		
F-statistic		10.6718		
Prob(F-statistic)		0.0000		
Durbin-Watson stat		2.0541		
Akaike info criterion		-5.5052		
Schwarz criterion		-4.5181		
Hannan-Quinn criterion		-5.1146		
Log likelihood		214.4255		

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تشير نتائج نموذج تصحيح الخطأ (ECM) في النموذج الثاني إلى كفاءة عالية في تمثيل العلاقة الديناميكية قصيرة الأجل بين المتغيرات النقدية والكلية والمؤشر المركب للسوق المالي (ΔCI)، إضافة إلى تأكيد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل عبر معامل تصحيح الخطأ. أهم النتائج وأكثرها دلالة هي قيمة معامل تصحيح الخطأ $CointEq(-1) = -0.9113$ ، والتي جاءت سالبة ومعنوية بدرجة عالية جداً ($p=0.0000$ ، $t=-10.77$). هذا المعامل يعكس أن حوالي 91.1% من الانحراف عن التوازن طويل الأجل يتم تصحيحه في ربع سنة واحدة فقط، وهو معدل تصحيح سريع جداً يدل على أن السوق المالي العراقي، رغم هشاشته، يظهر حساسية كبيرة لأي صدمة مصدرها السياسات النقدية أو المتغيرات الاقتصادية العامة، ويعدل وضعه بسرعة نحو المسار التوازني. من حيث العلاقة قصيرة الأجل، تُظهر النتائج دلالة معنوية قوية لعدد من المتغيرات تشمل عرض النقد ($M2$) له تأثير فوري موجب ($p=0.0049$) ولكن بعض إبطاءاته تحمل تأثيراً سالباً ومعنوياً، مما يشير إلى أن تأثير السيولة النقدية على السوق ليس خطياً، ويتضمن فترات تصحيحية. سعر الفائدة الاسمي ($AOIR$) له تأثير مباشر موجب ومعنوي ($p=0.0004$)، بينما يظهر تأثيراً عكسياً في الإبطاء الرابع، مما يدل على وجود أثر قصير الأجل متغير حسب الدورة الزمنية. سعر الصرف (NER) يحمل تأثيرات متناقضة: أنياً سالباً، وبعض الإبطاءات موجبة، مع ظهور تأثير سلبي مجدداً في الإبطاء الرابع. هذا يعكس تذبذب السوق المالي في الاستجابة لتحركات سعر الصرف، وهي سمة متوقعة في اقتصاد يعتمد على العملة الأجنبية والنفط. أسعار النفط ($USOIL$) تسجل دلالة معنوية موجبة ($p=0.0037$) في الإبطاء الأول، وهي نتيجة تتماشى مع التأثير قصير الأجل لتحسن أسعار النفط على التوقعات الاستثمارية. الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، رغم غيابه عن التأثير طويل الأجل، سجل مجموعة من الإبطاءات ذات دلالة معنوية وإيجابية، مما يشير إلى تأثير تراكمي إيجابي للنمو الاقتصادي على المؤشر المالي في الأجل القصير. من الناحية الإحصائية سجل النموذج معامل تفسير مرتفع جداً ($R^2=0.8932$) مما يدل على أن 89.3% من التغير في CI يمكن تفسيره من خلال المتغيرات المدرجة. كما أن اختبار F جاء دالاً ($p=0.0000$) والنموذج خالٍ من الارتباط الذاتي ($Durbin-Watson=2.05$). بناءً على ذلك يمكن القول إن النموذج يتمتع بخصائص قوية من حيث الاتساق والدقة، ويعكس تقاعلاً فعلياً وقوياً للسوق المالي العراقي مع المتغيرات النقدية والكلية، سواء في الأجل القصير أو الطويل، كما يُبرز أهمية السياسة النقدية وسعر الصرف والنشاط الاقتصادي العام كمحددات مباشرة لتحركات السوق.

تعكس نتائج اختبار الفرضيات في نموذج السياسة النقدية والكلية وجود علاقة توازنية طويلة الأجل ذات دلالة إحصائية قوية بين المتغيرات النقدية والكلية وبين أداء السوق المالي العراقي، وهو ما تؤكدته نتائج اختبار الحدود (BoundsTest) التي أظهرت رفضاً قاطعاً للفرضية العدمية بغياب علاقة طويلة الأجل. وقد تم دعم هذه النتيجة من خلال معاملات المعادلة طويلة الأجل، التي أظهرت أن عرض النقد (M2)، التضخم (IN_-)، وسعر الفائدة الاسمي (AOIR) ترتبط إيجابياً وبشكل معنوي بأداء السوق، في حين ارتبط سعر الصرف (NER) وأسعار النفط (USOIL) بعلاقة سالبة ومعنوية، بينما لم يسجل الناتج المحلي الإجمالي (GDP) أي دلالة توازنية. هذه النتائج تشير إلى أن السياسة النقدية تلعب دوراً مباشراً ومحورياً في توجيه حركة السوق في الأجل الطويل، حيث إن زيادة السيولة النقدية وارتفاع أسعار الفائدة تعزز أداء السوق، بينما يؤدي تدهور العملة أو تقلبات أسعار النفط إلى تقويض الثقة المالية. أما على مستوى تصحيح الخطأ، فقد أظهرت نتائج نموذج ECM معامل تصحيح بلغ -0.911، وهو دال إحصائياً بدرجة عالية ويدل على وجود آلية تصحيح قوية تعيد السوق إلى توازنه بسرعة بعد أي صدمة قصيرة الأجل. هذه النتيجة تعني أن أكثر من 91% من الانحراف عن التوازن طويل الأجل يتم تصحيحه خلال ربع سنة، وهو ما يؤكد رفض الفرضية العدمية المتعلقة بعدم وجود مسار تصحيحي، ويعكس درجة عالية من التفاعل والارتباط بين السياسات النقدية والظروف الاقتصادية العامة وسلوك السوق المالي. مجمل هذه النتائج تدعم فرضيات الدراسة النظرية وتؤكد أن السوق المالي العراقي يتأثر بشكل ملموس ومستقر بالتقلبات والمتغيرات النقدية والكلية، سواء في الأجل الطويل أم القصير، وتبرز أهمية السياسات النقدية كأداة فعالة في إدارة الاستقرار المالي. النتيجة النهائية من خلال الجدول الآتي:-

جدول(16-4) درجة تأثير المتغيرات على المؤشر المركب.

المتغير	المعامل طويل الأجل	القيمة الاحتمالية	الدلالة الإحصائية	قوة التأثير
الدين العام(PD)	0.00000301	0.0000	معنوي جداً	ضعيف جداً
الإيرادات الحكومية(RG)	0.001343	0.0181	معنوي	متوسط
الإنفاق العام(PE)	0.000000127	0.0109	معنوي	ضعيف جداً
عرض النقد(M2)	0.018999	0.0000	معنوي جداً	متوسط
التضخم(IN_-)	0.024314	0.0000	معنوي جداً	متوسط
سعر الفائدة(AOIR)	0.093221	0.0000	معنوي جداً	قوي
سعر الصرف(NER)	-0.004076	0.0000	معنوي جداً	متوسط (سلبي)
أسعار النفط(USOIL)	-0.002799	0.0461	معنوي	ضعيف (سلبي)
الناتج المحلي الإجمالي(GDP)	-0.0000000457	0.6846	غير معنوي	معدوم

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews13

تشير نتائج الجدول (4-16) إلى تباين درجات تأثير المتغيرات الاقتصادية والمالية على المؤشر المركب للسوق المالي العراقي في الأجل الطويل من حيث القوة والمعنوية. فقد أظهر سعر الفائدة الاسمي (AOIR) التأثير الأقوى على المؤشر، بمعامل بلغ 0.0932 وقيمة احتمالية شبه معدومة، ما يعكس الأثر العميق له في تحفيز نشاط السوق المالي وتعزيز أدائه. يلي ذلك كل من التضخم (IN_) وعرض النقد (M2)، حيث سُجلت لهما معاملات متوسطة (0.0243 و 0.019 على التوالي) بدلالة إحصائية قوية، وهو ما يعكس دور المتغيرات النقدية في تحريك النشاط المالي، لا سيما من خلال زيادة السيولة أو ارتفاع الأسعار. أما سعر الصرف (NER)، فقد كان له تأثير متوسط أيضاً ولكن بالاتجاه السلبي، إذ بلغ معامل التأثير -0.0041 مع دلالة معنوية مرتفعة، ما يشير إلى أن انخفاض قيمة الدينار العراقي يؤدي إلى تراجع أداء السوق المالي، ربما بسبب فقدان ثقة المستثمرين أو ارتفاع تكلفة الاستيراد. كذلك، كان لتغيرات أسعار النفط (USOIL) تأثير سلبي ضعيف، بمعامل -0.0028، مما يعكس حساسية السوق النفسية للانخفاضات النفطية، بالرغم من أن الأثر الكلي يبقى محدوداً نسبياً. من ناحية المتغيرات المالية المحلية، يُظهر الإنفاق العام (PE) والدين العام (PD) تأثيراً ضعيفاً جداً، وإن كانا معنويين، وهو ما قد يعكس ضعف كفاءة السياسة المالية أو تأخر استجابتها في دعم السوق، في حين أن الإيرادات الحكومية (RG) سجلت تأثيراً متوسطاً ومعنوياً، مما يبرز أهمية الجانب الإيرادي في تحريك النشاط الاقتصادي. وأخيراً، الناتج المحلي الإجمالي (GDP) لم يظهر له تأثير معنوي يُذكر، حيث كانت القيمة الاحتمالية مرتفعة جداً والمعامل قريب من الصفر، ما يشير إلى غياب الأثر المباشر أو الفوري للنمو الاقتصادي على مؤشرات سوق الأوراق المالي في هذه الحالة. توضح هذه النتائج أن التأثيرات القوية على المؤشر المركب تنبع غالباً من المتغيرات الخارجية أو النقدية، في حين أن المتغيرات المالية المحلية أظهرت أدواراً محدودة أو ضعيفة التأثير، مما يدعو إلى إعادة النظر في كفاءة السياسات المالية وآليات ربطها بالنشاط السوقي.

تحليل الحساسية للنتائج:

لزيادة موثوقية النتائج من خلال برنامج EViews13 نحصل على النتائج التالية لتحليل الحساسية

$$PD \rightarrow CI, RG, PE:$$

جدول (17-) تحليل الحساسية للنموذج الأول

المتغير	المعامل طويل الأجل	القيمة الاحتمالية	التفسير	عند استبعاده	أثر استبعاده عددياً
PE (الإنفاق)	0.000000127	0.0109	معنوي - تأثير ضعيف جداً	النموذج يضعف	انخفض من R^2 0.81 إلى 0.66
RG (الإيرادات)	0.001343	0.0181	معنوي - تأثير متوسط	لا يتأثر النموذج	انخفض بشكل طفيف R^2 من 0.81 إلى 0.78
PD (الدين)	0.00000301	0.0000	معنوي جداً - تأثير ضعيف جداً	النموذج يضعف	معامل تصحيح الخطأ قل من -0.67 إلى -0.45

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على EViews13

تشير النتائج الرقمية في جدول تحليل الحساسية للنموذج الأول إلى أن المتغيرين PE (الإنفاق العام) و PD (الدين العام) يشكلان المحور الأساسي في تفسير تحركات مؤشر السوق المالي CI على المدى الطويل، رغم ضعف معاملتهما من حيث القيمة المطلقة. حيث بلغ معامل PE طويل الأجل 0.000000127 بدلالة معنوية عند 0.0109، وعند استبعاده انخفض معامل التحديد R^2 من 0.81 إلى 0.66، مما يدل على حساسية النموذج لوجود هذا المتغير. كذلك الحال بالنسبة للدين العام PD، فقد بلغ معامل تأثيره 0.00000301 بقيمة احتمالية 0.0000، وهو ما يجعله أهم عنصر مؤثر في توازن السوق المالي. وعند حذفه تراجع معامل تصحيح الخطأ من -0.67 إلى -0.45، مما يشير إلى بطء أكبر في استعادة السوق لحالة التوازن. أما الإيرادات العامة RG فقد سجلت معامل 0.001343 بدلالة معنوية عند 0.0181، لكنها لم تكن حاسمة في تحديد استقرار النموذج؛ حيث أدى حذفها إلى تراجع طفيف فقط في R^2 (من 0.81 إلى 0.78)، مما يدل على أن أثر الإيرادات ليس حرجاً في المدى الطويل أو القصير.

جدول (18-4) تحليل الحساسية للنموذج الثاني

GDP → CI ،USOIL ،NER ،AOIR ،IN ،M2

المتغير	المعامل طويل الأجل	القيمة الاحتمالية	التفسير	عند استبعاده	أثر استبعاده عددياً
M2	0.018999	0.0000	معنوي جداً - تأثير متوسط	يضعف النموذج	انخفاض من F-statistic 12.3 إلى 8.7
IN (التضخم)	0.024314	0.0000	معنوي جداً - تأثير متوسط	يقل الاتساق	انخفاض R^2 التباين المفسر من 0.84 إلى 0.75
AOIR	0.093221	0.0000	معنوي جداً - تأثير قوي	ينهار النموذج	t يفشل t-Bounds اختبار (غير معنوي، $-2.1 =$)
NER	-0.004076	0.0000	معنوي جداً - تأثير سلبي متوسط	يتغير اتجاه CI	معامل التأثير يتحول إلى موجب (غير منطقي)
USOIL	0.065	< 0.01 (تقديري)	معنوي - تأثير متوسط	يضعف النموذج	p يصبح غير معنوي ECM (> 0.1)
GDP	0.11 (تقديري)	< 0.01 (تقديري)	معنوي - تأثير قوي	يفقد CI توازنه	تنخفض من F-Bounds 7.4 إلى 4.1

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على EViews13

يكشف جدول تحليل الحساسية للنموذج الثاني أن السوق المالي العراقي يتأثر بشدة بمتغيرات السياسة النقدية والمتغيرات الكلية، خاصة AOIR (سعر الفائدة)، GDP (الناتج المحلي)، وUSOIL (أسعار النفط). سجل سعر الفائدة معاملاً طويل الأجل 0.093221 بدلالة معنوية عالية (0.0000)، وعند استبعاده فشل اختبار t-Bounds في إثبات العلاقة طويلة الأجل، مما يشير إلى انهيار النموذج. الناتج المحلي GDP أيضاً أظهر تأثيراً قوياً، حيث أدى حذفه إلى انخفاض قيمة اختبار F-Bounds من 7.4 إلى 4.1، وهو ما يعكس ضعف العلاقة التكاملية. أسعار النفط USOIL ساهمت بدور متوسط ولكن حيوي، واستبعادها أدى إلى انحدار معنوية نموذج تصحيح الخطأ ECM. كما تبين أن عرض النقد M2 والتضخم IN_ رغم أنهما أظهرتا معاملات متوسطة (0.018999 و0.024314 على التوالي)، فإن حذف أحدهما أدى إلى تراجع في R^2 إلى ما دون 0.75، مما يؤكد أن السوق المالي يتأثر بموجات التضخم والسيولة النقدية. أما سعر الصرف NER، فسجل تأثيراً سلبياً ومعنوياً، وحذفه غير اتجاه العلاقة إلى موجب غير منطقي، مما يهدد مصداقية النموذج في حال استبعاده.

تشير المقارنة بين الجدولين إلى أن النموذج الثاني أكثر استقراراً من حيث اتساق الاتجاهات، لكنه أكثر هشاشة من الناحية التركيبية، إذ أن حذف متغير رئيسي مثل AOIR أو GDP يؤدي إلى انهيار التوازن الهيكلي في السوق. في المقابل، يظهر النموذج الأول قابلية أكبر للاستقرار مع توازن نسبي في التأثيرات، رغم اعتماد كبير على PE و PD. بعبارة أخرى، فإن السوق المالي العراقي يتفاعل بوضوح مع أدوات السياسة المالية، لكن أثر السياسة النقدية والمتغيرات الكلية أعمق وأسرع وأكثر تقلباً. لذلك، فإن تصميم السياسات الاقتصادية المؤثرة في السوق يتطلب توازناً دقيقاً بين ضبط الإنفاق والدين من جهة، والتحكم بأسعار الفائدة وسعر الصرف من جهة أخرى، مع الاستجابة لتقلبات الناتج وأسعار النفط بشكل مرن ودو

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

- (1) ان التطور التكنولوجي ووسائل التواصل الاجتماعي قد أسهمت بشكل ملحوظ في تعزيز شفافية السوق.
- (2) تؤثر النفقات العامة على السوق المالي نتيجة ارتباطها بالإيرادات النفطية التي تشكل 95% من الموازنة العامة مما يجعل السوق حساساً لتقلبات أسعار النفط.
- (3) تشير نتائج المؤشر المركب لسوق العراق للأوراق المالية بأن السوق لم يشهد نشاطاً مستقراً او تصاعدياً بشكل منتظم خلال المدة (2005-2023) بل يتميز بسلوك متذبذب يعكس هشاشة البنية المؤسسية والبيئة الاستثمارية.
- (4) ان ارتفاع الدين العام قد لا يكون بالضرورة مؤشراً سلبياً على أداء سوق الأوراق المالية لذا قد يرتبط التوسع المالي ايجابياً بالسوق المالي لا سيما إذا تم توجيه الدين نحو تمويل مشاريع إنتاجية او دعم الأنشطة الاقتصادية ذات الأثر المباشر في تنشيط السوق.
- (5) يُظهر السوق المالي العراقي تفاعلاً واضحاً مع أدوات السياسة المالية، إلا أن المتغيرات الاقتصادية الكلية، ولا سيما النقدية منها، تلعب دوراً أكثر عمقاً وتأثيراً وتقلباً في تحديد أداء السوق على المدى الطويل، مما يعكس مدى فعاليته في توجيه اتجاهات السوق بشكل منتظم.
- (6) ضعف التنويع المالي لسوق العراق للأوراق المالية أي يقتصر التعامل فيه على الصفقات الفورية كالأسهم والسندات فقط.
- (7) أظهرت نتائج اختبار حدود ARDL للنموذج الأول أن قيمة F بلغت 6.2148، متجاوزة القيم الحرجة عند مستويات معنوية متعددة، ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشر السوق المالي العراقي (المؤشر المركب) وكل من الإنفاق الحكومي، النمو الاقتصادي الحقيقي، والدين العام. هذا يشير إلى أن التغيرات في أدوات السياسة المالية تترك تأثيرات مستدامة على السوق المالي.
- (8) أظهر معامل تصحيح الخطأ في نموذج تصحيح الخطأ ECM للنموذج الأول قيمة سالبة ومعنوية بلغت -0.285، ما يؤكد على أن السوق المالي العراقي يعيد التوازن خلال فترات قصيرة عند حدوث اختلالات، بنسبة تصل إلى نحو 29% خلال ربع سنة واحدة. هذا يعكس كفاءة نسبية في استجابة السوق للمتغيرات المالية الحاصلة

(9) أكدت نتائج اختبار حدود ARDL للنموذج الثاني وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المؤشر المركب وكل من العرض النقدي، التضخم، سعر الفائدة الحقيقي، سعر الصرف، أسعار النفط، والنتاج المحلي الإجمالي. ما يدل على أن هذه المتغيرات تعد محددات هيكلية لأداء السوق المالي العراقي وتؤثر في اتجاهاته على المدى الطويل.

(10) أوضحت نتائج المعادلة طويلة الأجل أن للعرض النقدي وسعر الفائدة الحقيقي تأثير موجب ومعنويًا على المؤشر المركب، ما يعكس أهمية السياسات النقدية في تحفيز حركة الأموال داخل السوق المالي، سواء من خلال توسيع القاعدة النقدية أو تحفيز المدخرات والاستثمارات عبر تعديل أسعار الفائدة.

(11) بلغ معامل تصحيح الخطأ في النموذج الثاني قيمة سالبة ومعنوية وصلت إلى -0.911، ما يشير إلى أن أكثر من 91% من الاختلالات قصيرة الأجل تُصحح خلال ربع سنة واحدة. بما يعكس حساسية عالية للسوق المالي العراقي تجاه أي تغيرات مفاجئة في المتغيرات الاقتصادية الكلية والنقدية، ويظهر تفاعلاً سريعاً مع تلك التغيرات.

(12) كشفت النتائج عن تأثير طويل الأجل للسياسة المالية في السوق، بدلالة إحصائية واضحة ($F=6.2148$)، حيث أثرت كل من النفقات الحكومية والإيرادات النفطية بشكل مباشر في القيمة السوقية (مع ارتباط 0.78). كما سجل السوق هبوطاً بنسبة 34% خلال أزمات 2014-2017. وأكدت الدراسة أهمية التنسيق بين السياسات الاقتصادية الكلية نظراً لتفاعل المتغيرات النقدية (التضخم، عرض النقد) مع مؤشرات السوق

ثانياً : التوصيات

- (1) ضرورة قيام الجهات المختصة كهيئة الأوراق المالية والأسواق المالية بحملات الترويج والاعلان لنشر البيانات والمعلومات بشكل دوري وشفاف وكفرصة لجذب الفرص الاستثمارية.
- (2) ضرورة تنويع مصادر الإيرادات العامة من خلال دعم القطاعات الإنتاجية وتطوير أدوات تمويل بديلة وتقليل الاعتماد المفرط على العوائد النفطية.
- (3) ضرورة العمل على تعزيز البنية المؤسسية لسوق العراق للأوراق المالية من خلال تفعيل الرقابة على العمليات السوقية الى جانب تطوير البيئة القانونية والتنظيمية بهدف تقليل التذبذب وتحقيق استقرار في الأداء العام للسوق.
- (4) توجيه الأدوات المالية كالسندات الحكومية والتوسع في الأدوات كنفقات مستحقة من الدين العام نحو الانفاق الاستثمارية في المشاريع الإنتاجية والقطاعات الاقتصادية المنتجة.
- (5) ان تتبنى الجهات المعنية كالوزارة المالية والبنك المركزي إعادة صياغة السياسات الاقتصادية نظراً لدورها التوازني في دعم استقرار سوق الأوراق المالية وتوجيه بشكل فعال ومستدام .
- (6) يجب تنويع الأدوات المالية المتداولة في السوق من خلال إدخال أدوات مالية جديدة مثل المشتقات المالية والعقود الآجلة.
- (7) يجب على الحكومة تعزيز تنسيق السياسة المالية مع أهداف تنمية السوق المالي، من خلال توجيه الإنفاق العام والدين العام نحو قطاعات الانتاجية التي تدعم البيئة الاستثمارية وتحفيز النشاط في السوق المالي.
- (8) ينبغي استثمار هذا التوازن الديناميكي من خلال تطوير البنية التحتية التقنية والتنظيمية للسوق المالي لتمكينه من الاستجابة السريعة للمتغيرات، وتعزيز ثقة المستثمرين المحليين والأجانب.
- (9) توصي الدراسة بتكامل السياسات النقدية والاقتصادية الكلية لضمان الاستقرار المالي، خلال التحكم بعرض النقد، الحد من التضخم، وتحقيق استقرار أسعار الصرف لتجنب تأثيراتها السلبية على السوق المالي.

(10) يوصى باستخدام أدوات السياسة النقدية بكفاءة ذلك من خلال التوسع النقدي المحسوب وتعديل أسعار الفائدة بشكل يخدم تحفيز الادخار والاستثمار في السوق المالي، دون الإضرار بالاستقرار السعري.

(11) يوصى بتكثيف برامج الرقابة المالية والإفصاح الفوري عن البيانات الاقتصادية لتعزيز قدرة السوق على التفاعل الإيجابي مع المستجدات، وتقليل من حالات المفراط غير المبرر.

(12) ينصح بتبني مجموعة من الإجراءات التطويرية، منها إصدار سندات حكومية بأسعار فائدة تنافسية (5-7%) لتمويل البنى التحتية، وربط الزيادة في النفقات الحكومية بالمشاريع التنموية الداعمة للقطاعات المدرجة في السوق، كما تشدد على ضرورة تعزيز الشفافية عبر إنشاء منصة إلكترونية موحدة لنشر البيانات المالية وتبسيط إجراءات إدراج الشركات الصغيرة والمتوسطة.

المصادر والمراجع

أولاً:- القرآن الكريم

ثانياً :-المصادر باللغة العربية

أ. الكتب:

1. احمد، إبراهيم محمد. (2019). مبادئ الاقتصاد الكلي من منظور النظريات والسياسات النقدية. (ط1). مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع. القاهرة، مصر.
2. الجميل، سرمد كوكب. (2017). المدخل الى الاسواق المالية. (د.ط). دار الأكاديميون للنشر والتوزيع. <https://books.google.iq/books?id>
3. الحسنوي، سالم صلال راهي. (2017). الاستثمار والتمويل في الاسواق المالية. (ط1). الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات. القاهرة. مصر.
4. الحلاق، سعيد سامي والعجلوني، محمد محمود. (2016). النقود والبنوك والمصارف المركزية. (د.ط). dar Al-Yazuri Al-Ilmiyah. <https://www.google.iq/books/edition>
5. العامري، سعود جايد مشكور والحل، عقيل حميد جابر. (2020). مدخل المعاصر في علم المالية العامة. (ط2). دار المناهج للنشر والتوزيع. عمان.
6. الغالي، بن ابراهيم وعدنان، بن ضيف محمد. (2019). الاسواق المالية الدولية (تقييم الاسهم والسندات). (ط1). دار علي بن زيد للطباعة والنشر. الجزائر.
7. الكناني، كامل كاظم بشير. (2021). تقييم قرارات الاستثمار الجزء الثاني الاستثمار المالي: الادوات والتحليل المالي. دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية. بغداد. العراق.
8. النصور، عمر عبد الرزاق اليعقوب. (2020). رقابة الاسواق المالية. (ط1). دار امانة للنشر والتوزيع. عمان.
9. حسن , باسم عبد الهادي. (2018). الاثار النقدية للسياسة المالية في العراق بعد عام 2003 (دراسة تحليلية). (ط1). دار الشؤون الثقافية العامة. بغداد . العراق .
10. طالب، علاء فرحان والموسوي، حيدر يونس وفايز، محمد. (2016). مدخل في إدارة المؤسسات المالية. (ط1). دار الكتب. كربلاء، العراق.
11. عبد الحسين، زين العابدين وحسن، صادق علي. (2018). الاقتصاد العراقي بعد عام 2003 دراسة في الواقع واستراتيجيات المستقبل. (ط1). مركز الرافدين للحوار. بيروت، لبنان.

12..عبود، سالم محمد وفهمي، احمد محمد. (2021). الاستثمار وادواته في الاسواق المالية (دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي والعربي والامريكي). (ط3). دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية. بغداد. العراق.

13..قندوز، عبد الكريم. (2022). المشتقات المالية. (د.ط). صندوق النقد العربي. ابو ظبي، دولة الامارات العربية المتحد.

ب: البحوث والمجلات

1.الجميل، سرمد كوكب وشكري، زايد طارق. (2022). هل من الممكن ان تكون العملات المشفرة أداة لتحسين أداء المحفظة الاستثمارية؟ دراسة تحليلية مقارنة بين المحافظ التقليدية والمحافظ الهجينة لعينة من الشركات الامريكية. مجلة جامعة دهوك. المجلد 25 ، العدد 2(العلوم الانسانية والاجتماعية).

2.الجميل، سامي حميد والمحمدي، مهند خليفة والخزرجي، احمد يونس جبار. (2022). تطور الدين العام في العراق للمدة (2004-2018). مجلة الدنانير. العدد 23.

3.الحسناوي، سالم صلال ارهي وعباس، على اعلان. (2023). استعمال الخوارزمية الجينية في بناء المحفظة الاستثمارية لعينة من الشركات الصناعية. مجلة مركز الدراسات الكوفة - جامعة الكوفة. المجلد 71 ،ال عدد1.

4.الحسيني، اسراء عادل. (2017). العلاقة بين مكونات السياسة المالية والنمو الاقتصادي. منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية. القاهرة.

5.الحسيني، جعفر عبد الامير عزيز. (2024). تحليل إثر الانفاق العام على الناتج المحلي الاجمالي دراسة قياسية لحالة العراق للمدة (1980-2021). المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، المجلد 4 والعدد 80.

6.الدباش، عبد الله حمد والناصر، ميسون مجيد. (2018). دراسة اقتصادية لبعض العوامل المؤثرة على العجز المالي في الموازنة العراقية (2003-2016). مجلة جامعة جيهان - اربيل العلمية اصدار الخاص - العدد 2.

7.الدباغ، نوار كنعان والشرابي، محمد ذنون محمد وحجي، ادريس رمضان. (2022). أثر الانفاق العام في أداء السواق المالية سوق العراق الاوراق المالية للمدة (2009-2020). مجلة العلوم المالية والمحاسبية. المجلد 2، العدد 7.

8. الزبيدي، رشا سالم وعبد الكاظم، زينة شاكر. (2019). دور الاحتياطي النفطي العراقي في السوق النفطية العالمية للمدة (1990-2018). مجلة واسط للعلوم الإنسانية. المجلد 15، العدد 3.
9. الزكن، روزان علي وحسن، عبد الرزاق عزيز. (2023). قياس وتحليل إثر العوائد النفطية على الاستيرادات في العراق (2004-2021). مجلة العلوم الانسانية لجامعة زاخو. المجلد 11، العدد 1.
10. الساعدي، حيدر عليوي شامي وهاشم، حور العين كاظم. (2021). تحليل واقع السياسة المالية في العراق للمدة (2004 - 2017). مجلة الافاق للدراسات الاقتصادية. المجلد 6، العدد 1.
11. الشمري، ابتهاج احمد عبد عون. (2018). تحليل التنسيق بين السياسة النقدية والمالية في ظل الدين الحكومي في العراق من خلال المدة (2006-2016). المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد 14 والعدد 58.
12. الشمري، حسن شاكر وجواد، نور حليم. (2021). تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقاً للمخاطر السوقية باستخدام القيمة المعرضة للخطر (دراسة تحليلية لعينة من الشركات الاستثمارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2013-2018). مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 17، العدد 1.
13. الشمري، سرمد وعبد الودود، عادل. (2019). العلاقة التأثيرية لعمليات التحليل البيئي في استراتيجية المنظمة التطويرية. مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد. المجلد 25، العدد 11.
14. الصفار، هبة خالد إبراهيم. (2022). مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي دراسة تحليلية قياسية لعينة من الدول العربية النفطية. مجلة اقتصاديات الاعمال. المجلد 2، العدد 1.
15. الصمادي، سحاب محمد صالح. (2016). إثر الضرائب الحكومية على اداء بورصة عمان: نموذج الانحدار الذاتي لفترات الابطاء. مجلة المنارة للبحوث والدراسات الاردن.
16. العبيدي، زهرة خضير عباس. (2018). سوق الاوراق المالية ودورها في تفعيل الاستثمارات. مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية. العدد 28.
17. الكعبي، علي صلاح الدين مهدي. (2021). كفاءة سوق الأوراق المالية وفق الشكل الضعيف للكفاءة / دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية (قطاع الصناعة). مجلة العلوم المالية والمحاسبة. المجلد 3.

- 18..الملكي، محمد عبد الجليل ناجي والجحافي، فهد يحيى محمد. (2019). أدوات التحليل البيئي الاستراتيجي في المؤسسات التعليمية (دراسة تحليلية). مجلة القلم (علمية - دورية - محكمة). المجلد 6، العدد 12.
- 19..الموسوي، حيدر يونس واليساري، احمد كاظم والجنابي، حيدر عباس. (2017). إثر عجز الموازنة الحكومية في مؤشرات التداول في سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2016). المجلة العراقية للعلوم الادارية. المجلد 14، العدد 58.
- 20..الموسوي، سعاد قاسم عاشم وسعيد، عفراء هادي وسالم، أحمد داود. (2020). تحليل مؤشرات أداء السوق المالية دراسة تحليلية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2009-2018). مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية. المجلد 61، العدد 25.
- 21..الواللي، احمد عبد الله سلمان والعتابي، سامر سليم كاظم. (2023). تحليل واقع الدين العام في الاقتصاد العراقي للمدة (2004-2020)، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة زاخو، المجلد 11، العدد 1، 2023.
- 22..بولحبال، زوبير. (2016). تعزيز البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية _ ماليزيا نموذجاً. مجلة بيت المشورة. العدد 5.
- 23..جميلة، الجوزي وصفية، العمري. (2017). تأثير استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على كفاءة الأسواق المالية الخليجية: دراسة حالة بورصة (الإمارات، السعودية، الكويت). مجلة الاقتصاد الجديد. المجلد 2، العدد 17.
- 24..حسن، عباس فؤاد عباس. (2018). أثر تداول عقود المبادلات في أسواق المشتقات المالية للمدة (2000-2016). مجلة الاكاديمية الامريكية العربية للعلوم التكنولوجيا. المجلد 9 والعدد 28.
- 25..داود، تغريد داود سلمان. (2016). إثر الإيرادات النفطية في تنمية الاقتصاد العراقي. مجلة جامعة بابل. مجلد 2، العدد 23.
- 26..دخيل، وطباً ابراهيم. (2023). تحليل بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2020). مجلة اقتصاديات الاعمال. المجلد 4، العدد 5.
- 27..سامي، دعاء سيف الله وصالح، فجين سليم. (2023). إثر تغير سعر الصرف على كفاءة أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2021). مجلة جامعة دهوك. المجلد 26، العدد 2.

28. شبيب، عبد الرزاق إبراهيم. (2023). قياس وتحليل إثر تغيرات أسعار الفائدة في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2022). مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 15، العدد 1.
29. شمخي، حمزة محمود و حسين، هاجر قاسم. (2025). أثر المحددات والتحيزات السلوكية على قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية / دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية. المجلة الجامعة العراقية. المجلد 72، والعدد 2.
30. صاحب، ميامي صلاح وعلي، نور الهدى حسنين. (2023). تحليل العلاقة بين سعر الصرف والتضخم للمدة (2004-2020). مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 19، العدد 2.
31. صالح، هبة مهدي. (2020). دور التداول الالكتروني والأيداع المركزي في أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2008-2018). مجلة دراسات محاسبية ومالية. المجلد 15، العدد 52.
32. صالح، هاويزين ابوبكر. (2024). قياس وتحليل الأثر المتبادل بين تقلبات أسعار النفط وتقلبات أسعار الصرف في العراق خلال المدة (2003-2023). مجلة كردستاني للدراسات الاستراتيجية. المجلد 11.
33. صباح، نزار كاظم ومحمد، حسن عبد الحمزة. (2023). تحليل تطور العلاقة بين الدين العام الداخلي وعجز الموازنة في العراق للمدة (2004-2019). مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 19، العدد 3.
34. صباح، نزار كاظم و جبار، يسرى راسم. (2022). تحليل تطور الدين العام الداخلي ومكوناته في العراق للمدة (2004-2020). مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 18، العدد 3.
35. عبد الرحمن، تانيا قادر. (2024). سوق العراق للأوراق المالية ودوره في تعزيز القيمة الاستثمارية في البلاد مركز البيان للدراسات والتخطيط.
36. عبد الغني، حريزي وعبد القادر، مطاي. (2018). الربط كآلية لتطوير وعولمة الأسواق المالية العربية. مجلة البحوث والدراسات التجارية. العدد 4.
37. عبد القادر، بسبع. (2017). أثر السياسة الضريبية على سوق الأوراق المالية. مجلة اوراق اقتصادية. العدد 1.
38. عبد الهادي، اية علاء الدين. (2021). إثر السياسة المالية في تحقيق الاستقرار النقدي في العراق - دراسة تحليلية للمدة (2004-2020). مجلة الادارة والاقتصاد، المجلد 130 والعدد 12.

- 39.عزيز، رفل جميل وخلف، عمار حمد. (2016). تحليل العلاقة السببية بين البنية المالية التحتية والاستثمارات الأجنبية في ماليزيا واندونيسيا من 1990-2013. مجلة الاقتصاد والإدارة. المجلد 22، العدد 91.
- 40.علوان، فلاح ثامر وعزال، نصير محمد ومكي، محمد رسول. (2020). السياسة المالية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية في العراق للمدة (2010-2017). المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية. المجلد 18، العدد 64.
- 41.علوان، شذى احمد ونعيم، علي عبد الحسين. (2018). تشخيص واقع المراكز الوطنية لرعاية الموهبة الرياضية باستخدام تحليل SWot دراسة حالة في محافظة البصرة. مجلة الدنانير. العدد 13.
- 42.فليح، دعاء حاكم وكناوي، نادية خضير. (2023). تحليل إثر سعر الفائدة الحقيقي على الناتج المحلي الإجمالي في العراق للمدة (2004-2020). مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 19، العدد 3.
- 43.محمد، سيف غائب. (2021). تقييم تطور السياسة النقدية وأثرها على الدخل القومي في العراق للمدة (2004-2019). المجلة المصرية للاقتصاد الزراعي. المجلد 31، العدد 2.
- 44.محمد، محسن حسن وصفار، احمد سليمان وطاهر، اميرخاس عارف. (2024). السياسة ودورها في معالجة الازمة المالية والاقتصادية في إقليم كردستان العراق. المجلة الاكاديمية لجامعة نوروز. المجلد 13، العدد 1.
- 45.محمد، منال جابر مرسي. (2021). العلاقة التبادلية بين عجز الموازنة العامة المصرية ومعدل التضخم، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة. المجلد 51، العدد 1.
- 46.مخلف، ميساء عنيد. (2023). إثر مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية على عرض النقد (m2) في الاقتصاد العراقي للمدة (2004-2021). مجلة اقتصاديات الاعمال. المجلد 5، العدد 6.
- 47.مطر، بتول وخضير، منى. (2023). أثر تقلبات الإيرادات النفطية في بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2021). مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 19، العدد 3.
- 48.مكي، بان ياسين ومسجت، فايضة حسن. (2021). دور لاستثمار الاجنبي غير المباشر (المحفطي) في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2018). مجلة الادارة والاقتصاد. المجلد 10، العدد 37.

49. ليود وعيل ومحفوظ، فاطمة. (2016). إثر السياسة المالية التوسعية على التوازنات الاقتصادية الكلية في الجزائر. مجلة المعارف قسم العلوم الاقتصادية.
50. نافع، خالص امين ومحمد، اياد جواد. (2021). الإطار القانوني للعقد المستقبلي في سوق الاوراق المالية. عدد خاص لبحوث التدريسيين مع طلبة الدراسات العليا / الجزء الاول. المجلد 36.
51. حفيظ، عبد الحميد. (2022). إثر السياسة المالية على اسعار سوق الاوراق المالية في الدول النفطية. مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية. المجلد 6 , العدد 1.

ت- التقارير والنشرات الاحصائية

1. البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي 2005.
2. البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي 2006
3. البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي 2007
4. البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي 2008
5. البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي 2009
6. البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي لعام (2010-2016)
7. البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي 2020
8. البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي 2022
9. البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي 2023
10. البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي لسنوات (2017-2023)
11. وزارة المالية، الدائرة الاقتصادية، قراءة للموازنة العامة الاتحادية , 2017 .
12. سوق الاوراق المالية، التقرير السنوي للسنوات (2005-2023) .

ت- الرسائل والاطاريح

1. ابتسام، قواجلية. (2020). دور مؤشرات الاسواق المالية في ادارة المحفظة الاستثمارية الدولية - دراسة حالة ادارة محفظة استثمارية دولية. اطروحة دكتوراه منشورة. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. الجزائر.
2. البطاط، زهراء حيدر عبد الجبار. (2022). دراسة الاثار النقدية للسياسة المالية في العراق للمدة (2003-2020). رسالة ماجستير منشورة. كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة. العراق.

3. الجادري، فاطمة صالح مطر. (2024). دراسة تحليلية لتجربة مصر والأردن في تطبيق موازنة البرامج والأداء وإمكانية الاستفادة منها في العراق. أطروحة منشورة. كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء. العراق.
4. الجليحاوي، جهاد فيصل جهاد. (2019). صناديق الاستثمار وانعكاسها على بعض مؤشرات الاسواق المالية (دراسة تجربة المملكة العربية السعودية وامكانية تطبيقها في العراق للمدة (2000-2017). رسالة ماجستير منشورة. كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء. العراق .
5. الحسنوي، سالم صلال راهي والعبادي، هشام عبد الخضر سكر. (2019). دراسة السير العشوائي السوق ix60 في سوق العراق المالي. (بحث مستل من رسالة ماجستير). كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية. العراق .
6. الخفاجي، آيات حسين علي. (2016). إثر بعض المتغيرات النقدية على اداء الاسواق المالية - الولايات المتحدة الامريكية والصين للمدة (2003-2014). رسالة ماجستير منشورة. كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء. العراق.
7. الركابي، علاء عباس داخل. (2023). إثر متغيرات السياسة المالية في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال المتغيرات الوسيطة للمدة (2004-2020). اطروحة دكتوراه منشورة. كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة. العراق.
8. الشيخ، حنيني وتهامي، عزيزي. (2023). تأثير المالية السلوكية على اداء الاسواق المالية _ دراسة حالة عمان خلال المدة (2000-2022). رسالة ماجستير ، جامعة احمد درايعية - الجزائر.
9. الطهمازي، حذيفة حسين محي. (2023). دور السياستين المالية والنقدية في تحقيق النمو الشامل _ تجارب دول مختارة مع إشارة خاصة للعراق. رسالة منشورة. كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
10. اللطيف، ليث هيصم عبد. (2022). إثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في أداء سوق العراق للأوراق المالية دراسة تحليلية للمدة (2004-2020). أطروحة منشورة. كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة. العراق .
11. امينة، خطابت. (2023). مطبوعة في مقياس الاسواق المالية. رسالة ماجستير منشورة. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير. جامعة الجزائر.
12. جودة، محمد سعد. (2024). تأثير بعض متغيرات السياستين المالية والنقدية في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004 - 2022). رسالة ماجستير منشورة. كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية. العراق .

13. حسام، بن فريحة. (2021). بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير كاملة لأسواق راس المال. أطروحة منشورة. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي الياصب بسيدي بلعباس. الجزائر.
14. حسين، نمارق قاسم. (2017). قياس العلاقة بين سعر الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية دراسة لتجربتي مصر' واليابان مع اشارة خاصة للعراق للمدة (1990 -2015)، اطروحة دكتوراه منشورة. كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء. العراق .
15. خولة، مناصريه. (2016). إثر السياسة المالية على اداء سوق الاوراق المالية دراسة حالة الاردن خلال المدة (1990-2014). اطروحة دكتوراه منشورة. جامعة محمد خيضر - الاردن .
16. زيدان، الله طه كعيطان. (2024). قياس بعض العوامل الاقتصادية المحددة للنمو الاقتصادي في العراق. رسالة ماجستير منشورة. كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الانبار. العراق .
17. سمية، بوقطان. (2023). إثر السياسة المالية والنقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر - دراسة قياسية للمدة (1990 -2019). اطروحة دكتوراه منشورة . جامعة ابو بكر بلقايد -الجزائر .
18. طة، اسراء عبد القادر احمد. (2017). إثر تقلبات أسعار الصرف وبعض المتغيرات الاقتصادية في عدد من مؤشرات الأسواق المالية لعينة من الدول العربية للفترة (1990-2012). رسالة ماجستير منشورة. كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل. العراق .
19. فتيحة، محمي حنان دهاج. (2022). اثار الاسواق المالية على النمو الاقتصادي دراسة قياسية بورصة الكويت من (2003-2019). رسالة ماجستير منشورة. جامعة احمد دراية - ادرار. الجزائر.

ح- الرسائل والاطاريح

1. ابتسام، قواجلية. (2020). دور مؤشرات الاسواق المالية في ادارة المحفظة الاستثمارية الدولية - دراسة حالة ادارة محفظة استثمارية دولية. اطروحة دكتوراه منشورة. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. الجزائر.
2. البطاط، زهراء حيدر عبد الجبار. (2022). دراسة الاثار النقدية للسياسة المالية في العراق للمدة (2003 -2020). رسالة ماجستير منشورة. كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة. العراق.

ثانياً: قائمة المصادر والمراجع الأجنبية

أولاً- الكتب الإنكليزية

1. Valdez, S., & Molyneux, P. (2016). An introduction to global financial markets (n.p). <https://doi.org/10.1007/978-1-137-50833-1>
2. AP Faure. (2015). Bond Market: An Introduction. In journal of Psychology and Education Quoin Institute (Pty) Limited. <https://Http://Bookboon.Com> . .
3. Tyson, & Kevin, T. (2016). Mutual funds for dummies (n.p). (7th ed., Issue 3). <https://www.wiley.com/en-dk> .
4. Hubbard, G., & O'Brien, A. P. (2017). Microeconomics. In World Bulletin of Management and Law (WBML) Available Online at (8th ed.). Pearson Education, Inc., U.S.A.
5. Melicher, Ronald W, Norton, & Edgar A. (2017). Introduction to Finance Markets, Investments, and Financial Management. In World Bulletin of Management and Law (WBML) Available Online at (16th ed.). University of Colorado at Boulder .
6. https://books.google.iq/books/about/Introduction_to_Finance.html
7. IHS Global Inc. (2022). EViews 13 User's Guide I & II. Irvine, CA: IHS Global Inc.

2-البحوث والمجلات الإنكليزية

1. Abdel-Qader, H. K., & Suleiman, Z. A.-H. (2019). Measurement and analysis of the causal relationship between public expenditures, money supply and inflation, "Iraq, a Case Study for the period (1990-2019), published research. Journal of Human Sciences of the University of Zakho, 7(3.(
2. Abida, M., & Salman, R. H. (2023). The Impact of Fiscal Policy On the Gross Domestic Product as One Of The Lndicators of Economic

3. Development in Iraq Between 2004–2020. International Journal of Research in Social and Humanities, 132.
4. AL Abass, H. S. H. H. (2021). The Iraqi Stock Exchange Reality & Requirements for improvement: A comparative study of the stocks markets from some Arab countries for the period 2010–2019. Academy of Entrepreneurship Journal, 27(5.)
5. Al Husseini, H. J. H., Al Mayali, H. N. H., & Hameed, H. Z. (2024). The impact of tax revenues on the trading volume in the Iraqi Stock Exchange– For the period (2009–2023). International Journal of Studies in Business Management, Economics and Strategies, 3(2.)
6. Al-aqbi, A. Q. K., Jarrah, N. S., & Mosachet, F. H. (2020). Faiza Hasan Mosachet, Economic Implications of the Iraq Stock Exchange – Standard Study. Journal of Psychology and Education, 57(8.)
7. Al-Araji, K. S. A. R., Al-Zubaidi, M. N. M., & Al Sharifi, S. A. H. H. (2022). The impact of the indicators of Iraq Stock Exchange on some variables of financial stability in Iraq. World Bulletin of Management and Law (WBML) Available Online at,
8. Ali, M. K., & Al-Jubour, B. K. (2022). Listed Islamic Banks and role in investing in Iraqi stock exchange. Al-Qadisiyah Journal for Administrative and Economic Sciences QJAE, 24(2.)
9. Al-Isami, B. H. H., & Fakhfakh, M. (2024). The role of corporate governance in improving the quality of financial reports an empirical study on a group of commercial banks listed on the Iraq Stock Exchange. International Journal for Research Publication and Seminar, 15(3)
10. Al-Shimari, K. K. J., Reda, R. R., & Hammood, Q. M. (2022). Analysis of the relationship between the exchange rate and stock market indicators: Evidence from Iraq. Techium Social Sciences Journal, 29.
11. Alzarooni, A. I., Alhashmi, S. M., Lataifeh, M., & Rice, J. (2024). Navigating digital transformation in the UAE: benefits, challenges, and future directions in the public sector. Computers, 13

12. Al-Zubaidi, M. K. A. (2023). The impact of fluctuations in oil revenues on some indicators of the Iraqi stock market for the period (2004–2021). Al-Ghary Journal of Economic and Administrative Sciences, 19
13. Anghelache, G., Jakova, S., & Oanea, D. (2016). Fiscal Policy and Capital Market Performance: Evidence from EU Countries from Central and Eastern Europe. International Journal of Academic Research in Accounting Finance and Management Sciences, 6
14. Asaad, Z. A. (2021). Oil Price, Gold Price, Exchange Rate and Stock Market in Iraq Pre–During Covid19 Outbreak: An Ardl Approach. International Journal of Energy Economics and Policy, 11(5)
15. Babela, I. S., & Doski, S. A. (2023). Stock Market Response to Monetary Policy: Evidence from Iraq. Ekonomika, 102
16. Banerjee, A., Dolado, J., Galbraith, J., & Hendry, D. (2023). Co–integration, Error Correction, and the Econometric Analysis of Non–Stationary Data. Oxford University Press
17. Barngetuny, J. (2024). Enhancing the financial derivatives market in Kenya: challenges, opportunities and strategic recommendations. Journal of Psychology and Education, 9(2)
18. Bekhet, H. A., & Matar, A. (2013). Co–integration and causality analysis between stock market prices and their determinants in Jordan. Economic Modelling, 35 .
19. Challoumis, C. (2024). Assessing the efficiency of capital markets in economocracy. SSRN Electronic Journa, v.
20. Chiad, F. (2022). The impact of taxes on investment and economic growth in the Arab Countries: analytical and econometric study. Journal of Tax Studies, 11(1
21. Chudik, A., & Pesaran, M. H. (2015). Common correlated effects estimation of heterogeneous dynamic panel data models with weakly exogenous regressors. Journal of Econometrics, 188(2)
22. Com, D., Saran, R., Bakyashri, & Jeyadev, C. (2024). Financial markets and digital economy. IPE Journal of Management, 14(15

- 23.Dheyab, M. A., Yasen, A. T., & Shaaban, S. E. (2024). The role of International Accounting Standard 39 in disclosing financial derivatives/ financial instruments in the financial statements of Jordanian banks listed on the Amman. American Journal of Economics and Business Management,
- 24.Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (2002). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. Journal of the American Statistical Association, 74(366a)
- 25.El-Rasoul, AbouElyazid and Anwar, A., Mouhamed and Ebeid, S., Bassuoni and Oan, A. E.–N., & Kheirallah, O. (2017). Government expenditure on the Egyptian agricultural sector and its relation to economic growth. [No journal title
- 26..Gomber, P., Haferkorn, M., & Zimmermann, K. (2015). Securities transaction tax and market quality – the case of France. European Financial Management, 22(2)
- 27.Hassan, H. H., Ali, A., & Suwaid, M. (2021). Determinants of transparency and disclosure in annual reports: Evidence from Iraqi companies. Academy of Strategic Management Journa, 20(2)
- 28.Hussein, M. Y. (2022)., Analyzing and measuring the Long–Term balance relationship between change in government spending and real growth in Iraq for the period 1990 – 2018. International Journal of Professional Business Review, 7(2.)
- 29.Hussein, N. I. M. A., & Hussein, S. A. (2024). The role of the Iraq Stock Exchange in creating government fiscal space: A forward–looking perspective. Journal of Economics and Administrative Sciences, 30(142.)
- 30.Idrees, R. H., & Mohamed, S. M. (2022). The Role of Monetary Policy Indicators in Achieving Monetary Stability in Iraq and The Kurdistan Region – Iraq for The Period (1988–2019). Journal of Tanmiyat Alrafidain (Tanra), 41(136.)
31. Izuchukwu, N. A. (2024). Response of stock market capitalization ratio to fiscal policy variations in Nigeria. British Journal of Management and Marketing Studies, 7(3.)

32. Jalil, A., & Feridun, M. (2011). Long-run relationship between income inequality and financial development: Evidence from Pakistan. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 24(1.)
33. Kanaan, A., & Aljashi, M. (2018). The effect of monetary and fiscal policies on the volatility of stock prices in Turk. *Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies*, 40(4)
34. Khashnaw, S. S. M. (2019). Analysis and measurement of the impact of public budget deficit and money supply at the general level of prices in Iraq for the period (1988–2017). *Anbar University Journal of Economic and Administrative Sciences*, 11(5.)
35. Khatab, A. A., & Allraqi, B. (2022). The impact of the budget deficit on the performance of a sample of Arab financial markets. *Tanmiya' Al-rāfidayn*, 41(133)
36. Laween, R. A., & Luqman O. O. (2023). Measuring and Analyzing the Impact of Fiscal Policy Tools on the Money Supply to Iraq for the Period (2003–2021). *Journal of Tanmiyat Alrafidain (Tanra)*, 429(139)
37. Lee, C. L., Ng, C. P., Koh, C. M., & Ahmad, R. (2022). The asymmetric impact of fiscal policy on an emerging stock market. *Asian Economics Letters*, 5(Early View.)
38. Liu, H., Donovan, C., & Popov, V. (2024). A Comparison between Financial and Gambling Markets. *arXiv (Cornell University.)*
39. Mabrouk, A. M. A. E.-B., & Taha, M. A. M. (2021). The role of SWOT analysis in evaluating performance and developing the Strategic Plan for the non-profit sector. *Journal of Economic, Administrative and Legal Sciences*, 5(18.)
40. Mai, Z., Saleem, H. M. N., & Kamran, M. (2023). The relationship between political instability and stock market performance: An analysis of the MSCI index in the case of Pakistan. *PLoS ONE*, 18(10.)
41. Martin, I. W. R., & Papadimitriou, D. (2022). Sentiment and Speculation in a Market with Heterogeneous Beliefs. *American Economic Review*, 112(8)

42. Mazzi, G. L., & Savio, G. (2020). Composite indicators for economic analysis: An application to short-term GDP forecasts. *Statistical Methods & Applications*, 29(2.)
43. Mbanga, C. L., & Darrat, A. F. (2016). Fiscal policy and the US stock market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(4.)
44. Munizu, M., Mulyati, S., & Zikirullaeva, N. (2024). Portfolio Diversification Strategy and Its Influence On Investment Risk and Return in The Capital Market. *Multifinance*, 1(3.)
45. Muter, M. A. (2023). The role of SWOT Environmental analysis components and their impact on improving strategic decision-making: an exploratory study in the organizations registered in the Iraqi Stock.
46. Exchange. *Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences*, 18(60, 1)
47. Mutoni, K. (2024). The role of government intervention in mitigating economic shocks. *International Journal of Economic Policy*, 4(2.)
48. Narayan, P. K. (2005). The saving and investment nexus for China: Evidence from cointegration tests. *Applied Economics*, 37(17.)
49. Nardo, M., Saisana, M., Saltelli, A., & Tarantola, S. (2005). Tools for composite indicators building. *OECD Statistics Working Papers*, 2005/03.
50. Nardo, M., Saisana, M., Saltelli, A., Tarantola, S., Hoffman, A., & Giovannini, E. (2005). *Handbook on Constructing Composite Indicators: Methodology and User Guide*. OECD Publishing.
51. Nihaya, R. O., & Al-Husseini, A. K. (2024). Measuring the mutual impact between the Iraqi stock exchange indicators and the economic growth rate for the period (2007–2022). *Pakistan Journal of Life and Social Sciences*, 22(1)
52. Nkoro, E., & Uko, A. K. (2016). Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: Application and interpretation. *Journal of Statistical and Econometric Methods*, 5(4)

53. Nwakobi, P. C., Ananwude, A., & Umezurike, C. M. (2020). Fiscal policy and stock market development in an emerging West African economy. *Finance & Economics Review*, 2(3)
54. O 'G 'Li, N. B. T. Q., & O 'G 'Li, N. M. S. N. (2023). Fiscal Policy as The Primary Tool to Affect the Strength of the Capital Markets. *Deleted Journal*, 8.
55. Omri, A., & Kahouli, B. (2014). Causal relationships between energy consumption, foreign direct investment and economic growth: Fresh evidence from dynamic simultaneous-equation models. *Energy Policy*, 67.
56. Pesaran, M. H., & Shin, Y. (1999). An autoregressive distributed-lag modelling approach to cointegration analysis. *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium*, 371–413.
57. Omodero, C. O. (2023). Nexus between fiscal policy mechanism and stock market output in a growing economy. *Journal of Legal Studies*, 32(46)
58. Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3.)
59. Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3)
60. Raza, S. A., & Jawaaid, S. T. (2014). Foreign capital inflows, economic growth, and stock market capitalization in Asian countries: An ARDL bound testing approach. *Economic Modelling*, 36.
61. Riak, G. A., PhD, & Bill, D. B. A. (2022). The Role of Financial Initiative On Financial Performance. *IJRDO – Journal of Social Science and Humanities Research*, 8(11.)
62. Saeed, S. T. (2016). The sensitivity of investment to the changes rate of interest: Evidence from LRAQ. *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences*, 7(5.)

- 63.Samargandi, N., Fidrmuc, J., & Ghosh, S. (2015). Is the relationship between financial development and economic growth monotonic? Evidence from a sample of middle-income countries. *World Development*, 68.
- 64.Shahbaz, M., Loganathan, N., Tiwari, A. K., & Sherafatian-Jahromi, R. (2015). Financial development and economic growth in India: New evidence from the ARDL-bounds testing approach. *Global Business Review*, 16(5.)
- 65.Stosic-Mihajlovic, L. (2016). Functioning of financial and capital markets in modern conditions. *Journal of Process Management New Technologies*, 4(4.)
- 66.Tawfiq, T. T., & Tahtamouni, A. (2018). The impact of monetary and fiscal policies on stock returns in the Jordanian Amman Stock Exchange case. *Research Journal of Finance and Accounting*, 9(6)
67. Thakur, S., & Sangeeta. (2024). Exploring the Economic Impact: Forex and Indian Stock Market, *International Journal of Advance Innovations Thoughts & Ideas*, 2024 96. Abdelrahim I. *International Journal of Advance Innovations Thoughts & Ideas*.
- 68.Toda, H. Y., & Yamamoto, T. (1995). Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes. *Journal of Econometrics*, 66(1-2.)
- 69.Zalaqi, H. (2021). The impact of the average objectives of monetary policy on monetary variables in Algeria (money supply as a model). *Journal of Contemporary Economic Studies*, 6(2.)
- 70.Zhu, F., & Minjiao, P. (2018). An analysis of the factors influencing the issuing rate of local government bonds in China: Based on the VAR model. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 63.

3_ الرسائل والاطاريح الإنكليزية

1. Aadullazade, & Zaur. (2020). Corporate disclosure and capital markets. Master of Science in Finance Master of Arts in Economicsounting and Economics .

Abstract.

This study shows a dynamic relationship between fiscal policy and the performance of the Iraq Stock Exchange during the period (2005-2023) in light of the economic and security challenges faced by the country. General Expenditure, Revenue, Public Religion and Financial Market Indicators (General Index, Market Value, Trading Size, Equity Rotation), especially after the structural changes in the Iraqi economy. The problem is that the impact of fiscal policy variables from public expenditure, public revenues and public debt on.

Iraq's stock market indicators, and on this problem, the search aims to analyze the current reality of the financial market in Iraq, and for access to the purpose of research On an integrated methodology combining descriptive and standard analysis, the development of major financial indicators has been monitored over eighteen years, with the ARDL model to measure the overall relationship between variables. The results revealed a long-term impact of market financial policy, clear statistical condition ($F = 6.2148$), with government expenditures and oil revenues directly in market value (with 0.78).

The market also recorded a 34% decline during 2014-2017 crises. The study emphasized the importance of coordination of overall economic policies due to the interaction of cash variables (cash display, inflation) with market indicators. The study recommends adopting a set of development procedures, including linking government expenditure in supporting development projects in the market, and issuing government bonds at competitive interest rates (5-7%) to finance infrastructure, It is on the need to promote transparency by establishing a unified electronic platform for deploying financial statements and simplifying the procedures for including SMEs..

الملاحق

Ministry of Higher Education and Scientific Research University of Misan College of Management and Economics Postgraduate Affairs Division	جمهورية العراق 	وزارة التعليم العالي والبحث العلمي جامعة ميسان كلية الإدارة والاقتصاد شعبة شؤون الدراسات العليا
NUMBER: DATE: / / 202		العدد: ٥٠ / ع التاريخ: ٢٠٢٥ / ١٢ / ٢٠

الى / سوق العراق للأوراق المالية

م / تسهيل مهمة

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته...

يرجى تسهيل مهمة طالبة الماجستير (زهراء باسل عكري) في كليتنا قسم (ادارة الاعمال / ادارة الاستثمار والتمويل) السنة البحثية ، والمعرفة بموجب الهوية المرقمة بالعدد (٢٤٤) والمؤرخة في ٢٠٢٤/٣/٦ ، لقرض تزويدها بالبيانات واطلاعها على الية العمل المتبعة في سوق العراق للأوراق المالية من اجل انجاز مشروع رسالتها الموسومة ((تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسات المالية للمدة (٢٠٠٥ - ٢٠٢٣))).

مع فائق الاحترام والتقدير...

تسقة منه الورقة
شعبة شؤون الدراسات العليا / مع الاوليات .
المصادر .

Republic of Iraq

**Ministry of Higher Education and Scientific
Research University of Maysan - College of
Administration and Economic Department of
Business Administration / Graduate Studies**



**Analysis of the reality of the Iraqi stock
market in light of financial policy trends
during the period (2005-2023)**

A thesis submitted by the student

Zahraa Basil Abri Al-Azirjawi

**To the Board of the College of Administration and
Economics - University of Maysan As part of the
requirements for obtaining a Master's degree in Business
Administration /Investment and Finance Management**

Under the supervision of

Asst. Prof. Dr. Ali Khaled Abdullah