



JOURNAL OF ADMINISTRATION AND ECONOMICS
COLLEGE OF ADMINISTRATION AND ECONOMICS
UNIVERSITY OF KARBALA



أثر الدين العام الداخلي على بعض المؤشرات المالية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2020) (*)

**Effect of internal debt on some the financial indicators of the Iraq
Securities Market for the period (2004-2020)**

أ. د. مناضل عباس الجواري
Prof. Dr. Munadhil A. ussein Al-
Jowari
Munadhil.a@uokerbala.edu.iq
جامعة كربلاء / كلية الإدارة والاقتصاد

الباحث / أزهري محمد عبد الله
Azhar M. Abdullah
Azhar.mohamed@s.uokerbala.edu.iq
جامعة كربلاء / كلية الإدارة والاقتصاد

الملخص:

تناول البحث أثر الدين العام الداخلي على بعض المؤشرات المالية لسوق العراق للأوراق المالية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2020)، واستُخدم أسلوب تحليل البيانات الجدولية باستخدام الأرقام القياسية ومعدلات النمو السنوية المركبة، واستخدام الاختبارات القياسية الحديثة؛ إذ أشارت الاختبارات القياسية الى وجود أثر ضعيف للدين الداخلي (IND) على مؤشر القيمة السوقية (MV) وحجم التداول (VS) واتضح كذلك وجود اثر متبادل حسب مبدأ السببية (Granger Causality) بين الدين الداخلي (IND) ومؤشر عدد الأسهم (NS)، وعدم وجود سببية بين الدين الداخلي والقيمة السوقية، ويعد تقدير العلاقة بين الدين الداخلي (IND) ومؤشر عدد الأسهم (NS) من أفضل النماذج القياسية المقدر؛ إذ بلغت قيمة (R2) نسبة مرتفعة (84%) مقارنة بالنماذج الباقية.

الكلمات المفتاحية: الدين العام الداخلي، سياسة الدين العام الداخلي، سوق العراق للأوراق المالية، مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية.

البحث مستل من رسالة الماجستير الموسومة (أثر الدين الداخلي على بعض المؤشرات المالية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2020))

Abstract:

some financial indicators of the Iraqi Stock Exchange for the Iraqi Stock Exchange for the period (2004–2020), and the method of analyzing tabular data was used using index numbers and compound annual growth rates, and the use of modern standard tests; The standard tests indicated that there is a weak effect of the internal debt (IND) on the index of market value (MV) and trading volume (VS), and it was also clear that there is a reciprocal effect according to the principle of causality between the internal debt (IND) and the number of shares index (NS). There is no causality between the internal debt and the market value. The estimation of the relationship between the internal debt (IND) and the number of shares index (NS) is one of the best estimated standard models; The value of (R2) was high (84%) compared to the rest of the models.

Key words: The internal public debt, the internal public debt policy, the Iraqi stock market, Indicators the Iraqi market for securities.

المقدمة

(Introduction) : يعد الدين الداخلي أحد جانبي الدين العام (National- Debt) ، وهما: الدين الداخلي والخارجي (internal debt and external debt) ويعد من أهم الوسائل التمويلية التي تلجأ إليها الدولة أو إحدى المؤسسات العامة، عندما تعجز عن تغطية النفقات العامة من الموارد المالية الاعتيادية، فتتجه للاستدانة من الجمهور سواء كان من الأفراد أو البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى داخل البلاد. ومع تزايد المديونية الدولية وحدة الأزمات الاقتصادية والمالية والعجز المالي الكبير في ميزان المدفوعات أخذت الدول تهتم بأسواقها المالية وتطويرها، إذ يرتبط تطور السوق المالي بالتطور الاقتصادي لتلك الدول. ولقد تطورت أسواق الأوراق المالية بشكل كبير مع التطور الهائل في ثورة الاتصالات والمعلومات (Communications and Information's) وأصبح لها تأثير فاعل بل ومؤثر في الاقتصاديات الوطنية سواء كانت في البلدان سواء كانت متطورة ام نامية، بوصفها المجال الذي يمكن أن تحصل الحكومات عن طريقه على الأموال اللازمة لتمويل عجزها المالي، وإن وظيفة سوق الأوراق المالية الأساسية هي حشد وتوجيه الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض بالأموال (ادخارات) الى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز مالي، لغرض تمويل أنشطتها الاستثمارية. وكثيراً ما تلجأ الحكومة العراقية الى الدين الداخلي عن طريق طرح السندات المالية (سندات الخزنة) في سوق العراق للأوراق المالية حينما تنخفض الإيرادات العامة وفي مقدمتها الإيرادات النفطية، وبأسعار فائدة تنافسية، بهدف الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الانفاق العام، وقد تؤدي عملية الاقتراض الداخلي التي تقوم بها المؤسسات العامة الى مزاحمة القطاع الخاص في الحصول على الموارد المالية لغرض القيام بالنشاطات الاقتصادية

والاستثمارية، ويمكن ملاحظة ذلك ببيان أثر الدين الداخلي على بعض المؤشرات المالية لسوق الأوراق المالية (Financial Markets) وتأسيساً على ما سبق جرت دراسة البحث على النحو الآتي:-

أهمية البحث (Important): تأتي أهمية البحث من التأثير الفاعل والمؤثر للدين العام الداخلي في بعض المؤشرات المالية للأسواق المالية في الاقتصاديات الدولية ومنها العراق ذلك كون السوق المالية هي أداة مالية رئيسة للتمويل في حقل التنمية الاقتصادية.

مشكلة البحث (Problems): يعالج البحث المشكلة الآتية: -

هل يوجد أثر للدين العام الداخلي على بعض المؤشرات المالية لسوق الأوراق المالية للمدة (2004-2020).

هدف البحث (Target) يهدف البحث الى التعرف على:

أثر الدين العام الداخلي في العراق بعض مؤشرات السوق المالية للمدة (2004-2020).

فرضية البحث (Hypothesis): ينطلق البحث من فرضية مفادها:

هنالك تأثير ضعيف أو نسبي للدين الداخلي على بعض المؤشرات المالية لسوق الأوراق المالية خلال المدة (2004-2020).

أسلوب البحث (Approach): استخدم الباحث أسلوب الجمع بين الأسلوبين الإستقرائي النظري (induction) ولأسلوب الكمي القياسي التحليلي في دراسة البحث.

الحدود الزمانية والمكانية للبحث (Tim perial and spatial): جرت دراسة البحث في الاقتصاد العراقي للمدة (2004-2020).

هيكلية البحث (Structure): للإحاطة العلمية بموضوع البحث وتحقيقاً لهدفه واثباتاً لفرضيته قُسم على المحاور الآتية:

المحور الأول: الإطار النظري للدين العام الداخلي والسوق المالية، ويقسم على ثلاث نقاط رئيسة أولاً: الإطار نظري للدين العام الداخلي، ثانياً الإطار النظري للسوق المالية، ثالثاً العلاقة بين الدين العام الداخلي والسوق المالية، اما المحور الثاني: واقع الدين العام الداخلي وسوق العراق للأوراق المالية، ويقسم على ثلاث نقاط رئيسة أيضاً، أولاً واقع الدين العام الداخلي في العراق، وثانياً واقع سوق العراق للأوراق المالية، وثالثاً المؤشرات المالية لسوق العراق للأوراق المالية، اما المحور الثالث: قياس أثر الدين العام الداخلي في بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية، فيقسم على ثلاث نقاط أيضاً، أولاً تأطير نظري لبعض الأدوات القياسية المستخدمة في التحليل القياسي، ثانياً تقدير وتحليل النماذج القياسية المقدر، ثالثاً مقارنة النماذج القياسية المقدر، ثم التوصيات والاستنتاجات.

المحور الأول: الإطار النظري للدين العام الداخلي والسوق المالية:

نتناول في هذا المحور ثلاث نقاط رئيسية وكما يأتي:

أولاً: الإطار النظري للدين العام الداخلي:

مع تطور تأثير الدولة في النشاط الاقتصادي (Economic activity) وتوسيع مهامها في تقديم الخدمات العامة ومعالجة المشاكل والازمات الاقتصادية التي تواجه الاقتصاد الوطني (National economy) تتوعد النفقات العامة (General expenditure) وازداد حجمها وأصبحت الإيرادات (Revenues) من الموارد المالية الاعتيادية لا تكفي لتغطيتها، لذا اضطرت الدولة الى الاعتماد على الإيرادات غير الاعتيادية (Non-reliability revenues) لسد العجز المالي (Financial deficit) لديها. ويعد الدين الحكومي (Government debt) أحد مصادر الإيرادات العامة تلجا اليه الدولة في الحالات الطارئة او غير الاعتيادية، عندما تعجز إيراداتها الأخرى، مثل: الضرائب، والرسوم، والإيراد من الدومين الخاص وغيرها عن تغطية انفاقها العام سواء كان الجاري أو الاستثماري. ولغرض الإحاطة النظرية بالدين العام الداخلي جرت دراسته على النحو الآتي: -

أ - مفهوم الدين الداخلي

يمكن النظر الى الدين العام من منظور الدولة الحديثة، بان تزايد الاحتياجات باستمرار يجعل الدولة مضطرة لإنفاق المزيد من الأموال لتلبية هذه الاحتياجات، ويجري تغطيته عادة بالإيرادات العادية، مثل: الضرائب (Taxes)، والرسوم، والإيرادات من المؤسسات العامة والغرامات وغيرها، ومع ذلك تواجه الدولة عجز مالي لأسباب عدة مثل الاستثمارات الكبيرة في البنية التحتية (infrastructure)، والحروب، وتمويل التنمية، والكوارث الطبيعية، والأزمات الاقتصادية وعجز الموازنة، وللتغلب على هذه الأوضاع يجري اللجوء الى الائتمان العام او الدين العام، وهو يعني في الأدبيات الاقتصادية الديون المستحقة على الحكومة او المؤسسات العامة الأخرى (Sibel, 2019, p1).

ويقصد بالدين الداخلي (internal debt) هو الدين الذي يكتتب به داخل الحدود الإدارية للدولة، بمعنى انه الدين الذي يجري إصداره وتغطيته في الأسواق الوطنية للدولة المستدينة ويكون بالعملية المحلية للبلاد (الشايحي، 2005، ص 126). ويعد هذا الدين من اهم أنواع الدين الحكومي او العام، وينقسم الدين العام على أساس مصدر الدين على وفق الفكر المالي الحديث على قسمين، هما: الدين العام الداخلي والدين العام الخارجي، أي ان طابع الدين يتحدد بمكان إصداره؛ فاذا أصدرت الدولة سندات الدين في أسواقها المحلية او الوطنية عدّ ديناً داخلياً، وإذا جرى الإصدار خارج أسواق الدولة أي في أسواق دولة اخرى عدّ ديناً خارجياً (Sibel, 2019, p1).

ويعرف الدين الحكومي عادةً، بأنه الأموال التي تقترضها الدولة او أحد مؤسساتها العامة من الافراد او البنوك التجارية والمؤسسات او من البنك المركزي في (حالة الدين الداخلي) ومن الحكومات والمؤسسات الدولية كالبنك الدولي او صندوق النقد الدولي في (حالة الدين الخارجي)، مقابل تعهدها باسترداد مبالغ القروض مع الفوائد المترتبة عليها وبعض المزايا الأخرى المنصوص عليها ضمن شروط العقد (الشايحي، 2005، ص126).

وفي حالة قيام الدولة بالاستدانة من الافراد، والبنوك التجارية، والمؤسسات المحلية والأجنبية العاملة ضمن الحدود الإدارية للبلد او من البنك المركزي عندها يسمى بالدين الداخلي، اما في حال قيامها بالاقتراض من الخارج فيسمى بالدين الخارجي (العلي، 2011، ص 275) ويعرف الدين الداخلي أيضاً بأنه ذلك المبلغ الذي تستدينه الدولة او أحد هيئاتها العامة من الافراد والمؤسسات المقيمين في اقاليمها المختلفة سواء كانوا يحملون الجنسية الوطنية او من الجنسيات الأجنبية (الشايحي، 2005، ص124). وفي حالة الاستدانة الداخلية تستطيع الحكومة ان تملّي شروط العقد بحرية كبيرة من ناحية مدة الدين او القرض او من ناحية الكيفية التي يسدّد بها الدين والمزايا المستحقة للمقرضين بينما في الدين الخارجي لا يتيسر لها ذلك، فتعمل على تقديم العديد من المزايا للقرض لإغراء المقرضين في الخارج(عبد الطيف، 2012، ص 5). ويقسم الدين العام بحسب مدة الاستحقاق (Maturity) الى دين قصير الأجل (Short term) ومتوسط الأجل والى طويل الأجل (Long term)، وبحسب المصدر (Resource) الى دين داخلي ودين خارجي، وبحسب درجة الحرية في الاكتتاب الى ديون طوعية (Voluntariness) وديون الزامية (الواسطي، 1973، ص 165). ويكن احتساب الدين الداخلي طريقة أو أداة لإعادة توزيع الدخل والثروة في المجتمع، اذ ان بعض الاشخاص والمؤسسات يتخلون عن جزء من ادخاراتهم، ثم تقوم الحكومة بعد ذلك بدورها بإعادة توزيعها عن طريق نفقاتها العامة.

ب- سياسة الدين العام الداخلي:

تعني الاستراتيجية (Strategy) التي تتخذها الدولة لإدارة الدين الحكومي بجوانب عدة مثل الحصول على المبالغ المطلوبة لتمويل العجز المالي، وتحديد أقساط تسديد الدين وأسعار خدمته، وكذلك كيفية تحقيق الأهداف المتعلقة بالمخاطر والتكاليف المترتبة عليه، بالإضافة الى تحديد الأهداف الأخرى التي قد تضعها الحكومة لإدارة الدين الحكومي، مثل رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، وتحسين اداءها، وتوسيع دورها في النشاط الاقتصادي (الزهرة، 2018، ص84). وتتمثل السياسة الناجحة لإدارة الدين بتخصيص مقدار من النمو المستقبلي للإيفاء بالديون المستحقة على الدولة والفوائد المترتبة عليها، أي تمويل الديون وأسعار خدمتها والحد من تفاقم المديونية المالية للدولة (الزهرة، 2018، ص84). اذ إن الهدف الرئيس لسياسة الدين هو توفير متطلبات الدولة التمويلية، والايفاء بالتزاماتها في دفع أقساط الدين والفوائد المترتبة عليه، سواء كانت في الاجل القصير او المتوسط او الطويل، مع توفير الحلول اللازمة للمخاطر، ومع التنسيق بين السلطات المالية والنقدية في سياسة إدارة الدين الحكومي (Fund, 2001, p20). وعادةً تكون محفظة الديون الحكومية أكبر محفظة مالية في أي دولة وذات هيكل معقد، من حيث الحجم الهائل للديون وتعدد الأصول المالية وتنوعها، وهذا يجعلها امام مخاطر كبيرة، قد تؤثر على التوازن الاقتصادي والمالي في البلدان، ومن ثمّ يجب أن تكون سياسة إدارة الدين الحكومي من الأولويات بالنسبة للبلدان المدينة والدائنة، وان الإدارة السيئة للديون الحكومية في التخطيط والتنفيذ، تعطي إشارات سلبية للمستثمرين، وتؤدي الى زيادة تكاليف خدمة الديون السيادية، والاضرار بسمة الدولة من الناحية الإدارية والاقتصادية، وأيضاً عدم الاستقرار في الأسواق المالية. وتهدف سياسة إدارة الدين العام الي ما يأتي (Maria, 2016, p.p 571-578):

- 1- ضمان الاحتياجات التمويلية للحكومة (Financing).
 - 2- تقليل تكاليف الاقتراض.
 - 3- الإبقاء على المخاطر عند مستوى مقبول.
 - 4- دعم تطوير أسواق الأوراق المالية الوطنية (Stock –Market) .
- وهناك طرق عدة يمكن ان تعتمدھا الدولة للحصول على الدين العام الداخلي منها (Maria, 2016, p.p 572) :
- 1- اللجوء للاستدانة من البنك المركزي، للحصول على ديون ميسرة، او السحب على المكشوف، او للحصول على دين منخفض الكلفة (بسر فائدة منخفض جدا).
 - 2- اللجوء الى الديون الاجبارية، مثل تأخير الانفاق العام بشقيه التشغيلي والاستثماري او جزء منه، الادخار الاجباري مقابل اذونات الخزنة، او بشروط معينة.
 - 3- تقوم الحكومة بطرح سندات الدين في سوق الأوراق المالية.
- وتحاول إدارة الدين الحكومي اللجوء الى أسواق الأوراق المالية (Stock Markets) لتمويل العجز المالي للدولة والحصول على مبالغ الدين بتكاليف منخفضة، وهناك مجموعة من الإجراءات والتدابير التي تتخذها هذه الإدارة لتحقيق هذا الهدف وخفض مستوى المخاطرة والارتقاء بواقع أسواق الدين الحكومي (Ahmed, 2015, p200).
- ويعتقد كثير من الاقتصاديين بأن اهم عوامل تفوق المملكة المتحدة على البلدان الأوروبية الأخرى، هو حسن ادارتها للدين العام؛ إذ اعتمدت مجموعة من المبادئ والمثل في تعاملها مع الدائنين واحترام وحفظ مصالحهم من الإيفاء باستحقاقاتهم والحفاظ على القوة الشرائية للنقود (الاهتمام بالاستقرار النقدي والاقتصادي) مما يضمن لهم عدم تدهور قيمة الدين في المستقبل، وبذلك أصبحت الحكومة البريطانية مصدر ثقة الدائنين، ومن ثَمَّستطيع عن طريق هذه المزايا خفض تكاليف الدين وخفض أسعار الفائدة عليه، وهذا ما يجعل تكلفة الدين الحكومي في بريطانيا عند مستوى مقبول (Ahmed, 2015, p200). وتكمن أهمية إدارة الدين العام للحيلولة دون تقاطع اهداف كل من السياستين المالية والنقدية، ولقد استحدثت كثير من البلدان إدارات مستقلة لإدارة الدين العام، لأهمية الديون السيادية، وللتنسيق بين السياستين المالية والنقدية، فان حالة عدم التنسيق بين الأهداف تعمل على زيادة حدة التقلبات (Fluctuations) في الاقتصاد الكلي وتجعله في حالة عدم الاستقرار الاقتصادي (Martin & Ales 2020, p254) .

ج- هيكل الدين العام الداخلي (Internal Public Debt Structure) :

إنَّ هيكل الدين الداخلي يتألف من مجموع الأموال التي تقترضها الدولة من قاعدة المستثمرين، والتي يتكون منها النظام المصرفي (البنوك التجارية والبنك المركزي) والمؤسسات المالية في النظام غير المصرفي مثل (صناديق الاستثمار المشتركة وصناديق التقاعد وشركات التأمين.. الخ) وكذلك من المؤسسات الاقتصادية والافراد المستثمرين. وإنَّ مجموع الأدوات التي يتكون منها الدين الحكومي تسمى (محفظة الدين الداخلي) وإنَّ مجموعة الأدوات الرئيسية التي تتكون منها محفظة الدين الداخلي كما حددها البنك الدولي عام 2011 هي (Giovanna & Andrea, 2014, p1-19) :

1- القروض والأوراق المالية.

2- الحسابات الدائنة الأخرى مثل (سلف البنك المركزي، الاحتياطيات والعملية والودائع القانونية) فهي المصادر الرئيسية للتمويل المحلي.

وفي الغالب تشكل الأوراق المالية ثلاثة ارباع الدين العام الداخلي في حين تشكل سلف البنك المركزي خمس ذلك، وإنَّ النظام المصرفي المؤلف من البنوك التجارية والبنك المركزي يسهم بحوالي ثلاثة ارباع الديون المحلية في اغلب البلدان وعندما تلجأ الدولة الى الدين الداخلي تسارع البنوك التجارية والمؤسسات المالية والافراد (المستثمرين) للاكتتاب في سندات الدين الحكومية، كون الأموال المطلوبة لتمويل العجز الحكومي كبيرة، وبأسعار فائدة مرتفعة جداً، وتكون اقل خطورة من منح القروض لصغار المنتجين او استثمارها في مشاريع صغيرة او متوسطة الحجم، ونادراً ما تتخلف الحكومة عن سداد ديونها المحلية. وفي الغالب تقوم البنوك المركزية وبتشجيع من المؤسسات المالية الدولية (البنك الدولي وصندوق النقد الدولي) برفع معدلات الفائدة بدرجة كبيرة، وهذا ما يجعل المستثمرين (بنوك تجارية، ومؤسسات مالية، والافراد وغيرهم) يفضلون الاستثمار في داخل البلد أي شراء سندات الدين الحكومية الداخلية على الاستثمار في الأسواق الأجنبية، كون الأخيرة كثيراً ما تكون سندات الدين فيها منخفضة الفائدة جداً، وقصيرة الاجل وذات أرباح عالية. وربما تقوم البنوك التجارية باستثمار أموال كبيرة في سندات الدين العام، ومن ثمَّ تقل الأموال الممكنة الاقتراض داخل البنوك التجارية، مما يجعل البنوك التجارية ترفع أسعار الفائدة ايضاً، حتى تصل الى الإفلاس (Bankruptcy) اذ تلجأ البنوك الى الحكومة للاقتراض وتتحمل الحكومة ديون البنوك الخاصة، ومن ثمَّ تكون الدولة في حلقة مفرغة للدين العام الداخلي، مع زيادة حجم الدين وتكلفتة (Eric & Damien, 2010, p 167).

ثانياً: تأطير نظري للسوق الأوراق المالية:

يناقش في هذه النقطة سوق الأوراق المالية من حيث المفهوم، الأهمية، وعلى النحو الآتي:

أ- مفهوم سوق الأوراق المالية (The Concept) :

يستمد سوق الأوراق المالية مفهومه (The concept of the securities market) من مفهوم السوق، حيث ان السوق هو الآلية (The mechanism) التي عن طريقها يلتقي البائعون والمشترون لإتمام عملية التبادل للسلع والخدمات. ومن الناحية الاقتصادية يمثل سوق الأوراق المالية حلقة الوصل بين مدخرات الافراد والمؤسسات وبين المشاريع الاستثمارية، فهو الآلية التي تلتقي فيها مصلحة المستثمرين الذين يسعون وراء تنمية رؤوس الاموال (Capital) وتطويرها، ومصلحة الافراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم لزيادة اموالهم عن طريق المساهمة في المشاريع المختلفة (المشهداني، 2013، ص 185). وتعرف الأسواق المالية بأنها الأسواق التي يجري فيها تحويل الأموال من الأشخاص الذين لديهم فائض من الأموال المتاحة الى الأشخاص الذين لديهم عجز فيها، وتعمل على زيادة الكفاءة الاقتصادية،

حيث يجري من طريقها توجيه الأموال من الجهات التي ليست لديها استخدام منتج لها الى الجهات التي تستثمرها في نشاطاتها الإنتاجية (Roy, 2005, p 34). اذ إنَّ أسواق الأوراق المالية (Securities Markets) تسهم في الافصاح عن الأوضاع المالية للشركات العاملة في السوق أمام المستثمرين بالطلب والعرض على الاوراق المالية المتداولة وتحديد اسعارها، وكذلك لها أثر مهم في توزيع المدخرات على المشاريع الاقتصادية كما تبين حقيقة الوضع الاقتصادي في البلد

في أوقات الانتعاش والركود الاقتصادي (Bradford & Martha,2006,p19). ويعرفها بعض الباحثين والكتاب بأنها حلقة وصل بين الاستثمار والادخار إذ إنَّها تنقل الأرصدة النقدية الفائضة من مالكيها الى الباحثين عنها (المشهداني، 2013، ص 96).

ويمكن أن نعرف سوق الأوراق المالية بأنه القناة التي تنتقل عن طريقها الأرصدة النقدية من المدخرين الى المستثمرين، عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية ومشتقاتها، بشكل مباشر او غير مباشر، ولا يشترط توفر مكان محدد لهذه السوق، إذ يكفي وجود وسائل اتصال فعالة بين الطرفين.

ولقد سعت البلدان العربية والإسلامية ومنها العراق، لإنشاء وتطوير أسواقها المالية نظراً لتأثيرها المهم في تحقيق التنمية الاقتصادية (Economic Development)، فقد اقامت أسواقاً خاصة لتداول الأوراق المالية، واتخذت سلسلة من الإجراءات والسياسات وإصدار التشريعات التي تهدف الى تطوير أسواق الأوراق المالية، وتحسين البيئة الاستثمارية المناسبة على وفق قواعد وشروط معينة، بما يتناسب مع طبيعة النظام الاقتصادي والسياسي لكل بلد منها (نصير وزين، 2017، ص 40). ولكن وبالرغم من ذلك، لم تتمكن أكثر هذه الدول ومن ضمنها العراق من تحقيق أهدافها المرجوة لتطوير أسواق الأوراق المالية ورفع مستوى أدائها (Performance Level)، أو زيادة تأثيرها في النشاط الاقتصادي، حيث لازالت تلك البلدان تعاني من تخلف أنظمتها الإدارية وهياكلها الاقتصادية بشكل عام، وتتسم أسواقها بصغر حجمها (small size of the market) وانخفاض سيولتها (Liquidity) وتدني مستوى كفاءتها (Efficiency) (خضر، 2004، ص 12).

ثالثاً: العلاقة بين الدين العام الداخلي وسوق الأوراق المالية:

يرتبط الدين الداخلي بسوق الأوراق المالية (Securities Market) حيث إن مع زيادة دور الدولة في النشاط الاقتصادي توجهت الدول للاهتمام بتطوير أسواق الأوراق المالية، مما أدى الى اتساع أهمية وتأثير الاسواق في الأداء الاقتصادي، بما يقوم به من وظائف حيوية في الأنظمة الاقتصادية للبلدان. وأصبحت الأسواق تمثل مصدراً ومجالاً واسعاً امام الحكومات لتوفير السيولة والأموال اللازمة لتمويل عجزها المالي، عن طريق عملية طرح سندات الدين الحكومية في السوق والاكنتاب مع الافراد والبنوك التجارية والمؤسسات الأخرى العاملة فيه.

واخذت الأسواق تحظى باهتمام الدول سواء كانت متطورة او نامية لأهميتها في حشد المدخرات المحلية وتنميتها وتوجيهها نحو الوحدات الاقتصادية لتمويل الأنشطة الاستثمارية، ومن ثمَّ دعم الاقتصاد الوطني ورفع مستوى الرفاه الاقتصادي للبلد (Esraa & Ghufraan, 2020, p349).

المحور الثاني: واقع الدين العام الداخلي وسوق العراق للأوراق المالية:

أولاً: واقع الدين العام الداخلي في العراق:

للتعرف على واقع الدين العام الداخلي لابد ان نتناول تطور الدين الداخلي في العراق للمدة (2004-2020)، حيث إنَّ ارتفاع مقدار الدين الحكومي أو الدين العام، بجانبه الداخلي والخارجي، من أهم التحديات التي تواجه الاقتصاد العراقي، فقد ارتفعت الديون الحكومية بعد عام (2004) بشكل عام، لكن نسبة مساهمة الدين العام الداخلي في اجمالي

الدين العام لاتزال منخفضة (البنك المركزي العراقي، 2016، ص18). ويتضح من بيانات جدول (1)، ان الدين الداخلي في العراق انخفض من (166529.89) مليون دينار عام (2004) الى (132143.49) مليون دينار عام (2005) وبمعدل نمو سنوي سالب بلغ (21-%)، ثم أخذ بالانخفاض التدريجي لغاية عام (2008) ليبلغ (36312.71) مليون دينار وبمعدل نمو سنوي سالب بلغ (30-%)، وبلغ معدل النمو السنوي المركب خلال المدة الجزئية الأولى (2004-2008) مقداراً سالباً (32-%). ومن ثم أخذ الدين الداخلي بالارتفاع التدريجي لغاية عام (2010) ليبلغ (73387.74) مليون دينار بمعدل نمو سنوي بلغ (6-%)، وبعدها اخذ بالانخفاض التدريجي لغاية عام (2013) ليصل الى اقل مستوى له خلال مدة البحث (2004-2020) اذ بلغ (29821.65) مليون دينار وبمعدل نمو سنوي سالب بلغ (36-%)، ويعزى سبب هذا الانخفاض الى ارتفاع الإيرادات العامة في العراق الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط الخام في الأسواق العالمية خلال عام (2013) (العطية واخرون، 2015، ص 3-6). وبلغ معدل النمو السنوي المركب خلال المدة الجزئية الثانية (2008-2012) (7-%)، اما في عام (2014) فقد ارتفع مقدار الدين الداخلي ليبلغ (65250.30) مليون دينار وبمعدل نمو سنوي بلغ (119-%)، ومن ثم أخذ الدين الداخلي بالتزايد لغاية عام (2017) ليبلغ (299071.94) مليون دينار، وبلغ معدل النمو السنوي المركب خلال المدة الزمنية الثالثة (2012-2016) (59-%). وقد انخفض مقدار الدين الداخلي عام (2018) ليبلغ (253778.56) مليون دينار وبمعدل نمو سنوي بلغ (15-%)، وكذلك انخفض مقدار الدين الداخلي عام (2019) ليبلغ (226102.58) مليون دينار، بسبب انخفاض العجز المالي نتيجة ارتفاع أسعار النفط الخام في الأسواق العالمية وكذلك تحقيق النصر على الإرهاب وتحرير المدن العراقية خلال العامين المذكورين ومن ثم انخفاض كبير في الانفاق العسكري لغرض تمويل العمليات العسكرية لتحرير الأراضي مما يعرف (بتتظيم داعش الإرهابي). فضلا عن ذلك ارتفاع اجمالي الصادرات من (نفط خام، منتجات نفطية، وسلع أخرى) (عطية وبريهي، 2020، ص113). وفي عام (2020) بلغ حجم الدين الداخلي أعلى ارتفاعاً له خلال مدة البحث (2004-2020) اذ بلغ (368602.87) مليون دينار، وبمعدل نمو سنوي (63-%)، أما معدل النمو السنوي المركب للفترة الجزئية (2016-2020) فيبلغ (5-%). وخلال المدة الإجمالية للبحث (2004-2020) بلغ معدل النمو السنوي المركب للدين الداخلي (5-%)، وأعلى معدل نمو سنوي له هو عام (2015) اذ بلغ (233-%)، وأدنى معدل نمو سنوي هو عام (2006) اذ بلغ (44-%).

جدول (1)

تطور الدين العام الداخلي في العراق ومعدلات النمو السنوية المركبة له (بالأسعار الثابتة) لسنة الأساس (2007) للمدة (2004-2020).

السنة	الدين العام الداخلي مليون دينار بالأسعار الثابتة	معدل النمو السنوي للدين العام الداخلي (%)
2004	166529.89	-
2005	132143.49	-21
2006	73892.54	-44
2007	51937.05	-30
2008	36312.71	-30
2009	69074.93	90
2010	73387.74	6
2011	56372.89	-23
2012	46734.61	-17
2013	29821.65	-36
2014	65250.30	119
2015	217181.11	233
2016	300248.83	38
2017	299071.94	0
2018	253778.56	-15
2019	226102.58	-11
2020	368602.87	63
المدة الزمنية	معدل النمو السنوي المركب (*)	
2008-2004	-32	
2012-2008	7	

59	2016-2012
5	2020-2016
5	2020-2004

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك المركزي العراقي، للمدة (2020-2004)

ثانياً: واقع سوق العراق للأوراق المالية: وسيتطرق فيه الى: -

1. تأسيس سوق العراق للأوراق المالية: -

يعد العراق من أوائل الدول العربية التي شرعت بتأسيس الأسواق المالية، الا إنَّ العراق مرَّ بكثير من الحداث السياسية والأمنية وغيرها التي جعلت منه في مصاف الدول غير المتقدمة في هذا المجال، اذ إنَّ السوق المالي بقي يفتقر الى التكنولوجيا الحديثة، والوسائل، والأدوات المالية المتطورة، فضلا عن جهل الأنظمة الحاكمة المتعاقبة بأهمية السوق وتأثيرها الكبير في دعم الاقتصاد الوطني وتطويره، ولا زال عدد الشركات المدرجة سوق العراق لأوراق المالية منخفض

جداً، مقارنة بالدول المتقدمة او حتى في بعض الدول النامية. وبتاريخ (1992 /3/23) جرى افتتاح سوق بغداد للأوراق المالية بشكل رسمي، وكان السوق يتمتع بشخصية معنوية تحظى باستقلال مالي وإداري يهدف لتحقيق المنفعة العامة ولا يستهدف الربح، وبسبب الأوضاع الاقتصادية الصعبة التي مر بها العراق المتمثلة (بالحصار الاقتصادي) لم يحقق السوق كثيراً من أهدافه المنشودة، وفي (2003/3/19) اغلق السوق بقرار من مجلس ادارته بسبب ظروف الحرب في العام المذكور، وبتاريخ (2004/4/18) جرى تأسيس سوق العراق للأوراق المالية بموجب القانون المرقم (74) الذي أصدره مجلس الحكم المؤقت، ووضعت هيكلياً جديدة للسوق المالي (سوق العراق للأوراق المالية، 2005، ص 5).

2- هيكل سوق العراق للأوراق المالية:

وتتكون السوق المالي العراقي من كيانين مستقلتين هما (هيئة الأوراق المالية العراقية، 2014، ص 1):

أ-هيئة الأوراق المالية العراقية (Iraq Securities Commission) ب- سوق العراق للأوراق المالية (Iraq Stock Exchange).

وتعدّ هيئة الأوراق المالية مؤسسة حكومية ترتبط بمجلس الوزراء، مهمتها تنظيم عملية التداول بالأوراق المالية والرقابة عليه، بالتعليمات والضوابط والقواعد التي تصدرها، وكذلك تشرف على منح التراخيص وتداول أوراق الشركات في السوق النظامية (Regular Market) او ما يعرف بالسوق الرسمي، والسوق الثانوي (Non- Regular Market) او ما يطلق عليه بعض الأحيان (بالسوق الموازي)، وكذلك تقوم بإقرار بعض القوانين والتعليمات اللازمة لتنظيم عمل السوق وحماية المتعاملين فيه (سوق العراق للأوراق المالية، 2014، ص 11). وتعمل على اصدار التعليمات واللوائح القانونية التي تحكم نشاط سوق العراق للأوراق المالية وتنظم التداول فيه، اذ تعدّ النصوص القانونية والتعليمات من اهم العناصر الرئيسية التي تحكم التعامل في سوق الأوراق المالية وتنظم المعاملات به، فاذا كانت التشريعات والتعليمات محكمة واضحة فان ذلك ينعكس بشكل ايجابي على كفاءة وشفافية السوق المالي، ويتسم بالعدالة فيما بين المتعاملين فيه (عبود، 2016، ص 106). لذلك تسعى الهيئة الرقابية المشرفة على اسوق الأوراق المالية الى تحقيق أهدافها مثل (حماية المتعاملين في سوق الأوراق المالية وضمان حقوقهم، حماية السوق وتعزيز استقرار النظام المالي في البلد، خلق بيئة تنافسية فعالة تخدم جميع المتعاملين في السوق المالي (UK FCA, 2016,P1).

أما سوق العراق للأوراق المالية فهي مؤسسة ذاتية التنظيم مستقلة ادارياً ومالياً، لا تستهدف الربح، تعود ملكيتها للأعضاء، ويخضع للرقابة من قبل هيئة الأوراق المالية ويعمل على وفق لوائح التعليمات والقواعد الصادرة عنها، وقد بلغ عدد لوائح التعليمات والقواعد (20) فضلاً عن النظام الداخلي له (سوق العراق للأوراق المالية، 2011، ص 5). ويدار السوق من قبل مجلس يتكون من تسعة أعضاء منتخبين وهم يمثلون مختلف الشرائح الاقتصادية المستثمرة فيه، وهؤلاء الأعضاء هم رئيس المجلس وثمانية هم كل من، ممثل الشركات المساهمة المدرجة في السوق، وممثل الوسطاء الماليين، وممثل اتحاد وسطاء الأوراق المالية، وخبير تكنولوجيا المعلومات، والمدير التنفيذي للسوق، فضلاً عن ثلاثة من الخبراء المستقلين، ويسمى بمجلس المحافظين وانيطت بهذا المجلس سلطة رسم سياسة السوق وتعيين المدير التنفيذي له، وتنظيم عمل الوسطاء والشركات المساهمة المدرجة فيه، وان أول جلسة للتداول في سوق العراق للأوراق المالية عقدت بتاريخ (2004 /6 /24) (عبادي، 2011، ص 176-177).

ثالثاً: المؤشرات المالية لسوق العراق للأوراق المالية:

وسيجري التطرق الى بعض المؤشرات المالية وكما يأتي :

1- مؤشر حجم التداول: (Volume Index)

يعبر مؤشر حجم التداول عن القيمة الاجمالية للأوراق المالية المتداولة في السوق خلال مدة زمنية معينة، ويعدّ أحد أهم المؤشرات التي تبين مستوى السيولة المالية في سوق الأوراق المالية الاقتصاد بشكل عام، ويمكن من طريقه معرفة حجم السوق (حسين، 2013، 76-77).

يتضح من معطيات جدول (2) ان حجم التداول الكلي في سوق العراق للأوراق المالية انخفض من (3515.14) مليون دينار عام (2004) الى (2455.99) مليون دينار عام (2008)، لكنه ارتفع خلال المدة الجزئية (2008-2012) ليصل الى (6379.91) مليون دينار عام (2012)، بسبب تحسن الظروف الاقتصادية وزيادة عدد الشركات المتداولة في السوق والتحسين النسبي في الأوضاع الأمنية التي انعكست بشكل ايجابي على حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية، لكنه انخفض خلال المدة الجزئية الثالثة (2012-2016) ليصل الى (3270.86) مليون دينار عام (2016) ثم انخفض خلال المدة الجزئية الرابعة (2016-2020) ليصل الى (661.22) مليون دينار عام (2020).

2- مؤشر القيمة السوقية (Market Capitalization Index):

يعبر مؤشر القيمة السوقية عن القيمة الكلية لأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية، لذا فان ارتفاع قيمة دليل على اتساع حجم السوق، وتحتسب القيمة السوقية للأسهم بطريقة (ضرب عدد الأسهم المتداولة في السوق في أسعارها خلال مدة زمنية معينة (Ronald & Edgar, 2017,p332).

يتضح من معطيات جدول (2)، أن القيمة السوقية انخفضت من (45224.26) مليون دينار عام (2004) الى (19178.02) مليون دينار عام (2008) لكنها ارتفعت خلال المدة الجزئية (2008-2012) لتصل الى (38025.35) مليون دينار عام (2012)، بسبب تحسن الظروف الاقتصادية في البلد بشكل عام مما انعكس بشكل ايجابي على مؤشر القيمة السوقية، وعاودت الارتفاع ايضاً خلال المدة الجزئية الثالثة (2012-2016) لتصل الى (76899.54) مليون دينار عام (2016)، ولكنها عاودت الانخفاض خلال المدة الجزئية الرابعة (2016-2020) لتصل الى (76124.72) مليون دينار عام (2020).

3- مؤشر عدد الأسهم المتداولة (Number of Shares):

يشير هذا المؤشر الى العدد الكلي للأسهم المتداولة لجميع الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية خلال مدة زمنية معينة، والتي يجري التعامل بها في عملية البيع او الشراء (عبد الحكيم ودلول، 2016، ص 257).

يتضح من معطيات جدول (2)، ان عدد الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية ارتفع من (14393.6) مليون سهم عام (2004)، الى (1508531) مليون سهم عام (2008)، ثم ارتفع مؤشر عدد الأسهم خلال المدة الجزئية (2008-2012) ليصل الى (6256399) مليون سهم عام (2012)، ثم عاود الارتفاع خلال المدة الجزئية الثالثة (2012-2016) ليصل الى (10382297) مليون سهم عام (2016)، لكنه انخفض خلال المدة الزمنية الرابعة (2016-2020) ليصل الى (72729.6) مليون سهم عام (2020).

جدول (2)

بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية (حجم التداول ، القيمة السوقية، عدد الأسهم المتداولة) للمدة

(2020-2004) (مليون دينار)

السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	القيمة السوقية (مليون دينار) بالأسعار الثابتة (%100=2007)	حجم التداول الكلي (مليون دينار) بالأسعار الثابتة (2007=100%)
2004	14393.6	45224.26	3515.14
2005	55639.1	65067.39	7350.88
2006	57974.9	25657.13	1922.66
2007	1529909	21421.69	4273.68
2008	1508531	19178.02	2455.99
2009	2112906	29330.04	3373.70
2010	2556595	27676.06	3200.32
2011	9423715	37322.65	7124.89
2012	6256399	38025.35	6379.91
2013	8711821	80252.00	19904.02
2014	7438523	65254.46	6157.07
2015	6196402	83546.11	3082.55
2016	10382297	76899.54	3270.86
2017	12150821	67249.70	5646.34
2018	8326309	68873.17	2830.55
2019	210840.8	68788.99	1680.60
2020	72729.6	76124.72	661.22

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على قاعدة بيانات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2020-2004).

المحور الثالث: قياس أثر الدين العام الداخلي في بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية:

في هذا المحور تم تقدير وتحليل جملة من النماذج القياسية للعلاقة بين الدين الداخلي ومؤشرات سوق العراق للأوراق

المالية للمدة (2020-2004)، وقبل الدخول بتحليل وتقدير النماذج القياسية لايد من إعطاء جدول بالرموز المستخدمة

في التحليل القياسي وكما يأتي: -

جدول (3)

الرموز المستخدمة في التحليل القياسي

اسم المتغير	الرمز
الدين العام الداخلي	IND
حجم التداول	VS
القيمة السوقية	MV
عدد الأسهم	NS

المصدر: من اعداد الباحثان.

وقبل اجراء التقدير للنماذج القياسية لابد من اجراء اختبار الاستقرارية للسلاسل الزمنية ثم التمثيل البياني لها وعلى النحو الاتي: -

أولاً: اختبار الاستقرارية للسلاسل الزمنية (اختبار ديكي - فولر الموسع) (Augmented Dickey-Fuller):

أشار اختبار ديكي - فولر الموسع الى ان السلاسل الزمنية جميعها مستقرة عند الفرق الأول بقاطع واتجاه عام، اذ بلغت القيمة الإحصائية للدين الداخلي (IND) (-6.41) (كقيمة مطلقة) وهي أكبر من القيمة الحرجة (-3.87) الأمر الذي يشير الى استقرار السلسلة، وبلغت القيمة الإحصائية للقيمة السوقية (MV) (-5.54) (كقيمة مطلقة) وهي أكبر من القيمة الحرجة (-3.75)، بينما بلغت القيمة الإحصائية لحجم التداول (VS) (-5.64) وهي أكبر من القيمة الحرجة (-3.75)، وكانت القيمة الإحصائية لعدد الأسهم (NS) (-4.40) وهي أكبر من القيمة الحرجة (-3.79)، أما معدل دوران الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية فقد بلغت القيمة الإحصائية له (-5.31) وهي أكبر من القيمة الحرجة (-3.75)، أما (P-Value) فهي أكبر من مستوى معنوية (5%) لكل السلاسل الزمنية، وبذلك تكون السلاسل الزمنية المكونة للنماذج القياسية متكاملة من الدرجة الأولى (1)، ولذلك نرفض فرضية العدم (H0) التي تشير وجود جذر الوحدة ونقبل الفرضية البديلة (H1) التي تشير الى خلاف ذلك أي عدم وجود جذر الوحدة.

Hull- Hypothesis- H0: Series have unit root

Alternative Hypothesis- H1: Series have not unit root

بينما أشار اختبار (ديكي-فولر) أيضاً، الى ان جميع السلاسل الزمنية غير مستقرة عند المستوى بقاطع واتجاه عام، وكما مبين في جدول (3) أدناه.

جدول (4)

نتائج اختبار ديكي - فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller)

المؤشرات Indicators	a		p-value	B		p-value
	القيمة الإحصائية	القيمة الحرجة		القيمة الإحصائية	القيمة الحرجة	
IND	-6.41	-3.87	0.001	-0.81	-3.82	0.93
MV	-5.64	-3.75	0.002	-2.38	-3.73	0.37
VS	-4.40	-3.79	0.01	-2.80	-3.75	0.21
RRI	-5.31	-3.75	0.003	-2.55	-3.73	0.30

(a) تعني عند الفرق الأول قاطع واتجاه عام

(b) تعني عند المستوى قاطع واتجاه عام

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eevuse9)

ثانياً: تحليل وتقدير العلاقة بين الدين الداخلي (IND) ومؤشر القيمة السوقية (MV) في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2020) .

1- متجه الانحدار الذاتي (VAR):

ان المعادلة التقديرية للعلاقة المذكورة بحسب متجه الانحدار الذاتي (VAR) بفجوة زمنية واحدة والتي

اخذت التوصيف الآتي: -

$$MV = F(IND) \dots \dots \dots (6)$$

هي: -

$$MV = 15514.14 + 0.71 MV(-1) + 0.008 IND(-1) \dots \dots \dots (7)$$

$$(S.E) \quad (0.26) \quad (0.06) \quad (R^2) = (0.50)$$

$$(t) \quad (2.73) \quad (0.14) \quad (F^*) = (6.73)$$

يتضح من تقدير (VAR) وبحسب الميول الحديثة ان ارتفاع القيمة السوقية في السنة الماضية ((MV(1-)) بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى زيادة القيمة السوقية في السنة الحالية (MV) بمقدار (0.71) مع افتراض ثبات العوامل الأخرى (with the factor of other factors)، وكذلك ان ارتفاع الدين الداخلي المتخلف زمنياً في السنة الماضية ((IND(-1)) بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى زيادة القيمة السوقية في السنة الحالية (MV) بمقدار (0.008) مع ثبات العوامل الأخرى، وحسب اختبار (T-test) الإحصائية والبالغة (2.73) أكبر من القيمة الجدولية (1.76) عنده درجة حرية (n-k) (14) ومستوى معنوية (5%) وعدم معنوية معلمة الدين الداخلي (IND(1)) خلافاً لذلك، واجتاز النموذج اختبار المعنوية الاجمالية (F-test) ذلك كون قيمة (F-test) الإحصائية والبالغة (6.73) اكبر من القيمة الجدولية (3.74) عند درجة حرية (V1 = 2, V2 = 14) ومستوى معنوية (5%)، وان المتغيرات المستقلة والمتخلفة زمنياً ((MV(-1), IND(-1)) يأتزان في القيمة السوقية الحالية (NV) بنسبة (50%) وهذا يتفق مع واقع العلاقة بين الدين الداخلي ومؤشر القيمة السوقية في العراق والباقي (50%) يعود لجملة عوامل أخرى خارجة عن النموذج، ولم يعاني النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي بحسب اختبار (LM-test) كون جميع قيم الجدول هي أكبر من مستوى معنوية (5%)، ولا يعاني أيضاً من مشكلة عدم تجانس التباين كون قيمة (p-value) لمربع كاي (chi-square) والبالغة (0.08) اكبر من مستوى المعنوية لذلك نقبل فرضية العدم (H0) والتي تنص على ثبات التباين ونرفض الفرضية البديلة (H1) التي تشير الى خلاف ذلك.

$$H_0: \sigma^2 U_1 = \sigma^2 U_2 = \sigma^2 U_3 = \dots = \sigma^2 U_i$$

$$H_1: \sigma^2 U_1 \neq \sigma^2 U_2 \neq \sigma^2 U_3 \neq \dots \neq \sigma^2 U_i$$

جدول (5)

نتائج الانحدار الذاتي (VAR):

Vector Autoregression Estimates

Date: 08/29/21 Time: 20:30

Sample (adjusted): 2005 2020

Included observations: 16 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	MV	IND
MV(-1)	0.712481 (0.26086) [2.73129]	1.643755 (0.87697) [1.87436]
IND(-1)	0.008758 (0.06109) [0.14337]	0.732185 (0.20536) [3.56529]

C	15514.14	-36474.28
	(11214.4)	(37701.2)
	[1.38341]	[-0.96746]

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eevuse9)

2- العلاقة السببية (granger – test):

أشار اختبار السببية (granger – test) ان الدين الداخلي (IND) لا يسبب القيمة السوقية (MV)؛ وذلك كون قيمة (F- test) الإحصائية والبالغة (0.02) هي أقل من القيمة الجدولية والبالغة (3.51)، وان القيمة السوقية (MV) لا تسبب الدين الداخلي (IND) كون قيمة (F) الإحصائية (3.51) أقل من القيمة الجدولية المذكورة سابقاً عند $V1 = 2$, $V2 = 14$ ومستوى معنوية (5%)، كذلك ان قيمة (P-Value) للدين الداخلي (0.88) وللقيمة السوقية (0.08) وكلاهما اكبر من مستوى المعنوية (5%)، الامر الذي يؤكد عدم معنوية (F-test)، وعليه لا توجد علاقة سببية متبادلة بحسب اختبار (granger – test).

جدول (6)

نتائج اختبار السببية للنموذج

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 08/29/21 Time: 20:47

Sample: 2004 2020

Lags: 1

Null Hypothesis:	F-		
	Obs	Statistic	Prob.
IND does not Granger Cause MV	16	0.02055	0.8882
MV does not Granger Cause IND		3.51324	0.0835

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eevuse9)

ثانياً: تقدير وتحليل العلاقة بين الدين الداخلي (IND) ومؤشر حجم التداول (VS) ومؤشر القيمة السوقية (MV) في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2020).

إنَّ العلاقة بين الدين الداخلي (IND) ومؤشر حجم التداول (VS) كمتغيرات مستقلة ومؤشر القيمة السوقية (MV) في سوق العراق للأوراق المالية كمتغير تابع للمدة المذكورة اخذت التوصيف الآتي:-

$$VS = F(IND, VS) \dots \dots (8)$$

وقبل الدخول في تقدير العلاقة المذكورة لابد من ايجاد فترة الابطاء المثلى للنموذج واستناداً الى معايير (FPE, AIC, SC, HQ) وجد أنَّ مَدَّة الابطاء المثلى هي فجوتان زمنيتان (Lag=2).

1. متجه الانحدار الذاتي (VAR):

إنَّ المعادلة المذكورة سابقاً وباستخدام متجه الانحدار الذاتي (VAR) فجوتان زمنيتان هي :-

$$MV = 9716.87 + 0.31MV_{(-1)} - 0.41MV_{(-2)} + 0.20IND_{(-1)} - 0.02IND_{(-2)} + 0.73VS_{(-1)} + 3.76VS_{(-2)} \dots \dots (9)$$

$$(t): \quad (0.69) \quad (0.49) \quad (-0.60) \quad (0.90) \quad (-0.25) \quad (0.31) \quad (1.38)$$

$$R^2: = (0.67) \quad F^* \text{ cal:} = (2.78)$$

إذا يتضح من إشارة الميول الحدية (المعلمات الحدية) أنَّ معلمة القيمة السوقية المتخلفة زمنياً في السنة الماضية ($MV_{(-1)}$) ذات تأثير إيجابي في القيمة السوقية للسنة الحالية إذ بلغت (0.31)، بينما كانت معلمة القيمة السوقية في السنة الثانية ($MV_{(-2)}$) ذات تأثير سالب في مؤشر القيمة السوقية للسنة الحالية إذ بلغت قيمة المعلمة لها (-0.41)، وكانت المعلمة او الميل الحدي للدين الداخلي في السنة الماضية ($IND_{(-1)}$) ذات تأثير إيجابي في القيمة السوقية للسنة الحالية (MV)؛ إذ بلغت قيمة المعلمة الحدية (0.20) في حين كانت معلمة الدين الداخلي في السنة الثانية المتخلفة زمنياً ($IND_{(-2)}$) ذات تأثير سلبي إذ بلغت قيمة المعلمة الحدية (-0.02)، وكانت معلمتا مؤشر حجم التداول المتخلفتان زمنياً ($VS_{(-1)}$ ، $VS_{(-2)}$) موجبتان (0.73، 3.76) على التوالي وذات تأثير إيجابي

في مؤشر القيمة السوقية الحالية (MV)، وبحسب اختبار (T-test) فإن كل المعلمات الحدية للعلاقة المقدر غير معنوية إحصائياً ذلك كون قيمة (t) الجدولية البالغة (1.81) عند درجة حرية (n-k) (14) ومستوى معنوية (5%) أكبر القيمة المحتسبة للمعلمة المذكورة، ولم يجتاز النموذج اختبار المعنوية الاجمالية (F-test) وذلك كون قيمة (F) الجدولية البالغة (3.22) أكبر من قيمة (F) المحتسبة والبالغة (2.78) عند درجة حرية (V1= 6, V2= 10) ومستوى معنوية (5%) وهذا يتفق وديدن او واقع الأسواق المالية في البلدان العربية ومنها العراق وعلاقتها بالدين الداخلي. ولم يعد يعاني النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation) بحسب اختبار (LM-test) وذلك كون جميع قيم (p-value) لمربع كاي (chi-square) والبالغة (0.89) أكبر من مستوى معنوية (5%) ولم يعاني النموذج من مشكلة تجانس التباين، لذلك نقبل فرضية العدم (H0) ونرفض الفرضية البديلة التي تنص خلاف ذلك.

$$H_0: \sigma^2 U_1 = \sigma^2 U_2 = \sigma^2 U_3 = \dots \sigma^2 U_i$$

$$H_1: \sigma^2 U_1 \neq \sigma^2 U_2 \neq \sigma^2 U_3 \neq \dots \sigma^2 U_i$$

2- العلاقة السببية (granger - test) :

أشار اختبار السببية (granger - test) وكما موضح في جدول (7) بأن الدين الداخلي لا يسبب حجم التداول (VS)؛ ذلك كون قيمة (F) المحتسبة والبالغة (0.54) أقل من قيمة (F) الجدولية (3.22) عند درجة حرية (V1=6, V2=10) ومستوى معنوية (5%)، وكذلك ان حجم التداول لا يسبب الدين الداخلي (IND)؛ ذلك كون قيمة (F) المحتسبة والبالغة (1.94) أقل من القيمة الجدولية المذكورة سابقاً عند نفس درجة الحرية ومستوى المعنوية؛ وعليه لا توجد علاقة تأثير متبادلة بين الدين الداخلي وحجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية.

جدول (7)

Vector Autoregression Estimates

Sample (adjusted): 2006 2020

Included observations: 15 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	MV	IND	VS
MV(-1)	0.318139 (0.64203) [0.49552]	3.548454 (1.93291) [1.83581]	-0.142977 (0.19084) [-0.74919]
MV(-2)	-0.419023 (0.69379) [-0.60396]	0.693678 (2.08876) [0.33210]	0.024137 (0.20623) [0.11704]
IND(-1)	0.208030	0.219749	0.031094

	(0.23009)	(0.69272)	(0.06839)
	[0.90412]	[0.31723]	[0.45463]
IND(-2)	-0.029099	-0.094570	-0.023450
	(0.11494)	(0.34605)	(0.03417)
	[-0.25316]	[-0.27328]	[-0.68634]
VS(-1)	0.736006	-12.49529	0.575057
	(2.35173)	(7.08018)	(0.69905)
	[0.31296]	[-1.76483]	[0.82263]
VS(-2)	3.763479	-0.246059	0.111043
	(2.71145)	(8.16316)	(0.80598)
	[1.38800]	[-0.03014]	[0.13777]
C	9716.872	-23091.79	6283.478
	(14032.5)	(42246.6)	(4171.14)
	[0.69246]	[-0.54660]	[1.50642]

المصدر: من اعداد

الباحثان بالاعتماد على

مخرجات برنامج

(Eevuse9)

جدول(8)

نتائج اختبار السببية

للنموذج

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 2004 2020

Lags: 2

Null Hypothesis:	F-		
	Obs	Statistic	Prob.
IND does not Granger Cause VS	15	0.54822	0.5944
VS does not Granger Cause IND		1.94923	0.1928

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eevuse9)

رابعاً: تقدير وتحليل العلاقة بين الدين الداخلي (IND) ومؤشر عدد الأسهم (NS) في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2020):

إنَّ العلاقة بين الدين الداخلي (IND) ومؤشر عدد الأسهم (NS) في سوق العراق للأوراق المالية أخذت التوصيف الآتي:-

$$NS = F(IND)..... (10)$$

1- اختبار متجه الانحدار الذاتي (VAR)

وقبل الدخول في تقدير العلاقة المذكورة، لابد من تحديد مدّة الإبطاء المثلى (Optimal-lag)، وهي فجوتان زمنيّتان (Lag=2) بحسب المعايير (FPE, AIC, SC, HQ)، وعليه فإن معادلة متجه الانحدار الذاتي (VAR) هي:-

$$NS = 2803607 + 0.86 NS_{(-1)} - 0.36 NS_{(-2)} + 33.30 IND_{(-1)} - 37.41 IND_{(-2)} + ui \dots (10)$$

$$(t): \quad (3.12) \quad (4.58) \quad (-1.74) \quad (3.12) \quad (-3.71)$$

$$(F) = (14.04) \quad (R^2) = (0.84) \quad (R^2_{adj}) = (0.78)$$

يتضح من المعادلة أعلاه وبحسب تفسير المعلمات او الميول الحدية ان عدد الأسهم في السنة الماضية ($NS_{(-1)}$) والدين الداخلي في السنة الماضية أيضاً ذو تأثير إيجابي في عدد الأسهم في السنة الحالية (NS)؛ إذ بلغت معلمتا الميول الحدية لهما (0.86، 33.30) على التوالي في حين كانت معلمتا عدد الأسهم للسنة المتخلفة زمنياً الثانية ($NS_{(-2)}$) والدين الداخلي للسنة الثانية المتخلفة زمنياً أيضاً ذات تأثير سلبي في عدد الأسهم في السنة الحالية؛ إذ بلغت قيمة المعلمات (-0.36) (-37.41) على التوالي، وبحسب اختبار (t-test) فإن المعلمات ($NS_{(-1)}$)، ($IND_{(-1)}$)، ($IND_{(-2)}$) معنوية احصائياً كون قيمة (t) الجدولية والبالغة (1.78) عند درجة حرية (n-k) (12) ومستوى المعنوية (5%) أقل من القيمة المحتسبة لها (4.58) و (3.12) و (-3.71) على التوالي، في حين أنّ معلمة ($NS_{(-2)}$) عدد الأسهم المتخلفة زمنياً للسنة الثانية غير المعنوية احصائياً خلاف ذلك، وبحسب اختبار (F-test) اختبار المعنوية الاجمالية فإن النموذج معنوي من الناحية الإحصائية كون قيمة (F-test) الإحصائية البالغة (14.04) أكبر من القيمة الجدولية (3.26) عند درجة حرية ($V_1=4, V_2=12$) اما معامل التحديد (القوة التفسيرية) فإنه ذو نسبة عالية بلغت (84%) معنى ذلك ان المتغيرات المستقلة ($NS_{(-1)}$)، ($NS_{(-2)}$)، ($IND_{(-1)}$)، ($IND_{(-2)}$) تؤثر في مؤشر عدد الأسهم للسنة الحالية (NS) بنسبة (84%) والباقي (16%) يعود لجملة عوامل أخرى لم يتضمنها النموذج، ولم يعد يعاني النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation) بحسب اختبار (LM-test) كون قيمة (p-value) أكبر من مستوى المعنوية (5%) (باستثناء سنوات المستقبل الثامنة، والعشرة، والرابعة) ولم يعاني من مشكلة عدم تجانس التباين (Heteroscedasticity) بحسب قيمة (p-value) لمربع كاي والبالغة (0.17).

2-العلاقة السببية (granger - test) :

أشار اختبار السببية (granger - test) بوجود علاقة تأثير متبادلة بين مؤشر عدد الأسهم (NS) والدين الداخلي (IND) حيث إنّ الدين الداخلي يُسبب عدد الأسهم؛ كون قيمة (F) المحتسبة والبالغة (6.92) أكبر من القيمة الجدولية (3.26) عند درجة حرية ($V_1=4, V_2=12$) ومستوى المعنوية (5%)، وكذلك فإن عدد الأسهم (NS) يُسبب الدين الداخلي (IND)؛ ذلك كون قيمة (F) المحتسبة البالغة (10.13) أكبر من القيمة الجدولية المذكورة عند درجة الحرية ومستوى المعنوية نفسها عليه فإن هناك علاقة تأثير متبادل بينهما.

جدول (9)

اختبار متجه الانحدار الذاتي (VAR)

Vector Autoregression Estimates

Date: 09/06/21 Time: 19:10

Sample (adjusted): 2006 2020

Included observations: 15 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	NS	IND
NS(-1)	0.866889 (0.18923) [4.58116]	-0.014128 (0.00411) [-3.44113]
NS(-2)	-0.369561 (0.21120) [-1.74979]	0.020321 (0.00458) [4.43454]
IND(-1)	33.30458 (10.6696) [3.12145]	1.298586 (0.23149) [5.60962]
IND(-2)	-37.41348 (10.0839) [-3.71021]	-0.687623 (0.21879) [-3.14291]
C	2803607. (896008.) [3.12900]	33490.97 (19440.2) [1.72277]

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eevuse9)

جدول (10)

اختبار السببية

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/06/21 Time: 19:27

Sample: 2004 2020

Lags: 2

Null Hypothesis:	F-		
	Obs	Statistic	Prob.
IND does not Granger Cause NS	15	6.92368	0.0130
NS does not Granger Cause IND		10.1374	0.0039

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eevuse9)

الاستنتاجات والتوصيات:

أولاً: الاستنتاجات:

جرى التوصل الى الاستنتاجات الآتية: -

1 - ان الدين الداخلي (Internal - Debt) يجري الاكتتاب به عادةً داخل الحدود الإدارية للدولة، وتجري تغطيته في الأسواق الوطنية للدولة المستدينة، اذ يتوقف نجاح الدولة في تحصيل مبالغ الدين على أمور عدة منها: وجود مدخرات محلية فائضة، ورغبة في الاكتتاب، وقدرة حكومية على الاستقرار الاقتصادي، ويقسم الدين العام بحسب مدة الاستحقاق الى: قصير، وطويل، ومتوسط الاجل، وبحسب المصدر الى داخلي وخارجي، وبحسب حرية الاكتتاب الى ديون طوعية وإلزامية، اذ تزداد أهمية الدين الداخلي بزيادة النفقات العامة للدولة وتقلبات أسعار الصرف وغياب السياسة الواضحة لإدارة هذا الدين... إلخ.

2 - يرتبط الدين الداخلي بسوق الأوراق المالية، حيث إنَّ كفاءة السوق المالية وتطورها تعزز أهميتها وتأثيرها في النشاط الاقتصادي الأمر الذي يفسح المجال واسعاً امام الحكومات لتوفير السيولة اللازمة لتمويل العجز المالي.

3 - يعدّ سوق الأوراق المالية أحد المصادر او المنافذ التي يمكن عن طريقها للحكومة الحصول على الدين الداخلي في حالة حصول عجز مالي لديها، بطرح سندات الدين الحكومي والاكتتاب مع الافراد والمؤسسات العاملة داخل السوق، ويعتمد ذلك على حجم السوق المالي وكفاءته ومدى تطوره، فكلما كان السوق كبير ودرجة عالية من التطور يوفر للدولة إمكانية أكبر في تحصيل مقدار الدين الذي تحتاجه، وفي حالة صغر حجم السوق وعدم تطوره وانخفاض درجة كفاءته، فان إمكانية الحكومة في تحصيل مقدار الدين المطلوب تكون ضعيفة، اذ إنّ سوق الأوراق المالية في هذه الحالة لا يمتلك المرونة اللازمة لتوفير مبلغ الدين العام الداخلي ولا يوفر المتطلبات الضرورية للتنمية الاقتصادية كما هو الحال في أكثر البلدان النامية ومنها العراق.

4 - يعدّ سوق العراق للأوراق المالية من أسواق الأوراق المالية الناشئة، كغيره من الأسواق المالية للبلدان العربية والإسلامية، كون العراق يعد من البلدان منخفضة الدخل، ويتسم سوقه المالي بحدائته، مقارنة بأسواق الدول المتقدمة، ومن طريق قيم المؤشرات المالية للسوق يتضح انه يتسم بانخفاض حجم سيولته وقلة عدد الشركات المساهمة فيه، وكذلك انخفاض حجم رؤوس الأموال المتداولة فيه.

5 - اتضح من تقدير العلاقة بين الدين الداخلي (IND) والقيمة السوقية (MV) في العراق خلال مدة البحث (2004-2020) وحسب تقدير متجه الانحدار الذاتي (VAR)، ان الدين الداخلي والقيمة السوقية المتخلفان زمنياً يؤثران بنسبة (50%) في القيمة السوقية الحالية حسب معيار (R²) (القوة التفسيرية)، وإنّ النموذج معنوي من الناحية الاجمالية حسب اختبار (F-test)، وبحسب اشارة الميول الحدية فإن المتغيرات المستقلة المتخلفة زمنياً (IND₍₋₁₎, MV₍₋₁₎) ذات تأثير إيجابي في القيمة السوقية الحالية، وعدم وجود علاقة سببية متبادلة بين القيمة السوقية والدين الداخلي بحسب اختبار (Granger-test)،

6- عند تقدير العلاقة بين الدين الداخلي (IND) وحجم التداول (VS) كمتغيرات مستقلة والقيمة السوقية (MV) كمتغير تابع وبحسب تقدير متجه الانحدار الذاتي (VAR)، إنّ المتغيرات المستقلة المتخلفة زمنياً (MV₍₋₁₎, IND₍₋₁₎, VS₍₋₁₎) وبحسب إشارة الميول الحدية تمارس تأثيراً إيجابياً في القيمة السوقية الحالية، بينما كانت هذه المتغيرات في السنة الثانية المتخلفة زمنياً أغلبها ذا تأثير سلبي في القيمة السوقية الحالية، والنموذج غير معنوي من الناحية الاجمالية بحسب اختبار (F-test)، ولا توجد علاقة سببية متبادلة بحسب اختبار (Granger-test)،

7- اتضح عند تقدير العلاقة بين الدين الداخلي (IND) ومؤشر عدد الأسهم (NS)، وبحسب تقدير الانحدار الذاتي (VAR)، إنّ المعلمات الحدية المتخلفة زمنياً للدين الداخلي (IND₍₋₁₎) وعدد الأسهم (NS₍₋₁₎) ذات تأثير إيجابي في عدد الأسهم (NS) في السنة الحالية في حين كانت المعلمات في السنة الثانية المتخلفة زمنياً (IND₍₋₂₎), (NS₍₋₂₎) خلاف ذلك، وإنّ النموذج معنوي من الناحية الاجمالية بحسب اختبار (F-test)، اما قيمة (R²) فكانت نسبة مرتفعة (84%) تقسّر بأن المتغير المستقل (الدين الداخلي) يؤثر على المتغير التابع (عدد الأسهم) بنسبة (84%) والباقي (16%) يعود لعوامل أخرى، وأشار اختبار (Granger) للسببية بوجود علاقة تأثير متبادلة بين الدين الداخلي ومؤشر عدد الأسهم أي أحدهما يؤثر في الآخر.

ثانياً: التوصيات:

يوصي الباحثان بما يأتي: -

1- ضرورة اتباع سياسة لإدارة الدين العام في العراق من شأنها الحد من تفاقم المديونية المالية للدولة من جانب، ومن جانب آخر، توفير متطلبات الدولة التمويلية والإيفاء بالتزاماتها في دفع أقساط الدين والفوائد المترتبة عليه، وترسيخ المبادئ والمثل في تعاملها مع الدائنين واحترام وحفظ مصالحهم من حيث الإيفاء باستحقاقاتهم والحفاظ

على القوة الشرائية للنقود (الاهتمام بالاستقرار النقدي والاقتصادي) لضمان عدم تدهور قيمة الدين في المستقبل لكسب ثقة الدائنين، وكذلك التنسيق بين اهداف السياستين المالية والنقدية.

2- العمل على ربط سياسة الدين العام بالسياسة الاقتصادية الكلية للدولة، وضرورة توجيه الديون نحو المشاريع الإنتاجية والتنمية، وان يتناسب مقدار الدين مع الحاجة الفعلية له، لغرض التمكن من تسديدها مع الفوائد المترتبة عليها من جانب، والحد من تحميل الأجيال اللاحقة أعبائها.

3- ضرورة تأسيس هيئة عامة تعنى بإدارة الدين العام للحيلولة دون التداخلات التنظيمية والتشريعية للمؤسسات المعنية بإدارة الدين العام كوزارة المالية والبنك المركزي وسوق العراق للأوراق المالية.

4- ضرورة الارتقاء بواقع سوق العراق للأوراق المالية وتحسين أداءه ورفع مستوى كفاءه من النواحي التنظيمية والتشريعية والاقتصادية وتعزيز دوره في النشاط الاقتصادي، بفتح فروع للسوق أو أسواق للأوراق المالية جديدة، في المحافظات التي تتمتع بيئة استثمارية جيدة مثل محافظة كربلاء ومحافظة البصرة وذلك لتوفر البيئة الاقتصادية الملائمة.

5- العمل على تنويع مصادر الدخل القومي في العراق للحد الاعتماد على مورد واحد (النفط الخام) ومن تقلبات الإيرادات المالية المتحصلة منه، وتوفير الاستقرار المالي في الدولة بإصلاح النظام الضريبي وتوفير الدعم اللازم لقطاعات الصناعة والزراعة وزيادة الاستثمار في الموارد الطبيعية غير النفطية مثل الغاز والفسفات وغيرها.

المصادر المعتمدة:

المصادر العربية:

أ-الكتب:

1- العلي، عادل ، (2011)،المالية العممة والقانون المالي والضريبي، الجزء الأول، الطبعة الثانية، اثناء للنشر والتوزيع، عمان .

2- المشهداني ، خالد احمد فرحان و العبيدي، رائد عبد الخالق عبد الله (2013)، مدخل الى الأسواق المالية، الطبعة العربية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان .

3- الواسطي، فاضل شاكر ، (1973)، اقتصاديات المالية العممة، الطبعة الأولى، مطبعة المعارف، بغداد.

4- الشايجي، وليد خالد ، (2005)، المدخل الى المالية العممة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان.

ب- التقارير والنشرات:

1- سوق العراق للأوراق المالية (2005)، التقرير السنوي لعام 2005، بغداد.

2- هيئة الأوراق المالية العراقية (2014)، التقرير السنوي عن حركة التداول في سوق العراق للأوراق المالية للعام 2014، بغداد.

3- البنك المركزي العراقي، (2012)، دائرة الإحصاء والأبحاث، قسم بحوث الأسواق المالية، التقرير السنوي للاستقرار المالي في العراق لعام 2012، (بغداد).

4- البنك المركزي العراقي، (2016)، دائرة الإحصاء والأبحاث، التقرير الاقتصادي السنوي للبنك المركزي العراقي لعام 2016، (بغداد).

5- سوق العراق للأوراق المالية، (2014)، التقرير السنوي ودليل الشركات للعام 2014، بغداد.
ج-البحوث والدراسات:

1- الهيبي، احمد حسين علي، وبختيار، صابر محمد، (2011)، أثر تقلبات الإيرادات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 7 (جامعة الانبار)، الانبار.

2- نصير، احمد وزين، يونس، (2017)، دراسة تحليلية لأداء وتنظيم الأسواق المالية والناشئة في الدول العربية "السوق المالي تونس والسوق الناشئ عمان"، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، المجلد 3، العدد 5، (الشلف) الجزائر.

3- خضر، احسان، (2004)، تحليل الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط، (الكويت)، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، الكويت.

4- عبد اللطيف، عماد محمد علي (2012)، الدين الحكومي وأثره في السياسة النقدية العراق حالة دراسية، مجلة المستنصرية للدراسات العربية والدولية، العدد 39، الجامعة المستنصرية، بغداد.

5- عطية، قحطان لفته وبريهي، (2020)، فارس كريم، تحليل واقع سوق العراق للأوراق المالية في ظل العولمة المالية لمدة (2006-2018)، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي للدراسات المالية والمحاسبية، المجلد (15)، العدد (53) (جامعة بغداد)، بغداد.

6- سعيفان، سمير، واخرون، (2015)، ندوة-تداعيات هبوط أسعار النفط على البلدان المصدرة، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، (الدوحة)، قطر.

7- حسين، ميسون علي، (2013)، الاوراق المالية واسواقها مع الاشارة الى سوق العراق للأوراق المالية تأخير نظري، مجلة جامعة بابل، المجلد 21، العدد 1، بابل.
د- الرسائل والأطاريح :

1- الزهرة، ديش فاطمة، (2018)، دور السياسات النقدية والمالية في الحد من الازمات الاقتصادية، دراسة حالة ازمة الديون في منطقة اليورو، أطروحة دكتوراه (اقتصاد)، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبو بكر بلقايد-تلمسان، الجزائر.

2- عبود، محمد عودة، (2016)، الاستثمار بالأوراق المالية في ظل المخاطر الكلية دراسة اقتصادية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2014) أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، النجف.

3- عبادي، اثير عباس، (2011)، الازمات في السوق المالية وانعكاساتها في الاقتصادات العربية مع اشارة خاصة للعراق، اطروحة دكتوراه، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، بغداد.

ب-المصادر الأجنبية:

A: Books:

- (1) Sibel Aybarc,(2019), Theory of public debt and current reflections , Faculty of Economics and Administration, (Turkey).
- (2) Roy E bailey,(2005), The Economics of Financial Markets , Cambridge University press, (New York).
- (3) J. Bradford Delong and Martha L. Olney, (2006), Macroeconomics, Second Edition, McGraw– Hill Irwin, (New York).
- (4) Yang Liu, Government Debt and Risk Premia,(2017), University of Philadelphia, (Philadelphia).

B: Research and Magazines and Bulletins and Reports:

- 1 Ahmed Ibrahi Ali,(2015), Pubic Debt and characteristics of The Policy Oil economy, Iraqi Journal for Economic Sciences ,Mustansiriya University, Vol (46) (Baghdad) .
- 2 United Kingdom Financial Conduct Authority (UK FCA),(2016), Statutory Objectives, (London).
- 3 International Monetary Fund,(2001), Public Debt Management Guidelines, International Monetary Fund, (Washington).
- 4 Maria Pascal,(2016), (andriescu) public debt management –fundamental component of public, Alexandro loan, Cuza University , Centre for European Studies, Vol. 3, Iss. 4, (Romania).
- 5 Graeme Wheeler,(2004), Sound Practice in Government Debt Management, The World Bank ,(Washington).
- 6 Martin Hodula and Ales Melesky,(2020), Debt management when monetary and fiscal policies clash: some empirical evidence, Journal of Applied Economics, Vol 23,No1, U.K (Wales).
- 7 Giovanna Bua and Andrea F. Presbitero, Domestic public debt in Low–Income Countries: Trends and structure, (2014) , Review of Development Finance, Elsevier–Amsterdam, Volume 4, Amsterdam .
- 8 Eric Toussaint and Damien Millet , (2010), Debt The International Monetary Fund – and The World Bank: Sixty Questions, Sixty Answers, Monthly Review Press, (New York).

- 9 Ronald W. Melicher and Edgar A. Norton,(2017), Introduction to Finance Markets, Investments, and Financial Management, Sixteenth Edition, John Wiley & Sons, Inc. (U.S.A).
- 10 Esraa Sadeq Kadhim and Ghufraan Hatem Alwan,(2020), The impact of debt on financial stability in Iraq, Journal of Economics and Administrative Sciences, (University of Baghdad), Vol 26, No 121, Bag