

## تحليل بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٢٠-٢٠٢٤) (\*)

الباحث: وطبان ابراهيم دخيل

جامعة الفوجة

كلية الإدارة والاقتصاد

[cae.wad@uofallujah.edu.iq](mailto:cae.wad@uofallujah.edu.iq)

أ.م.د احمد محمد جاسم العكدي

جامعة الفلوجة

كلية الإدارة والاقتصاد

[dr.ahmedmohammedj@uofallujah.edu.iq](mailto:dr.ahmedmohammedj@uofallujah.edu.iq)

ISSN 2709-6475

DOI: <https://dx.doi.org/10.37940/BEJAR.2023.4.5.5>

تأريخ النشر ٢٠٢٣/٥/٣٠

تأريخ قبول النشر ٢٠٢٢/٩/٢٣

تأريخ استلام البحث ٢٠٢٢/٩/١٣

### المستخلص

يهدف البحث الى تحليل مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية (حجم التداول، القيمة السوقية للأسهم، مؤشر العام للسوق (isx60) للمدة ٢٠٢٠-٢٠٢٤)، فضلاً عن التعرف إلى مفهوم الأسواق المالية ووظائفها، وتوصلت الدراسة إلى أن الأسواق المالية هي النظام الذي يتم من خلاله جمع المدخرات من الوحدات الفائضة التي ترغب في الاستثمار وإعادة توزيعها على وحدات ذات عجز مالي تحتاج إلى أموال لغرض الاستثمار وسوق العراق للأوراق المالية يُعد أحد المؤسسات الهامة التي تقوم على جمع الثروات وإدارتها وتوجيهها باتجاه مجالات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني مما يزيد من رفاهية المجتمع، وكذلك تبين أن الوضع الأمني والسياسي في العراق مرتبط ارتباطاً وثيقاً بصورة وأخرى، وهذا ما اثبتته الظروف التي مر بها العراق خلال عامي ٢٠١٤-٢٠١٥ وما تلاها، وأوصت ضرورة تحقيق الاستقرار الأمني والسياسي في العراق لأنه سيكون عاملاً جاذباً لأصحاب رؤوس الأموال للاستثمار في العراق في السوق العراقية للأوراق المالية وغيرها، مما ينتعش وضع العراق الاقتصادي والمالي ضرورة تطوير الهياكل المؤسسية والخبرات الفنية وتوفير الكادر البشري المتخصص والكفاءات العلمية من ذوي الخبرة والاختصاص في مجال العمل في الأسواق المالية.

**الكلمات المفتاحية:** حجم التداول، القيمة السوقية للأسهم، مؤشر العام للسوق المالية.



مجلة اقتصاديات الأعمال

المجلد (٤) العدد (٥) ٢٠٢٣

الصفحات: ٨١-١٠٠

(\*) البحث مستل من رسالة ماجستير للباحث الثاني.

## **Analysis of Some Indicators of the Iraq Stock Exchange for the Period (2004-2020)**

### **Abstract**

The research aims to analyze the indicators of the Iraqi market for securities (trading volume, market value of shares, the general index of the market (isx60) for the period 2004-2020) in addition to identifying the concept of financial markets and their functions. The study concluded that the financial markets are the system through which savings are collected One of the surplus units that wish to invest and redistribute them to units with a financial deficit that need funds for the purpose of investment. The Iraqi Stock Exchange is one of the important institutions that collect and manage wealth and direct it towards investment fields that support the national economy, which increases the welfare of society, as well as showing The security and political situation in Iraq is closely linked to one way or the other, and this was proved by the circumstances it went through Iraq during the years 2014-2015 and the following, and recommended the need to achieve security and political stability in Iraq, because it will be an attractive factor for capital owners to invest in Iraq in the Iraqi market for securities and other things, which will revive Iraq's economic and financial situation. Experienced and specialized in the field of work in the financial markets.

**Key words:** Trading Volume, Market Value of Shares, General Index of the Financial Market.

## المقدمة:

تعد الأسواق المالية دوراً متزايد الأهمية في الحياة الاقتصادية للعديد من الدول لما لها دور مهم في نشاط الشركات وأصحاب المصالح والمستثمرين أصبحت الخيار الواقعي في رفع درجات رؤوس الأموال واتساع خطط التمويل، ويعد سوق العراق للأوراق المالية أحد القنوات الرئيسية لتعبئة وتوجيه الموارد المالية المتاحة بين المدخرين والمستثمرين، ويعد السوق المالي الواجهة للوضع الاقتصادي العام في البلد، يعدّ استقرار الأسواق المالية مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية العامة للدولة، وعدت مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من المؤشرات الاقتصادية المفيدة لاتجاهات النشاط الاقتصادي ولتقويم أداء الأسواق المالية للكشف عن التطورات التي حققتها، وأن سوق الأوراق المالية في العراق يتأثر بالعديد من العوامل من داخل السوق وخارجها بما فيها أسعار النفط، إذ يكون عدد منها ذا تأثير إيجابي في أداء السوق ويكون عدد آخر ذا تأثير سلبي، مما يسبب التقلبات في مؤشراتها وللمحد من التقلبات في مؤشرات السوق ينبغي التعرف على العوامل المسببة لهذه التقلبات.

## أهمية البحث:

تتطلب أهمية البحث في كون سوق العراق للأوراق المالية له تأثير مباشر وغير مباشر على الاقتصاد العراقي، وكذلك دورة في عملية التنمية الاقتصادية من خلال توفيره للفرص الاستثمارية، وكذلك يتطرق هذا البحث إلى تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية كونه سوق ناشئ، وهذا البحث محاولة للتعرف على مدى التغلب في بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية.

## مشكلة البحث:

إن سوق العراق للأوراق المالية عرض للتذبذب المستمر بسبب طبيعة الاقتصاد العراقي أحادي الجانب في الحصول على الإيرادات التي من الممكن أن تؤثر على سوق العراق للأوراق المالية، وكذلك الأوضاع التي مر بها الاقتصاد العراقي خلال مدة البحث.

## فرضية البحث:

ينطلق البحث من فرضية مفادها هل هناك عوامل مؤثرة في نشاط سوق العراق للأوراق المالية؟

## يهدف البحث:

١. مفهوم الأسواق المالية وأهميتها.
٢. نبذة تاريخية عن سوق العراق للأوراق المالية.
٣. تحليل مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية (حجم التداول، القيمة السوقية للأسهم، مؤشر العام للسوق (isx60) للمدة ٢٠٢٠-٢٠٠٤).

## المحور الأول: الإطار النظري للأسواق المالية:

### أولاً: مفهوم السوق المالية:

يمثل السوق بالمعنى الشامل المنطقة التي يمكن أن يلتقي فيها البائع والمشتري لإتمام عملية التبادل بغض النظر عن المكان، وهذا يعني أن السوق لا يتم تحديده من خلال موقع جغرافي معين،

ولكن يجب أن يكون هناك وسيلة اتصال متطورة لإجراء عملية الاتصال بين البائع والمشتري لإجراء عملية التبادل هناك العديد من التعريفات للسوق المالي عادة ما يتم إعطاء هذا الاسم لسوق الأوراق المالية بما في ذلك الأسهم والسندات، إذ يطلق عليه أحياناً مصطلح البورصة، إذ أن الأسواق المالية تعد من القطاعات الهامة لرأس المال المستثمر الذي يتعامل بالأوراق المالية لتوفير السيولة للأموال المستثمرة، فهي تمثل الجهاز التي تم من خلاله التمويل، وذلك عن طريق تحويل الأوراق المالية بسهولة إلى نقود حاضرة (عبدالحكيم ودلول، ٢٠١٦: ٢٥٥)، وكذلك فإن هذه الأسواق المالية لها دوراً مهماً في تعزيز النمو الاقتصادي من خلال دور الوسيط في تعبئة المدخرات الخاصة للاستثمار وتعزيز تدفقات رأس المال ووردت عدة تعريفات: (Jalloh, 2016: 77)

١. الأسواق المالية هي الأسواق التي يتم فيها تبادل الأصول المالية القابلة للتسويق الصادرة عن الشركات والحكومات تتيح الأسواق المالية التخصيص الفعال لرأس المال بين الاستخدامات المتنافسة (Vishwanat, 2007: 36).

٢. عرفت أيضاً أسواق المال (كوسيلة لا يتم فيها الوفاء بشرط المكان التي يلتقي فيها البائعون والمشترون والوسطاء والمتعاملين ذوي المصالح المادية أو المهنية بأدوات رأس المال والنقد أو العملات الأجنبية لغرض التوثيق والمتاجرة بأنواع مختلفة من الأصول العقارية والمالية والنقدية لفترات طويلة وقصيرة متفاوتة حسب القوانين والأنظمة وإلى حد ما العادات والتقاليد) (معروف، ٢٠٠٣: ٥٨).

٣. هي ملتقى عرض الأموال (المدخرين) والطلب عليها (المستثمرين)، إذ تساعد في تحويل جزء من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد في تكوين وتصنيع رأس المال، وهو من أهم العوامل من المنتج (الغالي وعدنان، ٢٠١٩: ٢٠).

٤. يتم تعريف الأسواق المالية على أنها الأماكن التي يتم فيها تداول الأصول المالية، إذ يندفق المال من تلك الوحدات الادخارية إلى الوحدات المستثمرة، إذ يتم تحويل الأموال من تلك الوحدات التي تتخذ ولديها فائض مالي وليس لديها استثمارات كافية فرص استخدام هذه الأموال للوحدات التي لديها فرص استثمارية ولكن ليس لديها أموال كافية للاستفادة من هذه الفرص (التهامي، ١٩٨٥: ٩).

## ثانياً: أركان الأسواق المالية:

### ١. المقرضين:

وهم الأفراد والمؤسسات المالية التي تزيد دخولهم عن احتياجاتهم الاستهلاكية، ويمكن أن تقوم المؤسسات المالية بدور المقرض أو المستثمر في الأسواق المالية، إلا أن مدخرات الأفراد تبقى هي المصدر الرئيس للاستثمار، وتهتم هذه الفئة بعوامل عدة تتمثل في معدل العائد المتوقع على الاستثمار، وعامل السيولة والامان وتاريخ الاستحقاق (عبدالخالق، ٢٠١٠: ٢١٦).

### ٢. المستثمرون:

وهم الأفراد والمؤسسات المالية الذين تقل دخولهم النقدية عن تلبية احتياجاتهم الاستهلاكية، وتستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة عن طريق قيام المؤسسات أو الشركات الاستثمارية بإصدار أصول مالية قابلة للتداول في السوق المالي، أما الأفراد فيستطيعون الحصول على الاموال عن طريق الاقتراض المباشر من المؤسسات المالية، وفي هذه الحالة يجب أن يكون هناك عقد مبرم بين المؤسسات المالية (المقرضة) والفرد (المقرض) يدون في هذا العقد مبلغ

القرض والمدة الزمنية للقرض وسعر الفائدة وتواريخ دفع اقساط الفائدة وتاريخ استحقاق السداد (خربوش وآخرون، ٢٠١٢: ١٢).

### ٣. الوسطاء الماليون:

الذين يمثلون الركن الثالث للأسواق المالية والذين لهم دوراً مهماً في الاقتصاد بعدد حلقه تواصل بين وحدات الفائض ذات الأموال المدخرة ووحدات العجز لتلك الأموال، إذ يعملون على نقل المدخرات إلى المؤسسات ذات العجز مما يوفر التمويل اللازم بها ويعد هذا التمويل غير مباشر، أما التمويل المباشر إذ يقوم المقترضون باقتراض الأموال من الوحدات المدخرة "الوحدات التي ترغب بالاستثمار" على نحو مباشر في الأسواق المالية، وذلك من خلال بيعهم للأصول المالية (القرشي، ٢٠٠٩: ١٨٨).

### ثالثاً: وظائف السوق المالية:

١. تشجيع الادخار: ويتم ذلك من خلال توفير مناطق لتشغيل الأموال التي تم توفيرها، خاصة لمن تزيد دخولهم عن نفقاتهم وليس لديهم الوقت الكافي لمتابعة المشاريع الاستثمارية التي يرغبون في إنشائها، وذلك لأن الاستثمار في سوق الأوراق المالية يوفر فرصاً استثمارية جيدة تحفز المدخرين على زيادة مدخراتهم والاستفادة من فرص الاستثمار في السوق (هيئة السوق المالية، السعودية، ٦).

٢. تقوم الأسواق المالية بتزويد الأفراد والمشاريع بالمعلومات المالية المتعلقة بالأصول المالية المختلفة المتوفرة في السوق المالي، وكذلك توفير المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات، وهذا يؤدي إلى تقليل تكلفة الحصول على هذه المعلومات كونها مؤسسات مالية متخصصة (الغزولي، ٢٠١٦: ١٢٣).

٣. توفير السيولة: وهي من أهم الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية بعد وظيفة تعبئة المدخرات، إذ توفر الأسواق المالية سوقاً مستمرة لتداول الأوراق المالية الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة وتشجع ميزة السيولة المستثمرين على توظيف مدخراتهم في شراء الأوراق المالية طالما أنه يمكن تحويلها بسهولة وبسرعة إلى نقود حاضرة، وتساهم السيولة في تدعيم الاستثمارات طويلة الأجل وتوسيعها، مما ينعكس بالإيجاب على النمو الاقتصادي والمستوى المعيشي للأفراد، ويتميز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالمرونة وسهولة التعامل ببعاً وشراءً مقارنة بالاستثمار في العقارات أو الأصول الثابتة الأخرى، كما يتميز بإمكانية استثمار أي مبلغ سواء لمدة طويلة أم قصيرة (عباس، ٢٠١٨: ٨).

٤. تخفيف المخاطر: تعد هذه الوظيفة من أهم الوظائف الاقتصادية للأسواق المالية، وتوفر الحماية للعديد من الشركات ذات المخاطر المالية، إذ تساهم هذه الوظيفة في تطوير الاستثمارات المالية التي تعمل فيها الشركات المساهمة من خلال إنشاء الأسواق وبناء محفظة مالية تحتوي على أنواع مختلفة من الأوراق المالية لقطاعات مختلفة من أجل توزيع وتقليل المخاطر، فضلاً عن تسهيل عملية التحويل من المقترضين إلى المدخرين (هندي وآخرون، ١٩٩٧: ٤٨).

٥. سوق الأوراق المالية: هو وسيلة لتخزين الثروة، للمدخرين على أساس مجموعة من المزايا التي توفر لهم الربح والأمان وزيادة الثروة، لا تخضع الأدوات المالية في البورصة مثل الأسهم والسندات للانقراض تعد دخلاً خلال فترة الاحتفاظ، فضلاً عن مخاطر أقل مقارنة بباقي أشكال

الثروة مثل الأصول الأخرى كالعقارات والسيارات (ال طعمة، ٢٠١٤: ٧). إن هذه الوظائف تعطي صورته واضحة عن الدور الذي تؤديه السوق المالية خلال تعاملاتها اليومية.

#### رابعاً: أنواع الأسواق المالية:

##### ١. أسواق النقد:

إنه جزء من سوق الدخل الثابت ويتكون من أوراق دين قصيرة الأجل ذات سيولة عالية. عادة ما تكون هذه الأوراق المالية ذات قيمة كبيرة، لذا فهي بعيدة عن متناول المستثمر العادي. ومع ذلك، فإن الصناديق في سوق المال توفر الحلول المناسبة لصغار المستثمرين من خلال العمل على جمع مواردهم واستخدامها في شراء سلة متنوعة من الأوراق المالية المصدرة في السوق للاستثمار فيها لصالح هؤلاء المستثمرين (باكير، ٢٠٠٨: ٤٠). تتعامل أسواق النقد بالأدوات المالية القصيرة الأجل أي التي تقل فترة استحقاقها عن عام، وتتشكل من المصارف التجارية والمؤسسات المالية الرئيسية العاملة في أسواق المال، فضلاً عن شركات الصيرفة والوكلاء والمتخصصين في التعامل واذونات الخزنة وأنواع الأدوات المالية القصيرة الأجل الأخرى، ومن الأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق النقد يمكن ذكر الودائع المصرفية وودائع الأجل وودائع الادخارية وشهادات الإيداع والأوراق التجارية وصناديق استثمار السوق النقدي والقبولات المصرفية واذونات الخزينة وغيرها، ويعد البنك المركزي أهم المؤسسات المشاركة في أسواق النقد كونه السلطة النقدية التي تضع وتدير السياسة النقدية بما يتناسب مع الأوضاع الاقتصادية وأهداف السياسة النقدية، ويقوم البنك المركزي بمراقبة النظام المصرفي ويؤدي دور الوكيل لوزارة المالية في إدارة عمليات إصدار اذونات وسندات الخزينة وتسديد المستحقة منها (صالح، ٢٠٠٨: ٦٩).

##### ٢. أسواق رأس المال:

هي الأسواق التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تستحق أكثر من عام واحد، مثل أدوات حقوق الملكية (الأسهم بأشكالها المختلفة)، وأدوات الدين (السندات) والقروض المصرفية طويلة الأجل، وبالتالي فهي موجهة نحو تمويل رأس المال الثابت للوحدات الاقتصادية (قندوز، ٢٠٢١: ١٦) ويمكن تقسيم سوق رأس المال إلى أسواق فورية آجلة:

##### أ. أسواق آجلة:

ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وتتعامل أيضاً بالأسهم والسندات، لكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق (هندي وقرباس، ١٩٩٧: ١١).

##### ب. الأسواق الفورية:

وهي الأسواق التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المتداولة فوراً من تاريخ إبرام الصفقة ويمكن تقسيمها إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية: (محمد، ٢٠٠٩: ٣٢)

##### (١) السوق الأولية:

يقصد بالسوق الأولي، السوق الذي أنشأته مؤسسة متخصصة تقدم فيه لأول مرة الأوراق المالية التي أصدرتها لحساب مؤسسة تجارية أو لبيع وكالة حكومية معينة. وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنك الاستثمار أو المتعهد مثل مؤسسة مارلنش ومورجان ستانلي واخوان سالمون في الولايات الأمريكية، أما البلدان ذات السوق المالية الصغيرة إذ قد تتولى بعض البنوك التجارية عملية الإصدار. فالسوق الأولي هو السوق الذي تنشأ فيه علاقة بين مصدر الأوراق المالية (الأسهم والسندات) والمشتري الأول فيها (ال طعمة، ٢٠١٤: ١٧).

**(٢) السوق الثانوية:**

السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بين المستثمرين بعد بيعها من قبل مُصدرها في السوق الأولية، ويكون بيع الأوراق المالية من أجل الحصول على السيولة لإعادة الاستثمار في الأوراق المالية البديلة يتبين بان الجهة المصدرة تمثل طرفاً للتعامل في السوق الأولية في حين لا تكون كذلك في السوق الثانوية، فضلاً عن وجود علاقة وتأثير متبادل بين عمل السوقيين، إذ يؤدي تطوير وتوسيع عمل السوق الأولية إلى تطوير وتوسيع السوق الثانوية، من خلال تطوير وتنويع وتوسيع نطاق عمل السوقيين. اصدارات جديدة من خلال السوق الأولية مما يتيح إمكانية التطوير والتوسع في نشاط السوق المالية الثانوية (خلف، ٢٠٠٦: ٤٦) بالنظر إلى وجود العديد من الأسواق الثانوية لأنواع مختلفة من الأوراق المالية، يمكن تصنيف إجراءات التعامل في هذه الأسواق إلى فئتين أساسيتين:

**- الأسواق المنظمة:**

هي الأسواق التي تعمل في ظل موقع مادي محدد، يتم فيه تبادل الأوراق المالية بين المدخزين والمستثمرين من خلال مجموعة من أعضاء السوق المرخص لهم بممارسة العمل في البورصة (شركات الوساطة المالية)، ولكن بعد تطور التكنولوجيا ووسائل الاتصال، انخفضت أهمية الإطار المادي لهذا السوق، إذ حلت الوسائل التكنولوجية محل الموقع المحدد (الزهر، ٢٠٢٠: ٢٥).

**- الأسواق غير المنظمة:**

يستخدم مصطلح الأسواق غير المنظمة للمعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة (أي خارج البورصات)، لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملة تقوم الشركات المالية أو البنوك أو الوسطاء بالمعاملات حسب الأسعار المعلنة، يلعب الوسيط دوراً رئيسياً في هذا السوق الذي يتميز بمرونة عالية، لأن صفقات التحصيل تتم بسرعة عن طريق وسائل الاتصال المتاحة دون حاجة البائع للقاء المشتري، إذ يستخدم شبكة اتصال سريعة تربط السماسرة والتجار والمشتريين، أي يتم التداول بين صاحب الورقة المالية والمشتري دون الحاجة لحضور المصدريين. وعلى الأغلب ينضم المتعاملين في السوق غير المنظم بجمعية أو رابطته تسمى بالرابطه الوطنية لتجار السوق المالية، وينظم هذا الاتحاد العمل في هذا السوق ويمنح التراخيص للوسطاء (سلطان، ٢٠١٥: ٢٥) وتنقسم هذه السوق إلى:

\* السوق الثالث: مثل قطاعاً من السوق غير الخاضعة للتنظيم ويتكون من بيوت السماسرة غير المسجلين في السوق المنظمة، الذين لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة وغير المسجلة بأي عدد. تلجأ العديد من المؤسسات والشركات إلى التعامل في هذا السوق، وذلك لقلّة التكلفة وسهولة التعامل وبساطة الإجراءات على عكس ما هو متوفر في السوق العادي، ومن أهم الجهات المتعامله في هذه السوق، صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار وشركات التأمين (المعموري، ٢٠٠٩: ٢٠).

\* السوق الرابع: تكون المعاملة في هذه السوق بشكل مباشر ودون وساطة بين المؤسسات الكبيرة ليتم استبعاد شركات التجارة والسماسرة في الأوراق المالية، حتى يتم تخفيض الانفاق الخاص بالصفقات العالية، في هذه الحالة يجب على المؤسسات البحث عن البائع للأوراق المالية أو المشتري لها (ال طعمة، ٢٠١٤: ٢٠)، ويتم التعامل بين الشركات من خلال شبكة اتصال

الكثرونية (انستنت)، إذ يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة أسعار الأوراق المالية وحجم المعاملات.

## المحور الثاني: واقع سوق العراق للأوراق المالية:

### أولاً: نشأة سوق العراق للأوراق المالية:

إن أول الأسواق نشأت في العراق هو (سوق بغداد للأوراق المالية) الذي تم تأسيسه بموجب القانون المرقم (٢٤) لعام (١٩٩١)، تم اصدر هذا القانون نتيجة لما شهده اقتصاد العراق من الاختلال الهيكلي في ذلك الوقت، فقد تضمن هذا القانون (أحد عشر) فصل و(خمسون) مادة، إذ تناولت هذه المواد أهداف السوق، وكيفية العمل في الأسواق، وتحديد أنظمة التداول داخل السوق ومع الخارج أي مع الأسواق المالية العربية. وأيضاً تناولت بعض المواد المتعلقة بالهيئة العامة للأسواق المالية والمهام الرئيسية المكلفة بها، وقد بينت بعض المواد الهيكل الداخلي لسوق بغداد للأوراق المالية وتشكيل مجلس إدارة ومدير عام السوق والمهام التي يقوم بها المجلس، وكذلك تضمنت بعض المواد بتشكيل نظام رقابي على جميع المتعاملين في السوق، وأيضاً الرقابة على الشركات المدرجة وغيرها، فقد استطاع سوق بغداد للأوراق المالية في ذلك الوقت إدراج (113) شركة عراقية (مساهمة وخاصة ومختلطة) تمكن من اجتذاب معدلات تداول سنوية تجاوزت أكثر من (27) مليون دولار، ولكن في ذلك الوقت كان العراق قد مر بفترة حصار وركود اقتصادي نتجت عنها آثار سلبية على عمل التداول (اثير، ٢٠١٧: ٦١)، وبعد ذلك أصبح السوق في نهاية عام (٢٠٠٠) يضم (99) شركة مساهمة في السوق منها (34) شركات صناعية و(34) شركة خدمية و(21) شركة زراعية و(10) شركات مصرفية، وعلى مر الظروف والأوضاع الاقتصادية المتدهورة في الداخل بسبب الحصار الشامل وانقطاع الإيرادات الناجمة عن تصدير النفط، إلا أن العديد من الشركات حققت أرباح عالية وتضاعفت أسعار الأسهم لديها، خاصة للمستثمرين الذين قاموا بالاحتفاظ في الاسهم لمدة طويلة، على الرغم من هذه تعرض السوق المالية إلى انتكاسة حادة أفقدته ما كان عليه، بسبب الأوضاع السياسية المضطربة والحصار والاحتلال الأمريكي على البلاد وانخفاض أسعار الصرف والزيادات الكبيرة في رؤوس الأموال للشركات إدت إلى غرق السوق المالية بالاسهم المصدرة بأكثر من (39.8) عام (٢٠٠١)، وكذلك الاشاعات المتشائمة التي يروج له المستثمرين والوسطاء لرفع أو تخفيض اسهم بعض الشركات للحصول على الأرباح السريعة، فضلاً عن انعدام الشركات (صناعة الأسواق) التي يمكن أن تحافظ على مستوى الأسعار دون التدهور وإعادتها إلى التوازن واستمرت السوق حتى توقفت عام (٢٠٠٣)، وبعد أن بقيت السوق مغلقة ما يقارب (15) شهر عاد العمل بشكل رسمي بتاريخ (٢٤/٦/٢٠٠٤) بإسم سوق العراق للأسواق المالية وفق أنظمة جديدة وضعتها سلطات الاحتلال بهدف فسخ المجالات للاستثمارات الأجنبية، إذ استمر السوق حتى بلغ عدد الشركات نهاية عام (٢٠٠٨) إلى (96) شركة منها مصرفية وأخرى استثمارية وخدمية وصناعية وسياحية وزراعية (وهم، ٢٠٠٩: ١٥١). وشهدت آليات التداول مرحلتين من النشاط:

### ١. مرحلة التداول اليدوي (٢٠٠٤-٢٠٠٩):

نظمت أول جلسات التداول في حزيران من عام ٢٠٠٤ بآليات التداول اليدوي الذي يقصد به تسجيل أوامر البيع والشراء على اللوحات البلاستيكية، ويتم التداول على أسهم الشركات عندما يتم تطابق سعر البيع مع سعر الشراء وفق العرض والطلب في السوق المالي، ثم تجري عملية التسوية

للسهم بموجب عقود التحويل ونقل الملكية في مركز الايداع يدوياً وتسدد أقيامها بموجب تقرير المقاصة والتسوية المالية بين الدائن والمدين، ولم يكن للمشتري القدرة على البيع الأبعد استلام شهادة الأسهم من الشركة (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، ٢٠١٢: ٣).

## ٢. مرحلة التداول الإلكتروني منذ نيسان عام ٢٠٠٩:

انتقل التداول في سوق العراق للأوراق المالية اعتباراً من جلسة يوم الاحد الموافق ٢٠٠٩/٤/١٩ الى التداول الالكتروني لأول مرة في تاريخ العراق، واستبدلت اللوحات البلاستيكية بمحطات التداول الالكتروني في مقر السوق وأيضاً في (47) موقع لشركة وساطة خارج مبنى البورصة والتداول عبر شبكة (WAN)، فضلاً عن موقع هيئة الأوراق المالية الذي يتولى مراقبة التداول، وأيضاً في محافظتي (اربيل والسليمانية) في فروع لشركة الربيع للوساطة بالأوراق المالية، واصبح عدد جلسات التداول خمس جلسات اسبوعياً اعتباراً من ٢٠٠٩/١١/١ وفقاً لنظام التداول الالكتروني، وأصبحت عملية نقل الملكية تتم في اليوم نفسه وفقاً للنظام الالكتروني والتسويات المالية تتم بعد الجلسة مباشرة (أي إن التسويات المالية تتم في اليوم نفسه) بعد أن كانت تستغرق ستة أيام للتسوية على الأقل في مرحلة التداول اليدوي، الأمر الذي انعكس على تطوير وتغيير مؤشرات التداول ايجابياً منذ عام ٢٠٠٩ (تقرير سوق العراق للأوراق المالية، ٢٠١٣: ٥).

وبممارسة سوق العراق للأوراق المالية نشاطه كما يأتي: (التقرير الاقتصادي لسوق العراق للأوراق المالية، ٢٠١٧: ٧)

أ. تنفيذ ومراقبة تنفيذ قواعد وتعليمات التداول الالكتروني من قبل المستثمرين وشركات الوساطة والشركات المساهمة التي يتم التداول بأسهمها في السوق.

ب. تنظيم خمس جلسات تداول لبيع وشراء الأوراق المالية اسبوعياً.

ت. استخدام الانظمة الالكترونية المطبقة من شركة (NASDAQ OMX) ضمن (90) سوق أوراق مالية في العالم التي تضمن:

\* سهولة وسرعة بيع وشراء الأوراق المالية بين المساهمين والمستثمرين باستخدام محطات التداول التي يبلغ عددها (45) محطة في مقر السوق و(96) محطة لشركات الوساطة في بغداد ومحطات لشركة الربيع للوساطة في اربيل والسليمانية.

\* انتقال الأموال من المشتري إلى البائع عن طريق مصرف المقاصة، وانتقال ملكية الأسهم من البائع إلى المشتري في اليوم نفسه، والحفظ الأمين على الأوراق المالية عن طريق مركز الإيداع الذي يمارس نشاط تسجيل الأسهم وإيداعها إلكترونياً.

ث. مراقبة تنفيذ تعليمات الافصاح وتعليمات النسب المؤثرة وتعليمات حظر المطلعين.

ج. قبول إدراج أسهم الشركات المساهمة العراقية، خاضع لمصادقة هيئة الأوراق المالية.

ح. الافصاح ونشر البيانات اليومية والفصلية والسنوية والأحداث الجوهرية وتحليلها وفقاً لمؤشراتها، فضلاً عن استخدام النسب المالية واصدار دليل الشركات المساهمة سنوياً لبيان المركز المالي للشركات المساهمة.

## ثانياً: البنية التنظيمية لسوق العراق للأوراق المالية:

### ١. الهيكل التنظيمي لسوق العراق للأوراق المالية:

يتكون الهيكل التنظيمي لسوق العراق للأوراق المالية من المؤسسات الآتية:

(خزعل: ٢٠١١، ٢٠٧)

أ. المؤسسات المنظمة للسوق: وتتمثل هذه المؤسسات بهيئة الأوراق المالية العراقية وهي المؤسسة المشرفة على تنظيم عمل السوق، وتُعد بمثابة السوق المنظمة للأوراق المالية في العراق، كما يدخل ضمن هذه المؤسسات شركات المقاصة والتسوية، إذ تهدف إلى تسهيل عملية شراء وبيع الأوراق المالية من خلال تخفيض الفترة الزمنية اللازمة لإنجاز عملية نقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتسوية التسديد النقدي لها.

ب. المؤسسات المتعاملة مع السوق: تُعد الشركات المساهمة الخاصة والحكومية من أهم الاطراف المتعاملة مع السوق، إذ إن الأوراق المالية التي تصدرها الشركات الاستثمارية العاملة في النشاط الاقتصادي في العراق من أهم الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في السوق، فضلاً عن الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل سندات الخزينة، وإلى جانب هذه المؤسسات توجد مؤسسات أخرى متعاملة مع السوق تتمثل في شركات الوساطة المالية التي تؤدي دوراً هاماً في عملية الترويج وبيع وشراء الأوراق المالية. وتطور عدد هذه الشركات بشكل كبير إذ بلغ عدد الشركات المتعاملة مع السوق (104) شركة في عام ٢٠٢٠

## ٢. أنظمة التداول:

توجد عدة أنظمة وآليات يعمل بها سوق العراق للأوراق المالية تتماثل مع بقية أسواق المال، تعمل هذه الأنظمة على تسهيل التعاملات في السوق ورفع كفاءة أدائه، وتشكل هذه الآليات مع الهيكل التنظيمي للسوق البنية التنظيمية التي تؤثر في أداء السوق، ومن أهم هذه الأنظمة هو نظام قيد الأوراق المالية، نظام التداول، نظام المقاصة والتسوية، ونظام الحفظ المركزي، وان الهدف من تحديد هذه الأنظمة للتعامل بالأوراق المالية الصادرة داخل العراق من قبل المستثمرين المحليين أو المستثمرين الأجانب هو لوضع معايير وقواعد العمل داخل السوق تسهم في تنمية ونجاح سوق العراق للأوراق المالية ولضمان تعديل تلك الأنظمة التي تتعارض وهذا الهدف المركزي (خزعل: ٢٠١١، ٢٠٠٦).

## ٣. أهداف سوق العراق للأوراق المالية:

- هناك العديد من الأهداف التي يسعى إليها سوق العراق للأوراق المالية على تحقيقها وهي كالآتي: (تقرير سوق العراق للأوراق المالية، ٢٠٢٠: ٧)
- أ. تنظيم الأعضاء وتنظيم الشركات المدرجة وتدريبهم من أجل حماية المستثمرين وتعزيز الروابط والثقة في السوق.
  - ب. تعزيز مصالح المستثمرين بسوق حرة وأمنة وفعالة.
  - ت. تنظيم تعامل الأعضاء بكل ما هو مرتبط بسوق الأوراق المالية من بيع وشراء.
  - ث. تطوير سوق المال بما يصب في مصلحة الاقتصاد الوطني وتقديم المساعدة للشركات في بناء رأس المال اللازم للاستثمار.
  - ج. توعية المستثمرين العراقيين وغيرهم من البلدان الأخرى بشأن فرص الاستثمار في السوق.
  - ح. التواصل مع الأسواق المالية العربية والأجنبية بهدف تطوير السوق.

## ٤. عوامل نجاح السوق المالية:

تتوافر في الأسواق المالية مجموعة من العوامل التي تؤدي إلى نجاحها في تأدية وظائفها من هذه العوامل:

#### أ. العوامل الأساسية للأسواق المالية:

- تتمثل هذه العوامل مما يأتي (زيان، ٢٠١٣: ١١) (سمينة وبوضياف، ٢٠١٦: ٢٢٠)
- وجود أنظمة ولوائح لتنظيم التعامل في السوق المالي من خلال القوانين والتشريعات الرقابية من أجل المنافسة العادلة ومنع أي احتكار.
- تنوع الأدوات المالية مما يؤدي إلى تعدد الخيارات أمام المدخرين وتوفير السيولة اللازمة لهم.
- وجود الحوافز التي تمكن المستثمرين من الحصول على عوائد مقبولة لاستثماراتهم المالية.
- وجود نظام رأسمالي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد (المستثمرين) على تشغيل أموالهم والحصول على عائد أكبر.
- وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الوضع المالي للشركات المدرجة والاقتصاد المحلي.
- وجود عملة محلية قوية تتمتع بحد معقول من استقرار قيمتها.
- توفر الوعي الاستثماري والثقافة البورصية لدى العديد من الأفراد.
- وجود جهاز مصرفي متكامل فعال وسليم لما له من دور مهم في عملية الوساطة المالية بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز في التمويل.

#### ب. العوامل الثانوية للأسواق المالية:

- تتمثل هذه العوامل بما يأتي: (مسعداوي، ٢٠١٤: ٢٢١)
- الموقع الجغرافي للسوق المالي وقربه من الأسواق الدولية.
- ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي في داخل الدولة.
- وجود عدد كبير من البنوك المحلية والأجنبية وشركات الاستثمار وشركات المساهمة.

#### المحور الثالث: تحليل مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية:

##### أولاً: تحليل مؤشر حجم التداول:

يعكس حجم التداول قيم الأسهم التي يتم تداولها داخل الأسواق بأسعار مختلفة وفي فترات زمنية معينة. من خلال هذا المؤشر يمكن قياس سيولة السوق عن طريق حساب حجم التداول على الناتج المحلي الإجمالي، وكذلك يمكن قياس مستوى نشاط السوق من خلال هذا المؤشر.

يتضح من الجدول (1) إن حجم التداول ارتفع من (128) مليار دينار عام ٢٠٠٤ إلى (366) مليار دينار عام ٢٠٠٥، وبمعدل نمو سنوي بلغ (186%)، ويُرجع ارتفاع حجم التداول إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة في السوق المذكورة وتوقعات المتفائلة للمستثمرين، وهذا يعني زيادة تطور نشاط السوق المالي، أما في عام ٢٠٠٦ انخفض حجم التداول إذ بلغ (146) مليار دينار وبمعدل نمو سنوي بلغ (-150.68%) مقارنة بسنة ٢٠٠٥، بسبب انخفاض عدد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية وسوء الأوضاع الأمنية والتوقع المتشائم للمستثمرين في السوق، مما أدى إلى انخفاض حجم التداول، أما في عام ٢٠٠٧ فقد عاد حجم التداول نحو الارتفاع قد بلغ (427) مليار دينار وبمعدل نمو سنوي بلغ (65.81%) مقارنة بعام ٢٠٠٦، أما في عام ٢٠٠٨ لقد انخفض حجم التداول بمعدل تغير سنوي بلغ (-41.86%)، وفي عام ٢٠٠٩ شهد البنك المركزي أحداث وتطورات جديدة نتجت عنها انخفاضاً في آثار التضخم وعملت على تخفيض سعر الفائدة لأجل تحفيز المصارف للتوجه نحو السوق من أجل تمويل المشاريع، لذلك شهدت سوق العراق للأوراق (٩١)

المالية تطورات كبيرة من نفس العام، مما انعكست هذه التطورات على واقع العمل والتداول في السوق المالي، إذ تأثرت بعض من مؤشرات السوق وتجهت نحو الارتفاع، ولكن قد تأثر البعض الآخر من المؤشرات (تقرير البنك المركزي، ٢٠١٢:٢٦)، إذ بلغت قيمة حجم التداول عام ٢٠٠٩ (411) مليار دينار عراقي وبمعدل نمو سنوي قدر (26.7%). وفي عام ٢٠١٠ انخفض حجم التداول بمعدل تغير سنوي بلغ (-2.6%). وهذا يتضح ان حجم التداول في سوق الأوراق المالية للمدة (٢٠١٠-٢٠٠٤) كان متقلباً بين الانخفاض والارتفاع.

#### الجدول (1) تطور مؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٢٠-٢٠٠٤)

(مليار دينار)

| السنوات                                 | حجم التداول | معدل التغير السنوي % | السنوات | حجم التداول | معدل التغير السنوي % |
|-----------------------------------------|-------------|----------------------|---------|-------------|----------------------|
| ٢٠٠٤                                    | 128         | -----                | 2013    | 2845        | 68.58                |
| ٢٠٠٥                                    | 366         | 65.03                | 2014    | 901         | (215.76)             |
| ٢٠٠٦                                    | 146         | (150.68)             | 2015    | 495         | (82.02)              |
| ٢٠٠٧                                    | 427         | 65.81                | 2016    | 516         | 4.07                 |
| ٢٠٠٨                                    | 301         | (41.86)              | 2017    | 900         | 42.67                |
| ٢٠٠٩                                    | 411         | 26.7                 | 2018    | 466         | (93.13)              |
| ٢٠١٠                                    | 400         | (2.75)               | 2019    | 284         | (64.08)              |
| ٢٠١١                                    | 941         | 57.49                | 2020    | 330         | 13.94                |
| ٢٠١٢                                    | 894         | (5.26)               |         |             |                      |
| متوسط معدل التغير السنوي %              |             | -18.31               |         |             |                      |
| معدل النمو المركب لمؤشر العام للأسعار % |             | 36.65                |         |             |                      |

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على:

- سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، للمدة (٢٠٢٠-٢٠٠٤).

- القيم بين الأقواس قيم سالبة.

أما في عام ٢٠١١ شهدت الأوضاع الاقتصادية العربية تطوراً، فضلاً عن جانب تطور أكثر الأسواق المالية العالمية لقد أثرت هذه التطورات في الاقتصاد العراقي، مما أدى إلى تحسن في الأسواق المالية العراقية ومن أكثر المؤشرات تأثراً وتحسناً هو مؤشر حجم التداول فقد تحسن بشكل كبير، إذ ارتفع مؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية في عام ٢٠١١ وبلغ (941) مليار دينار عراقي وبمعدل تغير سنوي بلغ (57.49%) مقارنة في عام ٢٠١٠، وفي عام ٢٠١٢ انخفض حجم التداول بمعدل نمو سنوي بلغ (-5.26%) مقارنة بعام ٢٠١١. وعلى الرغم من التحديات الكبيرة على الصعيدين الأمني والسياسي في العراق عام ٢٠١٣، إلا أن الوضع الاقتصادي استمر بالعمل والاستقرار والنمو، كما شهدت ارتفاعاً كبيراً في أسعار النفط، ومن ثم أثرت تلك على زيادة الإيرادات النفطية، فكل هذه التطورات أسهمت في زيادة السيولة وحجم التداول في السوق المالية العراقية، وأثر الاستقرار ووضوح آلية التداول في السوق المالي وما يرتبط به من معاملات نقل ملكية الأسهم، مما أسهم ذلك في جذب المزيد من رؤوس الأموال والمدخرات المحلية والأجنبية، وبشكل خاص بعد تطبيق التعليمات القواعد للتداول الإلكتروني في السوق العراقي، فقد ارتفع مؤشر حجم في عام ٢٠١٣، إذ بلغ (2845) مليار دينار وبمعدل نمو سنوي بلغ (68.58%) وحدث هذا بسبب التطورات البيئية الفنية للسوق المالي وتغير الآليات القانونية وتطور قواعد البيانات وغيرها، فكل ذلك أسهم في تحسن العمل في سوق العراق للأوراق المالية، أما في العامين ٢٠١٤ و٢٠١٥ فقد انخفض حجم التداول إلى (901) (495) وبمعدل تغير سنوي بلغ (-215.76%) و(-82.2%) على التوالي، والسبب يعود إلى الأزمة المزدوجة التي مر بها الاقتصاد العراقي خلال تلك العامين

المذكورين وهي احتلال العصابات الارهابية (داعش) لعدد من المحافظات العراقية وأزمة انخفاض أسعار النفط عالمياً أدت إلى انخفاض حجم التداول في السوق لأن النشاط المالي والمصرفي يتأثر بشكل كبير في الازمات المالية والسياسة الامنية التي تحدث فيه. وفي عام ٢٠١٦ ارتفع حجم التداول إذ بلغ (516) مليار دينار وبمعدل نمو سنوي بلغ (4.7%)، واستمر هذا الارتفاع حتى عام ٢٠١٧، إذ بلغ (900) مليار دينار عراقي وبمعدل تغير سنوي بلغ (42.67%)، ويُعود هذا الارتفاع إلى إعادة السيطرة الأمنية على الكثير من المناطق التي استولت عليها العصابات الارهابية، وكذلك التوقعات التفاؤلية لدى المستثمرين في السوق، الأمر الذي انعكس على حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية، وفي العامين (٢٠١٨) (٢٠١٩) انخفض حجم التداول في السوق على التوالي إلى (466) (284) وبمعدل تغير سنوي بلغ (-93.13%) (-64.08%) ليعاود الارتفاع مرة أخرى في عام ٢٠٢٠ إلى (330) مليار دينار وبمعدل نمو بلغ (13.94%).



الشكل (1) تطور معدل التغير السنوي لمؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٢٠-٢٠٠٤)

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات الجدول (1).

#### ثانياً: تحليل مؤشر القيمة السوقية:

كما ذكرنا سابقاً يعبر هذا المؤشر عن القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في جميع القطاعات في السوق، إذ تمثل القيمة السوقية رأس مال الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ويتم احتسابها بضرب إجمالي عدد الأسهم المكتتب بها في سعر إغلاق السوق. آخر يوم تداول. أي أنه كلما زاد عدد الشركات المدرجة وزاد عدد الأسهم المدرجة، ارتفعت القيمة السوقية. يمكن حساب القيمة السوقية للأسهم المدرجة من خلال عدد الأسهم المدرجة مضروباً في سعر السهم الواحد. المؤشر هو معرفة وقياس السيولة في السوق (البنك المركزي، ٢٠١١: ٦).

في بداية الدراسة يتضح من الجدول (2) أن مؤشر القيمة السوقية في عام ٢٠٠٥ ارتفع إلى أكثر من ضعف مما كان عليه في عام ٢٠٠٤، إذ بلغت قيمته (3160) ترليون دينار في عام ٢٠٠٥ بعد أن كان (1715) ترليون دينار عام ٢٠٠٤، وبمعدل نمو سنوي بلغ (45.72%). وفي عام ٢٠٠٦ انخفض مؤشر القيمة السوقية إلى (1948) ترليون دينار وبمعدل تغير سنوي بلغ (-62.22%) مقارنة بعام ٢٠٠٥، والسبب لهذا الانخفاض يعود إلى الظروف الأمنية والسياسية المضطربة التي مر بها الاقتصاد العراقي الذي ترتب عليها تشاؤمية توقعات المستثمرين في السوق وانخفاض حجم التداول، ومن ثم انخفاض مؤشر القيمة السوقية.

أمّا في عام ٢٠٠٧ فقد ارتفع مؤشر القيمة السوقية بلغت قيمته (2129) ترليون دينار وبمعدل تغير سنوي بلغ (8.50%)، وعلى الرغم من استمرار القيمة السوقية بالارتفاع في عام ٢٠٠٨ إذ بلغت (2283) ترليون دينار عراقي لكن بمعدل نمو سنوي أقل مما هو عليه في عام (٩٣)

٢٠٠٧، إذ بلغ (6.75%). أما في عام ٢٠٠٩ قد بلغت قيمة مؤشر القيمة السوقية إذ بلغت قيمته (3126) ترليون دينار وبمعدل تغير سنوي (26.97%) واستمر هذا الارتفاع حتى عام ٢٠١٠ لكن بمعدل نمو سنوي أقل مما هو عليه في عام ٢٠٠٩، إذ بلغ (10.2%) وتقدر قيمته (3446) وتعزى هذه الزيادة إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة.

الجدول (2) تطور مؤشر القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٢٠-٢٠٠٤) (مليار دينار)

| السنوات                        | القيمة السوقية | معدل التغير % | السنوات | القيمة السوقية | معدل التغير % |
|--------------------------------|----------------|---------------|---------|----------------|---------------|
| ٢٠٠٤                           | 1715           | 0             | 2013    | 11476          | 51.23         |
| ٢٠٠٥                           | 3160           | 45.73         | 2014    | 9546           | (20.22)       |
| ٢٠٠٦                           | 1948           | (62.22)       | 2015    | 9265           | (3.03)        |
| ٢٠٠٧                           | 2129           | 8.50          | 2016    | 9355           | 0.96          |
| ٢٠٠٨                           | 2283           | 6.75          | 2017    | 10721          | 12.74         |
| ٢٠٠٩                           | 3126           | 26.97         | 2018    | 11350          | 5.54          |
| ٢٠١٠                           | 3446           | 9.29          | 2019    | 11662          | 2.68          |
| ٢٠١١                           | 4930           | 30.10         | 2020    | 14034          | 16.90         |
| ٢٠١٢                           | 5597           | 11.92         |         |                |               |
| متوسط معدل التغير السنوي %     |                | 8.46          |         |                |               |
| معدل النمو المركب لحجم التداول |                | 74.03         |         |                |               |

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، للمدة (٢٠٢٠-٢٠٠٤).

- القيم بين الاقواس قيم سالبة.

أما في عام ٢٠١١ شهد الاقتصاد العراقي تطوراً طرأت عليه تغييرات طفيفة في السياسة الاقتصادية والعمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، وانعكس ذلك في تحقيق فائض في ميزان المدفوعات وتقليل الآثار التضخمية واستقرار قيمة الدينار العراقي عملت على تقليل أسعار الفائدة بهدف تمويل البنوك للمشاريع، وكل ذلك أدى إلى زيادة الثقة بين المستثمرين والأفراد، ومن ثم زيادة تدفق رؤوس الأموال، وزيادة الاستثمار الأجنبي ثم زيادة في شراء أسهم الشركات العراقية في ذلك العام، إذ ارتفعت القيمة السوقية إلى (439) ترليون وبمعدل تغير سنوي (30.10%).

وإن هذه الزيادة في القيمة السوقية تعكس مدى تحسن العمل والتداول داخل الأسواق المالية نتيجة تحسن أسعار مؤشرات بعض القطاعات، وإن أكبر قيمة سوقية حصلت عليها القطاع المصرفي بنسبة (77.3%) وثم يليها القطاع الصناعي بنسبة (9.1%) وبعد ذلك قطاع الفنادق بنسبة (8.4%) من مجموع القيمة السوقية (البنك المركزي، ٢٠١١: ٣٦). كما ارتفعت القيمة السوقية في عام ٢٠١٢ إذ بلغت (5597) ترليون دينار لكن بمعدل نمو سنوي أقل مما هو عليه في عام ٢٠١١، إذ بلغ بنسبة (11.92%)، واستمر بالارتفاع حتى عام ٢٠١٣ إذ بلغت (11476) ترليون دينار وبمعدل تغير سنوي عالي بلغ (105%) مقارنة بعام ٢٠١٢، ويُعزى السبب لارتفاع القيمة السوقية إلى تطور نشاط السوق، إذ ارتفعت هذه القيمة نتيجة لزيادة عدد الأسهم المتداولة في السوق وزيادة عدد الشركات المدرجة، وهذا يعكس زيادة ثقة المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية وتوقعاتهم كانت تفاؤلية. أما في عام ٢٠١٤ في النصف الأول منه بدأ الوضع الأمني والسياسي في العراق بالانهيار والتدهور، فقد شهد هذا العام الانتخابات الحكومية، فضلاً عن دخول العراق حرباً ضد الهجمات الإرهابية التي أدت إلى سقوط عدد من المحافظات التي أدت إلى حدوث دمار شامل للبنى التحتية والمكونات الرأسمالية المادية المنتجة، وكذلك انخفاض أسعار النفط بشكل كبير جداً

وهو من أهم الموارد المالية في الاقتصاد العراقي وتحول الاقتصاد من اقتصاد فائض إلى اقتصاد عجز في أوقات كانت العديد من شركات القطاع العام خاسرة ولم تغير من نمط خطتها، مما أثر سلباً على قيمة الاسهم المشتراة من قبل الأجانب أدى إلى انخفاض مؤشر القيمة السوقية في عام ٢٠١٤ ليصل إلى (9546) وبمعدل تغير سنوي سالب بلغ (-20.22) ترليون دينار بعد ما كان يبلغ في العام ٢٠١٣ (11476) البالغ معدلة السنوي (52.1%).

أما عام ٢٠١٥ استمر التدهور في الاقتصاد العراقي وتدهور مؤشرات السواق المالي نتيجة لضعف القطاع الإنتاجي بما فيه القطاعات الخاصة وعدم المرونة في التعامل، وكذلك سوء الإدارة، والفساد، وضعف الائتمانات المصرفية، كل ذلك أثر كثيراً على عمل الاقتصاد العراقي بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص، فقد انخفض عن العام السابق ليبلغ في عام ٢٠١٥ إلى (9265) ترليون دينار وبمعدل تغير سنوي (-3.2).

أما في عام ٢٠١٦ فقد ارتفع مؤشر القيمة السوقية، إذ بلغت قيمته (9355) ترليون دينار عراقي وبمعدل تغير سنوي بلغ (0.96%) مقارنة بعام ٢٠١٥، واستمر هذا الارتفاع حتى عام ٢٠٢٠، إذ بلغت قيمته (14036) ترليون دينار عراقي وبمعدل نمو سنوي بلغ (90.16%)، والسبب يعود إلى الاستقرار الأمني وتحسن الوضع الاقتصادي للبلد والتمكن من تحرير المناطق المغتصبة من قبل العصابات الإرهابية، وزيادة ثقة المستثمرين بالسوق الأمر الذي انعكس إيجاباً على زيادة عدد الأسهم المتداولة، ومن ثم زيادة حجم الاستثمار في السوق المالية نتيجة لزيادة عدد الشركات المتداولة في السوق وكلما ارتفعت القيمة السوقية دل ذلك على ارتفاع النشاط الاقتصادي سواء من حيث زيادة عدد الاسهم المتداولة أو زيادة عدد الشركات، ومعنى هذا ارتفاع درجة التركيز وارتفاع أداء السوق. وأيضاً أدى تفعيل قانون الاستثمار الأجنبي عام ٢٠٠٦ الذي سمح بأدخال رؤوس الأموال الأجنبية إلى الاقتصاد العراقي وتداول مختلف أسهم الشركات الأجنبية وتنفيذ لشروط التداول الالكتروني عام ٢٠٠٩ كل هذه الأسباب أدت إلى زيادة القيمة السوقية خلال مدة البحث (٢٠٢٠-٢٠٠٤).



الشكل (2) تطور معدل التغير السنوي لمؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٢٠-٢٠٠٤)

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات الجدول (2).

### ثالثاً: تحليل مؤشر السوق (Isx60):

يعد مؤشر السوق وسيلة مهمة لمعرفة اتجاه السوق، إذ أنه يوضح الأداء العام لسوق الأوراق المالية، فهو يمثل الاتجاه العام لحركات أسعار الأسهم المتداولة فيه، لذا فإن هذا المؤشر له أهمية كبيرة لدى المتعاملين المختلفين من المستثمرين والمساهمين ورجال الأعمال في السوق، ويحتل مؤشر السوق أهمية كبيرة للتجار والمستثمرين في السوق، من خلاله يمكن التأثير على قرارات (٩٥)

المستثمرين والمتعلمين في السوق، وكذلك إمكانية استخدام لمعرفة التقييم الحقيقي للاستثمارات من خلال مقارنات السلاسل الزمنية السوق، إذ يعمل سوق العراق للأوراق المالية على مؤشر السوق وفق مؤشر النسبة المئوية، يتم من خلاله حركة تغير الأسعار لعدد معين من أسهم الشركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها بانتظام، والقيمة السوقية لأسهم الشركة. وتعتمد طريقة القياس على أساس ثابت أي يتم قياسها على أنها (100%)، وبعد ذلك يتم قياس مؤشر كل جلسة اعتماداً على قياسه بقيمة الجلسة السابقة من أجل معرفة عدد النقاط المرتفعة أو المنخفضة ويتم إظهار قيمة المؤشر بعدد اللانقاط، إذ أتسم مؤشر السوق في سوق العراق للأوراق المالية بالتذبذب الشديد بسبب التقلبات السريعة في الظروف الاقتصادية والسياسية والأمنية (سوق العراق للأوراق المالية، ٢٠١٤: ٢٦). وعلى النحو المشار إليه في الجدول (3) انخفاض المؤشر العام للسوق من (46) نقطة عام ٢٠٠٤ إلى (25) في عام ٢٠٠٦ وبمعدل نمو سنوي بلغ (-80.50%). واستمر المؤشر للسوق بالانخفاض في عام ٢٠٠٧ (35) نقطة وبمعدل نمو سنوي بلغ (26.89%) مقارنة مع عام ٢٠٠٦، ويُرجع انخفاض الأسعار إلى الأوضاع التي مر بها الاقتصاد العراقي وانعكست على الوضع الاقتصادي والمالي للبلاد.

الجدول (3) تطور مؤشر السوق (Isx60) في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٢٠-٢٠٠٤)

| السنوات                        | المؤشر العام (Isx60) | معدل التغير السنوي % | السنوات | المؤشر العام (Isx60) | معدل التغير السنوي % |
|--------------------------------|----------------------|----------------------|---------|----------------------|----------------------|
| ٢٠٠٤                           | ---                  | ---                  | ٢٠١٣    | 113                  | (10.49)              |
| ٢٠٠٥                           | 46                   | ---                  | ٢٠١٤    | 92                   | (22.99)              |
| ٢٠٠٦                           | 25                   | (80.50)              | ٢٠١٥    | 731                  | 87.41                |
| ٢٠٠٧                           | 35                   | 26.89                | ٢٠١٦    | 649                  | (12.48)              |
| ٢٠٠٨                           | 58                   | 40.73                | ٢٠١٧    | 581                  | (11.88)              |
| ٢٠٠٩                           | 101                  | 42.14                | ٢٠١٨    | 510                  | (13.83)              |
| ٢٠١٠                           | 101                  | 0.12                 | ٢٠١٩    | 510                  | (13.83)              |
| ٢٠١١                           | 136                  | 25.77                | ٢٠٢٠    | 508                  | 2.80                 |
| ٢٠١٢                           | 125                  | (8.81)               |         |                      |                      |
| متوسط معدل التغير السنوي %     |                      | 1.17                 |         |                      |                      |
| معدل النمو المركب لحجم التداول |                      | 43.12                |         |                      |                      |

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- البنك المركزي العراقي، التقارير السنوية للمدة (٢٠٢٠-٢٠٠٤).

- تم احتساب معدل التغير السنوي وفق الصيغة الآتية  $R = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}}$ ، إذ أن (R) معدل التغير السنوي،

(Yt) قيمة المتغير للسنة الحالية، (Yt-1) قيمة المتغير في السنة السابقة .

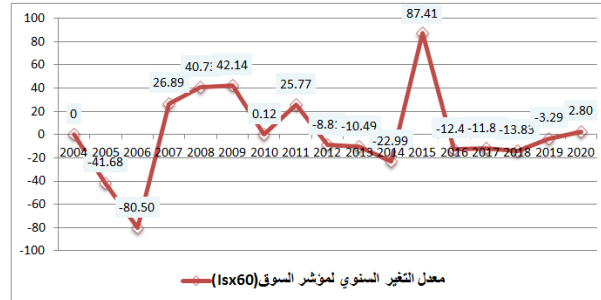
- القيم بين الأقواس قيم سالبة.

أما في العامين (٢٠٠٨ و ٢٠٠٩) قد ارتفع المؤشر بمعدل نمو سنوي بلغ (40.73%) و(42.14%) على التوالي من (58) نقطة إلى (101) نقطة، وهذا الارتفاع يدل على زيادة عدد الأسهم المتداولة، وارتفاع في قيمة الأسهم وكذلك وزيادة دخول رؤوس الأموال والمستثمرين إلى السوق، ومن ثم كبر حجم السوق وزيادة السيولة. وفي عام ٢٠١٠ استمر المؤشر العام للسوق بالارتفاع لكن بمعدل نمو سنوي أقل مما هو عليه في عام ٢٠٠٩، إذ بلغ (0.12%). أما في عام ٢٠١١ فقد ارتفع المؤشر العام للسوق بمعدل نمو سنوي أكبر مما كان عليه في عام ٢٠١٠، إذ بلغ (25.77%)، ويُعود ارتفاع أسعار الأسهم إلى تطبيق أنظمة التداول الإلكتروني بداية انطلاقها عام ٢٠٠٩، فضلاً عن تحسن الوضع الأمني وزيادة حجم الاستثمار في السوق المالية العراقية، وكذلك ارتفاع أسعار النفط ومن ثم ارتفاع الإيرادات النفطية، فارتفاع الأسعار يعكس نشاط السوق (٩٦)

وتطورها ويساعد المستثمرين في تحديد قراراتهم الاستثمارية المناسبة، وفي عام ٢٠١٢ عقدت في سوق العراق للأوراق المالية منتان وثلاثون جلسة تداول في نفس العام وأغلق مؤشر السوق في آخر جلسة تداول له على (125) نقطة، وقياساً بالعام السابق فقد انخفض مؤشر السوق بنسبة تغير سنوي سالبة بلغت (8.81-%) وانخفضت عدد الجلسات التداول بنسبة (0.86-%). أصيب هذا المؤشر في عام ٢٠١٢ تذبذبات وتقلبات كبيرة نحو الانخفاض والارتفاع ولم يستقر خلال العام نفسه لم تنتهي هذه التقلبات إلا عند غلق آخر جلسة تداول في نهاية السنة. وسببت هذه التذبذبات تأثيراً على قرارات أغلب المستثمرين والمساهمين بهذه التقلبات، وكانت نتيجة للتطورات الاقتصادية والسياسية داخل السوق وخارجه، إذ قامت الأسواق المالية في العراق عام ٢٠١٣ بإصدار رقم قياسي جديد (Isx Price Index 37)، إذ نتج عن المؤشر الجديد انخفاض بنسبة تغير سنوي سالب بلغ (-8.81) وترجعاً بالنسبة لنقطة (125)، وعقد سوق العراق للأوراق المالية (231) جلسة تداول في عام ٢٠١٣ وأغلق السوق في آخر جلسة تداول على (113) نقطة، ارتفع عدد الجلسات التداول بنسبة (0.43-%) وقياس بالعام السابق ولكن انخفض مؤشر السوق بنسبة سالبة (-1.49) مقارنة بعام ٢٠١٢، يعود سبب الانخفاض في مؤشر السوق إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة، أما في عام ٢٠١٤ شهد العراق أوضاع سياسية متدهورة وانخفاض في إيرادات النفط بشكل كبير جداً، فكل ذلك أسهم في تدهور الاقتصاد العراقي ونعكس بصورة مباشرة على التداول في الأسواق المالية، فقد انخفضت مؤشرات السوق بشكل ملحوظ جداً، لذلك تم عقد عدد جلسات التداول في السوق وهي (227) جلسة، وأغلق مؤشر السوق في آخر جلسة له في التداول في عام ٢٠١٤ لتصل إلى (92) نقطة، مقابل العام السابق فقد انخفض مؤشر السوق بنسبة عالية جداً بلغت بمعدل تغير سالب (-22.99) عن العام السابق وانخفض عدد جلسات التداول بنسبة (1.73-%) ويعود السبب في الانخفاض إلى عدم الاستقرار الأمني والاقتصادي وانخفاض الإيرادات والصادرات، فضلاً عن تلكو عدد غير قليل من الشركات المساهمة في أدائها.

واستمر بالانخفاض حتى إن استمر التدهور الاقتصادي والأمني في العراق ووجود عجز في الموازنة وانخفاض إنتاجية أو توقف أغلب القطاعات، كل هذه الأحداث أدى إلى تخوف وتشاؤم المستثمرين وعدم الثقة من اتخاذ القرارات الاستثمارية، وشهد عام ٢٠١٥ إطلاق مؤشر جديد (ISX 60) المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات الداخلة في السوق، قد تم حذف مؤشر (ISX 30) الهدف من المؤشر الجديد هو توسيع عينة المؤشر من أجل إظهار نتائج أقل سلبية لأن مؤشر (ISX 60) يمثل السوق بشكل أفضل مما كان عليه، فقد كان عدد جلسات التداول في السوق (233) جلسة وأغلق مؤشر السوق في آخر جلسة تداول في عام ٢٠١٥ على (730.56) نقطة وبنسبة تغير موجبة بلغت (87.9)، مقارنة في العام ٢٠١٤ فقد ارتفع عدد جلسات التداول بنسبة (2.64-%) وذلك من أجل التقليل من الانخفاض الكبير في مؤشر السوق. أما بالنسبة لعام ٢٠١٦ فقد كان عدد الجلسات التداول في السوق (115) جلسة وأغلق مؤشر السوق في آخر جلسة نهاية النصف الأول من العام على (539) نقطة. ويُعزى هذا الانخفاض إلى الأزمة التي تعرض لها الاقتصاد العراقي في عام ٢٠١٤ والمتتمثلة في السيطرة على بعض الأراضي العراقية من قبل العصابات الإرهابية التي أدت إلى دمار البنى التحتية والمكونات الرأس مالية المنتجة، وكذلك أزمة انخفاض أسعار النفط عالمياً، إذ أثرت على نشاط التداول في سوق العراق للأوراق المالية بشكل خاص وعلى مجمل النشاط الاقتصادي بشكل عام، فضلاً عن اخفاق عدد من الشركات المساهمة في الالتزام بالتوقيتات القانونية للإفصاح مما عرضها للمخالفة والايقاف عن التداول ما

حققت خسائر مالية نتيجة ضعف الأداء التشغيلي، الأمر الذي انعكس على أسعار أسهمها، وكذلك عدم اقرار وتوضيح المحفزات المشجعة للاستثمار كقواعد ادارة المحفظة الاستثمارية وتعليمات شهادة الايداعات الدولية. أما في عام ٢٠١٨ فقد اغلق المؤشر العام آخر جلسته من نفس العام والشكل (3) يوضح معدل التغير السنوي لمؤشر السوق (510) نقطة وبمعدل تغير سنوي (-13.83) نتيجة الاستمرار متطلبات الحرب وتحرير الأراضي التي انعكست على تأخر حركة الأموال المعدة للشراء من قبل الأجانب عن طريق المصارف العراقية والأجنبية الذي أثر على حجم السيولة والتأثير في جذب مستثمرين جدد إلى السوق واستمر بالانخفاض حتى عام (٢٠٢٠) نتيجة لجائحة كورونا والشكل (3) يوضح عدد نقاط مؤشر السوق.



الشكل (3) تطور معدل التغير السنوي لمؤشر السوق (Isx60) في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٢٠-٢٠٠٤)

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات الجدول (3).

### الاستنتاجات:

١. إن الأسواق المالية هي النظام الذي يتم من خلاله جمع المدخرات من الوحدات الفائزة التي ترغب في الاستثمار وإعادة توزيعها على وحدات ذات عجز مالي تحتاج إلى أموال لغرض الاستثمار وسوق العراق للأوراق المالية يُعد أحد المؤسسات الهامة التي تقوم على جمع الثروات وإدارتها وتوجيهها باتجاه مجالات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني مما يزيد من رفاهية المجتمع.
٢. إن الأسواق المالية تعكس الصورة الحقيقية لوضع العراق المالي، فكلما كانت تلك الأسواق نشطة وفعالة كلما أدى إلى جذب العديد من المستثمرين والمتعاملين للدخول والاستثمار في تلك الأسواق.
٣. تبين أن الوضع الأمني والسياسي في العراق مرتبط ارتباطاً وثيقاً بصورة وأخرى، وهذا ما أثبتته الظروف التي مر بها العراق خلال عامي ٢٠١٤-٢٠١٥ وما تلاها.
٤. هناك عدة عوامل تقف عائقاً أمام جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في سوق العراق للأوراق المالية من أهمها وجود تشوهات في البنى الاقتصادية، فضلاً عن عدم اطمئنان رؤوس الأموال إلى الاستثمار في مناخات ساخنة ومضطربة أمنياً وسياسياً.
٥. ضعف الدور الذي يمارسه سوق العراق للأوراق المالية في الاقتصاد العراقي يظهر واضحاً من خلال مؤشرات السوق المتواضعة.

### التوصيات:

١. ضرورة تطوير الهياكل المؤسسية والخبرات الفنية وتوفير الكادر البشري المتخصص والكفاءات العلمية من ذوي الخبرة والاختصاص في مجال العمل في الأسواق المالية.
٢. تشجيع العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية لما توفره من تكنولوجيا ومعلومات حديثة، كما إنه يزيد المنافسة بين المستثمرين ويساعد على زيادة الإيرادات.
٣. ضرورة الاطلاع على تجارب الدول التي لها اقتصاد قريب للاقتصاد العراقي من أجل معالجة وضعة ونقل حالته إلى حالة أخرى أفضل.
٤. ضرورة تحقيق الاستقرار الأمني والسياسي في العراق لأنه سيكون عامل جذب لأصحاب رؤوس الأموال للاستثمار في العراق في السوق العراقية للأوراق المالية وغيرها مما ينتعش وضع العراق الاقتصادي والمالي.

### المصادر والمراجع:

#### أولاً: المصادر العربية:

١. أثير نجاح كامال سميسم، ٢٠١٧، تقلبات سعر الصرف وأثرها على بعض مؤشرات الأسواق المالية، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة.
٢. بدر غيلان وهم، ٢٠٠٩، السوق النقدية والمالية في العراق بغداد.
٣. بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، ٢٠١٩، الأسواق المالية والدولية تقييم الاسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر.
٤. بن سميحة، دلال وبوضياف، جهاد، ٢٠١٦، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2005-2014، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد السادس.
٥. حسني علي خربوش وآخرون، ٢٠١٢، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر، الأردن.
٦. حمد عبدالخالق، ٢٠١٠، الإدارة المالية والمصرفية، ط١، دار اسامة للنشر والتوزيع، الأردن.
٧. حمد مجد الدين باكير، ٢٠٠٨، محافظ الاستثمار إدارتها واستراتيجياتها، شعاع للنشر، سوريا.
٨. حيدر حسين آل طعمة، ٢٠١٤، الأسواق المالية، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء.
٩. راند احمد خليل القرغولي، ٢٠١٦، عقد الوساطة التجارية.
١٠. زهرة خضير عباس، ٢٠١٨، سوق الأوراق المالية ودورها في تفعيل الاستثمار، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة واسط، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد (٢٨).
١١. عبدالكريم احمد غندوز، الأسواق المالية، صندوق النقد العربي، ولمزيد من المعلومات، <https://www.amf.org.ae>.
١٢. عبدالمنعم التهامي، ١٩٨٥، التمويل: مقدمة في المنشآت والأسواق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة.
١٣. عمران كاظم المعموري، ٢٠٠٩، فعالية أداء الأسواق المالية في ظل الأزمات الاقتصادية، اطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
١٤. فليح حسن خلف، ٢٠٠٦، الأسواق المالية النقدية، ط١، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان.
١٥. القرشي، محمد صالح، ٢٠٠٩، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط١، اثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
١٦. محمد احمد عبدالنبي، ٢٠٠٩، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، ط١، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن.
١٧. محمد سامي علي الضهراوي، ٢٠٢٠، المشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الأيام النشر والتوزيع، عمان.
١٨. محمود صالح عطية حسن، ٢٠٠٨، عولمة الأسواق المالية وتأثيرها على البلدان النامية، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية.
١٩. مسعداوي، يوسف، ٢٠١٤، كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية اثير بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد (٤٢).
٢٠. منير ابراهيم هندي خزعل، ١٩٩٩، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ط١، كلية المعارف، الإسكندرية.
٢١. منير ابراهيم هندي ورسمية قرياقص، ١٩٩٧، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر.

٢٢. مونية سلطان، ٢٠١٥، كفاءة الأسواق المالية ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، اطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة محمد بسكرة، الجزائر.
٢٣. هوشيار معروف، ٢٠٠٣، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
٢٤. هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية، الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa).

#### ثانياً: المصادر الأجنبية:

25. Jalloh, Mohamed, 2016, Stock market capitalization and economic growth; empirical evidence from africa, int.j,financial markets and derivatives ,Vol. 5, No.1.
26. Vishwanath S.R., 2007, Corporate Finance Theory and Practice, 2<sup>nd</sup> ed., Response Books.