



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 عبri الازيرجاوي

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

بأشراف

أ.م.د علي خالد عبد الله



وَالَّذِينَ إِذَا أَنْفَقُوا لَمْ يُسْرِفُوا وَلَمْ يَقْتُرُوا
وَكَانَ بَيْنَ ذَلِكَ قَوَاماً

صدق الله العلي العظيم

(سورة الفرقان - الآية 67)



الإِمْدَاد



(وَآخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنَّ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ)

إلى سيد الخلق المصطفى محمد ﷺ ... نبي الرحمة، ومعلم البشرية الذي كانت رسالته نوراً اضاء
دروب الأم، وأرسى فينا قيم العلم والمعرفة

إلى الإمام 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 أتکن عليه، وسندأً أعتز به، وملاداً في كل الأوقات... أهديك ثمرة جهدي
عرفاناً لعطائك اللامحدود..... اي الغالي

يا من كنت الحضن الدافئ، والقلب الذي لا يكل من الحب..... بفضل دعائك وتشجيعك وصلت
إلى ما أنا عليه اليوم اي الغالية

إلى من كانوا لي وطنًا صغيرًا يحتويني وقت ضيقـي ... وفرحة عظيمة في لحظة نجاحـي أتمـ الجـءـ الـاجـلـ
في رحلـتي عـائـتـي

إلى من تركـ في حـيـاتـيـ اثـرـاـ خـالـداـ أـهـدـيـ ثـرـةـ جـهـدـيـ هـذـاـ عـرـفـانـاـ وـتـقـدـيرـاـ لـمـاـ قـدـمـهـ مـنـ
مـوـاقـفـ نـبـيـلـةـ إـلـىـ عـمـيـ رـحـمـهـ اللهـ

أـولـئـكـ الـذـينـ كـانـواـ النـورـ فـيـ لـيـالـيـ التـعبـ، وـالـسـنـدـ فـيـ لـحظـاتـ الـانـكـسـارـ، مـنـ تـقـاسـمـواـ مـعـ الـطـرـيقـ
وـالـكـلـمـةـ وـالـدـعـاءـ.... شـكـرـاـ لـأـنـكـمـ كـنـتـ إـلـىـ جـوـارـيـ ... صـدـيقـاتـيـ

أـهـدـيـ هـذـاـ جـهـدـ المـتـوـاضـعـ، بـامـتـنـانـ لـاـ يـقـاسـ، وـمـجـبـةـ لـاـ تـوـصـفـ... فـاقـبـلـوهـ مـنـيـ
لـكـمـ جـمـيـعـاـ...





الشکر والامتنان

الحمد لله الذي علم بالقلم، علم الإنسان ما لم يعلم، حمدًا يليق بجلال وجهه وعظم سلطانه والحمد لله رب العالمين والصلة 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 استاذى الفاضل الدكتور (أ.م.د علي خالد عبد الله) الذى 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 يبنى بالحبر وحده بل بالفکر الحر والإخلاص في السعي فله مني كل التقدير والدعاء بأن يجزيه الله عنى خير الجزاء

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

كما أتجه بجزيل الشكر والتقدير للسادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة المؤقتة لما تفضلوا به من وقتهم وجهدهم العلمي في مناقشة هذه الرسالة الذين ساهموا بملحوظاتهم العلمية السديدة في اثراها وتعزيق 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 سائلًا 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 خفت عناء الطريق.

وختاماً أحمد الله حمدًا كثيرًا طيباً مباركاً فيه وأسئلته أن يجعل هذا العمل خالصاً لوجهه الكريم نافعاً لطلبة العلم ومساهمة متواضعة في ميدان المعرفة إنه ولني التوفيق وال قادر عليه

إقرار المستاذ المشرف

أقر ان اعـداد الرسـالة الموسـومة

(تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسات المالية للمدة (2005-2023))
للطالبة(زهراء باسل عبـري الأزـيرجاـوي)، قد جـرت تحت إشرافـي في قـسم ادارـة الاعـمال / إدارـة الاستـثمار
والتمـويـل في كلـية الادـارـة والاقتـصاد /جـامـعـة مـيسـان ، وهـي جـزـء من متـطلـبات نـيل شـهـادـة المـاجـسـتـير في
علوم ادارـة الاعـمال إدارـة الاستـثمار والتمـويـل .

المشرف: أ.م.د علي خالد عبد الله

كلية الإـدارـة والاقتـصاد/جـامـعـة مـيسـان

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 الإـدارـة والاقتـصاد/جـامـعـة مـيسـان

التاريخ : 2025 / /

إقرار المفهوم اللغوي

اشهد ان رسالة الماجستير الموسومة بـ (تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسات المالية للمدة (2005-2023) للطالبة(زهراء باسل عبri الازيرجاوي)، قد جرى مراجعتها لغويًّا 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 تطلغنا على الرسالة الموسومة ((تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسات المالية للمدة (2005-2023) للطالبة(زهراء باسل عزيز 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.م.د علي خالد عبد الله جامعة ميسان / كلية جامعة الكوفة رئيس لجنة المناقشة	أ.م.د ابراهيم جاسم جبار
--	-------------------------

جامعة ميسان
عضوً ومشرفاً

أ.م.د حيدر عليوي شامي جامعة ميسان عضوً	أ.د معن عبود علي جامعة ميسان عضوً
--	---

صادقة 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 شهدتها 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 إلى تحليل الواقع الحالي لسوق المالي في العراق، ولعرض الوصول لهدف البحث فقد اعتمد البحث على منهجية متكاملة تقوم على التحليل الوصفي والقياسي فقد تم رصد تطور المؤشرات الرئيسية للسوق للأوراق 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 ، الملحق)

فهرست المحتويات

الصفحة	الموضوع
---	الأية القرائية
---	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 الاطر المفاهيمي للسياسة المالية
11 - 10	المطلب الاول: 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 الاطر المفاهيمي للأسواق المالية
15-14	المطلب الاول: مفهوم و أهمية الاسواق المالية
14	مفهوم السوق المالي Concept Of The Financial Market
15	المطلب الثاني: اهمية 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 ، الأشكال ، الملحق)

26	المطلب الأول: فاعلية السياسة المالية في مختلفة إطار المدارس الاقتصادية المختلفة
27 - 26	السياسة المالية في الفكر الكلاسيكي
27	السياسة المالية بعد الفكر الكلاسيكي (النظرية الكنزية)
27	نظريّة 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	اثر السياستين المالية التوسعية والانكمashية 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 الأول: 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 الأول : 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
-----	الملحق
-----	The interface is English

فهرست الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجداول	رقم المدول
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 ديكى-فولر الموسع (ADF) في المستوى والفرق الأول للمتغيرات	جدول 4-4
89	نتائج سببية تودا-يماموتو باتجاه CI والسببية العكسية	جدول 5-4
92	معلومات النموذج الأول	جدول 6-4
94	نتائج اختبار حدود F-BOUNDS و ARDL النموذج الأول → (PE, RG, PD → CI)	جدول 7-4
96	اختبار الارتباط الذاتي وتغيير 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 ARDL - ECM في النموذج الأول (السياسة المالية)	جدول 10-4
103	معلومات نموذج ARDL للمتغيرات النقدية والكلية	جدول 11-4
105	اختبار الحدود لوجود علاقة توازنية طويلة الأجل في نموذج السياسة النقدية والكلية	جدول 12-4
107	اختبار الارتباط الذاتي وتغيير 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 ARDL - ECM 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

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



الفصل الأول

الفصل الأول: منهجية العلمية

للبحث وبعض الدراسات السابقة

المقدمة

تملك السياسة المالية أهمية كبيرة في ظل الوضاع الاقتصادي التي شهدتها العالم ولاسيما ازمة الكساد العالمي حيث طرح فيها الاقتصادي جون مينارد كنيز انه لابد اليوم من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ويتحقق ذلك من خلال السياسة المالية، التي تعد واحدة من أبرز السياسات الاقتصادية وأشدتها تأثيراً، وتعتبر المرأة العاكسة لمدى فعالية دور الدولة من خلال استخدام ادواتها المالية من اجل النهوض بالاقتصاد القومي.

تعد الاسواق المالية جزءاً اساسياً من النظام المالي لل الاقتصاد والتي تتأثر بشكل مباشر بالسياسات الاقتصادية (النقدية والمالية) اذ تعتمد السياسة المالية في آلية عملها على التحكم في مستويات الانفاق العام والابادات، وفي ظل تزايد حجم المديونية الخارجية والعجز في الموازنة العامة لذلك يتم تطبيق السياسة المالية عن طريق الاسواق المالية ، وتعتبر 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 الأوراق المالية كغيرها من الاسواق بالسياسات الاقتصادية وبالتحديد السياسة المالية والنقدية التي تؤثر لأي بلد كان متقدمة او نامية اذ تعمل لإدارة الموارد المالية وتمويل الانفاق الحكومي الذي يعمل بدوره على تسهيل واستدامة عملية التنمية الاقتصادية.

ان السمات الغالبة على الاقتصاد العراقي لا تزال تمزج بين اشتراكية الماضي ورأسمالية الحاضر في توليفة غريبة ورؤوية وفلسفية النظام الاقتصادي في العراق بعد عام 2003 لم تكن واضحة المعالم بسبب الوضاع 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 وبعد السوق احد القنوات الاساسية لتمويل النفقات الحكومية عندما تكون الابادات 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:

تناول هذا الفصل مبحثين 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

اولاً : أهمية 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 أحدى الركائز الأساسية للنظام المالي ، لما تمتلكه من دور محوري في توجيه النشاط الاقتصادي والتأثير في مؤشرات سوق الوراق المالية، ومن هنا تبرز اهمية هذا البحث في ابراز طبيعة هذه العلاقة ومدى تأثيرها في واقع سوق العراق للأوراق المالية.

ثانياً : 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 اثر 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 والابادات العامة والدين العام على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية؟

ثالثاً: 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.

الفصل الأول : منهجية البحث والدراسات السابقة

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)

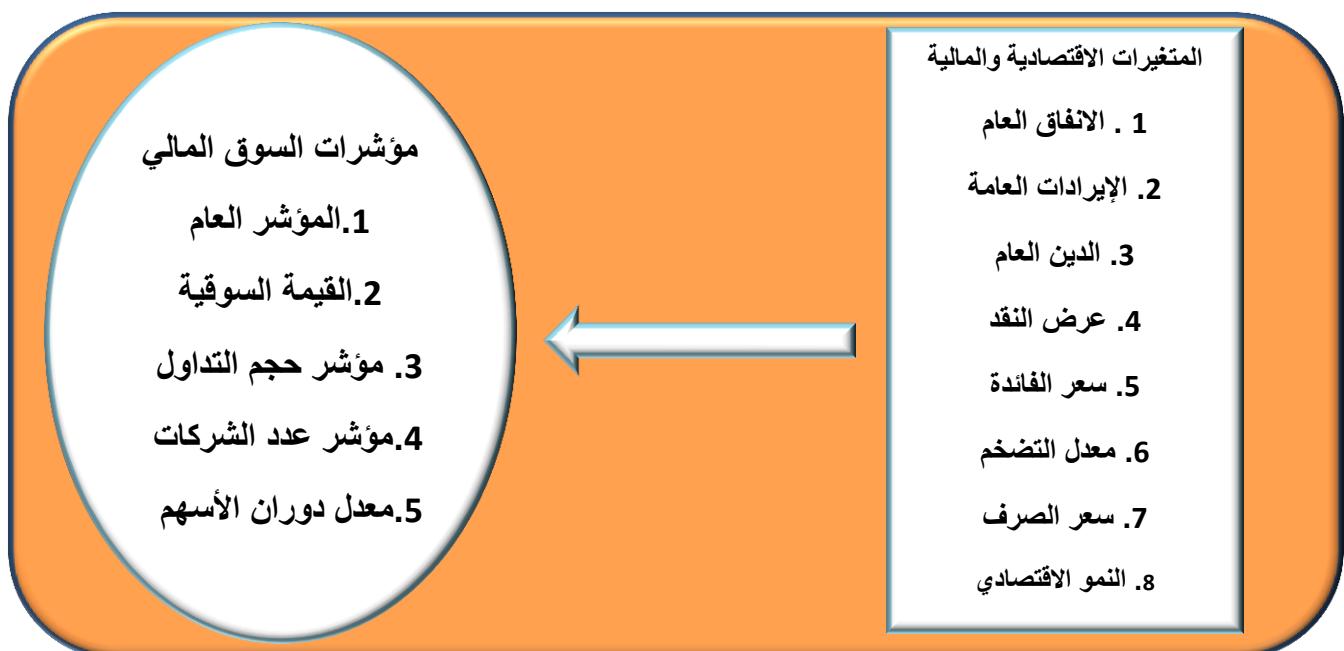
رابعاً: فرضية البحث : ينطلق البحث من عدة فرضيات مفادها:

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 الزمنية والمكانية للبحث:-

الحدود المكانية : الاقتصاد العراقي ، سوق العراق للأوراق المالية.

الحدود الزمنية : شملت الحدود الزمنية المدة (2005-2023).

سادساً: منهجية البحث:

من أجل 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 وزارة التخطيط والوزارة المالية وسوق العراق للأوراق المالية ويتم تحليلها من خلال برنامج (Eviews13)

سابعاً: هيكلية البحث:

لغرض الوصول الى اهداف البحث والتحقق من فرضيته تم تقسيمه الى أربعة فصول ،تناول الفصل الأول منهجية البحث ويكون من مبحثين ، الأول : تناول مقدمة البحث والأهمية واهداف وفرضية البحث والحدود المكانية والزمانية للبحث. اما المبحث الثاني : تناول الدراسات السابقة للبحث ، بينما اهتم الفصل الثاني بالمفاهيم النظرية للأسواق المالية والسياسة المالية ويكون 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) ويكون 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 للمرة (2005-2023) ، بينما تناول الفصل الرابع قياس المتغيرات المالية والنقدية ومؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023) ويكون 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، ويختتم البحث بالاستنتاجات والتوصيات.

المبحث الثاني / الدراسات السابقة

تشمل الدراسات السابقة المراجعة النقدية لكل البحوث السابقة، وتعد خطوه ضرورية لما توفره رؤية بحثية تاريخية شاملة وصادرة متنوعة وجديدة وترتود بالكثير من الافكار والادوات التي تساعد في صياغة اشكالية البحث بأسلوب جديد لأن تتخذ منحاً توسيعياً من الزخم المعرفي والتي على اساسها يمكن الانطلاق من حيث ما توصل اليه الاخرون ومن هذا المنطلق يتناول البحث الحالي ببعض من الجهد المعرفية ذات العلاقة بمتغيرات الدراسة من السياسة المالية وسوق الوراق المالية.

1. الدراسات العراقية

<p>تأثير بعض متغيرات السياستين المالية والنقدية في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2022) عنوان الدراسة</p> <p>مُحمد سعد جودة ، 2022 اهداف الدراسة</p> <p>تسعى هذا 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</p> <p>أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين متغيرات السياسة المالية والنقدية ومؤشرات السوق، وكان تأثيرها كبيراً وفقاً لقيمة المعنوية ($t < 0.05$). كما بيّنت 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</p> <p>لمعرفة مستوى تأثير المتغيرات السياسية المالية والنقدية على مؤشرات سوق المالي تم استخدام الاسلوب القياسي وبرنامج Eviews 10 لتحليل البيانات نصف السنوي . الاحصائية</p> <p>المستعملة الاستعمال</p>	
--	--

<p>اثر متغيرات السياسة المالية في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال المتغيرات النقدية الوسيطة ، علاء عباس داخل الركابي ، 2023 عنوان الدراسة</p> <p>1. معرفة اهم الجوانب النظرية والمعرفية للسياسة المالية والسياسة النقدية وسوق الوراق المالية اهداف الدراسة</p> <p>2. معرفة الية عمل سوق العراق للأوراق المالية من خلال دراسة وتحليل مؤشرات السوق اهداف الدراسة</p> <p>3. تحليل اهم متغيرات واجراءات عمل السياسة المالية والنقدية ، وبيان اثر السياسة المالية اهداف الدراسة</p> <p>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 نتائج الدراسة</p> <p>تم استخدام المنهج الاستقرائي واسلوب تحليل القياس الاقتصادي من اجل تحليل اثر السياسة المالية والنقدية على مؤشرات سوق الوراق المالية لغرض الوصول لأهداف البحث . الاساليب</p> <p>الاحصائية</p> <p>المستعملة الاستعمال</p>	
---	--

الفصل الأول : منهجية البحث والدراسات السابقة

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

2 الدراسات العربية

<p>اثر السياسة المالية على اسعار سوق الاوراق المالية في الدول النفطية من خلال المدة (1985-2019) 2022 عبد الحميد حفيظ ،</p> <p>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)</p> <p>توصلت الدراسة على ان هناك علاقة طردية بين المتغيرات لكل من الابادات النفطية بالقيمة السوقية والنفقات العامة ، وايضا هناك علاقة عكسية بين الناتج المحلي الاجمالي واسعار النفط .</p> <p>تم الاعتماد على اختبار جذر الوحدة وبالتحديد اختبار ديكري فولر الموسوع لذلك من اجل معرفة درجات التكامل للمتغيرات الدراسة وفق نموذج السلسل الزمنية ، وايضا تحليل التكامل المشترك بالاعتماد على اختبار جونسن ، بالإضافة من اجل الوصول الى العلاقة طويلة وقصيرة المدى بين المتغيرات باستخدام نموذج تصحيح الخطأ .</p>	<p>عنوان الدراسة</p> <p>اهداف الدراسة</p> <p>نتائج الدراسة</p> <p>الاساليب الاحصائية المستعملة</p>
---	--

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

الفصل الأول : منهجية البحث والدراسات السابقة

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

<p>عنوان الدراسة (اثر السياسة المالية على اداء سوق الاوراق المالية دراسة حال الاردن خلال المدة (1990-2014)</p>	الباحث مناصرية خولة ، 2016
<p>تتمحور هدف هذا الدراسة في تحليل اثار السياسة المالية على اداء الاسواق الاوراق المالية ويتباين اثراها 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</p>	اهداف الدراسة
<p>توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين النفقات العامة وكلٍ من المؤشر العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية في بورصة عمان. كما أظهرت ضعف الارتباط بين النفقات العامة ومبيعات الأسهم وحجم التداول.</p>	نتائج الدراسة
<p>تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي وبرنامج Eviews8 من اجل تحليل البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة لمعرفة قوه العلاقة</p>	الاساليب الاحصائية المستعملة

3_الدراسات الأجنبية

<p>عنوان الدراسة The Asymmetric Impact of Fiscal Policy on an Emerging Stock Market</p>	الباحث Chee Long Lee et al. 2022
<p>التأثير غير المتماثل للسياسة المالية على سوق الاوراق المالية الناشئة</p>	هدف الدراسة
<p>بحثت هذه الدراسة في التأثير غير المتماثل للسياسة المالية على سوق الاوراق المالية في ماليزيا ، واظهرت ان السياسة المالية لا يوجد لها اي تأثير على اداء سوق الاوراق المالية في المدى البعيد ، مع ذلك ادى توسيع الانفاق المالي الى تعظيم عائد سوق الاوراق المالية ، بينما ادى انكمash الانفاق المالي الى تفاقمه في المدى القريب</p>	الاساليب الاحصائية المستعملة

الفصل الأول : منهجية البحث والدراسات السابقة

<p>Fiscal Policy and Stock Market Development in an Emerging West African Economy: The Case of Nigeria</p> <p>السياسة المالية وتطوير سوق الاوراق المالية في اقتصاد ناشئ في غرب افريقيا : دراسة حالة نيجيريا</p>	عنوان الدراسة
<p>Paschal chikwado Nwakobi et al.2020</p> <p>هو بيان مدى تأثير السياسة المالية في تطور سوق الاوراق 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 الاوراق المالية النيجيري</p>	الباحث والسنة
<p>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 رأس المال السوق ومعدل دوران سوق الاسهم ، وحيث اثبت ان هنالك تأثير معنوي لأجمالي الانفاق الحكومي على نسبة قيمة الاسهم</p>	نتائج الدراسة
<p>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 الاوراق المالية من خلال تشخيص العلاقة السببية</p>	الاساليب الاحصائية المستعملة

<p>تحليل العلاقة السببية بين البنية المالية التحتية والاستثمارات الأجنبية في ماليزيا واندونيسيا للمدة من 1990-2013</p>	عنوان الدراسة
<p>رفل جميل عزيز وعمار حمد خلف , 2016</p>	الباحث والسنة
<p>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.</p>	اهداف الدراسة
<p>تبين ان البنية المالية التحتية تؤثر بشكل مباشر في الاستثمارات الأجنبية المباشرة وأيضا وجدت علاقة سببية بين معدلات النمو الاقتصادي وتطور البنية المالية التحتية.</p>	نتائج الدراسة
<p>تم الاعتماد على الأسلوب الاحصائي (Principal Components Analysis-PCA) واختبار السببية .(Causality Test)</p>	الاساليب الاحصائية المستعملة

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 . تقرير الدراسات السابقة إلى تحليل شامل لتأثير متغيرات السياسة المالية (النفقات، والإيرادات، والدين العام)، السياسة النقدية (عرض النقد، والتضخم، وسعر الفائدة، وسعر الصرف، والنمو الاقتصادي) على أداء سوق العراق للأوراق المالية، خاصة في ظل التقلبات الاقتصادية والأمنية خلال مدة الدراسة.
- 2 . تعزيز فهم العلاقات الزمنية بمنهجية ARDL في السياق العراقي رغم استخدام أساليب قياسية، لم تتعقب 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 الاممية تستخدمها الحكومات في جميع انحاء العالم للتأثير على الاقتصاد ولتحقيق الاهداف الاقتصادية الكلية. وتعُد 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 عرضة من خلال ثلاثة مباحث، والذي يعرض فيه الإطار المفاهيمي للسياسة المالية والأسواق المالية في حين يركز البحث الثالث على بيان طبيعة العلاقة بين السياسة المالية والأسواق المالية .

المبحث الأول / الإطار المفاهيمي للسياسة المالية

المطلب الأول: مفهوم السياسة المالية

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 والابادات العامة والموازنة)، والتي تساهم في رفع معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق الرفاه الاقتصادي. ويُجسد 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 مرتبطةً بمدى ملاءمة السياسات الضريبية وحجم الأموال المخصصة لسياسة الإنفاق .(Omodero, 2023,27-44).

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

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

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

وبناء على ما سبق من التعريفات السابقة تعرف السياسة المالية بأنها اهم أدوات السياسة الاقتصادية من خلال مجموعة من الادوات والإجراءات التي تستخدمها الدولة كالأنفاق الحكومي والضرائب والاعانات لتحفيز النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار . باعتبارها هي ترجمة رقمية للأهداف الاقتصادية ولاجتماعية 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، وتمثل 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 (الأنفاق الحكومي والضرائب، الاعانات وما الى ذلك) أبرز الادوات الاتي:

2.1. النفقات العامة Government Spending

تعد سياسة الإنفاق العام من اهم أدوات السياسة المالية ، اذ تزخر الابيات المالية بالعديد من التعريفات للإنفاق العام فهو يعرف بأنه مبلغ يخرج من المال يخرج من خزانة الدولة عن طريق ادارتها ومؤسساتها واجهزتها ووزاراتها المختلفة لإشباع حاجة عامة وقد ازدادت اهمية الإنفاق 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) وايضاً يعرف بأنه مجموعة المبالغ المالية التي تتفقها الدولة لتقديم الخدمات العامة والخاصة للمواطنين او لشراء السلع وتمكن من تقديم خدماتها لإقامة مشاريع اقتصادية واجتماعية مختلفة اي مبلغ نقدى يتم تحريمه من الالتزام المالي من قبل الدولة بهدف تحقيق منفعة عامة (Hussein,2022,24) وتنقسم النفقات العامة الى نفقات التحويلية واخرى حقيقة

1. **النفقات التحويلية:** وهي المبالغ التي يتربّط 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 الدخول منخفضة. ويتم دفعها دون تعويض وتشمل مجموعة كبيرة من العناصر مثل إعانات الفقراء وإعانات الأحداث وإعانات البطالة، لذا تسمى ب (الإنفاق التوزيعي)

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

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

2.2. الإيرادات العامة : Government Revenues

تشير الإيرادات العامة إلى إجمالي الأموال التي تجمعها الحكومة من مختلف المصادر والجهات من خلال الضرائب والعناصر ذات الصلة، مثل الرسوم والتکاليف والغرامات وتحويلات رأس المال، غالباً ما ينظر إليه على أنه مقياس موجز لمدى مشاركة الحكومة بشكل مباشر أو 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 (الشمرى 2018, 73), كما يمكن تعريفها وهي مجموعة من التدفقات النقدية التي تحصل عليها الدولة بصفتها السيادية كالضرائب أو من مصادر خارجية كالقروض، ذلك من أجل تغطية الإنفاق العام وللوصول لتحقيق الأهداف المالية في الدولة (سمية 2023, 21) كما تتقسم الإيرادات العامة إلى عدة أنواع أهمها (الضرائب ، الدومن ، القروض ، الرسوم) ، وبالإشارة بالتحديد إلى الضرائب والإيرادات النفطية .

أ. الضرائب : تعد الضرائب أحدى أدوات السياسة المالية وتعرف بأنها اقتطاع نقدى الزامي يقع على جميع الأفراد والمؤسسات داخل البلد بصورة نهاية دون مقابل، أو وهي أحد الأدوات التي تستخدمها الدولة من أجل تغطية النفقات العامة وتستخدم الإيرادات المحصلة من الضرائب لإعادة تدوير الإنفاق على السلع والخدمات (عبد الهادي 2021, 69).

وايضاً تمثل الضريبة على أنها فريضة مالية تجبيها الحكومة جبراً على الأشخاص سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أم أشخاصاً معنويين بأسلوب امري وقسري دون الرجوع إلى موافقة الأفراد بذلك ويصنف المتخصصون في علم المالية العامة الضرائب إلى نوعين الضرائب المباشرة وغير مباشرة الضرائب المباشرة : وهي تلك الضرائب التي يتم فرضها على الدخل ورأس المال كالعقارات والاراضي الزراعية، أما الضرائب غير المباشرة : وهي التي تفرض على الأصول من خلال فرضها على الإنفاق والاستهلاك والتداول (العامري 2020, 64).

بـ. الإيرادات النفطية : وهي الإيرادات المالية التي تحصل عليها البلدان المصدرة للنفط والغاز الطبيعي وهذه الإيرادات ترتفع مع ارتفاع وانخفاض أسعار النفط وتعد أهم 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 أدبيات الفكر المالي والاقتصادي اذ يعرف الدين العام على أنها مجموعة المبالغ التي تقوم الدولة باقتراضها والتي تزيد مدة القرض فيها أكثر من سنة واحدة أو أكثر، لذا يقوم بدفع المبلغ المقترض عن طريق الحكومة الوطنية او الهيئة المسئولة 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 الاقتراض بين الدولة والمواطنين على ارض الدولة (الوائلي والعتابي, 2023) اما الدين العام الخارجي فهو يمثل القروض التي تحصل عليه من خارج حدود الدولة سواء أكان دولاً او منظمات او مصارف أجنبية وعادة ما تكون بالعملة الأجنبية ، وتستخدم لسد العجز في الموازنة العامة او لتمويل المشاريع الاقتصادية (الجميلي وآخرون, 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 الإنفاق 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 الإنفاق 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 تترافق مع السياسة المالية التوسعية من خلال زيادة الإنفاق الحكومي (الطلب الكلي) حتى يلائم أي عرض المتزايد (صباح ومحمد, 2022, 68)

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية

تمهيد

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

المطلب أول: مفهوم الأسواق المالية وأهميتها

مفهوم السوق المالي

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

<p>وهي المكان الذي يجمع بين البائع والمشتري لتبادل الأوراق المالية بأسعار تتوقف بين العرض والطلب، او قد عرفها آخرون على أنها مؤسسة مالية تجمع بين مختلف الأطراف من الأفراد والمؤسسات لشراء الأوراق المالية التي تضم الأسهم والسندات، وإن الأسهم هي أدوات ملكية في حين أن السندات هي أدوات اقراض وهي أحد أشكال الثروة المالية التي تؤثر في الثروة القومية في البلاد.</p>	<p>(عبود وفهمي, 2021)</p>
<p>يعتبر السوق في المفهوم الاقتصادي أشمل واسع فهو لا يقتصر على مكان محدد او منطقة معينة ليتلقى فيه البائع والمشتري لتبادل فيما بينهم لأن السوق ازداد شمولًا واتساعًا مع التطور التكنولوجي الهائل، وأصبحت العديد من الأسواق يتم فيها البيع والشراء بين المتعاملين دون الحاجة لمعرفة بعضهم البعض من خلال الأسواق المالية يمكن للحكومات والشركات جمع الأموال لتمويل عملياتها ومشاريعها.</p>	<p>(النسور , 2020)</p>
<p>ويرى (Mishkin) بأن الأسواق المالية وهي إطار او هيكل منظم يتم من خلالها تحويل الأموال من وحدات ذات الفائض إلى وحدات ذات العجز لتحقيق الكفاءة الاقتصادية العالمية.</p>	<p>(طه , 2017)</p>
<p>الأسواق المالية هي الإطار الذي يجمع بين وحدات الفائض ووحدات العجز التي لديها رغبة في استثمار أموالها وتظهر أن الوظيفة الأساسية للأسوق المالية في توجيه تدفق الأموال بين هذا الوحدات في توجيه المدخرات واستثمارها في المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية .</p>	<p>(الخفاجي , 2016)</p>

وعليه وبناء على التعريفات السابقة يمكن تعريف الأسواق المالية بانها إطار 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 كفؤة 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 وكل منهم غرضه واستراتيجياته المميزة لتحقيق المكاسب المالية وفي الاسواق المالية التقليدية وتوجد فئتان فئة المقرضين (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 بالسماسرة ويلعب سمسارة البورصة دورا مهما باعتبارهم محترفين يتمتعون بمهارات عالية، ويلبي هؤلاء السمسرة 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 الكفؤة على تحقيق أعلى مستوى ممكنا 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 نجاحاً وذو منفعة اقتصادية.
3. يعمل على مراقبة وتنظيم اصدار الاوراق المالية هيكلياً وفنياً بما يحقق السرعة والشفافية في التعامل.
4. تتأثر الاسواق المالية بشكل مباشر بتوجهات السياسات المالية والنقدية، اذ تمثل هذه السياسات ادارة رئيسة 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 والسنادات، واضافة الى المشتقات المالية مثل العقود الآجلة وعقود الخيارات لحماية أنفسهم من الخسائر المحتملة (طالب واخرون .(com, et al.,2024,64) .(180,2016,

المطلب الثالث : وظائف الأسواق المالية:-

لقد تناولت العديد من البحوث وظائف سوق الأوراق المالية من زوايا متعددة، نظراً لتنوع هذه الوظائف لذا يمكن تلخيصها في أربعة وظائف رئيسة بالإضافة إلى الوظائف الأخرى التي قد برزت في ظل التطورات والعلوم المالية التي شهدت الأسواق 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 لأن دافع 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 أساس موضوعية غير شخصية، اذ يتم تحديد أسعار الأوراق المالية في السوق على وفق مستوى ارباح الشركات المصدرة لهذه الأوراق بالإضافة إلى درجة عدم التأكيد 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 الأسواق 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 هناك فرصة للاستثمار على المستوى الدولي، أيضاً 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 والسنديات، فضلاً عن أنها 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 فإن الأسواق تساهم في خلق بيئة اقتصادية تشجع على الادخار وتوجيهه إلى استثمارات مثمرة تساهم في النمو الاقتصادي(العيدي ، 2018، 8).

المطلب الرابع: الأدوات المالية المتداولة ومؤشرات الأسواق المالية

هناك عدة تسميات للسوق المالي لذلك التقسيم الشائع الذي يعتمد على المعاملات المالية وبشكل عام هناك سوقان رئيسيان: سوق النقد التي يتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل، وسوق رأس المال التي يتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل.

اولاً سوق النقد (Money Market) : يعد هذا السوق من أهم الأسواق المالية إذ أنه يسهل تداول الأصول قصيرة الأجل ذات استحقاق سنة أو أقل ، وهي أدوات الدين تمنح حامليها الحق في استرداد مبلغ معين سبق اقراضه لطرف آخر، ويطلق على الأدوات التي يتم تداولها في هذا السوق (أدوات مرتفعة السيولة او شبة النقد)، تمثل وظيفته الأساسية في تسهيل الصفقات المالية بين وحدات تعاني من عجز مالي مؤقت والوحدات التي تعاني من فائض مالي مؤقت من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل 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 جداً للحكومات ولمن ينفذون السياسة النقدية للبلاد. (et.al., 1319-1329, 2020 Al-Aqbi)

ومن أهم الأدوات المستخدمة في السوق النقدي تشمل: (جراح وآخرون, 2019, 5).

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

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

3.الورقة التجارية commercial papers: الورقة التجارية وهي أحد أدوات الدين او محضر والتي يتعهد بمقتضاه أحد الاطراف باداء مبلغ من المال في زمان ومكان محدد لطرف آخر، وتعد من الأدوات المهمة قصيرة

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

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 اخر في موعد محدد، مما يساهم في خفض المخاطر وتستعمل هكذا نوع من الادوات المالية في تمويل التجارة الخارجية، يتربت على المصرف الالتزام بدفع قيمة إذا عجز العميل عن دفعها (الحلاق والعجلوني ,54,2016).

5. اتفاقيات اعادة الشراء Repurchase Agreements: وهو عبارة عن عقد بين طرفين ويتم على أساس بيع الورقة المالية الى طرف اخر 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 (الجلياوي ,78,2019).

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) والسنادات (اداة دين) تصدر من قبل الشركات والبنوك والحكومات، ويتميز هذا السوق بارتفاع درجة المخاطر وفي الوقت نفسه يحقق معدل عائد مرتفع نسبيا (الكناني,15,2021). وتقسم اسوق راس المال الى اسوق حاضرة : (فتحة, 11,2022)

أ. الاسواق الحاضرة او الفورية Spot Or Cash Markets: ويقصد بها تلك السوق التي يتم فيها تداول الاوراق المالية حيث يتم فيها تنفيذ الصفقات فورا وأيضا 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 الاولية 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 والسنادات من اجل تمويل مشروعات جديدة او التوسع في مشروعات قائمة، ويتم الاكتتاب فيها من قبل الجمهور ، وتعرف أيضا (سوق الإصدارات الجديدة).

2. الاسواق الثانوية Secondary Markets: وهي التي يتم فيها تداول الاوراق المالية التي تم طرحها لأول مرة في السوق الاولية، وتتوفر هذه السوق السهلة للمتعاملين الذين اشتروا الاوراق المالية من السوق الاولية،

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

1. الأسواق 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 إدارتها بواسطة مجلس منتخب من قبل أعضاء السوق يسمى هيئة إدارة البورصة.

2. الأسواق غير المنظمة Unorganized Markets: تشمل هذا السوق غير المنظمة على المعاملات من عملية البيع والشراء التي تجري خارج الأسواق المنظمة (البورصة)، أي أن هذه الأسواق ليس لها مكان جغرافي محدد تجري فيه المعاملات اليومية وإنما تتبع أسلوب أداء الصفقة عن طريق شبكة اتصالات واسعة مثل (الهاتف، أو الفاكس، الانترنت) الذي يجمع ما بين مجموعة من المستثمرين من مختلف الدول لذا فإن الأوراق المالية التي يتم تداولها غير مسجلة في البورصة. وتقسام الأسواق غير المنظمة إلى نوعين آخرين هما (ابتسام, 2020, 6, 2020):

1.2. السوق الثالث Third Market: وهو جزء من الأسواق 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 الأسواق 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 السمسرة، ولذا يعد السوق الرابعة منافسا قوياً للأسواق المنظمة مما قد أجبار بيوت السمسرة والتجار على تخفيض ما يتلقونه من العمولة.

المطلب الخامس: أدوات المالية المستخدمة في سوق رأس المال Capital Market Instruments

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

اولاً: 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 وتهامي , 12,2023) وتقسم الاسهم الى نوعين بالنظر 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 , 155-156,2019)

ثانياً: السنداط **Bonds**: يمكن تعريف السنداط 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 , 65,2023).

2_الأسواق الآجلة (المستقبلية) **Futures Markets**: وهي جزء من الاسواق المالية وتعرف بأسواق المشتقات المالية وسميت بهذا الاسهم لأنها تقوم على مبدأ اشتقاد اسعار الاوراق المالية من ادوات الاسواق المالية (كالاسهم والسنداط) وغيرها. (فتتحة , 11,2022) و**تعرف المشتقات المالية** : وهي ادوات مالية معقدة تستمد قيمتها من أصل اساسي مثل السلع والاسهم والعملات والسنداط واسعار الفائدة، أصبح استخدام المشتقات المالية شائعا بشكل متزايد من التداول المضاربين واستراتيجيات ادارة المخاطر (Barngetuny, 18,2024) وتشمل:

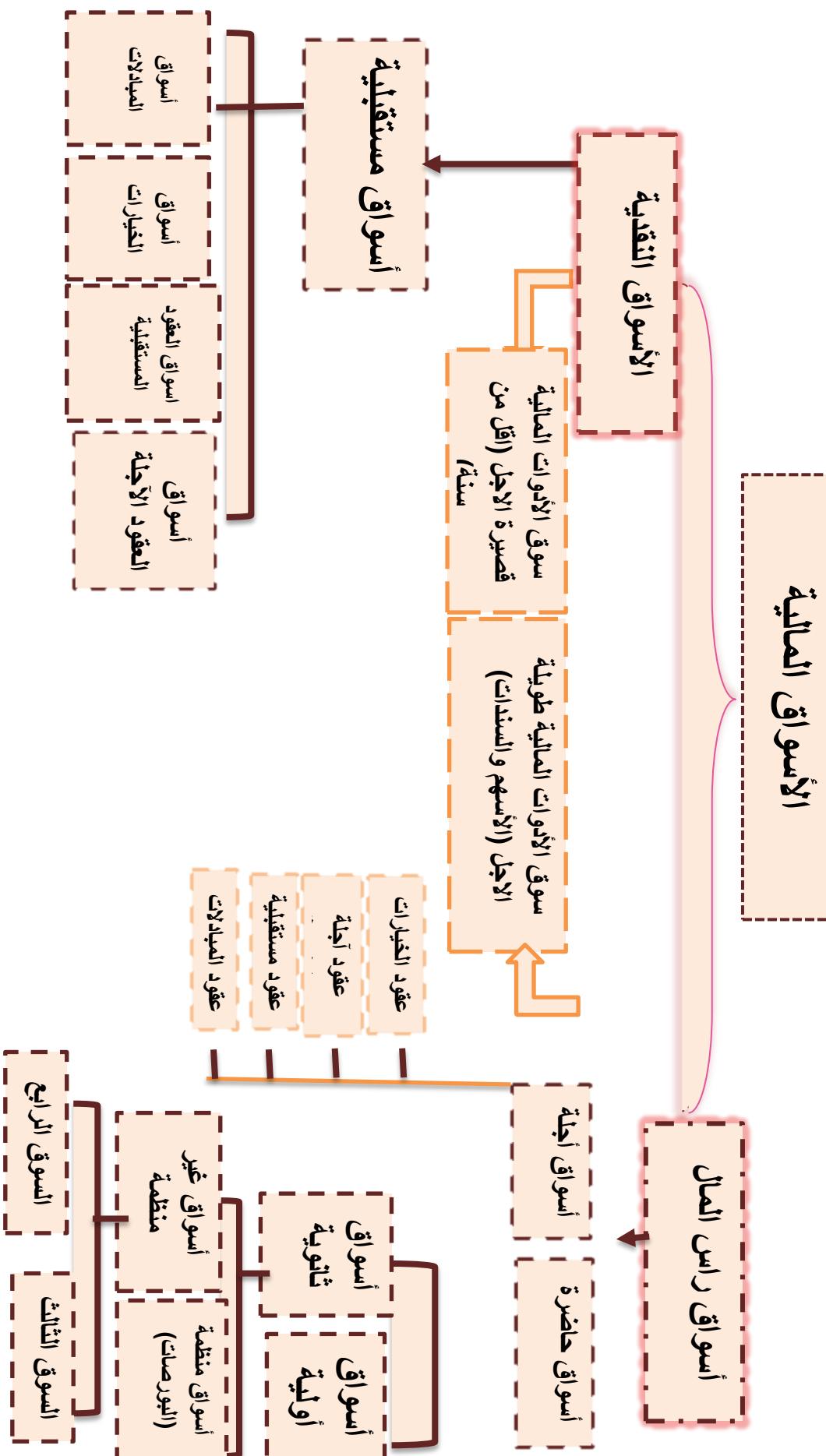
1. عقود الخيارات (**Options contracts**): هي عقود مالية بين البائع والمشتري، يلتزم بموجبة أحد الطرفين والتي تمنح حاملها وهو المشتري الحق بشراء او بيع أحد الاصول (ربما يكون سلعة حقيقة، او عملة، او ورقة مالية، او غيرها) بسعر محدد منتفق عليه خلال المدة الزمنية (.Liu et al., 9,2022).

2. العقود الآجلة (Forwards contracts) : وهي اقدم وابسط عقود المشتقات المالية وتسمح للمستثمرين بالمضاربة على تحركات اسعار الاصول دون امتلاكها بشكل مباشر (قندوز 2022,3, 12,2022).

3. العقود المستقبلية (Futures Contracts): يعرف العقد المستقبلي على انه اتفاق بين البائع والمشتري على تبادل أصل معين مقابل ثمن يتم دفعه في تاريخ لاحق (Dheyab, et al., 2024, 438). يقسم العقد المستقبلي الى انواع عديدة تبعا للأصل (نافع ومحمد, 2021, 158).

4. عقود المبادلات (Swaps Contracts) ويقصد به وهو عقد مبرم بين طرفين او أكثر لغرض تبادل سلسلة من المدفوعات النقدية خلال المدة المستقبلية (حسن, 2018, 147).

شكل(2-1) اقسام الأسواق المالية



المصدر: من اعداد الباحثة

المطلب الخامس : مؤشرات سوق الاوراق المالية

أولاً- مفهوم مؤشرات السوق المالي : يضم مجموعة من المؤشرات التي تعكس حالة السوق المالي، ومستوى تطوره، ويمكن الاستفاده 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 إنشاء هذا المؤشر وتحديد قيمته في البداية بعدها يتم مقارنة قيمة هذا المؤشر عند أي نقطة زمنية، ففي الأسواق المالية يصف الاتجاه العام للسوق بالهبوط او الصعود اتجاه اصل معين ينشأ مصطلح "الهبوط " وفي الاسواق المالية يعني الهبوط ان المستثمرين لديهم نظرة سلبية للسوق او الاداء المستقبلي للأصل ومن المتوقع عموما ان تنخفض الاسعار او تبقى راكدة ونتيجة لذلك يلجأ المستثمرون غالبا 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 أدلة 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 أم غير منظمة. ويتم اختيار العينة عادة بطريقة يعكس فيها المؤشر حالة سوق راس المال الذي صمم المؤشر لقياسه. (مختلف, 2023, 105).

ثانياً- استخدامات مؤشرات السوق المالية: وتمثل المؤشرات اهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمر في اتخاذ قراراته الاستثمارية بالإضافة، اذ تعبّر عن الحالة الاقتصادية للشركات المدرجة في السوق ويتم تداول اوراقها المالية بشكل كبير، ومقاييساً لحالة السوق كل بوصفه المرآة العاكسة ومن استخدامات المؤشرات الآتي: (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 التوزيع الساذج يحقق عائد السوق الذي يعكسه المؤشر ، وهناك

العديد من المؤشرات كالمؤشر العام ومؤشر ستاندرد ان드 بورس (standard & poor's) والذي يتكون 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 بتوجيه المحافظ الاستثمارية بشكل يتلاءم مع عينة الأسهم التي يشكل منها المؤشر.

ثالثاً- أنواع المؤشرات المالية: ولقياس أداء سوق الأوراق المالية هناك العديد من المؤشرات التي تعكس مدى تطور السوق وتقدمه ومن أهم المؤشرات ما يأتي:

أولاً: المؤشر العام للأسعار **general price index**: وهو مؤشر احصائي يقيس الأداء العام للسوق، لذا يتكون هذا المؤشر من مجموع معدل اسعار الاسهم التي تستخدم كمقاييس 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 للأسعار الاسهم اهمية كبيرة لكافة المتعاملين من الشركات والافراد في السوق المالي (الموسوى واخرون, 2017).

معادلة 1-2

$$\text{السعر المتوسط} = \frac{\text{مجموع اسعار الاسهم}}{\text{عدد الاسهم}}$$

ثانياً: حجم السوق: ويقيس حجم السوق بمؤشرين اساسيين هما:

1. مؤشر القيمة السوقية **Market Value Index**: القيمة السوقية: هي مجموعة القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق مضروبة في الأسعار في نهاية المدة. وتقييم قيمة هذا المؤشر حجم السوق المالي في الاقتصاد، كما انه يعتبر مؤشراً أكثر دلالة يعكس مدى تطور السوق المالية، لذلك قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق المالية كبيراً في بعض الأحيان 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 أَم من زيادة في عدد الأسهم او ارتفاع الأسعار التي قد تكون بسبب توسيع حجم المعاملات المالية (Al-Shimari et al . 286,2022) يقاس معدل القيمة السوقية بقسمة.

$$\text{القيمة السوقية للأسهم} = \text{عدد الأسهم المتداولة} * \text{سعر السهم}$$

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 دلالته الاحصائية إذا لم ترافقه زيادة في القيمة السوقية، وأيضاً يبين المؤشر ان ارتفاع عدد الشركات يدل على التطورات التي تشهدها الأسواق المالية (الموسوي واخرون,2020,175)

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

وهناك مؤشران اساسيان لقياس سيولة الأسواق المالية:

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

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

المبحث الثالث:

العلاقة بين السياسة المالية والأسواق المالية

المطلب الأول: 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 أمثل (ديفيد ريكاردو) ، وجون ستيلورات ميل ، والغريفد مارشال ومن مبادئهم ان تعادل الاستثمار والادخار عن طريق احداث تغيرات في سعر الفائدة وعند مستوى التشغيل الكامل (محمد وآخرون , 1133,2024) ، وأيضا اهتم الاقتصاديون التقليديون بدراسة المالية العامة بالاستناد على سيادة مناخ الحرية الاقتصادية مع وجود دور محدود للدولة مقتضياً على الدفع والحراسة ، لذا اعتمدوا على قانون ساي الذي يتعلّق بالأسواق وجواهر 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 للتداول، 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 وآخرون , 57,2020) .

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

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 (كنز) 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 والإيرادات 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 التوسيع في الإنفاق العام او احداث فائض في الميزانية العامة من اجل مواجهة التضخم في أوقات الرواج ، ايضا لم يعد التوازن الحسابي في الميزانية امراً ضرورياً مثل ما جاءت به النظرية الكلاسيكية اذ أصبح بإمكان الدولة ان تستخدم الميزانية 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 والسنادات وتعود ملكيتها لشخص واحد او مؤسسة (الحسناوي ، عباس 2023, 5) ، وهنالك من عرفاها 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 رأس 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 رأس المال الأصلي، بل يضع نصب عينه هدفاً اساسياً وهو تنمية رأس المال لأن 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 الكفوء على بيع الأوراق المالية بسرعة عالية في السوق المالية. (الشمرى، وجاد, 2021, 86).

المطلب الثاني: العلاقة ما بين السياسة المالية والأسواق المالية

1. الانفاق العام واثره على الأسواق المالية :

تتأثر الأسواق المالية بمختلف العوامل والاحاديث 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 محوراً رئيساً للنقاش بين الاقتصاديين والمحللين الماليين (El-Rasoul etal,2017,1-22)

وفي تفسير لأية انتقال تأثير الانفاق العام الى الأسواق المالية بافتراض من خلال ثلات 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 يتربّط 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 وتقاعدهم معها مع افتراض اثبات العوامل الأخرى بما يؤدي الى ارتفاع حجم التداول في سوق المالي (الدجاج وآخرون ,2022,260)، ومن ثم يمكن تحفيز الطلب على الأوراق المالية من خلال قيام الدولة بإصدار أدوات مالية محلية مثل سندات التنمية لتمويل ودعم مشاريع البنية التحتية وبالتالي سيففر 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 إلى الارتباط القوي بين الأسواق المالية واتجاهات السياسة الضريبية، قد يكون هنالك تأثير مباشر او غير مباشر، لأن 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 لأن معدلات الضريبة تختلف تبعاً للنظام الضريبي السائد في الدولة (عبد القادر , 2017, 71) عندما تفرض الضريبة على قطاع معين بمعدل منخفض فإن المستثمرين يوجهون استثماراتهمالية للحصول على أرباح أكبر وبالتالي يزداد الطلب لشراء اسهم الشركات والعكس صحيح .

لذا تعد الضريبة وسيلة فعاله لمنع توظيف الأموال في الشركات التي تخضع لمعدل ضريبي مرتفع ، وتستخدمها الحكومات كحوافز تمنح لبعض الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية عندما تخضع الضرائب على أرباح الشركات او الأرباح الرأسمالية يزداد صافي العائد للمستثمرين مما يجعل الاستثمار في الأسواق المالية محطة انتظار للمستثمرين الأجانب الذي يبحثون عن بيئة 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 أيضا 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 (الدباس ، الناصر, 54,2018)

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

اما الطريقة الاخرى فهي التمويل غير التقليدي (التمويل التضخمي) ويتمثل في اصدار ندبي 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) بنظرية الشهيرة Q 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 التغيير 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 يتربّط 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 , 24-25,2024) 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 وبالتالي يرتفع الطلب على العملة المحلية والذي ينعكس على أسعار السلع

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

5. إثر السياستين المالية التوسعية والانكمashية على الأسواق المالية:

تعد السياسة المالية من الأدوات 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 الإنفاق الحكومي ومعدلات الضرائب اذ تتأثر أسعار الأسهم والسنادات وفقاً للقرارات المالية المتخذة (Qodirjon o'g'li & Nazarali, 2023, 32). تتخذ السياسة المالية شكلين رئисيين: السياسة التوسعية والسياسة الانكمashية وكل منها تأثيرات مختلفة على الأسواق المالية.

اولاً: 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 الأفراد والشركات المزيد من المال لشراء السلع أو الاستثمار في معدات جديدة. وعندما يزيد الأفراد أو الشركات من مشترياتهم، فإنهم يرفعون الطلب مما يعزز أرباح الشركات المدرجة في السوق المالي، مما يزيد من جاذبية أسهمها وبالتالي ترتفع أسعار الأسهم (Mutoni, 2024, 17) او تقوم الحكومة بتحفيض الضرائب على الشركات والأفراد مما يزيد أرباح الشركات وينعكس على معدل العائد المطلوب ، اما بالنسبة للأفراد انه يزيد من الدخل المتاح لديهم مما يعزز الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري ، 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 الإنفاق العام هو توسيع مصادر الإيرادات فقد تؤدي إلى ارتفاع التضخم، مما يجبر البنك المركزي على رفع أسعار الفائدة وهذا قد يلحق الضرر بأسواق الأسهم (Hubbard & O'Brien, 2017, 533-536).

ثانياً: السياسة المالية الانكمashية : وتمثل بأنها السياسة المستخدمة لإبطاء النمو الاقتصادي عند ارتفاع التضخم او تقليل العجز في الموازنة وتتضمن هذه السياسة خفض الإنفاق الحكومي او زيادة الضرائب، عندما تقوم الحكومة بخفض الإنفاق 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 أيضاً عندما تقوم الحكومة بسحب السيولة من الاقتصاد عبر الضرائب سوف تقل الأموال المتاحة للاستهلاك والاستثمار، وهذه ينعكس على رغبة المستثمرين لشراء 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 الأول: 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 (2023-2005)

المطلب الأول: 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.(السعادي، هاشم,2021)، ولذلك فهو أحد العوامل المؤثرة على الأسواق المالية.

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

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

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 اتجاهًا تصاعدياً منذ عام 2005 وحتى عام 2023 ماعدا بعض السنوات التي تراجعت فيها. نلاحظ من خلال المدة (2005-2010) اخذ الانفاق الحكومي بالارتفاع المتواصل نتيجة ارتفاع أسعار النفط اذ بلغت الإيرادات النفطية في عام 2005 (21,8) مليار دينار اذ خصصت الحكومة جزءاً كبيراً من الميزانية لإعادة الأعمار وتحسين البنية التحتية وبالتالي بعد الظروف الاقتصادية والأمنية بعد عام 2003 ، انعكس هذا الارتفاع على مؤشرات سوق الأوراق المالية باعتباره احد مكونات النظام المالي ويتأثر بالأوضاع الاقتصادية حيث ارتفع المؤشر العام للسوق نتيجة ارتفاع الانفاق الاستثماري من قبل المستثمرين لشراء الأسهم والسندات مما انعكس بدوره على القيمة السوقية وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم بسبب استمرار الحكومة باتباع السياسة التوسعية تؤدي الى زيادة الدخل القابل للإنفاق لدى الأفراد 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 الإنفاق العام في عام 2009 اذ 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 تقشفية لتقليل العجز المالي .

شهد عامي (2012 و2013) زيادة على التوالي في النفقات العامة، اما في عام (2014) شهدت انخفاضاً بسبب تنظيم داعش الإرهابي، مما أدى إلى تخصيص جزء كبير من الإنفاق لتمويل العمليات العسكرية والأمنية ، وهذا الحدث اثرت بشكل مباشر في المؤشر العام للسوق بسبب انخفاض الإنفاق 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 البناء والبنية التحتية) وبالتالي انعكس على أسعار أسهمها ، اما مؤشر عدد الشركات ومعدل دوران الأسهم وقد انخفضت بسبب خروج عدة شركات من السوق المالي نتيجة للأحداث الأمنية المضطربة اذ لا تغامر الشركات باستثمار اموالها في بيئة مجهولة المستقبل ، كذلك شهد مؤشر حجم التداول تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض من خلال هذه المدة ، اما بالنسبة لقيمة السوقية فقد انخفضت فقط في عامي (2014 - 2015) .

وفي المدة (2017-2023) اتضح بان النفقات العامة اخذت بالارتفاع نتيجة التطورات في موازنة 2017 يسابر 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 لمناطق 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، 12-11-2017)، 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 ازمة ركود، وبعدها سجل الاقتصاد العراقي لعام 2021 تحسناً وتعافياً في أسعار النفط مما ساهم في توفير السيولة وتحفيز الاقتصاد، فأن التغيرات في الإنفاق 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 الإنفاق الحكومي وتوسيع التوظيف في القطاع العام مما عزز دخول الأفراد 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 وتغطيه نفقاتها بهدف تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية التي تسعى إلى تحقيقها، بما تؤثر بشكل مباشر او غير مباشر على أداء الأسواق المالية من خلال تأثيرها على مستوى السيولة والإنفاق الحكومي (وزارة التخطيط، العراقية ،4,2023).

جدول (2-3) تحليل الإيرادات العامة مع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال المدة (2005-2023)

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

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 تتبادر الإرارات بين الارتفاع والانخفاض تبعاً لأسعار النفط اذ شكلت منذ عام 2003 العامل الحاسم في رسم معلم الاقتصاد العراقي، اذ يعتمد العراق على النفط كمصدر رئيس للإيرادات العامة بنسبة تفوق 90% من اجمالي ايراداته، وقد انعكس هذا الاعتماد بشكل مباشر على هيكل الموازنة العامة لذلك اصبحت الإيرادات النفطية الممول الأساسي للأنفاق الحكومية (صالح sahib& kahit 168,2024)، كونه مصدراً للموارد الإنتاجية وتنمية القطاعات الاقتصادية الأخرى ، نلاحظ من خلال جدول (2-3) شهدت المدة (2005-2010) زيادة الصادرات النفطية وارتفاع أسعار النفط العالمي من عام (2005-2008) مما ساعد ب 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 تتعكس 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 خاص العراق حرياً 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 التقشفية 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 الإنفاق الحكومي ادى الى زيادة دخول الأفراد 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 إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي منها تخفيض الضرائب مما ساعد على ذلك على ارتفاع أرباحها ، اما معدل دوران الأسهم فقد استمر بالارتفاع الطفيف ويعود ذلك إلى 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 تلأـيـة 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 والآذونات (صباح و جبار, 48,2022).

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

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

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) اذ 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 العالمية مما أثرت على النشاط الاقتصادي اما مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية تأثرت بتذبذب مؤشر الدين العام الداخلي خلال هذه المدة مما انعكس 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 اثقلت 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 قلل 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 (2018-2019) فقد شهدت تراجعاً في الدين العام الداخلي وسبب هذا الانخفاض هو ارتفاع أسعار النفط وتحسين الأوضاع الاقتصادية والأمنية 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 لتقليل فجوة عجز الموازنة العامة للدولة ، على رغم ان ارتفاع الدين العام الداخلي قد يحمل مخاطر اقتصادي وتأثير سلبي على الأسواق المالية، فإن مؤشرات السوق المالي قد ارتفعت في ظل ارتفاع الدين العام ، اذ هنالك عدة أسباب تعتمد على كيفية استخدام الحكومة للأموال المقترضة ومدى تحسن السيولة وتأثيره على أرباح الشركات، لذا فان ارتفاع الإنفاق 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 تتعكس بصورة مباشرة أو غير مباشر 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)

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

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 (4-3) 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 بنسبة 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 توسيع الطلب على الأسهم يزداد حجم تداول الأسهم وتترتفع 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 وقيمه ، 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 الإنفاق العام الاستثماري والاستهلاكي ويؤدي هذا إلى زيادة الإنفاق والدخل، مما ينعكس على مستوى الطلب على السلع والخدمات. والذي يعمل على زيادة الأرباح الإجمالية بما ينعكس على الأرباح الموزعة على المساهمين، بما يحفز المستثمرين على شراء الأسهم، ولكن من الضروري تسلیط 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 (3-4) 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

يكون العامل الوحيد المؤثر على سوق الأوراق المالية، اذ استمرت المؤشرات تقليلها 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 الحقيقة للنقود، والتي انعكست بشكل كبير على معظم المتغيرات الاقتصادية ومنها الأسواق المالية (صاحب، على، 60,2023).

جدول (3-5) تحليل التضخم على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023)

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

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

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

والأمنية وتذبذب سعر صرف الدينار العراقي بالإضافة إلى 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 إذ شهد المؤشر بين الارتفاع والانخفاض في ظل ارتفاع معدلات التضخم وأكّدت بعض البحوث أن هنالك علاقة غير مستقرة بين معدل التضخم وأسعار الفائدة على الأوراق المالية عندما يتخد المستثمرون قراراتهم الاستثمارية، فإنهم يعتمدون على التوقعات المستقبلية ولأن هذه القرارات تتعلق بالمدة القادمة في ظل ارتفاع معدلات التضخم ، مما يعكس على المستثمر اذ يطلب معدل عائد أعلى لتعويض الزيادة في التكلفة بسبب ارتفاع أسعار السلع والخدمات ، اما بالنسبة للعلاقة بين التضخم والأسهم العادي ففي اغلب الأحيان يتم الاستثمار في شراء الأسهم لعرض التحوط ضد التضخم لحماية من مخاطر انخفاض القوة الشرائية للعملة فعندما ترتفع معدلات التضخم مما يحافظ على القيمة الحقيقة للاستثمار بسبب سعر الفائدة المتوقع وبالنسبة للعائد الحقيقي يساوي(معدالت التضخم المتوقع مضافةً إليه علوة 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 إلى عده أسباب منها السياسة النقدية التي اتبّعها البنك المركزي العراقي ومنها رفع أسعار الفائدة لکبح التضخم لذا يجعل الأدوات المالية ذات العائد الثابت مثل السندات والودائع المصرفية أكثر جاذبية مقارنة بالأسهم، مما يقلل الطلب على الأسهم وتنخفض 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 والم المواد الخام مما يخفيض من هامش ربحية الشركات المدرجة بالإضافة إلى حالة التردد في طرح أسهمها للاكتتاب العام خوفاً من تراجع قيمتها السوقية ، لذلك يقلل من اقبال المستثمرين على اشراء الأسهم بالإضافة إلى 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 إلى ارتفاع او انخفاض التداول ، عند ارتفاع التضخم يؤدي إلى انخفاض القيمة الشرائية للمستثمرين حيث يمثل المستثمرون الأفراد جزءاً من التداول اليومي وبالتالي يقلل من قدرتهم على شراء الأسهم هذا من جانب ، من جانب آخر قد يؤدي التضخم إلى 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 أكثر المؤشرات انخفاضاً طيلة مدة البحث وهذا يبيّن ان هنالك علاقة عكسية بين معدل التضخم ومعدل دوران الأسهم

حيث أدى التضخم إلى رفع أسعار الفائدة مما تزداد تكلفة الاقتراض ويعكس بالتالي على جاذبية الاستثمار في الأسهم ، وقد يلجأ بعض المستثمرين إلى أدوات استثمارية أكثر أماناً مثل السندات التي تؤدي إلى 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 عكسيّة تربط بين معدل التضخم ومعدل دوران الأسهم ، بينما تتفاعل المؤشرات الأخرى بمرونة فبعضها يرتفع والأخرى ينخفض بحسب ديناميكيات السوق والسياسة النقدية المتبعة لأن 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).

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

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

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 الورقة المالية،

لذلك يبين بيانيات 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 ينظر إليه كخبر سلبي يدفع المستثمرين لتصفية استثماراتهم وتحويل أموالهم إلى ودائع مصرافية 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 ، 2022, 49) مما يقلل من إصدار السندات ويرفع أسعارها نتيجة انخفاض المعرض منها. وهو ما يتماشى مع النظرية الاقتصادية وقد أظهرت الدراسات ان زيادة أسعار الفائدة بنسبة 1% تؤدي بذلك إلى انخفاض مستويات الاستثمار بنحو 10% (saeed, 2016, 328)، 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 النقدي ورفع معدلات النمو من خلال تحفيز النشاط الائتماني لتمويل المشاريع الاستثمارية نظراً 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 إلى (4%) أدى انخفاض سعر الفائدة إلى تقليل جانبية الإيداع المصرفية، 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 أدلة 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 (زidan, 2024).

جدول (7_3) تحليل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005-2023)

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

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

يُقاس النمو الاقتصادي باستخدام 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 (7-3) تطور الناتج المحلي الإجمالي GDP بالأسعار الجارية والثابتة

ومدى تأثيرها على مؤشرات السوق المالي ، اذ يلاحظ من خلال المدة (2005-2010) ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي 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 الأفراد 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 الأزمة المالية وذلك من خلال تراجع اسعار النفط وباعتبار يعد العراق من الدول الريعية ويساهم قطاع النفط بنسبة كبيرة عن بقية النشطة 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 انخفاضاً 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 والانكماس الحاد في القطاعات الأخرى بالإضافة تسببت الأزمة 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 الإنفاق 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 .

ما سبق يمكن القول بأن النمو الاقتصادي لم يكن متوازناً خلال مدة البحث بالإضافة إلى كافة القطاعات الاقتصادية، فقد تستفيد بعض الشركات أكثر من غيرها مما قد يؤدي إلى 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).

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

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

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

تواجه بعض المؤسسات المالية، ومنها سوق الأوراق المالية، مخاطر مالية متعددة تتراوحت 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 لکبح 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 ديناً 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 ديناً للدولار، وزاد عدد الشركات المدرجة وتحسن القيمة السوقية للأوراق المالية ، إذ أدى انخفاض كلفة السلع المستوردة إلى زيادة الدخل الحقيقي للمستثمرين، مما عزز الطلب على الأسهم. كما ساهم تحسن 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 ديناً 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 تتبعها ذاتياً مستقلة إدارياً ومالياً ذات نفع عام لا تستهدف الربح في اعمالها ويترأسه (مجلس المحافظين) ويعمل السوق تحت اشراف هيئة الأوراق المالية وتعود هيئة الأوراق المالية هي جهة رقابية مستقلة منظمة لسوق راس المال انشات 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، 5,2023) ، وكان يعمل في البداية بأسلوب التداول اليدوي والتسجيل على اللوحات البلاستيكية والذي استمر لغاية 2009/4/16 ثم انتقل الى أسلوب التداول الإلكتروني ابتداء الجلسة من يوم 19/4/2009 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 غسل الأموال AML.

2. الحافظ الأمين: باشرت مكاتب الحافظ نشاطها عام 2023 استناداً إلى اللائحة التنظيمية رقم 17 وتعديلاتها لسنة 2022 ، وتعمل على تنظيم الاعمال 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 (الشمرتي، الودود, 2019, 83)، ويعود أسلوب تحليل سوات وسيلة فعالة تساعد على فهم المستوى الحالي للمنظمة دليلاً عملياً لإدخال المزيد من التطورات والتحسينات في المنظمة بناءً على تحليل البيئة الداخلية والبيئة الخارجية (الملكي ، الجحافي, 2019, 328).

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

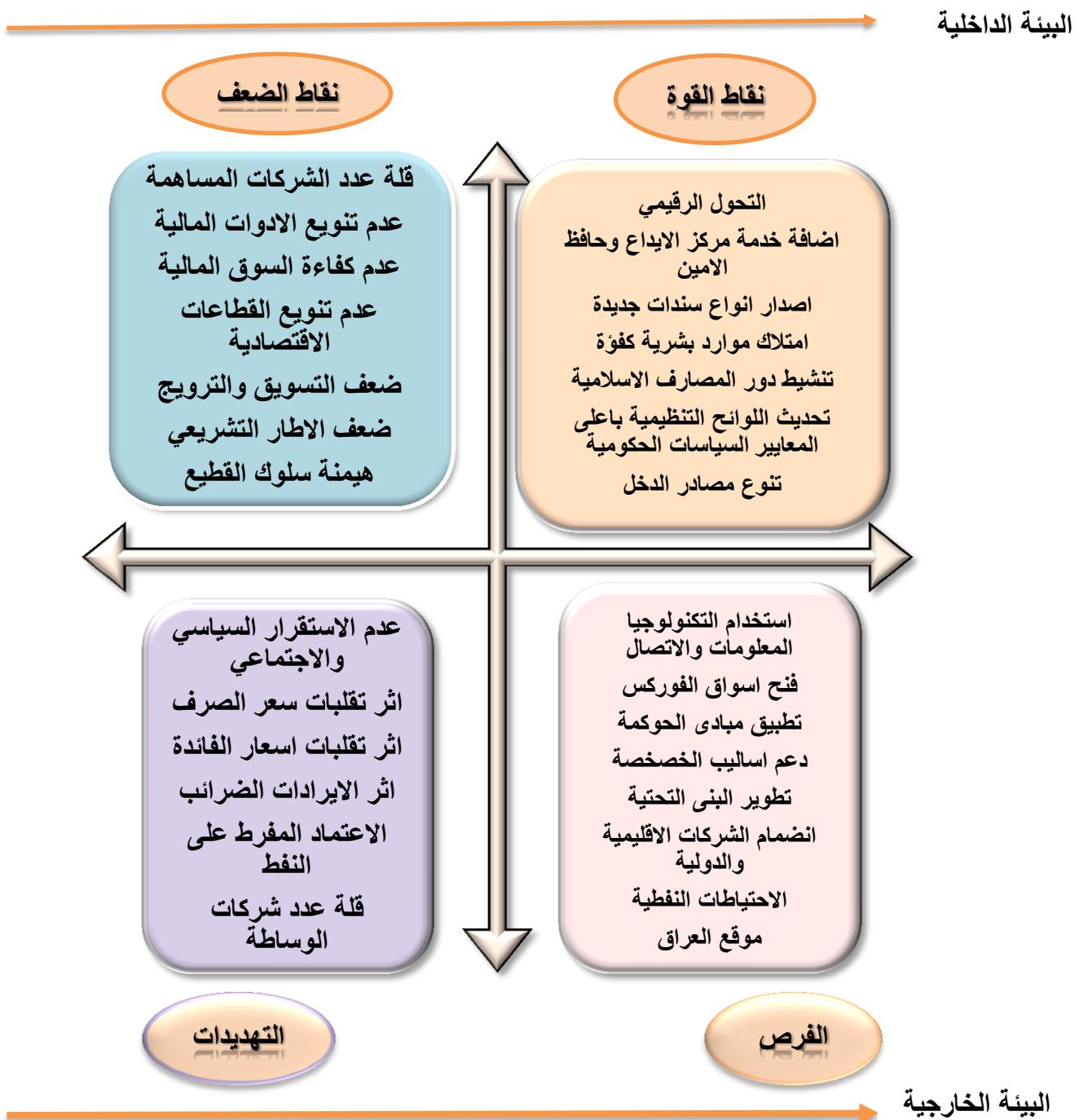
يساعد تحليل SWOT على تقييم الوضع الحالي لسوق العراق للأوراق المالية بصورة دقيقة، واستغلال الفرص المتاحة ومعالجة نقاط الضعف، فإنه يمكن أن يصبح أساساً لوضع استراتيجية تطويرية تعزز من مكانة السوق محلياً واقليمياً، ولذلك يمكن تحديد أهمية التحليل البيئي على النحو التالي:-

1. تعمل على تحديد القدرة المميزة التي يمتلكها السوق المالية، وتعرف على الموارد المتاحة من أجل توظيف تلك القدرات والإمكانيات لإنجاز الهدف الذي 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 واتجاهها 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 البديل الأفضل لغرض تحقيق أهدافها طولية الاجل (Muter, 744, 2023)

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



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

المطلب الرابع: اباد تحليل SWOT لسوق العراق للأوراق المالية:

هناك 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.

أولاً :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 (دخل, 2023, 243)، ومن هم مزايا سوق العراق للأوراق المالية ما يلي:

1.1. يتميز سوق العراق للأوراق المالية ببنيه لنظام التداول الإلكتروني، 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 الإلكتروني (pos) واطلاق 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 اكدهت 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 سلط هذه الدراسة الضوء على مبادرات التحول الرقمي واستفادت من التوافق الاستراتيجي مع المبادرات الحكومية مثل استراتيجيات الذكاء الاصطناعي والبلوک تشين مما يعلم على التحول الشامل في تحسين الأداء التشغيلي وأيضا تساعد على جمع البيانات وتحليلها واستخدامها بشكل اكث 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 رئисيين من الأسواق، هما سوق النقد وسوق رأس المال، وكل منهما دور مهم في دعم النشاط الاقتصادي وتمويل مختلف القطاعات.

سوق 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. وتعُد هذه الأدوات وسيلة فعالة لتوفير السيولة للمؤسسات المالية وتمكنها من تلبية احتياجاتها التمويلية قصيرة الأجل (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. ويكون 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 لأن 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 (المعروف 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 تمت بسيولة العالية على شراء أسهم للشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق، والتي تعتبر أسهماً 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 ، وبعد مركز امان وضمان لحقوق المستثمرين وحمايتها ويتولى عمليات المقاصلة والتسوية للأوراق المالية ، فضلاً عن تسهيل عملية تحويل ملكية الأوراق المالية، أما 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 55,2023) .

1.8. بدء سوق الأوراق المالية في التوسع من خلال اصدار نوع سندات جديدة، مثل (سندات اعمار) إشارة الى كتاب البنك المركزي العراقي في 28/11/2023 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).

1.10. شهدت الأسواق المالية تنشيط دور المصارف الإسلامية العراقية في العقود الماضيين تطولاً كبيراً واسعاً ، حيث تعد المصارف الإسلامية هي مؤسسات مصرية اذ تعمل على تقديم الخدمات المصرفية والاستثمارية 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) مصرفًا متداولًا في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2004-2020) واهم النتائج التي توصلت اليه الدراسة ، ان هناك دور كبير للمصارف الإسلامية في تنشيط السوق المالي وان تطور عملها في العراق نتيجة زيادة اعدادها في القطاع المصرفى 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)

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

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

ثانياً : نقاط الضعف (Weaknesses)

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

2.1. قلة عدد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية حيث بلغت عددها في عام 2023 (103) شركة، حيث اثبتت (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 التنويع المالي يتسم سوق الأوراق المالية بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع 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 ليؤدي 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 , 174,2018) ويعني بذلك القدرة على تنويع الأوراق المالية لتنقلي تأثير تقلبات السوق كل حيث يلعب التنويع دوراً رئيسياً في تحقيق التوازن بين المخاطر والعائدات المتوقعة (Murnizu,et al . 2024,216).

2.3. ضعف الأطر التشريعية 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 العراقي ، 3)، مما يتطلب سن القوانين والأنظمة وتحديثها لتواءك توجه الاقتصاد العراقي نحو اقتصادات السوق وبما يخدم عمل سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى ضعف وسائل وإجراءات الرقابة الفعالة التي توفر حد أعلى من الإفصاح والشفافية للمتعاملين (Al-Araji ..et al, 2022,142)

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 لـ30 شركة عراقية مدرجة في السوق للفترة 2013-2017 موزعة على

خمسة قطاعات باستخدام منهجية ستاندرد 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، اذ بلغ عدد الشركات المسجلة في السوق (104) شركة مساهمة موزعة على 8 قطاعات وبالصورة التالية: (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، 39,2024).

- 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 والسنادات، عائقاً أما جذب المستثمرين المحليين والأجانب على رغم من إقامة ورش العمل ودورات تدريبية من قبل هيئة الأوراق المالية (Nihaya & Husseini, 2024, 3475).

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

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 و يؤثر سلباً على وضعها التنافسي. (Mabrouk & Taha , 140,2021 ، 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 , 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 تختفي 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 , 2022) أدت الخصوصية 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 أكبر 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 عده قنوات لانتقال التأثير الى الأسواق المالية ومنها، فعندما ترتفع أسعار الفائدة يشير الى ارتفاع تكلفة الاقتراض لاسيما الشركات المعتمدة على المديونية المرتفعة، وبالتالي ستختفي 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 لأن أكثر 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 تمثل في خفض موارد الموازنة العامة مما قد تلجأ الدولة الى تمويل العجز عن طريق اصدار سندات الخزانة 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 وايراداتاته التي تحدث بين حين والأخر لها تأثير واضح على مؤشرات سوق العراق اذ كان هنالك ارتفاع في أسعار النفط الخام سيولد ايراداته 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 فأن 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 يعكس على الوضع الاقتصادي والاجتماعي .فإن هذا التدهور سيؤثر على الشركات المساهمة العراقية.

1.6. يواجه سوق العراق للأوراق المالية تحدياً وهو قلة عدد شركات الوساطة، حيث يبلغ عدد الشركات الوساطة التي منحت رخصة للعمل في السوق المالي (38) شركة وساطة تنتشر في بغداد في جانبي الكرخ والرصافة، وتنظم منها شركتي وساطة 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 تنويع مصادر الدخل وبقاوها 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 وسهيلة, 2025) ، لذا يمكن استثمارها في السوق المالي من قبل المستثمرين كغيره من الأدوات المالية من الأسهم والسندات ، تعد صناديق الاستثمار أحد المنتجات المالية التي تم تأسيسها من قبل مؤسسات مالية متخصصة كالبنوك او شركة استثمارية ذات خبرة عالية في هذا المجال (Tyson, 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 للمرة 2000-2017 " وتناول البحث مدى إمكانية إقامة صناديق الاستثمار في العراق وذلك عن طريق تحليل الاستبانة الموزعة على مدراء المصارف البالغ عددها (25) استبانة ، والاستبانة الموزعة على المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية البالغ عددها (25) استبانة وتوصلت الدراسة ان يتتوفر في العراق عدد كبير من المصارف الحكومية والأهلية وهذا

يعتبر مؤشر جيداً لإمكانية إنشاء صناديق الاستثمار واهم المتطلبات ما ياتي :-

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

2.2. تمثل الاحتياطيات النفطية الهائلة للعراق نقطة قوه وارتكاز استراتيجي كونه اقتصاد ريعي ولذلك فهي عرضة لنقلبات سوق النفط العالمية بسبب اعتماده المباشر على النفط. الخام وايراداته كدعم أساسى لتمويل الموازنة العامة(الزيبي، عبد الكاظم, 2019) فاحتياطيات العراق من النفط النفطية قد بلغت 145 مليار برميل وتمثل 8% من احتياطيات 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) .

2.3. هنالك فرصة محورية نحو بناء سوق اكثراً كفاءة وشفافية وتطوير البنية التحتية التقنية والتنظيمية لسوق الأوراق المالية بدءاً من تطوير الكوادر الفنية والإدارية ب مختلف 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 رئيسة : 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 للحكومة الشرعية ، وتنمية المهارات البشرية المتخصصة في مجال المالية الإسلامية وعرض منتجات وخدمات واسعة ومتعددة (بولجبار ، 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 ، وال السعودية ، الكويت) للباحث (جميلة ، صفيه ، 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 يرتئي 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 اساسياً لدعم ونجاح أساليب الخصخصة بهدف جذب الاستثمارات سواء كانت محلية أم أجنبية وذلك لتوفير الدعم للقطاع الخاص ويعمل بدوره على تشطيط 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 بانهيار 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 لمدة (2015-2021) بأجمالي 15 بنكاً تجارياً وأوضحت 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 إلى سوق العراق للأوراق المالية فرصة إيجابية للسوق وخاصة في ظل العولمة حيث توسيع افاقه 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 إلى مرحلة اقتصادية جديدة يتميز بظهور نظام مالي معولم تتم فيه المعاملات من خلال الأسهم والسندات، ويعزى هذا التوسيع والتكامل السريع مع الأسواق المالية العالمية (prihi & Atiyah , 2020, 313) .

2.9. يتمتع العراق بموقع جغرافي استراتيجي وتاريخي وثقافي بالإضافة إلى الموارد الطبيعية الهائلة التي تتمتع بها البلاد وبالتحديد احتياطات النفط بما يمنه إمكانات هائلة للنمو والتطور الاقتصادي (mohammed,2022,1) مما انعكسة هذه التطور على الحكومة العراقية في تعزيز الأطر التنظيمية والمؤسسانية وتطوير أسواق راس المال بالإضافة إلى 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 الأول / التحليل الكمي لسوق العراق للأوراق المالية ومتغيرات السياسة المالية والنقدية خلال المدة (2005-2023)

المقدمة:

يعد الفصل الرابع محوراً تطبيقياً 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 السلسل 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. تمهدياً للتقدير، تم اعتماد أساليب إحصائية لتجهيز البيانات وتحويلها من الشكل السنوي إلى الربع سنوي باستخدام طريقة ليترمان (Litterman, 1983).

التي تضمن الحفاظ على التناقض بين الترددات الزمنية للبيانات. كما شمل التحليل خطوات ضرورية تتعلق بالتحقق من استقراريه السلسل الزمنية عبر اختبارات جذر الوحدة (ADF)، قبل الانتقال إلى تحديد بنية نموذج ARDL واختيار عدد فترات الإبطاء المثلث استناداً إلى معايير المعلومات مثل Schwarz Akaike . 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 التغير الذاتي أو تغير 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 للتغيرات أدوات السياسة المالية، بما يدعم صانعي السياسات في بناء قرارات قائمة على تحليل كمي دقيق وموثوق.

الأساليب الإحصائية:

وتتمثل في عرض اهم مؤشرات الوصف للمتغيرات قبل تحويلها وبعد تحويلها على رباعية. تعتمد طريقة ليترمان (Litterman, 1983) في تحويل البيانات الزمنية من السنوية إلى الرباعية على إطار إحصائي مبني على نموذج الانحدار الذاتي للعمليات العشوائية، حيث تُعد من أكثر الطرق استخداماً في الاقتصاد الكلي لتحويل السلسلة الزمنية ذات التردد المنخفض (Low Frequency) إلى سلسلة 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 ملائمة البيانات السنوية والافتراضات المسبقة حول سلوك البيانات ربع السنوية. نفترض أن لدينا سلسلة سنوية Y_t ونريد تحويلها إلى سلسلة ربع سنوية $y_{t,q}$ بحيث يتحقق الشرط التالي:

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

-النمط المعين في المستند.

أي أن مجموع القيم الربع سنوية خلال السنة الواحدة يجب أن يساوي القيمة السنوية المرصودة. نفترض طريقة ليترمان 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، $\varepsilon_{t,q}$ 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 المقيدة.

منهجية المؤشر المركب:

فهي تمثل المرحلة التالية من خلال بناء مؤشر مركب لسوق 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 الدالة 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 المتعددة في مؤشر مركب واحد يعكس الأداء العام لسوق 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 تطبيق 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 يمثل هذا المتوسط قيمة المؤشر المركب لسوق المالي في تلك الفترة. واختير المتوسط الحسابي نظراً لسهولة تفسيره وتوازنه الحسابي مقارنة بأساليب الترجيح الأخرى. كما تم اختبار ثبات المؤشر الناتج وдинاميكيته بمرور الزمن للتأكد من صلاحيته كممثل شامل لحالة سوق المالي.

تم بناء المؤشر المركب لسوق المالي العراقي كمقياس كمي موحد لتمثيل الأداء العام لسوق 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. ونظرًا لاختلاف وحدات القياس والقيم بين هذه المتغيرات، تم استخدام تقنية Min-Max Normalization لتحويل القيم إلى مقياس موحد يتراوح بين 0 و 1، باستخدام المعادلة التالية لكل متغير :

(Nardo et al., 2005)

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

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) :

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

اختير المتوسط الحسابي البسيط بدلاً من المتوسط المرجح نظرًا لسهولة تقسيمه واتزانه الإحصائي، بالإضافة إلى كونه الخيار الأكثر شيوعًا في بناء المؤشرات المركبة، كما توصي به منظمات دولية مثل UNDP وOECD.

1. اختبار الاستقرارية : ثم ننتقل إلى اختبار الاستقرارية حيث تُعد اختبارات جذر الوحدة (Unit root tests) عنصراً حاسماً في تحليل السلسلة الزمنية لتحديد خصائص الاستقرارية للمتغيرات (Zivot & Andrews, 1992). ففي السلسلة الزمنية المستقرة، لا يتأثر المتوسط والتباين والتغير الذاتي بمرور الزمن، بينما نلاحظ في السلسلة 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 السلسلة إلى نتائج انحدار زائفة أو غير موثوقة (Granger & Newbold, 1974). ومن اختبارات جذر الوحدة اختبار ديكري-فولر المعزز (ADF) يُعرف النموذج الذاتي الانحداري الأساسي (AR) لدراسة الاستقرارية حسب (Dickey & Fuller, 1979) بالمعادلة:

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

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 الباقي، يوسع اختبار ديكري-فولر المعزز (ADF) النموذج من خلال إضافة فروقات متأخرة للمتغير التابع:

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

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 اتجah (none)
- مع ثابت (intercept only)
- مع ثابت واتجah (intercept and trend)

يحول إحصائية اختبار ديكري-فولر لمعالجة الأخطاء المترابطة ذاتياً أو ذات التباينات غير المتساوية مع استبعاد حدود الفروق المتأخرة. وستستخدم قيم حرجة معيارية في اختبار ADF لقياس إمكانية رفض الفرضية العدمية لوجود جذر وحدة.

2. اختبار السببية: يعتمد اختبار تودا-يامamoto (Toda-Yamamoto) في تحليل السببية على توسيع نموذج الانحدار الذاتي المتوجه (VAR) التقليدي ليضم فرض السببية بين المتغيرات دون الحاجة إلى التحقق من تكاملها أو اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل مسبقاً. ويُعد هذا النهج مناسباً عندما تحتوي السلسل 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 (d_{max})، أي يتم تقدير نموذج VAR بترتيب ($k + d_{max}$) 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 الواحدة 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.

٣. منهجة الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع: تُعد منهجة الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) من الأساليب القياسية الشائعة في تحليل العلاقات الديناميكية بين المتغيرات، خصوصاً في النماذج الاقتصادية التي تشمل متغيرات تتقاوت في مستويات التكامل. من أبرز خصائص هذه منهجة 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 منهجة ARDL تقديرًا مباشرًا للعلاقات طويلة الأجل بين المتغيرات من خلال استخدام نموذج يحتوي على عدد كافٍ من الإبطاءات، ما يمكن من احتواء المشكلات المرتبطة بالتبالين الذاتي. كما أن منهجة تتبع إمكانية تحليل العلاقات قصيرة الأجل عبر نموذج تصحيح الخطأ المرتبط بها (ECM)، والذي يستخرج تلقائياً من نموذج ARDL المقدر. وتنتمي عملية الاختيار الأمثل لعدد الإبطاءات بناءً على معايير معلوماتية مثل (AIC) أو (SIC) أو Schwarz، مما يعزز من دقة النتائج ويقلل من مخاطر التحديد الخاطئ للنموذج. ميزة أخرى لمنهجة هي إمكانية استخدامها في عينات صغيرة، حيث أثبتت قدرتها على تقديم تقديرات متسقة وفعالة مقارنة بأساليب أخرى تتطلب حجمًا كبيرًا من البيانات. كما تسهل هذه منهجة اختبار العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات من خلال اختبار الحدود (Bounds)، الذي يحدد وجود تكامل مشترك حتى في حالة عدم اليقين حول درجة تكامل المتغيرات Samargandi, (Test Fidrmuc & Ghosh (2015)

وتميز منهجة ARDL عن التكامل المشترك ل Engle-Granger (1987)، Johansen (1995) بأنه:

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

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

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

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 ((0))اً أو بعد الفرق الأول ((1))اً إذا كانت المتغيرات متكاملة عند مستوى أعلى مثل $d \geq 2$ ، نتوقف هنا لأن نموذج ARDL غير مناسب.

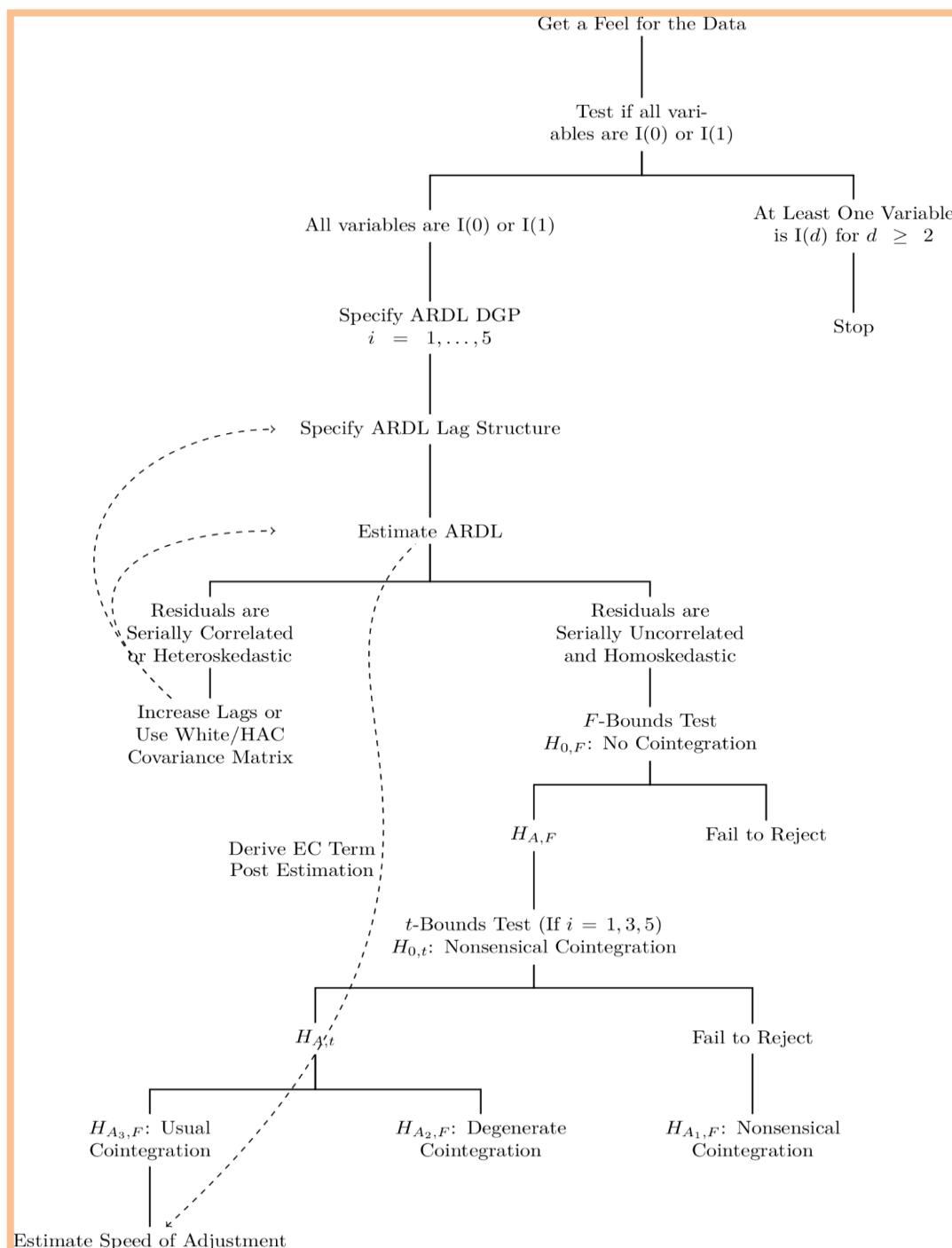
الخطوة الثالثة: تحديد بنية نموذج ARDL إذا كانت المتغيرات (0)اً أو (1)اً ، نقوم بتحديد بنية نموذج ARDL ويتتم اختيار عدد فترات الإبطاء وفق معايير المعلومات لكل متغير في النموذج (Nkoro & Uko 2016).

الخطوة الرابعة: تدبير نموذج ARDL بعد تحديد فترات الإبطاء ، يتم تدبير 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 : تُعبر عن فترات الإبطاء الزمني للمتغيرات (lag)، q : حد الخطأ العشوائي. γ_1, γ_2 : معاملات العلاقة طويلة الأجل، β : الفرق الأول للمتغيرات، λ_1, λ_2 : معاملات العلاقة القصيرة الأجل.

رسم توضيحي(4- ARDL مخطط تدريج نموذج)



.Eviews GuiedII المصدر :

الخطوة الخامسة: فحص الباقي (الخطأ) يتم فحص ما إذا كانت الباقي متسلسلة زمنياً (Serial Correlation) إذا كانت الباقي متسلسلة أو متباعدة التباين، يمكن زيادة فترات الإبطاء أو استخدام مصفوفة تباين White/HAC. إذا كانت الباقي غير متسلسلة ومتجانسة التباين، ننتقل 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 وننهي 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:

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

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

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 يعطى بالعلاقة :

(Banerjee et al., 2022)

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

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 تشير ECT_{t-1} إلى حد تصحيح الخطأ، ويعبر عن الخطأ العشوائي الناتج عن معادلة علاقة التكامل المشترك الذي يقيس سرعة تكيف الاختلالات في الأجل القصير إلى التوازن في الأجل الطويل، و ψ تشير 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 سالباً،

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

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 البحث، 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، والتلواء التوزيع، والتفرطح، إضافة إلى اختبار جاركوا-بيرا لفحص التوزيع الطبيعي. يهدف هذا البحث إلى تقديم صورة كمية واضحة لطبيعة البيانات المستخدمة وتقييم مدى ملاءمتها للنماذج القياسية التي سيتم تقديرها لاحقاً، مما يعزز من دقة النتائج ويسهم في اختيار النموذج الأنسب من الناحية المنهجية.

التحليل الوصفي وتحويل المتغيرات وانماط النمو :

يتضمن هذا الجزء من المبحث الأول عرضاً وصفياً 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 ثلاثة 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 تُعبّر 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)، وُتستخدم هذه المتغيرات كمؤشرات مباشرة لتوجهات الإنفاق والإيراد الحكومي ومستويات العجز أو التمويل، وهي تمثل أدوات رئيسة للسياسة المالية في التأثير على النشاط الاقتصادي. أما المجموعة الثالثة فتشمل المتغيرات النقدية والكلية، مثل عرض النقد (M2)، ومعدل التضخم (%)، وسعر الفائدة الاسمي (AOIR)، وسعر الصرف الاسمي (NER)، وأسعار النفط (USOIL)، والناتج المحلي الإجمالي (GDP)، وُتستخدم 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(4) (تسمية وترميز المتغيرات

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

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

جدول(4-2) 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 EViews 13 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 باقى متغيرات السوق، مثل القيمة السوقية (MC) التي أظهرت تشتتاً مرتفعاً (الانحراف المعياري 5.26 مليون)، مما يعكس نقلبات هيكلاية في السوق خلال السنوات المدروسة. أما معدل دوران الأسهم (STR) فقد تراوح بين 24.8 و 2.35، بانحراف معياري بلغ 6.55، ويتكرر 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، مما يعكس التوسع المالي الحكومي خلال بعض السنوات. وبالنسبة للدين العام (PD)، يتبيّن 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 متوسطاً 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) بمiley الإحصائي الحاد ($Skewness = 1.68$) وكurtosis مرتفع ($Kurtosis = 4.64$ ، مما يعكس تفاوتاً كبيراً 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 جاركوا-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				
	USOI_L	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 EViews 13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

ثُبّر النتائج الإحصائية في الجدول التحليلي لمتغيرات الدراسة بعد تحويلها إلى بيانات ربع سنوية مدى التباين في خصائص السلسلة 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 جاركوبيرا لم يظهر 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 ($TV = -0.54$) يدل على تركز القيم في الطرف الأعلى من السلسلة. حجم التداول (Skewness = 2.59) اتسم بدرجة تشته شديدة (الانحراف المعياري 457 ألف) وميل واضح جداً للتوزيع نحو اليمين ($Kurtosis = 10.99$)، مع تفرطح مرتفع ($Skewness = 2.59$)، ما يعني وجود مشاهدات متطرفة وموسمية تعكس نشاطات مالية مرتفعة في فترات معينة، وهو ما تؤكد دلالة اختبار جاركوبيرا 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، يلاحظ أن أسعار النفط (USOIL) سجلت متوسطاً يبلغ 71.22 دولاراً، ضمن نطاق يتراوح بين 35.7 و106.4، ما يعكس تأثر السوق العراقي المباشر بأسعار الطاقة العالمية. وتبيّن نتائج الإيرادات العامة (RG) والنفقات العامة (PE) وجود فجوة واضحة، مما يدل على استمرار العجز المالي، في حين يظهر الدين العام (PD) متوسط مرتفع مقارنة بالوسيط، مما 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 تشته 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 تشته 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 للتوزيعات غير طبيعية، مع

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

رسم توضيحي (4-2) (أنماط تطور متغيرات الدراسة



المصدر: الاعتماد على برنامج EViews 13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تعكس الرسوم البيانية في الشكل الاتجاهات الزمنية لمجموعة من المتغيرات الاقتصادية والمالية لمدة 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 اتجاهها تصاعدياً تدريجياً مرتبطة بعائدات النفط، مع تراجع طفيف خلال فترات الانكمash النفطي، ما يعكس تبعية الموازنة العامة للإيرادات النفطية. النفقات العامة (PE) سجلت نمو مستمر بغض النظر عن تقلب الإيرادات، مما يدل على نهج توسيعي في السياسة المالية يعتمد على الإنفاق العام، بينما يشير مسار الدين العام (PD) إلى زيادات متتالية، خصوصاً بعد 2014، نتيجة لتمويل العجز المزمن. في المقابل، يُظهر عرض النقد (M2) نمط تصاعدي واضح، يعكس

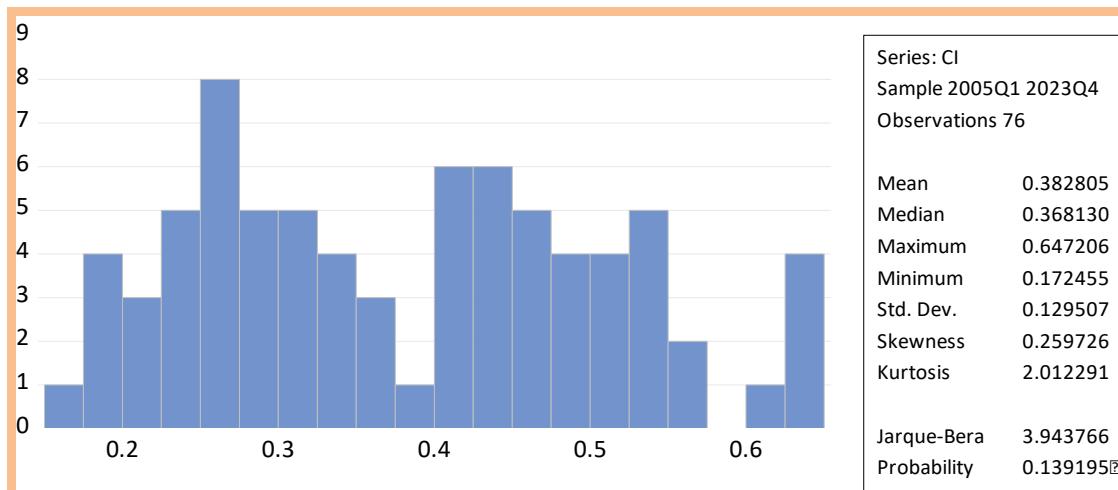
توسعاً في الكتلة النقدية ربما استُخدم لدعم الإنفاق العام، ويقاطع مع التضخم (N_1) الذي رغم تقلباته بقي محدوداً نسبياً باستثناء فترات ارتفاع حاد. الناتج المحلي الإجمالي (GDP) اتسم بنمو متقطع، يعكس التذبذب في الاستقرار الأمني والسياسي، إضافة إلى تأثيرات العوامل الخارجية، في حين يوضح سعر الصرف (NER) استقراراً 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 ارتفاعاً متأخراً، مما 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 تناظري عام، بما يعكس تراجع ثقة المستثمرين أو تقلص النشاط السوقي. المؤشر العام للأسواق (spi) شهد فترات نمو ثم تراجع، وعاد الارتفاع التدريجي بعد 2020. أما القيمة السوقية (MC) فقد ارتفعت تدريجياً بما يتناسب مع الاتجاه العام للناتج المحلي. تشير هذه الاتجاهات إلى أن السوق المالي يتأثر بشكل واضح بالمتغيرات الكلية، خاصة أسعار النفط والنفقات العامة وسعر الصرف، مما 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 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 التحليل 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 لهذا المتغيرات لعملية تطبيق باستخدام أسلوب Min-Max، الذي يضمن توحيد الوحدات وتعديل القيم لتكون جميعها ضمن نطاق موحد، بما يزيل أثر التباين في المقاييس ويبيئها 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 تقسيمه واتساقه المنهجي. كما تم التحقق من خصائص المؤشر من حيث الاستقرار والдинاميكية باستخدام اختبارات زمنية مناسبة، لضمان صلاحيته كمؤشر شامل يعكس التغيرات المرحلية في السوق المالي. تبرز أهمية هذا المؤشر في قدرته على احتلال 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 يسهم المؤشر في توفير أداة تحليلية يمكن الاعتماد عليها في الدراسات التطبيقية وصنع السياسات المالية والاقتصادية.

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

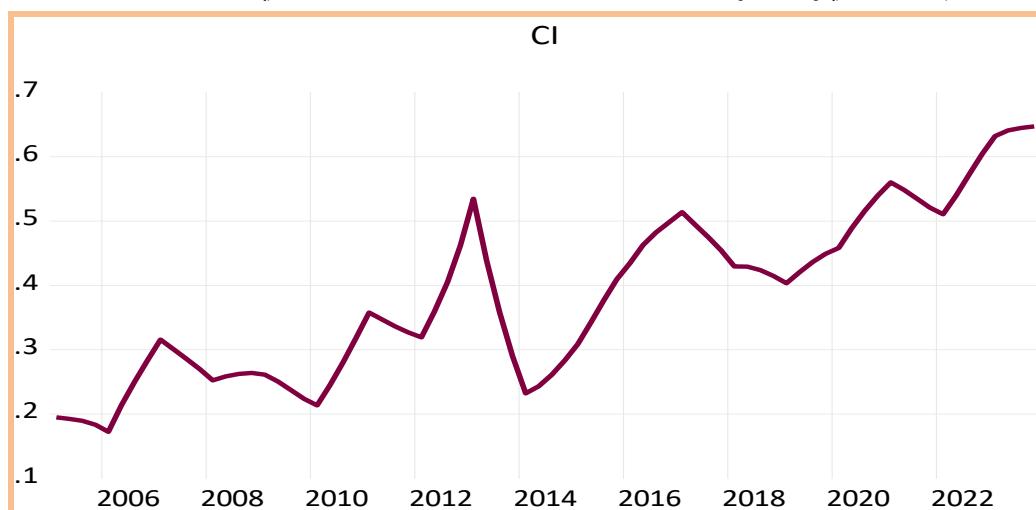


المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

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 ($Skewness = 0.129$) والتقرظ ($Kurtosis = 2.01$) 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 جاركوبيرا الذي لم يكن معنوياً ($P = 0.13$ ، $Jarque-Bera = 3.94$)، 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، مما 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

طاقتها الكامنة خلال أغلب فترات الدراسة. ويرتبط ذلك بعده عوامل، أهمها محدودية عمق السوق وضعف أدوات التمويل المتاحة، إضافة إلى تأثره 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 توسيعية أو صعودية مستدامة. ويعزز هذا الاستنتاج النتائج التوضيحية في اختبار تودا-يماموتو 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، مسجلًا 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 والдинاميكية بين المؤشر المركب لسوق العراق للأوراق المالية (CI) مع المتغيرات الاقتصادية الكلية والمالية المعتمدة في الدراسة، من خلال اختبار مدى استقرارية السلسل الزمنية أولاً، ثم تحديد اتجاه العلاقات السببية ثانياً. وتكمّن 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. فالسلسل غير المستقرة قد تؤدي إلى نتائج زائفة إذا تم استخدامها في الانحدارات التقليدية، كما أن تجاهل خصائص الجذر الواحدة قد يؤدي إلى تضليل الاستنتاجات المتعلقة بالعلاقات بين المتغيرات. ومن هذا المبدأ، يبدأ المبحث الثاني باختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبار ديكى-فولر الموسع (ADF) الذي يعد من الأدوات الإحصائية المعتمدة في تحليل السلسل 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-ياماومتو (Toda-Yamamoto)

التي تعتمد على توسيع نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR) دون الحاجة إلى معرفة درجة تكامل المتغيرات مسبقاً، مما يجعلها أكثر مرنة 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، تسقى 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 التنفيذ 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 (4-2) اختبار ديكى-فولر الموسع (ADF) في المستوى والفرق الأول للمتغيرات

المتغير	المستوى/الفرق	الافتراض	قيمة المحسوبة t	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	-1.1219185	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 EViews 13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تشير نتائج اختبار ديكى-فولر الموسع (ADF) إلى تباين واضح في خصائص الاستقرارية بين المتغيرات الدالة في نموذج الدراسة، وهو ما يحمل دلالات منهجة 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 (USOIL) ومعدل التضخم (IN) وسعر الفائدة nominal (AOIR) وسعر الصرف (NER) وأسعار النفط (M2) والناتج المحلي الإجمالي (GDP).

إلا أن هذه المتغيرات تحقق فيها شروط الاستقرارية 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 تقبلاً زمنياً وهيكلياً عالياً نتيجة تأثيرها بالتلقيبات 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(5-4) نتائج سببية تودا-يماموتو باتجاه CI والسببية العكسية

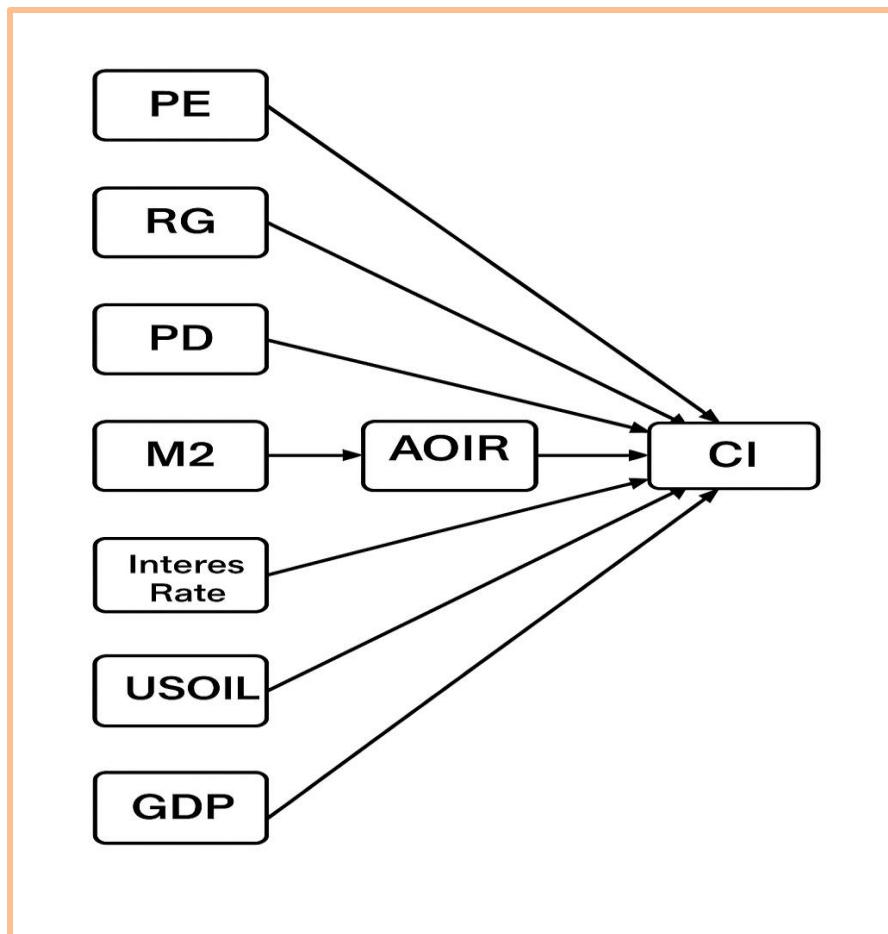
اتجاه السببية	القيمة الاحتمالية	القيمة الجدولية (5%)	درجات الحرية	قيمة Wald χ^2	المتغير المستقل
PE \leftrightarrow CI (يوجد سببية)	0.0112	3.841	1	6.431	PE
CI \Rightarrow PE (لا يوجد سببية)	0.2491	3.841	1	1.328	CI \rightarrow PE
RG \Rightarrow CI (يوجد سببية)	0.0145	3.841	1	5.972	RG
CI \Rightarrow RG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

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews 13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تعكس نتائج اختبار السببية باستخدام منهجية تودا-يماموتو 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، 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، والناتج المحلي الإجمالي GDP)، تأثيراً معنوياً على CI عند مستوى دلالة 5%， كما يتضح من تجاوز قيمة 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 بالتدخلات 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 تفتقر إلى عمق مالي كافٍ أو أدوات تأثير مباشرة في السياسات العامة. هذا النمط السببي الأحادي الاتجاه يعطي دلالة مهمة لصناع 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 يتاثر بالمتغيرات الاقتصادية وهذا يعكس ان السوق المالي مرتبط بقوة الاداء الاقتصادي العام واسعار 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 الخامسة 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 ملائمة الحالات التي تتباين فيها درجات تكامل المتغيرات بين (0) و(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 رباع 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 رئисيين، 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 اشتقاء .

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 للتغيرات قصيرة وطويلة الأجل، مما يوفر أساساً علمياً لتوجيه السياسات وتحسين فعالية التدخلات الاقتصادية.

النموذج 1: أثر متغيرات السياسة المالية على السوق المالي

جدول (6-4) 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	

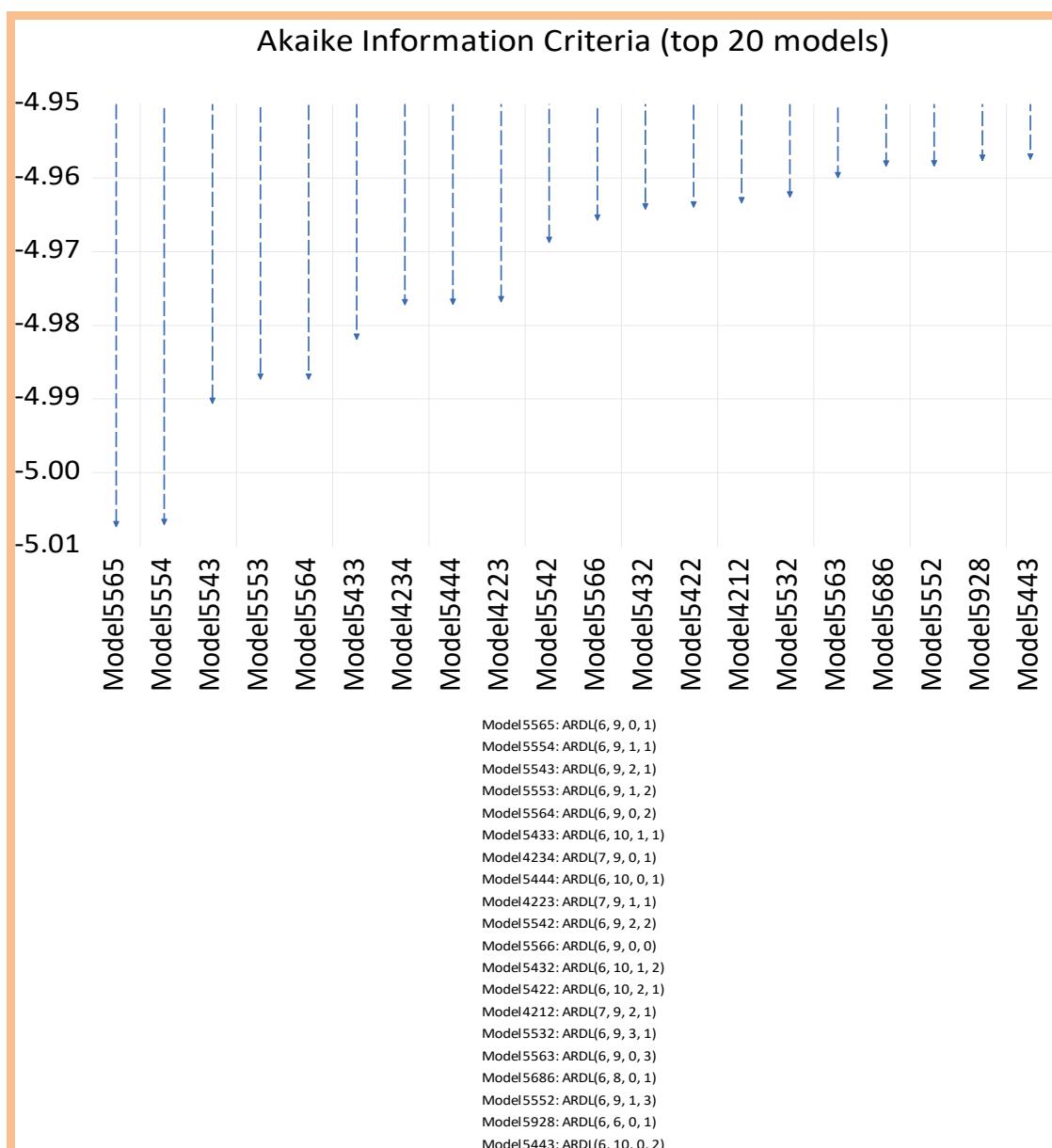
المصدر: الاعتماد على برنامج EViews13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

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 المتاظرة للمؤشر المالي للسوق تجاه مكونات السياسة المالية، إذ يُظهر النموذج حساسية مرتفعة لغيرات 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 تبيّن 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 بيئه اقتصادية تتميز بعدم الاستقرار والتقلبات المتكررة. والشكل التالي يوضح معايير من حيث اختيار النموذج من حيث الأداء الأفضل:

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



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

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

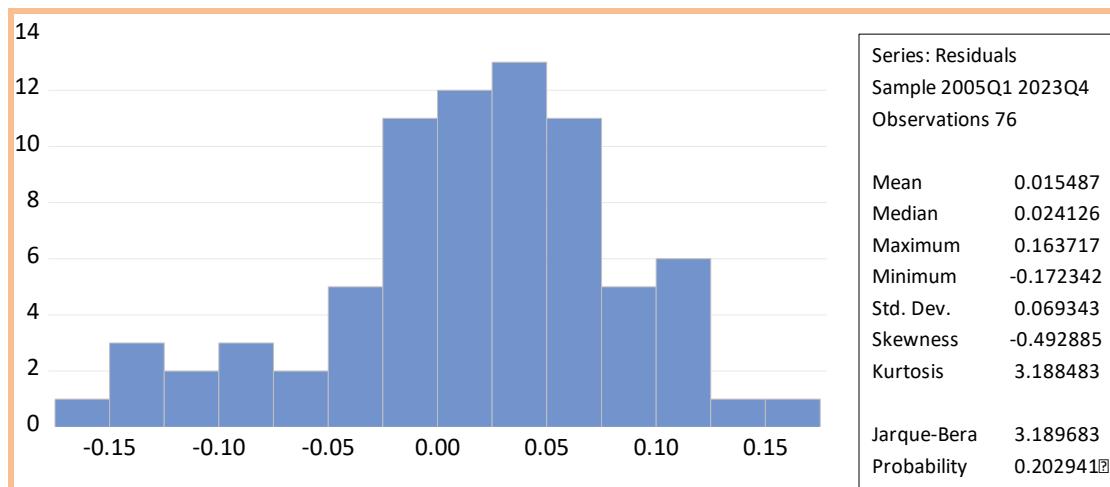
اختبار الحدود (Bounds Test) لوجود علاقة توازنية طويلة الأجل الفرضية العدمية: لا توجد علاقة على مستوى القيم (No levels relationship) عدد المتغيرات المستقلة (k): 3						
القرار	القيمة الحرجية I(1)	القيمة الحرجية I(0)	مستوى المعنوية	القيمة	الإحصائية	نوع الاختبار
مرفوضة عند %10	3.77	2.72	10%	6.2148	F	F-Bounds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

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews 13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تشير نتائج اختبار الحدود (Bounds Test) في النموذج الأول إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة الممثلة بأدوات السياسة المالية (PD, RG, PE) والمؤشر المركب للسوق المالي (CI)، حيث تجاوزت القيمة المحسوبة لاختبار F حدود القيم الحرجية عند جميع مستويات الدلالة التقليدية (10%, 5%, 2.5%, 1%). بلغت قيمة $F = 6.2148$ ، وهي أعلى من القيمة الحرجية 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 الحرجية الدنيا، مما يعزز رفض الفرضية العدمية ويؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات. وتعد هذه النتيجة جوهيرية من الناحية الاقتصادية، إذ تدل على أن التحولات في النفقات العامة أو الإيرادات أو الدين العام تترا▷ط 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 حالي التوازنية بعد أي صدمة،

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

رسم توضيحي (4-7) توزيع بوافي نموذج ARDL



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

يعكس توزيع بوافي النموذج الأول (ARDL) لقياس أثر السياسة المالية على السوق المالي) خصائص إحصائية مقبولة تؤكد على ملاءمة النموذج من حيث الفرضيات الكلاسيكية. يُظهر الرسم البياني أن الباقي تتوزع بشكل متمازح حول الصفر، مع غياب واضح للقيم المتطرفة، ما يشير إلى توازن هيكلية في توزيع الخطأ العشوائي. كما أن المتوسط القريب من الصفر (0.015) والانحراف المعياري المحدود (0.069) يدعمان هذا الاستنتاج. من حيث الالتواء ($Skewness = -0.49$) والتفرطاح ($Kurtosis = 3.18$)، فإن التوزيع يُظهر ميلاً طفيفاً إلى اليسار، وتفرطاح قريب من الطبيعي، وهي إشارات على أن الباقي 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 للباقي. تعكس نتائج توزيع بوافي نموذج ARDL ملاءمة النموذج من الناحية الإحصائية، إذ تشير إلى أن الباقي تتوزع بشكل متمازح حول الصفر دون وجود قيم متطرفة، مع متوسط قريب من الصفر وانحراف معياري محدود، مما يدل على استقرار الأخطاء. كما أن قيم الالتوء والتفرطاح تقع ضمن الحدود المقبولة إحصائياً، واختبار جاركو-بيرا غير معنوي، مما يعزز فرضية التوزيع الطبيعي للباقي. هذه المؤشرات مجتمعة تؤكد صحة الفرضيات الكلاسيكية وتحسن أداء النموذج، مما يجعل نتائج التقدير موثوقة للتفسير والتحليل الاقتصادي.

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

نوع الاختبار	الفرضية العدمية	F	القيمة الاحتمالية F	إحصائية Obs * R ²	القيمة الاحتمالية χ ²	القرار
(Breusch-Godfrey ذاتي حتى 2 تأثير)	لا يوجد ارتباط ذاتي حتى التأثير 2	0.2238	0.8004	0.6598	0.7190	لا يمكن رفض الفرضية العدمية
(ARCH) تباين	لا يوجد تغيير تباين	1.7363	0.1931	18.2371	0.1087	لا يمكن رفض الفرضية العدمية

نتائج اختبار Ramsey RESET للتحقق من صحة مواصفات النموذج

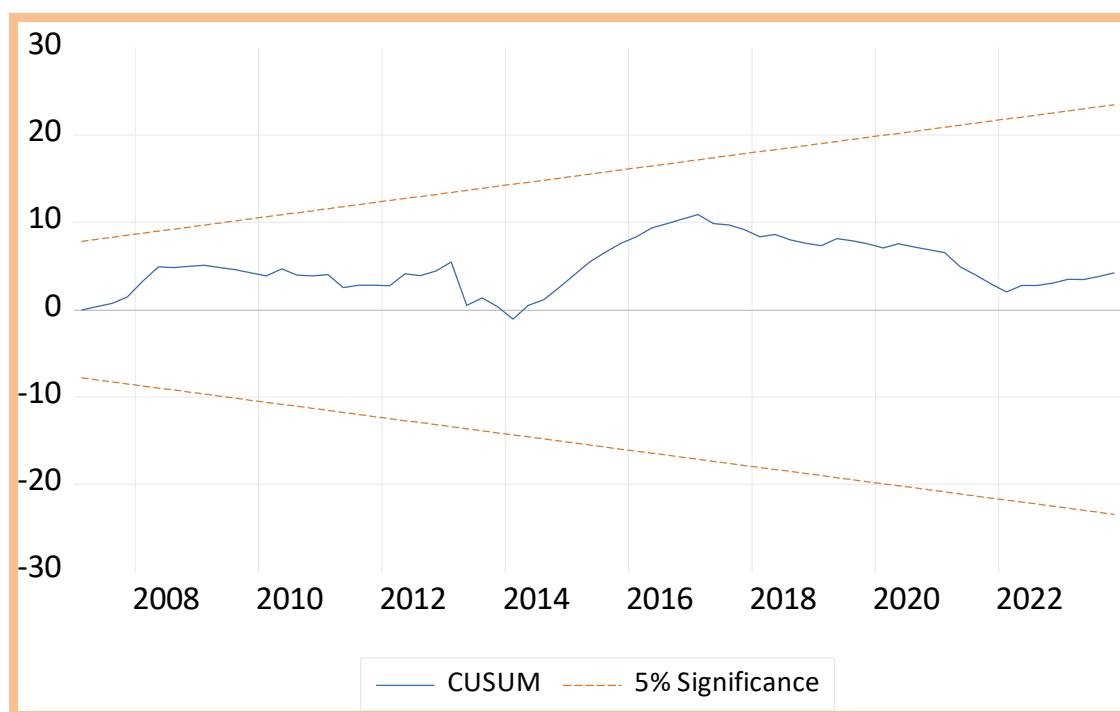
الإحصائية	القيمة	درجات الحرية (df)	القيمة الاحتمالية	القرار
t-statistic	1.069043	50	0.2902	لا يمكن رفض الفرضية العدمية
F-statistic	1.142852	(1, 50)	0.2902	لا توجد مشكلة في المواصفات
Likelihood Ratio	1.581982	1	0.2085	النموذج صحيح من حيث الصياغة العامة

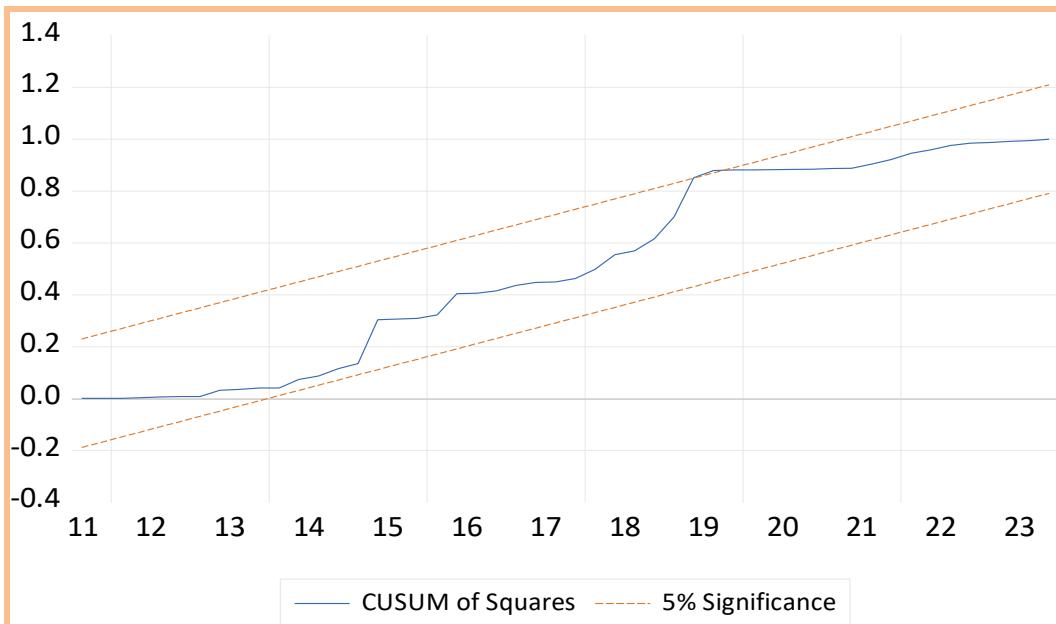
المصدر: الاعتماد على برنامج EViews 13 استناداً إلى الجهاز العراقي للاحصاء والبنك المركزي العراقي

تؤكد نتائج الاختبارات التشخيصية في الجدول (8-4) سلامة النموذج الأول من الناحية الإحصائية، وتدعّم 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 لـ R² (Obs * R² = 0.6598)، ما يعني أنه لا يمكن رفض الفرضية العدمية بغياب الارتباط الذاتي، وهو ما يشير إلى استقلالية الباقي 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 تغيير تباين في النموذج، ويؤكد اتساق التقديرات وانخفاء 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 لـ t, F, و Likelihood Ratio أعلى من 0.2، وهو ما يدعم الفرضية العدمية القائلة بصحّة المواصفات البنوية للنموذج وعدم وجود متغيرات مفقودة أو علاقات غير خطية

مهملة. 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 الباقي واستقرار التباين عبر الزمن، مما يدل على صحة الفرضيات الكلاسيكية للانحدار. كما أن نتائج اختبار Ramsey RESET تؤكد أن النموذج محدد بشكل صحيح ولا يعني من إغفال متغيرات أو علاقات غير خطية، وهو ما يعزز موثوقية العلاقات المقدرة بين متغيرات السياسة المالية والممؤشر المركب للسوق المالي. هذه المؤشرات مجتمعة تشير إلى أن النموذج مناسب منهجيًا، ويشكل أساساً سليماً لتقدير نموذج تصحيح الخطأ وتحليل الأثرين القصير والطويل الأجل للسياسة المالية على السوق المالي العراقي.

رسم توضيحي(4-8) 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 فوائل 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 يعني من اختلالات بنوية تؤثر على دقة التقديرات أو اتساقها. أما الشكل الثاني (CUSUM of Squares)، فيؤكد هذا الاستنتاج من خلال تتبع تراكمي لمربعات الباقي، حيث يبقى المنحنى أيضاً ضمن نطاق الحدود الحرجة طوال فترة الدراسة، مما يدل على عدم وجود تغير فجائي أو انحراف كبير في تباين الباقي، وهو مؤشر إضافي على استقرار النموذج البنويي وعدم تأثيره بصدمة هيكيلية 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 البنوي على امتداد فترة الدراسة، حيث لم تُسجل أي انحرافات هيكيلية أو تغيرات مفاجئة في معاملاته أو في تباين الباقي، 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 موثociته في تمثيل السلوك الديناميكي للسوق دون تأثر بالعوامل الزمنية أو الصدمات الخارجية. وفق السابق ننتقل إلى تقدير العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات ونجد:

جدول (9-4) (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	(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 EViews 13 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 ومحضنة إحصائياً بين كل من النفقات العامة (PE)، والإيرادات العامة (RG)، والدين العام (PD)، وبين المؤشر المركب لسوق المال (CI). فقد أظهرت معاملات المتغيرات الثلاثة دلالة إحصائية قوية، ما يدل على أن التغيرات في أدوات السياسة المالية تترك أثراً ممتدأً 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% (t = 2.65, p = 0.0109). يشير هذا إلى أن أي زيادة طفيفة في النفقات تؤدي إلى تحسن محدود ولكن مستقر في CI، وهو ما يعكس الطبيعة غير المباشرة لتاثير الإنفاق الحكومي على سوق المال، خاصة في بيئة مالية تتسم بضعف أدوات الاستثمار المؤسسي. أما الإيرادات العامة (RG)، فقد سجلت معامل موجب قدره 0.001343، معنوية عند مستوى 5% (t = 2.45, p = 0.0181)، 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 (t = 7.69, p < 0.000). 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 مرتبطة بتوسيع مالي يدعم السوق، لا سيما في حال تم توجيه الدين إلى مشاريع إنتاجية أو تمويل نشاطات اقتصادية ذات تأثير إيجابي. توفر هذه النتائج أن أدوات السياسة المالية—رغم تباين أوزانها التأثيرية—تُعد محركات فعالة لوجهات السوق المالي العراقي في الأجل الطويل، وأن أي محاولة لتطوير هذا السوق تتطلب موافقة 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 (ECM) – ARDL(6, 9, 0, 1) المتغير التابع : ΔCI البيانات : 2005Q1 – 2023Q4 عدد المشاهدات بعد التعديل : 67 الحاله – Case 3: قاطع غير مقيد وبدون اتجاه				
المتغير	المعامل(Coefficient)	الخطأ المعياري(Std. Error)	tإحصائية	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	الإحصائية
R-squared	0.7592	Mean dependent var	0.004949	القيمة
Adjusted R-squared	0.6821	S.D. dependent var	0.029795	الإحصائية
S.E. of regression	0.016798	Akaike info criterion	-5.1203	القيمة
Sum squared residual	0.014109	Schwarz criterion	-4.5609	الإحصائية
Log likelihood	188.5291	Hannan–Quinn criterion	-4.8989	القيمة
F-statistic	9.8519	Durbin–Watson stat	2.0204	الإحصائية
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 (0,1,0,9,6) 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 ($Prob(F\text{-statistic}) = 0.0000$)، 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 (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 تصحيحة 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 يُعدل 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 بطيناً إلى درجة تعيق العودة إلى التوازن. وبالتالي، فإن القيمة الحالية لمعامل التصحيح تعكس توازناً بين الحساسية والمرونة في استجابة السوق. من حيث الآثار قصيرة الأجل، يلاحظ أن التغير الآني في النفقات العامة ((D)(PE)) كان ذات تأثير معنوي ومحظ (0.0039, $t = 3.04$), مما يعني أن زيادة الإنفاق العام تُحفز المؤشر المالي فورياً. 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 (0.0919 = p), 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، والممؤشر المركب للسوق المالي (CI) من جهة أخرى. فقد أثبتت اختبار حدود F-Bounds رفض الفرضية العدمية عند جميع مستويات الدلالة، بما

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

فيما يتعلق بفرضيات العلاقة قصيرة الأجل، فقد أظهر نموذج تصحيح الخطأ ECM دلالة معنوية واضحة لمعامل التصحيح CointEq(-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 يُعدّ حوالي 28.5% من احتلاله 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 ومحببة لجميع متغيرات السياسة المالية على المؤشر المركب للسوق المالي (CI)، وهو ما يعزز الفرضية القائلة بأن الأداء طول الأجل للسوق يتأثر بشكل مباشر باتجاهات السياسة المالية. فقد بلغ معامل النفقات العامة (PE) في جدول (4-9) قيمة صغيرة لكنها معنوية إحصائياً ($p=0.0109$, 0.000000127)، ما يشير إلى أن كل زيادة بسيطة في الإنفاق العام ترتبط بتحسين محدود لكنه مستمر في أداء السوق، مما يعكس الأثر التوسيعى 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 وتقليل 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 توسيعية تتبع إيجاباً على حركة السوق المالي، شرط أن يدار 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 يعدّ عاملًا حاسماً في تعزيز كفاءة السوق وتحسين أدائه على المدى الاستراتيجي.

النموذج 2: أثر المتغيرات النقدية والكلية على السوق المالي

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

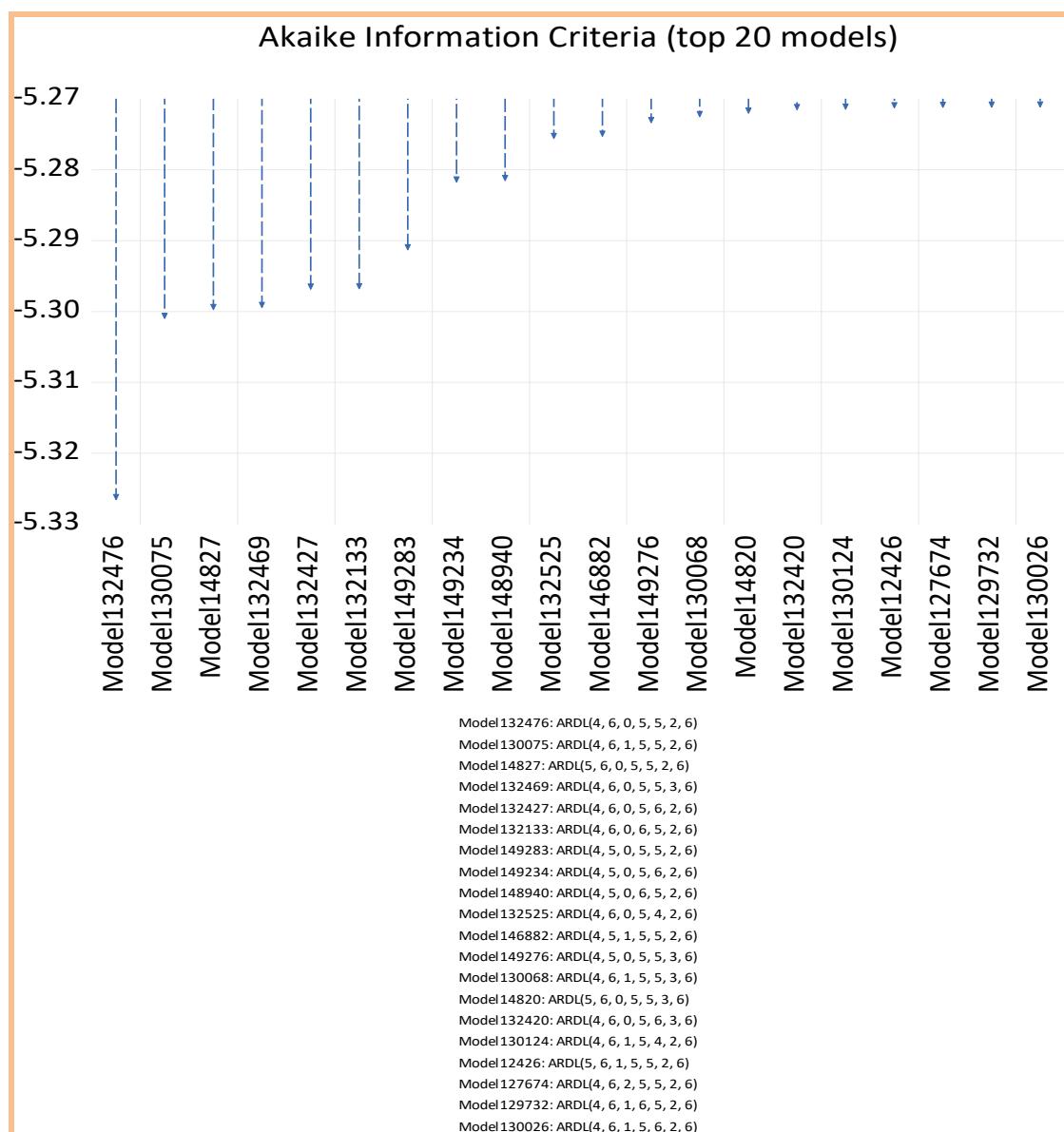
نماذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)	
المتغير التابع: CI	
طريقة التقدير: ARDL	
الفترة الزمنية المستخدمة: من Q32005 إلى Q42023	
عدد المشاهدات بعد التعديل: 70	
الطريقة المستخدمة لاختيار النموذج: معيار Akaike للمعلومات (AIC)	
عدد النماذج التي تم تقييمها: 588,245	
عدد الإبطاءات المختارة	المتغير المستقل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

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews 13 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 الرابع الثالث لعام 2006 حتى الرابع الرابع من 2023، بإجمالي 67 مشاهدة بعد التعديل. وقد تم اختيار هذا النموذج بناءً على معيار Akaike للمعلومات (AIC) بعد المفضلة 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@) للنقطة 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 عدداً كبيراً من الفترات لتمثيل أثرها المترافق، بينما يظهر أن التضخم (IN_) لا يحمل أثراً ديناميكياً قصيراً الأجل في هذا

النموذج، مما قد يشير إلى أن أثره ينقطع 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 ضروريًا لضبط التقدير وتجنب التحيزات البنوية. 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، ويُشكّل خطوة منهجية مهمة لتقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM وتفسير أثر السياسة النقدية والظروف الاقتصادية العامة على الاستقرار المالي. والشكل التالي يبيّن المفاضلة بين النماذج لاختيار الأفضل:

رسم توضيحي (9-4) 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

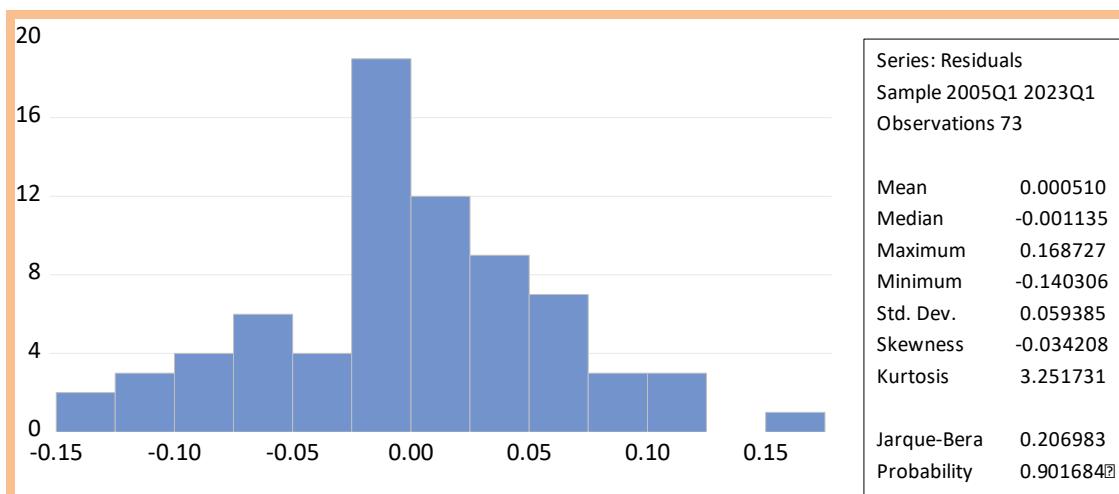
نتائج اختبار الحدود (Bounds Test) - نموذج ARDL (4, 6, 5, 0, 2, 6) المتغير التابع: CI						
الفرضية العدمية: لا توجد علاقة توازنية طويلة الأجل (No levels relationship)						
عدد المتغيرات المستقلة (k): 6						
عدد المشاهدات بعد التعديل: 67						
نوع الاختبار	الإحصائية	القيمة	مستوى المعنوية	القيمة الحرجية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

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews 13 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_AOIR)، 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 الحرجية (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 التوازنی والتغيرات في CI، وهو ما يعني وجود آلية تصحيح واضحة تعيد المؤشر المالي إلى مساره التوازنی بعد أي انحراف ناتج عن تغيرات نقدية أو كلية. تؤكد هذه النتائج أن المتغيرات الاقتصادية الكلية تلعب دوراً توازنیاً مستقراً في تحديد أداء السوق المالي على المدى الطويل، وتعُد 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 الباقي



المصدر: الاعتماد على برنامج EViews 13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تعكس نتائج توزيع الباقي 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 الباقي تتوزع بشكل متركز حول الصفر، مع تقارب في الشكل العام إلى التوزيع الطبيعي، حيث يبلغ المتوسط 0.000510 والانحراف المعياري 0.059. اللتواء ($S = -0.0342$) قريب جداً من الصفر، مما يدل على توازن في الجهة اليمنى واليسرى للتوزيع، بينما التفرطح ($K = 3.25$) 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 للباقي. 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 لسوق المال بثقة تحليلية ومنهجية.

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

نوع الاختبار	الفرضية العدمية	F-statistic	Df	القيمة الاحتمالية	Obs * R ²	القرار
(Breusch-Godfrey ارتباط ذاتي - 1 تأخير)	لا يوجد ارتباط ذاتي	2.3824	(1, 30)	0.1332	4.9293	لا يمكن رفض الفرضية العدمية
-ARCH) (رتبة 1)	لا يوجد تغيير تباين	2.1362	(1, 64)	0.1487	2.1318	لا يمكن رفض الفرضية العدمية

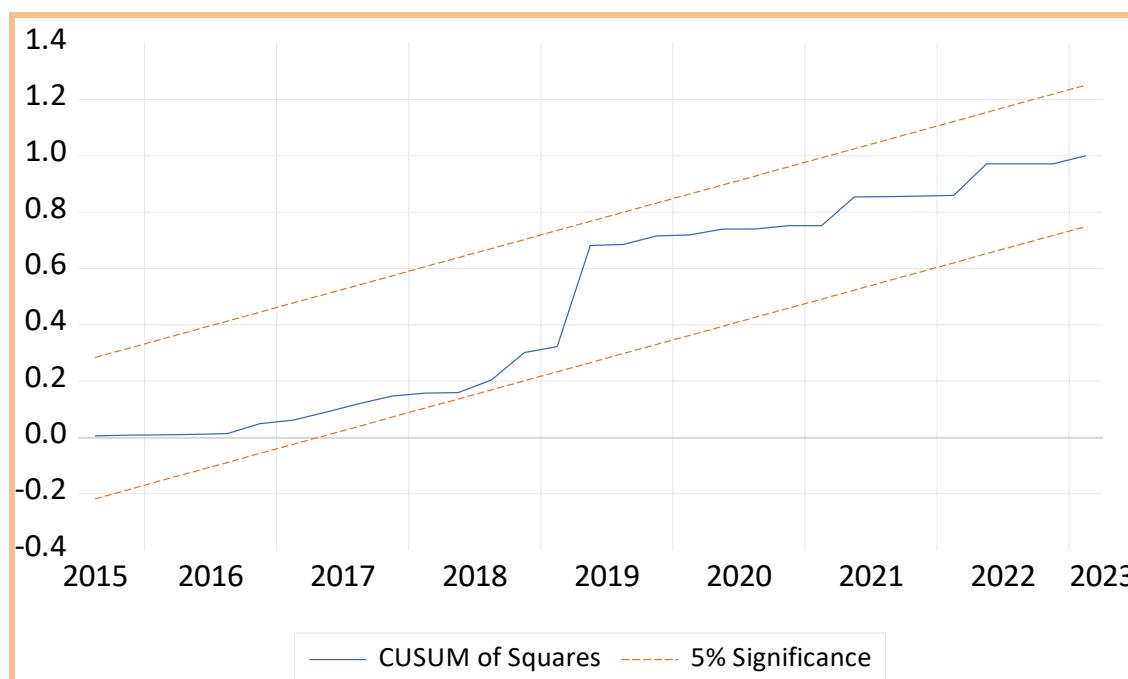
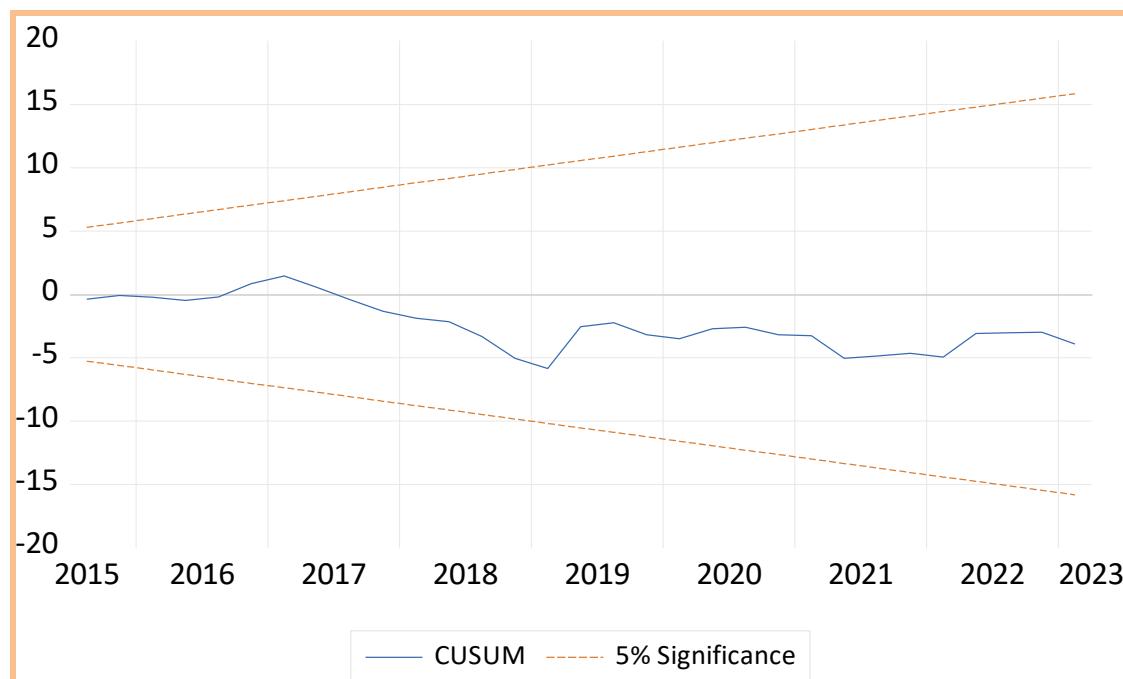
نتائج اختبار - Ramsey RESET التتحقق من صحة الموصفات الوظيفية للنموذج				
الإحصائية	القيمة	درجات الحرية (df)	القيمة الاحتمالية	القرار
t-statistic	1.187994	30	0.2442	لا يمكن رفض الفرضية العدمية
F-statistic	1.411329	(1, 30)	0.2442	النموذج سليم من حيث الموصفات
Likelihood Ratio	3.080073	1	0.0793	احتمال ضعيف جداً لوجود خلل

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews 13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

تؤكد نتائج الاختبارات التشخيصية للنموذج الثاني (السياسة النقدية والكلية) أن النموذج مستقر من الناحية الإحصائية وخلال 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 ($p = 0.1264$) 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 تغيير التباين (Heteroskedasticity)، فقد أظهر هو الآخر نتائج غير معنوية ($F = 2.1362$, $p = 0.1487$), مما يعني أن البواقي لا تعاني من تغایر غير ثابت، وهو شرط أساسي لصحة الانحدار وتقسيم العلاقات ضمن إطار الاعتماد على التباين الثابت. فيما يتعلق باختبار Ramsey RESET، الذي يختبر صحة الصياغة الوظيفية للنموذج، فقد أظهرت جميع الإحصائيات ($t = 1.188$, $F = 1.411$, $LR = 3.08$) قيمًا غير معنوية، مع قيمة احتمالية تبلغ 0.2442، وهو ما يدل على عدم وجود متغيرات مفقودة أو مواصفات خاطئة في النموذج.

البنيوي. حتى 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 EViews 13 استناداً إلى الجهاز العراقي للإحصاء والبنك المركزي العراقي

يعكس الشكل (4-11) نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج الثاني (المتغيرات النقدية والكلية) باستخدام اختباري CUSUM وCUSUM of Squares، وهو من الاختبارات المعتمدة لقياس استقرار معاملات النموذج عبر الزمن. وتشير النتائج بوضوح إلى أن منحني الاختبارين يقعان بالكامل ضمن حدود فاصل النقة 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 بين 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 بنوية تؤثر في مصداقية النموذج خلال فترة الدراسة. وهذا يعزز موثوقية نتائج نموذج ARDL ويبعد 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: قطاع واتجاه غير مقيدين (Unrestricted Constant and Unrestricted Trend) المعادلة طويلة الأجل: (EC)				
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 EViews 13 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 النق

(M2) تأثير موجب قوي ومحظوظ (المعامل = 0.0189، p=0.0000) ، ما يشير إلى أن زيادة السيولة النقدية في الاقتصاد تؤدي إلى تحسين أداء السوق، ويرتبط ذلك بتوفير فرص استثمارية وتمويلية أكبر تتعكس على حركة المؤشرات المالية. كذلك جاء تأثير معدل التضخم (IN_) موجب ومحظوظ (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=0.0000)، 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 لتحسين التوقعات الاقتصادية أو زيادة جاذبية الأدخار الاستثماري. في المقابل، سجل سعر الصرف الاسمي (NER) تأثير سالب ومحظوظ (-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 ومحظوظة (-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 (p=0.6846)، 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 هيكيلية في الاقتصادات الريعية ذات الأسواق المالية المحدودة. بناءً على ذلك، تؤكد النتائج أن المتغيرات النقدية (M2، IN_، AOIR) تمثل المحرك الأساسي في تحديد الاتجاه طويلاً الأجل للسوق، بينما تتسبب المتغيرات الخارجية أو الاسمية (NER، USOIL) 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 ECM – ARDL في النموذج الثاني (السياسة النقدية والكلية)

نموذج تصحيح الخطأ (4,6,0,5,5,2,6)(ECM) – ARDL المتغير التابع: ΔCI الحالة: Case 5 – قاطع واتجاه غير مقيددين الفترة الزمنية: Q1 – 2023Q42005 عدد المشاهدات: 67				
القيمة الاحتمالية	t-Statistic	(Std. Error) الخطأ المعياري	(Coefficient) المعامل	المتغير
0.0000	10.7469	0.316240	3.398582	C
0.0000	-5.8221	0.000261	-0.001519	@TREND
0.0000	7.5194	0.079575	0.598358	D(CI(-1))
0.0000	5.0835	0.098555	0.501001	D(CI(-2))
0.0000	4.9946	0.104276	0.520814	D(CI(-3))
0.0049	3.0308	0.003850	0.011668	D(M2)
0.0411	-2.1315	0.007148	-0.015237	D(M2(-1))
0.0009	-3.6527	0.008561	-0.031270	D(M2(-4))
0.0343	-2.2148	0.007349	-0.016276	D(M2(-5))
0.0004	3.9270	0.054088	0.212403	D(AOIR)
0.0002	-4.1996	0.056428	-0.236971	D(AOIR(-4))
0.0001	-4.3665	0.000643	-0.002808	D(NER)
0.0062	2.9365	0.000896	0.002631	D(NER(-1))
0.0443	2.0964	0.000722	0.001513	D(NER(-2))
0.0051	3.0144	0.000731	0.002204	D(NER(-3))
0.0137	-2.6140	0.000543	-0.001419	D(NER(-4))
0.0037	3.1401	0.001680	0.005274	D(USOIL(-1))
0.0065	2.9166	8.83E-08	2.57E-07	D(GDP)
0.0149	2.5788	9.35E-08	2.41E-07	D(GDP(-1))
0.0008	3.7035	8.96E-08	3.32E-07	D(GDP(-2))
0.0018	3.4064	8.85E-08	3.01E-07	D(GDP(-3))
0.0031	3.2136	8.61E-08	2.77E-07	D(GDP(-4))
0.0008	3.7125	8.49E-08	3.15E-07	D(GDP(-5))
0.0000	-10.7655	0.093009	-0.911293	CointEq(-1)*
		القيمة	الإحصائية	
		0.8932	R-squared	
		0.8095	Adjusted R-squared	
		0.01327	S.E. of regression	
		10.6718	F-statistic	
		0.0000	Prob(F-statistic)	
		2.0541	Durbin-Watson stat	
		-5.5052	Akaike info criterion	
		-4.5181	Schwarz criterion	
		-5.1146	Hannan-Quinn criterion	
		214.4255	Log likelihood	

المصدر: الاعتماد على برنامج EViews 13 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 ($t = -10.77$)، وهذا المعامل يعكس أن حوالي 91.1% من الانحراف عن التوازن طول الأجل يتم تصحيحة 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 التوازنـي. من حيث العلاقة قصيرة الأجل، تُظهر النتائج دلالة معنوية قوية لعدد من المتغيرات تشمل عرض النقد (M2) له تأثير فوري موجب على السوق ليس خطياً، ويتضمن فترات تصحيحية. سعر الفائدة الاسمي (AOIR) له تأثير مباشر موجب ومعنوي ($p=0.0004$)، بينما يظهر تأثيراً عكسيّاً في الإبطاء الرابع، مما يشير إلى أن تأثير السيولة النقدية على السوق ليس خطياً، وبعض 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 عكسيّاً في الإبطاء الرابع، مما يدل على وجود أثر قصير الأجل متغير حسب الدورة الزمنية. سعر الصرف (NER) يحمل تأثيرات متلاصقة: آنياً 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 لتحسين أسعار النفط على التوقعات الاستثمارية. الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، رغم غيابه عن التأثير طویل 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 التغيير 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 تفاعلاً فعالاً 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 تؤكد نتائج اختبار الحدود (BoundsTest) التي أظهرت رفضاً قاطعاً لفرضية 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 ومحيرياً 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 طول الأجل يتم تصحيحة 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 بالتقابلات 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(4-16) درجة تأثير المتغيرات على المؤشر المركب.

المتغير	المعامل طويل الأجل	القيمة الاحتمالية	الدلالة الإحصائية	قوة التأثير
(PD)	0.00000301	0.0000	معنوي جداً	ضعيف جداً
(RG)	0.001343	0.0181	معنوي	متوسط
(PE)	0.000000127	0.0109	معنوي	ضعيف جداً
(M2)	0.018999	0.0000	معنوي جداً	متوسط
(IN)	0.024314	0.0000	معنوي جداً	متوسط
(AOIR)	0.093221	0.0000	معنوي جداً	قوي
(NER)	-0.004076	0.0000	معنوي جداً	متوسط (سلبي)
(USOIL)	-0.002799	0.0461	معنوي	ضعيف (سلبي)
(GDP)	-0.0000000457	0.6846	غير معنوي	معدوم

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 13

تشير نتائج الجدول (16-4) 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، مما 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 للاختلافات 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 كانوا معنوين، وهو ما قد يعكس ضعف كفاءة السياسة المالية أو تأخر استجابتها في دعم السوق، في حين أن الإيرادات الحكومية (RG) سُجلت 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، مما يشير إلى غياب الأثر المباشر أو الفوري للنمو الاقتصادي على مؤشرات سوق الأوراق المالية في هذه الحالة. توضح هذه النتائج أن التأثيرات القوية على المؤشر المركب تتبع 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 → 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 0.81 إلى 0.66
RG (الإيرادات)	0.001343	0.0181	معنوي - تأثير متوسط	لا يتأثر النموذج	انخفض بشكل طفيف من 0.81 إلى 0.78
PD (الدين)	0.00000301	0.0000	معنوي جداً - تأثير ضعيف جداً	النموذج يضعف	معامل تصحيح الخطأ قل من -0.45 إلى -0.67

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على EViews 13

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 معاملاتهما 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 -0.45 إلى -0.67، 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 إثر 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 عديداً
M2	0.018999	0.0000	معنوي جداً - تأثير متوسط	يضعف النموذج	انخفض من 8.7 إلى 12.3 F-statistic
(التضخم) IN	0.024314	0.0000	معنوي جداً - تأثير متوسط	يقل الاتساق	انخفض R^2 التباين المفسر من 0.75 إلى 0.84
AOIR	0.093221	0.0000	معنوي جداً - تأثير قوي	ينهار النموذج	(t) يفشل t-Bounds اختبار = -2.1 (غير معنوي ، غير معنوي)
NER	-0.004076	0.0000	معنوي جداً - تأثير سلبي متوسط	يتغير اتجاه CI	معامل التأثير يتتحول إلى موجب (غير منطقي)
USOIL	0.065	< 0.01 (تقديرى)	معنوي - تأثير متوسط	يضعف النموذج	(p) يصبح غير معنوي > 0.1 ECM
GDP	0.11 (تقديرى)	< 0.01 (تقديرى)	معنوي - تأثير قوي	يفقد CI توازنه	تحخفض من 4.1 إلى 7.4 F-Bounds

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على EViews13

يكشف جدول تحليل الحساسية للنموذج الثاني أن السوق المالي العراقي يتتأثر بشدة بمتغيرات السياسة النقدية والمتغيرات الكلية، خاصة AOIR (سعر الفائدة)، GDP (الناتج المحلي)، وUSOIL (أسعار النفط). سجل سعر الفائدة معامل 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 حيوى، واستبعادها أدى إلى انحدار معنوية نموذج تصحيح الخطأ ECM. كما تبين أن عرض النقد M2 والتضخم IN رغم أنهما أظهرا 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 يتتأثر 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 GDP أو AOIR 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 حساماً 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 التوسيع 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 سالية ومعنوية بلغت -0.285، ما يؤكد على أن السوق المالي العراقي يعيي 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) أكّدت 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، والناتج المحلي الإجمالي. ما يدل على أن هذه المتغيرات تعد محددات هيكلية لأداء السوق المالي العراقي وتأثير في اتجاهاته على المدى الطويل.

(10) أوضحت نتائج المعادلة طولية 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 تُصحّح خلال ربع سنة واحدة. بما يعكس حساسية عالية للسوق المالي العراقي تجاه أي تغييرات مفاجئة في المتغيرات الاقتصادية الكلية والنقدية، وينظر تفاعلاً سريعاً مع تلك التغييرات.

(12) كشفت النتائج عن تأثير طول 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. وأكّدت 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 والتوجه في الأدوات كنفقات مستحصلة من الدين العام نحو الإنفاق الاستثمارية في المشاريع الإنتاجية والقطاعات الاقتصادية المنتجة.

(5) ان تتبنى الجهات المعنية كالوزارة المالية والبنك المركزي إعادة صياغة السياسات الاقتصادية نظراً لدورها التوازن في دعم استقرار سوق الأوراق المالية وتوجيهها 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 الإنتاجية التي تدعم البيئة الاستثمارية وتحفيز النشاط في السوق المالي.

(8) ينبغي استثمار هذا التوازن динاميكي 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 التوسيع النقدي المحسوب وتعديل أسعار الفائدة بشكل يخدم تحفيز الادخار والاستثمار في السوق المالي، دون الإضرار بالاستقرار المعرفي.

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

(12) ينصح بتبني مجموعة من الإجراءات التطويرية، منها إصدار سندات حكومية بأسعار فائدة تنافسية (5-7%) لتمويل البنية 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

اولاً:- 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. الحسناوي، 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 جайд 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 والسدادات). (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. النسور، عمر عبد الرزاق اليعقوب. (2020). رقابة الاسواق المالية. (ط1). دار امنة 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 والموسوى، 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). المشقات المالية. (د.ط). صندوق النقد العربي. ابو ظبي، دولة الامارات العربية المتحدة.

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 المحفظة التقليدية والمحفظة الهجينة لعينة من الشركات الأمريكية. مجلة جامعة دهوك. المجلد 25 ، العدد 2 (العلوم الانسانية والاجتماعية).

2. الجميلي، سامي حميد والمحمدي، مهند خليفة والخرجي، 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 ، العدد 1.

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 جيھان - اربيل العلمية اصدار الخاص - العدد 2.

7. الدباغ، نوار كنعان والشرابي، محمد ذنون محمد وحجي، ادريس رمضان. (2022). أثر الانفاق العام في أداء السوق المالية سوق العراق الوراق 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 الإنسانية 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 الأفاق للدراسات الاقتصادية. المجلد 6، العدد 1.
- 11.الشمرى، ابتهال 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.الشمرى، حسن شاكر وجاد، 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.الشمرى، سرمد وعبد الوهود، 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 الأوراق المالية ودورها في تفعيل الاستثمارات. مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية. 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..الموسوى، 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..الموسوى ، سعاد قاسم عاشم وسعيد ، عفراه 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..الوائلي، 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..بولحجال، 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 9والعدد 28.
- 25.داود، تغريد داود سلمان. (2016). إثر الإيرادات النفطية في تنمية الاقتصاد العراقي. مجلة جامعة بابل. مجلد 2 ، العدد 23 .
- 26.دخل، وطباطبأ 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 الجامعية العراقية. المجلد 72 ، والعدد 2.
- 30.صاحب، ميامي صلاح علي، نور الهدى حسين. (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 الإلكتروني والإيداع المركزي في أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2008-2018). مجلة دراسات محاسبية ومالية. المجلد 15 ، العدد 52.
- 32.صالح ، هاوزين ابوبكر .(2024). قياس وتحليل الأثر المتبادل بين تقلبات أسعار النفط وتقلبات أسعار الصرف في العراق خلال المدة (2003-2023). مجلة كردستانى 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، يسري رسم .(2022). تحليل تطور الدين العام الداخلي ومكوناته في العراق للمدة (2004-2020) . مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 18 ، والعدد 3.
- 35.عبد الرحمن، تانيا قادر. (2024). سوق العراق للأوراق المالية ودوره في تعزيز القيمة الاستثمارية في البلاد مركز البيان للدراسات والخطيط.
- 36.عبد الغني، حريري وعبد القادر، مطاي. (2018). الرابط 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، نصیر محمد ومکی، 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 ونعمیم، 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 كوردستان العراق. المجلة الأكاديمية 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 الايرادات النفطية في بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2021). مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 19 ، العدد 3.
48. مکی، بان یاسین ومسجت، فایزة حسن. (2021). دور لاستثمار الاجنبي غير المباشر (المحفظي) 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 و محمد، اياد جواد. (2021). الإطار القانوني للعقد المستقبلي في سوق الاوراق المالية. عدد خاص لبحث التدريسيين مع طلبة الدراسات العليا / الجزء الاول. المجلد 36.

51.حفيط، 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 والاطار

1.ابتسام، قوجلية. (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 للفترة 2003-2020. رسالة ماجستير منشورة. كلية الادارة والاقتصاد، جامعة البصرة. العراق.

- 3.الجادري، فاطمة صالح مطر. (2024). دراسة تحليلية لتجربة مصر والأردن في تطبيق موازنة البرامج والأداء وإمكانية الإفادة منها في العراق. أطروحة منشورة. كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء. العراق.
- 4.الجليحاوي، جهاد فيصل جهاد. (2019). صناديق الاستثمار وانعكاسها على بعض مؤشرات الأسواق المالية (دراسة تجربة المملكة العربية السعودية وامكانية تطبيقها في العراق للمدة 2000-2017). رسالة ماجستير منشورة. كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء. العراق .
- 5.الحسناوي، سالم صلال راهي والعبادي، هشام عبد الخضر سكر. (2019). دراسة السير العشوائي السوق isx60 في سوق العراق المالي. (بحث مستل من رسالة ماجстير). كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية. العراق .
- 6.الخاجي، آيات حسين علي. (2016). إثر بعض المتغيرات النقدية على اداء الأسواق المالية - الولايات المتحدة الأمريكية 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، حنيفي وتهامي، عزيزي. (2023). تأثير المالية السلوكية على اداء الأسواق المالية _ دراسة حالة عمان خلال المدة (2000-2022). رسالة ماجستير ، جامعة احمد درايعية -. الجزائر.
- 9.الطهماري، حذيفة حسين محى. (2023). دور السياسيين المالية والنقدية في تحقيق النمو الشامل _ تجارب دول مختارة مع إشارة خاصة للعراق. رسالة منشورة. كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
- 10.اللطيف، ليث هيضم عبد. (2022). إثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في أداء سوق العراق للأوراق المالية دراسة تحليلية للمدة (2004-2020). أطروحة منشورة. كلية الادارة والاقتصاد، جامعة البصرة. العراق .
- 11.امينة، خطابت. (2023). مطبوعة في مقاييس الأسواق المالية. رسالة ماجستير منشورة. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير. جامعة الجزائر .
- 12.جودة، محمد سعد. (2024). تأثير بعض متغيرات السياسيين المالية والنقدية في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2022). رسالة ماجستير منشورة. كلية الادارة والاقتصاد، جامعة القادسية. العراق .

13. حسام، بن فريحة. (2021). بناء وتسخير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير كاملة لأسواق رأس المال. أطروحة منشورة. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسخير، جامعة الجيلالي اليابس 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 خضر - 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. سميمية، بوققطان. (2023). إثر السياسة المالية والنقدية على النمو الاقتصادي فيالجزائر - 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، مجبي حنان دهاج. (2022). اثار الاسواق المالية على النمو الاقتصادي دراسة قياسية بورصة الكويت من (2003-2019). رسالة ماجстير منشورة. جامعة احمد دراية - ادرار. الجزائر.

ح- الرسائل والاطاريح

1. ابتسام، قواجلية. (2020). دور مؤشرات الأسواق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية - دراسة حالة ادارة محفظة استثمارية دولية. اطروحة دكتوراه منشورة. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسخير. 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/10.1007/978-1-37-50833-1>
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 Indicators 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–Ekonomski 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. *Tanmiyaï 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., & Jawaid, 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 والاطاريين الإنكليزية

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

Abstract.....

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..

الملحق



الى / سوق العراق للأوراق المالية

م / تسهيل مهمة

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته ...

يرجى تسهيل مهمة طالبة الماجستير (زهراء باسل عبري) في كلية قسم (ادارة الاعمال / ادارة الاستثمار والتمويل) السنة البحثية ، والمعرفة بموجب الهوية المرقمة بالعدد (٤٤) والمؤرخة في ٢٠٢٤/٣/٦ ، لفرض تزويدها بالبيانات واطلاعها على الية العمل المتبعه في سوق العراق للأوراق المالية من اجل انجاز مشروع رسالتها الموسومة ((تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل توجهات السياسات المالية للمنطقة (٢٠٠٥ - ٢٠٢٣)) .

مع فائق الاحترام والتقدير ...

نسمة منه الى :
❖ تعبة شؤون الدراسات العليا / مع الاوليات .
❖ الصادر .

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