Journal of
TANMIYAT AL-RAFIDAIN
(TANRA)
A scientific, quarterly, international, open access, and peer-reviewed journal

Vol. 41, No. 133
March. 2022

© University of Mosul | College of Administration and Economics, *Mosul, Iraq.*

TANRA retains the copyright of published articles, which is released under a "Creative Commons Attribution License for CC-BY-4.0" enabling the unrestricted use, distribution, and reproduction of an article in any medium, provided that the original work is properly cited.

Citation: Idham, Awse M. A., AL-Iraqi, Bashar A. (2022).“The effect of taxes on the performance of the stock market-Arab stock markets as a model”. ***TANMIYAT AL-RAFIDAIN***, 41 (*133*), 244 -263, https://doi.org/10.33899/tanra.2020.165650

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

Research Paper

The Effect of Taxes on the Performance of the Stock Market-Arab Stock Markets as A Model

Awse M. A. Idham [1] ; Bashar A. AL-Iraqi [2]
[1&2]Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics

Corresponding author: Awse M. A. Idham, Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics, Awse.bap221@student.uomosul.edu.iq

DOI: https://doi.org/10.33899/tanra.2020.165650

Article History: *Received*: 4/8/2021; *Revised*: 20/8/2021; *Accepted:* 30 /8/2021; *Published*: 1/3/2022.

Abstract

The research aims to provide a comprehensive and in-depth picture of the theoretical frameworks and empirical studies that framed and explained the mechanism of transmission of direct and indirect influence through which taxes can play an important and prominent role in interpreting the performance of the stock market, as well as building a quantitative model capable of clarifying the size and direction of the impact of taxes. And some other controlling variables (inflation, interest rate, economic growth, money supply, government spending, public debt) as illustrative variables, in the performance indicators of the stock market, which was expressed by the market index, and the turnover rate as response variables, for a sample of Arab countries (Egypt, Jordan, Morocco, Oman, Tunisia, Lebanon, Bahrain) for the period (1997-2019), To achieve this, we relied on the aggregate regression methodology (PRM), the fixed-effect model (FEM), and the random effect model (REM), which are based on the balanced double data (Balanced Panel Data), to obtain results closer to reality and reach an analysis It can be used in investment decisions, and the results revealed the contribution of taxes to the positive impact on the performance indicators of the stock market for the sample countries.

Keywords:
Interest Rate, Inflation, Money Supply, Stock Market Performance Indicators, Balanced Panel Data.

ورقة بحثية

أثر الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية - أسواق الأوراق المالية العربية أنموذجا

أوس محمد علي ادهام الخطاب [١] ، بشار أحمد الواقي [٢]

[١&٢] قسم العلوم المالية والمصرفية – كلية الإدارة والاقتصاد– جامعة الموصل

المؤلف المراسل: أوس محمد علي ادهام الخطاب ، قسم العلوم المالية والمصرفية - كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة الموصل

Awse.bap221@student.uomosul.edu.iq

DOI: https://doi.org/10.33899/tanra.2020.165650

تاريخ المقالة: *الاستلام:* ٢٠٢١/٨/٤؛ *التعديل والتنقيح:* ٢٠٢١/٨/٢٠؛ *القبول:* ٢٠٢١/٨/٣٠؛ *النشر:* ٢٠٢٢/٣/١.

المستخلص

يهدف البحث إلى تقديم صورة شاملة وعميقة عن الأطر النظرية والدراسات التجريبية التي أطرت وفسرت آلية انتقال التأثير المباشر وغير المباشر التي يمكن من خلالها أن تؤدي الضرائب دورًا مهمًا وبارزًا في تفسير أداء سوق الأوراق المالية، فضلا عن بناء أأنموذج كمي قادر على توضيح حجم واتجاه تأثير الضرائب وبعض المتغيرات الضابطة الاخرى (التضخم، سعر الفائدة، النمو الاقتصادي، عرض النقد، الانفاق الحكومي، الدين العام) كونها متغيرات توضيحية، في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية والتي عبر عنها بمؤشر السوق، ومعدل دوران الأسهم كونها متغيرات استجابة، لعينة من الدول العربية (مصر، الأردن، المغرب، عمان، تونس، لبنان، البحرين) وللمدة (1997–2019)، ولتحقيق ذلك تم الاعتماد على منهجية الانحدار التجميعي (PRM) وأأنموذج الأثر الثالبت (FEM)، وأأنموذج الأثر العشوائي(REM))، والتي تستند في ذلك إلى البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data)، بهدف الحصول على نتائج أقرب إلى الواقع والوصول إلى تحليل يمكن استعماله في القرارات الاستثمارية. وافصحت النتائج عن مساهمة الضرائب في التأثير الإيجابي في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية للدول عينة الدراسة.

الكلمات الرئيسة

سعر الفائدة، التضخم، عرض النقد، مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، البيانات المزدوجة المتوازنة.

مجلة

تنمية الرافدين

(TANRA): **مجلة علمية، فصلية، دولية، مفتوحة الوصول، محكمة.**

المجلد (٤١)، العدد (١٣٣))،
آذار ٢٠٢٢

© جامعة الموصل |
كلية الإدارة والاقتصاد، *الموصل، العراق.*

تحتفظ (**TANRA**) بحقوق الطبع والنشر للمقالات المنشورة، والتي يتم إصدارها بموجب ترخيص (Creative Commons Attribution) لـ (CC-BY-4.0) الذي يتيح الاستخدام، والتوزيع، والاستنساخ غير المقيد وتوزيع للمقالة في أي وسيط نقل، بشوط اقتباس العمل الأصلي بشكل صحيح.

الاقتباس: الخطاب، أوس محمد علي ادهام، العراقي، بشار احمد (٢٠٢٢)."أثر الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية - أسواق الأوراق المالية العربية أأنموذجا" ***تنمية الرافدين***، ٤١ (١٣٣)، ٢٤٤-٢٦٣، https://doi.org/10.33899/tanra.2020.165650

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

المقدمة

تؤدي الأسواق المالية وبحسب ما اجمعت عليه بعض الادبيات المالية والاقتصادية، ومن خلال فدرتها على تعبئة المدخرات من وحدات الفائض المالي وإعادة توجيهها نحو الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي وبما يضمن التخصيص الأمثل لتلك الموارد، وتوزيع وادارة المخأطر، دوراً بالغ الأهمية في رفع معدلات النمو الاقتصادي للبلدان المتقدمة والنامية، بالاضافة إلى تحفيز الوحدات الاقتصادية نحو تحقيق مستويات مرتفعة من التطور والتنمية.

ويتأثر سوق الأوراق المالية بالعديد من المتغيرات والعوامل المحيطة به والتي تترك اثارها على ديناميكة عمل السوق، فتعمل على عدم استقراره، والمتمثل بارتفاع مخأطر تقلبات اسعار الأوراق المالية، ولغرض الحد من هذه التقلبات يتطلب الامر التعرف على العوامل المسببة لتلك التقلبات، وماهي الالية التي تنقل اثارها إلى السوق. وتعد السياسة الضريبية أحدى أبرز العوامل المؤثرة على القطاع المالي بصورة عامة وسوق الأوراق المالية بصورة خاصة، فهي تمتلك القدرة على المساهمة في معالجة الاختلالات الاقتصادية لغرض تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي، ومن ذلك الاستقرار برزت أهمية الضرائب في التأثير على سوق الأوراق المالية، إذ يتجسد الاستقرار المالي في أداء وعمل سوق الأوراق المالية، وعلاقة تلك الأسواق بحركة الاقتصاد ككل، إذ أن استقرار هذه الأسواق سيسهم في الاستقرار الاقتصادي والمالي.

- **أهمية البحث.**

في ضوء ما تقدم، ومن خلال ما يمكن أن تتركه الضرائب، بوصفها أحد متغيرات الاقتصاد الكلي، من تأثير على أداء القطاع المالي بصورة عامة وأداء سوق الأوراق المالية بصورة خاصة، جاءت الدراسة لتحلل وتفسر طبيعة ذلك الأثر في الدول عينة الدراسة, ولتعطي مؤشرات للمستثمرين ومتخذي القرار تساعدهم في التحوط و/او الاستفادة من التغيرات الحاصلة في الضرائب في تعظيم قيم موجوداتهم او تقليص حجم خسائرهم.

- **مشكلة الدراسة**

يعد سوق الأوراق المالية من مكونات الاقتصاد القومي التي تؤثر وتتأثر بمعظم المتغيرات الاقتصادية الكلية ومنها الضرائب، وبالتالي فان التغيرات الحاصلة بها يمكن أن تنعكس في مؤشرات أداء الأسواق المالية, وعليه فقد جاءت مشكلة الدراسة لتتجسد بالتساؤل الآتي:

- ما طبيعة والية وحجم التأثير الذي يمكن ان تمارسه الضرائب في أداء سوق الأوراق المالية للدول العربية عينة الدراسة؟

- **فرضية الدراسة**

في ضوء مأطرح من تساؤل في مشكلة الدراسة صيغت فرضية الدراسة، بالشكل الآتي: تمارس الضرائب تأثيراً سلبياً ذا أهمية كبيرة في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية للدول عينة الدراسة.

- **هدف البحث**

سعت الدراسة إلى عرض صورة شاملة وواضحة عن الأطر النظرية والدراسات الاقتصادية والمالية التي تم من خلالها تحليل وتفسير الية وقنوات التأثير المباشرة وغير المباشرة التي يمكن ان تتركها الضرائب في أداء سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى بناء أنموذج كمي يعكس حجم واتجاه تأثير الضرائب في أداء سوق الأوراق المالية للدول العربية عينة الدراسة وللفترة (1997–2019).

- **منهجية الدراسة**

رغبة في بلوغ اهداف الدراسة واختبار فرضياتها، تم الاعتماد على منهجية مستندة من جانب إلى المنهج الوصفي القائم على الأطر النظرية التي تتناول تأثير الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية، ومن جانب اخر اعتماد منهج الاقتصاد القياسي الحديثة والمتمثلة بالبيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) ومن خلال منهجة الانحدار التجميعي (PRM) وأنموذج الأثر الثابت (FEM)، وأأنموذج الأثر العشوائي(REM)، لغرض تقدير وتحليل أثر الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية في الدول عينة الدراسة.

- **حدود الدراسة**

١. الحدود المكانية

تناولت الدراسة عينة من الدول العربية وهي (الاردن، مصر، عمان، لبنان، المغرب، تونس، البحرين) باعتبارها بلدان تمتلك معدلات متقاربة من النمو والتطور في قطاعاتها المالية بصورة عامة وبأسواقها المالية بصورة خاصة, التي حققت فيها تطورات ملحوظة خلال فترة نشاطها، بالاضافة إلى اعتماد بعض دول عينة الدراسة على الضرائب بنسة كبيرة من الايرادات العامة وباعتباره متغيراً أساسياً في الدراسة. كما أنها تميزت بكونها من البلدان المتبنية لبرامج الاصلاحات الاقتصادية، وانتهاجها سياسات مالية تهدف إلى استقرار النشاط الاقتصادي عن طريق التحكم في الانفاق الحكومي ومحاولة السيطرة على عجز الموازنة وتشريع قوانين ضريبة تحد من التهرب الضريبي.

٢. الحدود الزمانية

تشتمل مدة الدراسة الفترة (1997–2019) كونها فترة شهدت العديد من الأحداث الاقتصادية سواء الاقليمية أو العالمية. كما اتسمت فترة الدراسة بشمولها لمعظم سنوات نشاط سوق الأوراق المالية في البلدان العربية واستقرار أدائها، فضلا عن كونها فترة اتسمت بتوافر البيانات.

اولا"–مراجعة الادبيات ذات العلاقة

لم يكن اهتمام الأطر النظرية والدراسات الاقتصادية والمالية الاكاديمية والتجريبية الحديثة بعيدة عن تشخيص وتحديد طبيعة واتجاه الأثر الذي تتركه السياسة الضريبية على أداء سوق الأوراق المالية، فقد اجريت العديد من الدراسات التي تناولت ذلك الأثر ومنها:

دراسة بسيوني (2012) بعنوان "أثر السياستين النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية لسوقي مصر والولايات المتحدة الامريكية", استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار الخطي متعدد المراحل للمدة

(1991–2010)، وأظهرت نتائجها مرونة مؤشر معدل دوران الأسهم لسوق مصر للأوراق المالية للتغيرات الحاصلة في متغيرات (سعر الفائدة, وسعر الصرف, والانفاق العام, والايرادات الضريبية) مما يعني تركز تأثير السياسة النقدية والمالية على هذا المؤشر, كما توصلت الدراسة إلى ان مؤشرات سوق نيويورك للأوراق المالية تكون مرنة للتغيرات الحاصلة في الايرادات العامة.(Bassionl,2012, 133-200)

اهتمت دراسة الصمادي وملاوي (2016) بعنوان "أثر الضرائب الحكومية على أداء بورصة عمان"، استخدمت الدراسة اختبار سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بتطبيق اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس بيرون (PP)، وتم تطبيق اختبار كوزوم (CUSUM test) لاختبار استقرارية معلمات الأنموذج، كما تم اختبار التكامل المشترك باعتماد طريقة الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة (ARDL) من خلال أسلوب اختبار الحدود، واختبار جرينجر للسببية وللفترة (1980–2012)، وأظهرت النتائج وجود أثر سلبي للضرائب على مؤشرات بورصة عمان الثلاثة المؤشر العام لاسعار الأسهم وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم، علاوة على وجود علاقة سببية طويلة الاجل بين متغيرات الأنموذج.(Smadi & Malawi,2015, 203-244)

في دراسة باش والقريشي (2017) حول "أثر السياسة المالية في مؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية"، وبأستخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي متعدد المراحل وللفترة (2004–2014)، أظهرت النتائج تأثير متغيرات السياسة المالية (النفقات العامة، الضرائب، الدين العام) في مؤشرات أداء السوق تأثيراً ضعيفا، كما أن موشر حجم التداول هو الأكثر تأثراً بالسياسة المالية، بينما مؤشر الشركات هو الأقل تأثراً بالسياسة المالية. (Bash & AlQuraishi,2017,186-207).

وتناولت دراسة Arin et al (2009) "آثار السياسة الضريبة على الأسواق المالية: ادلة من الولايات المتحدة واليابان والمانيا"، وباستخدام أنموذج الانحدار الذاتي وللمدة (1967–2005)، أظهرت النتائج، ان اختيار الحكومة للسياسة الضريبية له تأثير كبير على عوائد سوق الأوراق المالية، حيث يظهر تأثير الضرائب غير المباشرة بشكل سلبي أكبر من غيرها، في حين لا ينتج عن ضرائب دخول الشركات استجابة كبيرة. (Arin et al ,2009,33-46)

تناقش دراسة Nwaogwugwu (2018) "آثار السياسة النقدية والمالية على سوق الأوراق المالية في نيجيريا"، وباستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL وللفترة (1970–2016)، أظهرت النتائج أن عرض النقد وسعر الفائدة لهما تأثير ذو دلالة احصائية على سوق الأسهم في الاجل القصير والطويل، وبالمثل فان للانفاق الحكومي والضرائب لهما تأثير ذو دلالة احصائية في الاجل الطويل والقصير على سوق الأوراق المالية.(Nwaogwugwu, 2018, 79-85)

ثانيا: الاطار النظري لأثر الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية.

اتجهت معظم الادبيات الاقتصادية والمالية نحو تفسير قدرة الضرائب في التأثير الفعال المباشر وغير المباشر في القطاع المالي بصورة عامة والأسواق المالية بصورة خاصة، فهي تؤدي دوراً مباشراً في التأثير على عوائد الموجودات المالية وعلى أرباح الشركات، ومن ثم على اسعار الأسهم، كما يمكن ان تؤدي دوراً غير مباشر

من خلال تأثيرها في المتغيرات الاقتصادية مثل النمو الاقتصادي والاستثمار والتضخم ومن ثم على الأسواق المالية. (Kanaan & Aljashi ,2018, 265-283)

وينطلق الفكر المالي والاقتصادي في تفسيره للعلاقة بين ضريبة الدخل وسوق الأوراق المالية من خلال ماتحدثه التغيرات في مستويات الضريبة على أسواق الأوراق المالية. اذ ان انخفاض ضرائب الدخل المفروضة على دخول الشركات،عادة ماتترك آثارها الإيجابية على أرباحها الصافية وبالتالي تزيد من حجم وقيمة توزيعاتها المقدرة، الامر الذي يدفع باتجاه زيادة الطلب على أسهمها مسببة ارتفاعاً في اسعارها، فضلا عن تنشيط حركة تداولها، التي تنعكس على أداء سوق الأوراق المالية فيرفع من مستويات نموها وتطورها.(Alasrag, 2002,163). كما ان انخفاض ضرائب الدخل على الوحدات الاقتصادية والأفراد قد يظهر تأثيراً إيجابياً غير مباشر ومن خلال مايحدثه من ارتفاع قوتها الشرائية الذي يدفعها باتجاه زيادة الطلب على السلع والخدمات، ومن ثم زيادة أرباح الشركات، وارتفاع معدلات توزيع الأرباح، في عمليات التداول في سوق الأوراق المالية فيرفع من مستويات تطورها (Bassionl,2012, 133-200). وبالاتجاه المقابل فان ارتفاعها سيؤثر على قدرة الأفراد على الانفاق بسبب الانخفاض في دخولهم المخصصة سواء للانفاق الاستثماري أو الاستهلاكي، ويشكل ذلك عاملا لانخفاض الطلب على السلع والخدمات، وانخفاض في الانتاج وأرباح الشركات، الأمر الذي يترتب عليه انكماش في عمليات التداول في سوق الأوراق المالية(Al-Daami,2016,93-94).

أما الضرائب غير المباشرة والمتمثلة بضريبة القيمة المضافة والضرائب الكمركية، فتؤدي الاولى عند تطبيقها إلى ارتفاع الاسعار، وهي بذلك تسهم بشكل سلبي في الطلب على السلع والخدمات من قبل الأفراد والوحدات الاقتصادية (Hdeweh, 2013,124) الامر الذي يسبب انكماشاً في أرباح الشركات المصدرة للأسهم، ومن ثم هبوط قيمتها السوقية، مما يحدث انخفاضاً في الطلب على الأسهم، ومن ثم التأثير بشكل سلبي في عمليات التداول في سوق الأوراق المالية (Taha & Al-Iraqi, 2019,117-136). كما وبصورة غير مباشرة في سوق الأوراق المالية من خلال قدرتها في التأثير على مفاضلة الأفراد مابين الاستهلاك والادخار، فارتفاع مستوياتها يدفع باتجاه رفع معدلات الادخار عموما والادخار الاجباري خصوصا، على حساب أنواع الانفاق الاستهلاكي المختلفة، فاتساع نطاق فرض ضريبة القيمة المضافة واوعيتها يسهم في رفع معدلات الادخار الاجباري وبالتالي توجيه الزيادة في المدخرات نحو الاستثمار الإنتاجي، مما يساعد في زيادة حجم الانتاج القومي(Hdeweh, 2013,124). الذي يكون له تأثير إيجابي على سوق الأوراق المالية . فزيادة النشاط الاقتصادي يزيد من حركة تداول الأسهم ومن ثم الارتفاع في أسعارها وتداولها في سوق الأوراق المالية (Alasrag, 2002,163). وينعكس تأثير الثانية من خلال أنواعها، إذ يظهر تأثير ضرائب الاستيراد من خلال ماتتركه من أثر مهم في ارتفاع أسعار السلع الاجنبية وانخفاض الطلب عليها، ومن ثم زيادة الطلب على السلع المحلية، فضلا عن تأثيرها في ارتفاع أرباح الشركات المحلية نتيجة لزيادة الطلب على السلع المحلية. (Taleb,2016,99-113) وكذلك يؤثر الانخفاض أو الإعفاء من ضرائب الاستيراد على الالات ومستلزمات الانتاج الأولية في انخفاض تكاليف الانتاج للسلع المحلية، وزيادة الطلب عليها محليا ودوليا، فضلا عن الزيادة بالأرباح (Sulayman,2016,33)

التي تؤثر إيجابياً في القيمة السوقية للأسهم، فتنبؤ المستثمرون بوجود ارتفاع في الأرباح سيحفزهم على شراء الأسهم وبذلك ترتفع القيمة السوقية للسهم وتزداد عملية التداول (Sadiq, 2018,221-248 & Mashkor). اما ضرائب الصادرات تساهم في انخفاض سعر السلع في السوق المحلي، ويرفع من سعر السلع في الأسواق العالمية وهو بذلك يقلل من حجم الطلب على السلع في الأسواق العالمية، الامر الذي يساهم في أنخفاض ألاسعار، ممايعكس على أرباح الشركات المصدرة للأسهم بالانكماش، وانخفاض في القيمة السوقية للأسهم والذي بدوره يؤدي إلى انكماش التداول في سوق الأوراق المالية (Tsagkanos & Siriopoulos,2013,106-118).

وفي اتجاه آخر، تباينت الآراء إلى حد كبير حول تأثير ضريبة المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية. إذ يؤكد المناصرون فرضها على إمكانية عدها أداة للحد من تقلب اسعار الأوراق المالية وتحسين كفاءة الأسواق المالية علاوة على زيادة الايرادات الضريبية وأداة لاعادة التوزيع العادل للثروة الاجتماعية (Zhang,2001,1-33). ويرى المعارضون عكس ذلك، اذ إن زيادة تكاليف المعاملات المالية من شأنه أن يخفض من قيمة الأوراق المالية، ويقلل من سيولة الأسواق المالية، علاوة على تحديد كفاءة السوق، كما يشيرون إلى أن ارتفاع الايرادات المتولدة نتيجة ضرائب المعاملات المالية غير مؤكدة .(Schwert & Seguin,1993,27-35).

ويظهر تأثير الضرائب على مصادر التمويل وسوق الأوراق المالية من خلال التمييز بين معدل الضرائب المفروض على مصادر التمويل من التمويل بالديون أو التمويل بالملكية، فاذا استطاعت الضرائب التخلص من التشوهات الناتجة عن معدل الضرائب المفروض على الأسهم في مواجهة ادوات الدين، فإن ذلك يسهم في ازدهار سوق الأسهم وكذلك زيادة في عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، مما يؤثر بالايجاب عليه (Andrews, 2005,135).

وأخيراً يسهم الاعفاء الضريبي في عملية توجيه الاقتصاد باتجاه معين، ويتم ذلك من خلال تأثيره على قرارات الاستهلاك والاستثمار والانتاج، ويختلف تأثير الاعفاء الضريبي باختلاف الدول' ففي الدول المتقدمة يكون الهدف ضمان الاستمرار في النمو والاستقرار الاقتصادي، أما في الدول النامية فيكون تأثير الاعفاء الضريبي من خلال تخطي المشاكل التنموية المتمثلة في نقص رؤوس الأموال، وضيق الأسواق المحلية، أي إن الغرض من الاعفاء الضريبي هو تحفيز التراكم الرأسمالي والحد من الاستهلاك وتشجيع الادخار (Sulayman,2016,34)، إن قيام المشرع الضريبي بتقديم اعفاءات ضريبية إلى شركات معينة او مناطق جغرافية معينة سواء كان هذا الاعفاء الضريبي اعفاء تاماً اولفترة زمنية معينة سيعمل على تشجيع صناعات محددة أو العمل في مناطق جغرافية معينة، أما الاعفاء الجزئي على السلع المصدرة فيكون الغرض منه زيادة الطاقة الانتاجية، وهذه الاعفاءات كافة تشجع على زيادة الطلب على الأسهم وينعكس ذلك بالايجاب على سوق الأوراق المالية(Bash & Al-Quraishi,2017,186-208). كما تعمل الضرائب التمييزية والاعفاءات الضريبة على عوائد التداول بالأوراق المالية مقارنة بالاستثمارات الأخرى، على تنشيط الطلب على الأوراق المالية وتسهم في تنشيط حركة السوق.(Dardori et al, 2018,109-122).

ثالثاً: المنهجية التجريبية (Empirical Methodology)

استناداً إلى الأطر النظرية والتجريبية للدراسات الاقتصادية والمالية، ولغرض تأكيد فرضيات الدراسة وتحقيق أهدافها، وبغية تصميم أنموذج كمي لمصفوفة الضرائب فضلا عن بعض المتغيرات الاقتصادية الضابطة الاخرى (المتغيرات المستقلة) وأثرها في أداء سوق الأوراق المالية ومؤشراته (المتغير المعتمد) لعينة من الدول العربية (البحرين، عمان، الاردن، تونس، المغرب، مصر، لبنان)، وباعتماد مايعرف بأسلوب البيانات المزدوجة Panal Data وللفترة (1997–2019) ليصبح عدد المشاهدات (161) مشاهدة، فقد تم اتباع الخطوات الآتية:

١. مصادر البيانات

اعتمدت قاعدة بيانات التنمية المالية العالمية Global Financial Development Database الصادرة عن البنك الدولي، وقاعدة بيانات الاقتصاد العالمي The Gglobal Economy للحصول على البيانات الخاصة بالمتغيرات التوضيحية (الضرائب، النمو الاقتصادي، التضخم، عرض النقد، سعر الفائدة). بينما المتغيرات المعتمدة المتمثلة في (مؤشر السوق، معدل دوران الأسهم) تم الحصول عليها من التقارير السنوية للأسواق المالية للدول عينة الدراسة وتقارير البنك الدولي وصندوق النقد العربي.

٢. متغيرات الأنموذج:

أ. المتغيرات المستقلة: تعبر المتغيرات المستقلة والتي تعرف ايضاً بالمتغيرات التوضيحية عن متغير الضرائب وبعض المتغيرات الاقتصادية الضابطة الأخرى التي يمكن أن تؤثر في أداء سوق الأوراق المالية بعده المتغير المعتمد، ويبين الجدول (3) ملخص للمتغيرات المستقلة المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية وطبيعة تأثيرها.

جدول (٣): العوامل الموثرة في أداء سوق الأوراق المالية

ت	المتغيرات	ألمؤشر	الدراسات	التأثير المتوقع
١	الانفاق الحكومي SP	الانفاق الحكومي/ GDP	Eyo (2016), Hu et al(2018) Adeleke & Oyeleke (2021)	+
2	الايرادات الضريبية T	الضرائب / GDP	الصمادي ومدي(2015)، فرحات والقيزاني (2015)، كنعان والجشي (2018), Nwaogwugwn(2018)	-
٣	عجز الموازنة D	الدين العام / GDP	باش والقريشي (2017)، Hsing (2013) , Eyo (2016)	-
4	التضخم IF	معدل التغير في الرقم القياسي لاسعار المستهلك	صالح (2017) ،العراقي وطه (2019)، يونس وعماد الدين (2009)، بسيوني (2012)	+
٥	النمو الاقتصادي G	معدل النمو في الناتج المحلي الاجمالي	العراقي (2017)، صالح (2017)، Prazak (2018), Acikalin et al (2016).	+
٦	عرض النقد M2	GDP/M2	خليل (2015)، العراقي (2017)، Hu (2018)	+
7	سعر الفائدة R	سعر الفائدة على الودائع	بسيوني (2012)، العراقي وطه (2019).	-

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بناء على الأطر النظرية والدراسات السابقة

ب. المتغيرات المعتمدة: تتضمن المتغيرات المعتمدة مجموعة من مؤشرات أداء الأسواق المالية للدول عينة الدراسة، والتي من خلالها يمكن الحكم على نشاط سوق الأوراق المالية، وهي:

١. معدل دوران الأسهم % (TU): يعبر عن النسبة المئوية لتداول أسهم الشركات، ويستخدم في الغالب كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما يعتمد للتعبير عن نشاط السوق، لذا يعتبر مكملاً لمؤشر القيمة السوقية، ويفسر ارتفاع قيمة معدل الدوران إلى دخول السوق في حالة من النشاط الكثيف في حركة تداول الأسهم. الصمادي ومدي (2016)، باش والقريشي (2017) ، البطاط (2017).

٢. مؤشر السوق (المؤشر المركب) IN: ويعبر عن أداء الأسواق المالية العربية, ويحتسب من قبل صندوق النقد العربي وللأسواق المالية العربية مجتمعة، بالاضافة إلى احتساب مؤشر خاص بكل سوق، ويرجح المؤشر عادة بالقيمة السوقية وباستخدام رقم باش المتسلسل ويقدر على أساس سنة الأساس. مفيد وعماد الدين (2009)، الحسيني (2005).

إشارة إلى ما تقدم، يمكن صياغة أنموذج التقدير على شكل دالتين رياضية يتم الاستعانة بهم في بناء معادلتين قياسية، تختلفان في متغيرهما المعتمد وتتماثلان في متغيراتهم المستقلة، إذ تعكس المعادلة الاولى أثر الايرادات الضريبية والانفاق الحكومي والدين العام والتضخم وسعر الفائدة وعرض النقد والنمو الاقتصادي على مؤشر السوق (IN)، والمعادلة الثانية فتوضح الأثر على مؤشر معدل دوران الأسهم (TU)، وكما يلي:

$$IN = F\{SP, T, D, IF, G, M2, R\} \quad (1)$$

$$TU = F\{SP, T, D, IF, G, M2, R\} \quad (2)$$

$$\mathrm{IN} = \beta_0 + \beta_1 SP + \beta_2 T + \beta_3 D + \beta_4 IF + \beta_5 G + \beta_6 M2 + \beta_7 R + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$\mathrm{TU} = \beta_0 + \beta_1 SP + \beta_2 T + \beta_3 D + \beta_4 IF + \beta_5 G + \beta_6 M2 + \beta_7 R + \varepsilon_i \quad (2)$$

٣. منهجية تقدير الأنموذج:

بهدف الحصول على نتائج أكثر دقة وواقعية، والوصول إلى تحليل سليم ومنطقي لأثر متغير الضرائب والمتغيرات الضابطة الأخرى على أداء سوق الأوراق المالية في الدول عينة الدراسة، يستخدم في اتخاذ القرارات الصائبة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية، اعتمدت الدراسة على أسلوب البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) والتي تتميز بقدرتها على أن تجمع ما بين خصائص البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في ذات الوقت. ويتم التعامل مع هذه الآثار الزمنية والمقطعية وفقا لثلاثة نماذج:

أ. أنموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model) (PRM)

يعد أنموذج الانحدار التجميعي من أبسط نماذج تحليل البيانات المزدوجة، إذ تكون فيه جميع المعلمات ثابتة ولجميع الفترات الزمنية اي يقوم الأنموذج باهمال أي تأثير للزمن. (Algamal,2012,266-285)

ب. أنموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) (FEM)

يكون الهدف في أنموج الأثر الثابت هو معرفة وتحديد سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية على حدة، وذلك من خلال جعل معلمة المقطع متفاوتة من مجموعة (دول، اشخاص، شركات) إلى أخرى، وذلك للسماح لمعلمة المقطع من التغير بين المجاميع المقطعية (Al-Ahmad & asaad,2016,247-266) (Al-Dabbagh, 2020,78-79)

ت. **أنموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model) (REF)**

يتم التعامل وفق أنموذج الأثر العشوائي مع الآثار المقطعية والاثار الزمنية كونها معلمات عشوائية وليست معلمات ثابتة، اي يفترض الأنموذج ان العينة المستخدمة محسوبة بشكل عشوائي مما يسهم في أن تمثل معلمات انحدار الأنموذج العينة جميعها. ويعبر الأنموذج عن الحالة التي تكون فيها الفروقات الفردية غير مترابطة بقوة مع متغيرات الأنموذج، مما يلزم نمذجتها من خلال توزيع عشوائي بين الوحدات المقطعية، (Al-Ahmad & asaad,2016,247-266)

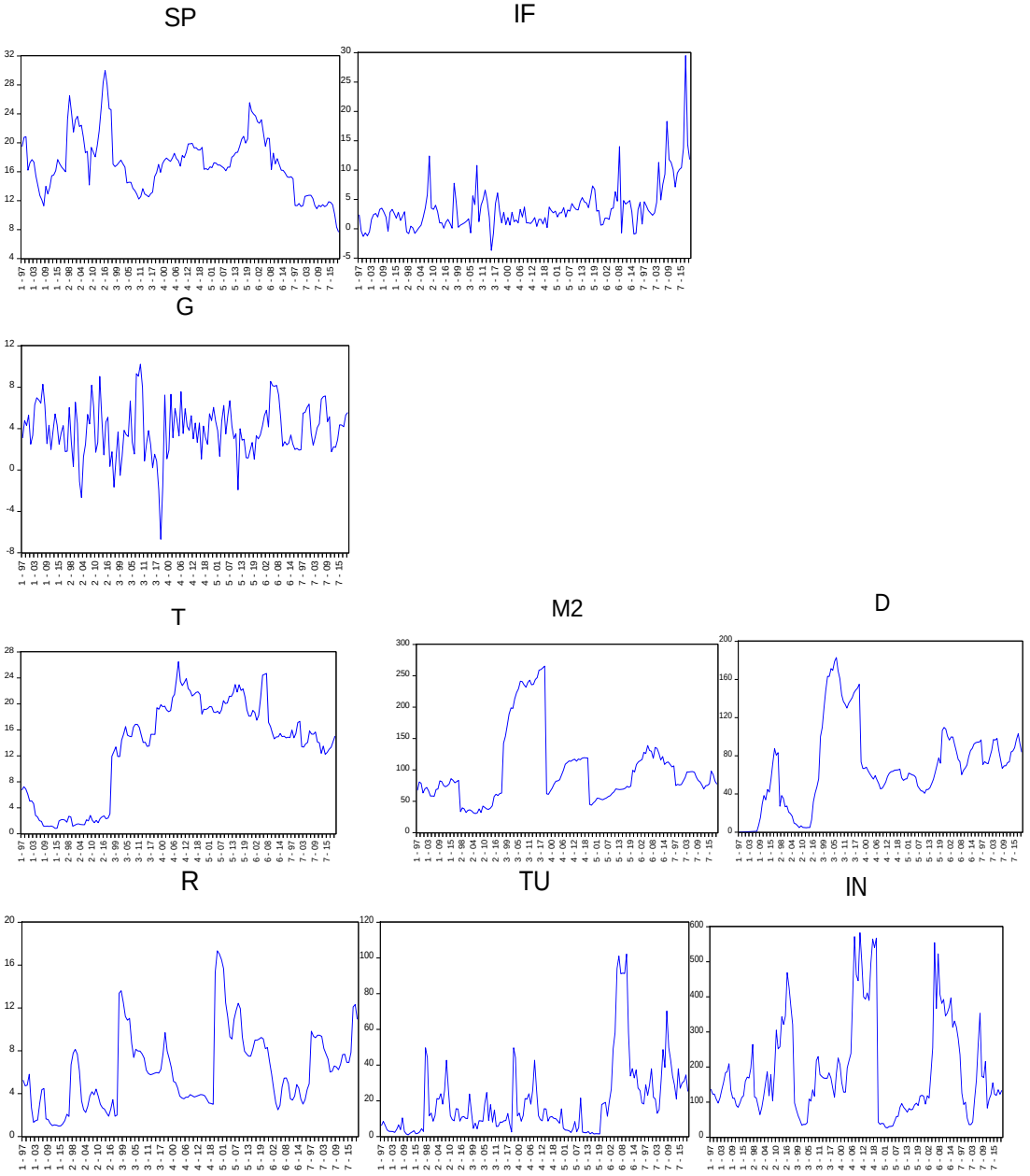
ولغرض المفاضلة بين النماذج الثلاثة في التحليل يتم الاستعانة باختبار Fisher لغرض المفاضلة بين أنموذج الأثر التجميعي (PRM)، وأنموذج الأثر الثابت (FEM)، وعند معنوية أنموذج الأثر الثابت (FEM) بوصفه الأنموذج المناسب في اختبار Fisher، يتم الاختيار بينه وبين أنموذج الأثر العشوائي (REM)، لغرض تحديد الأنموذج المناسب النهائي لبيانات الدراسة، ويتم ذلك من خلال اختبار Hausman (1978).

رابعا: تقدير الأنموذج وتحليل النتائج:

لغرض الحصول على قيم كمية يمكن من خلالها تفسير وتحليل طبيعة واتجاه وحجم الأثر الذي يمكن ان تتركه المتغيرات المستقلة المتمثلة بمتغير الضرائب، وبعض المتغيرات الضابطة الاخرى (النمو الاقتصادي،التضخم، سعر الفائدة، عرض النقد، الانفاق الحكومي، الدين العام)، على المتغيرات المعتمدة المتمثلة في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (مؤشر السوق ، معدل دوران الأسهم) في الدول العربية عينة الدراسة (البحرين، عمان، المغرب، تونس، الاردن، لبنان، مصر) وللفترة (1997–2019)، وبالتالي اثبات فروض الدراسة أو نفيها.

وللوصول إلى نتائج وتقديرات لأثر الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية في البلدان العربية عينة الدراسة ولفترة (1997–2019) تبتعد عن احتمالية اتهام أقيامها بالزيف والتضليل تم اعتماد اختبارات استقرارية البيانات المزدوجة الخاصة بمتغيرات الدراسة وبصيغتها الخطية واللوغارتيمية، والتي عكستها الرسوم البيانية في الشكل (1) للصيغة الخطية والشكل (2) للصيغة اللوغارتيمية، للتأكد من عدم احتوائها على جذر الوحدة، وباستخدام اختبار Levin-Lin-Chu (2002) وعند مستوى معنوية ٥٪ والذي تم إدراج نتائجه في الجدولين (5) و(6). حيث يوضح الجدول (5) ما عكسته نتائج اختبار Levin-Lin-Chu (2002) لاستقرارية البيانات المزدوجة Panel Data لمتغيرات الدراسة وبصيغتها الخطية عدم استقرارية جميع متغيرات الدراسة G, IF, SP, D, T, M2, R, TU , IN,)، عند المستوى، إذ فشل اختبار .Prob في الانخفاض عن حاجز الـ 5% سواء بوجود حد ثابت او بوجود اتجاه زمني او عدم وجود حد ثابت واتجاه زمني، وعند اعادة الاختبار عند الفرق الاول ظهرت النتائج بعدم تجاوز قيم .Prob الـ 5% لمتغيرات الدراسة المذكورة آنفاً، مما يدل على استقراريتها عند وجود حد ثابت أو وجود حد ثابت واتجاه زمني أو بدونهما.

الشكل (2) الأشكال البيانية لـ Panel Data لمتغيرات الدراسة وبالصيغة الخطية



- المصدر: الشكل من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 10

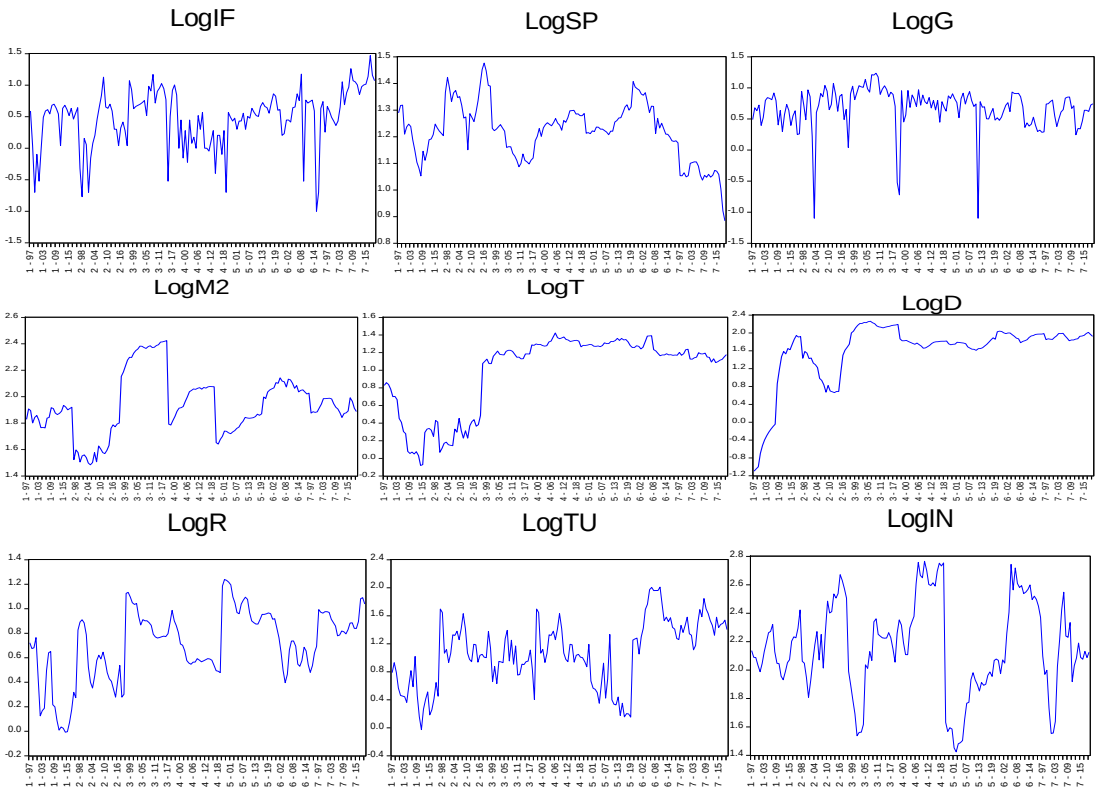
الجدول (5): نتائج اختبار Levin-Lin-Chu,2002 لاستقرارية بيانات ال Panel Data لمتغيرات الدراسة بصيغتها الخطية

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
G Prob.	-212592 0.0168	-1.59169 0.0557	-2.33366 0.0098	-13.9846 0.0000	-10.6779 0.0000	-9.31333 0.0000
IF Prob.	-0.9876 0.1617	-2.17174 0.0149	-3.26029 0.0006	-17.2864 0.0000	-12.6908 0.0000	-9.65895 0.0000
Sp Prob.	-0.33224 0.3699	-0.05509 0.478	0.77196 0.7799	-11.1952 0.0000	-9.15068 0.0000	-8.55589 0.0000
D Prob.	0.04433 0.5177	0.27118 0.6069	1.1945 0.8839	-7.06171 0.0000	-2.81156 0.0025	-2.44992 0.0071
T Prob.	-0.03069 0.4878	-1.7098 0.0437	0.48498 0.6862	-11.2956 0.0000	-9.55368 0.0000	-7.98174 0.0000
M2 Prob.	3.9435 1	-3.26223 0.0006	-1.06366 0.1437	-8.97919 0.0000	-7.16854 0.0000	-6.87223 0.0000
R Prob.	-3.98404 0.0000	-4.40473 0.0000	-0.95191 0.1706	-7.38115 0.0000	-4.36173 0.0000	-4.12567 0.0000
Tu Prob.	-3.7673 0.0001	-2.50715 0.0061	-0.9703 0.1659	-14.0812 0.0000	-10.9501 0.0000	-7.26782 0.0000
In Prob.	0.25498 0.6006	-0.05267 0.4790	1.43128 0.9238	-8.37718 0.0000	-4.51207 0.0000	-3.5124 0.0002

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews 10

من جانب آخر فقد وضح الجدول (6)، الذي عكس نتائج اختبار Levin-Lin-Chu (2002) لاستقرارية البيانات المزدوجة Panel Data لمتغيرات الدراسة وبصيغتها اللوغارتيمية وعند مستوى معنوية 5% أن جميع متغيرات الدراسة لم تحقق استقراريتها واثبات معنويتها عند المستوى، إذ تجاوز اختبار .Prob قيمة الـ 5% سواء بوجود حد ثابت أو بوجود اتجاه زمني أو عدم وجودهم، وعند إعادة الاختبار عند الفرق الأول ظهرت النتائج بعدم تجاوز قيم .Prob لحاجز الـ 5% للمتغيرات باستثناء المتغيرات (LogM2,LogD) كانت قيم .Prob أعلى من 5% لذلك تم الاعتماد على الاختبار عند الفرق الثاني الذي أثبت استقراريتها عند وجود حد ثابت او وجود حد ثابت واتجاه زمني او بدونهما.

الشكل (3) الأشكال البيانية لـ Panel Data لمتغيرات الدراسة وبالصيغة اللوغارتيمية



المصدر: الشكل من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 10

الجدول (٦) : نتائج اختبار Levin-Lin-Chu,2002 لاستقرارية بيانات ال Panel Data لمتغيرات الدراسة بصيغتها اللوغارتيمية

Variables	Level			1ST Difference			2ND Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
LogG	-1.693	1.6574	1.5919	-11.26	-3.67	-3.2482			
Prob.	0.0452	0.9513	0.9443	0.0000	0.0001	0.0006			
LogIF	-0.623	-1.1202	-0.33	-11.63	-5.29	-3.241			
Prob.	0.2665	0.1313	0.3707	0.0000	0.0000	0.0006			
LogSP	0.3616	0.0447	1.5904	-7.031	-3.842	-3.1366			
Prob.	0.6412	0.5178	0.9441	0.0000	0.0001	0.0009			
LogD	0.1762	-1.4071	0.1222	-5.425	-0.261	1.1603	-9.8721	0.0401	2.916
Prob.	0.5699	0.0797	0.5486	0.0000	0.3971	0.8770	0.0000	0.5160	0.9982
LogT	0.7699	-1.1662	0.4362	-8.557	-5.215	-4.105			
Prob.	0.7793	0.1218	0.6687	0.0000	0.0000	0.0000			
LogM2	2.7806	-4.7798	-2.416	-6.261	-1.8	-0.6829	-13	-5.576	-3.317
Prob.	0.9973	0.0000	0.0078	0.0000	0.0359	0.2473	0.0000	0.0000	0.0005
LogR	-2.008	-3.5542	-1.044	-7.521	-4.141	-3.7407			
Prob.	0.0223	0.0002	0.1483	0.0000	0.0000	0.0001			
LogTu	-1.552	-1.2339	0.4055	-9.86	-5.537	-3.4804			
Prob.	0.0603	0.1086	0.6574	0.0000	0.0000	0.0003			
LogIn	1.2329	0.0712	1.4833	-7.229	-3.789				
Prob.	0.8912	0.5284	0.931	0.0000	0.0001				

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews 10

من خلال ماتقدم من معطيات، وبالاعتماد على نتائج اختبار Chow-Test (1960) والذي انعكست نتائجه في الجدول (3)، والتي تشير إلى ضرورة تفضيل أنموذج الأثر الثابت FEM) على أنموذج الأثر التجميعي (PRM) في تحليل البيانات المزدوجة للأنموذجين.

الجدول (٣): اختبار Chow-Test للأنموذجين

Redundant Fixed Effects Tests Equation: Untitled Test cross-section fixed effects			
IN للأنموذج الاول Chow-Testاختبار			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	38.310693	(6,149)	0.0000
Cross-section Chi-square	150.250256	6	0.0000
TU للأنموذج الثاني Chow-Testاختبار			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	30.176254	(6,150)	0.0000
Cross-section Chi-square	127.456753	6	0.0000

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

وبالاعتماد على اختبار Hausman والمعروضة نتائجه في الجدول (4)،لغرض المفاضلة بين أنموذج الأثر الثابت (FEM)وأنموذج الأثر العشوائي ((REM، فقد تبين إلى قبول فرضية العدم للأنموذج الاول واختيار

أنموذج الأثر الثابت (FEM)، وقبول الفرضية البديلة للأنموذج الثاني، الأمر الذي يدفع باتجاه اختيار منهجية الأثر العشوائي .(REM)

الجدول (4): اختبار اختبار Hausman للأنموذجين

Correlated Random Effects - Hausman Test **Equation: Untitled** **Test cross-section random effects**			
للأنموذج الأولHausmanاختبار			
Test Summary	**Summary Chi-Sq. Statisti**	**Chi-Sq. d.f**	**Prob.**
Cross-section random	13.292705	5	0.0208
للأنموذج الثاني Hausman اختبار			
Test Summary	**Summary Chi-Sq. Statisti**	**Chi-Sq. d.f**	**Prob.**
Cross-section random	8.637654	4	0.0708

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

ووفقاً لذلك، تم اعتماد أنموذج الأثر الثابت (FEM) المعروضة نتائجه في الجدول (5)، للأنموذج الاول مؤشر السوق .(IN)

جدول (5): نتائج تقدير أثر متغير الضرائب والمتغيرات الضابطة في مؤشر السوق وفقا لأنموذج الأثر الثابت (FEM)

Method: Panel least squares (Cross-section fixed effects) **Dependent Variable: LogIn** **Sample: 1997 2019** **Periods included: 23** **Cross-sections included:7** **Total panel (balanced) observations: 161**				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
LogT	0.493242	0.118303	4.169311	0.0001
LogSP	-1.308318	0.248553	-5.263731	0.0000
LogM2	1.543103	0.237696	6.491918	0.0000
LogR	-0.259030	0.109971	-2.355435	0.0198
LogIF	0.095132	0.037040	2.568330	0.0112
C	0.424271	0.487312	0.870635	0.3854
Cross- section fixed (dummy variables)				
R-squared	**0.772876**	**F-statistic**		**46.09363**
Adjusted R-squared	0.756109	Prob. (F-statistic)		0.000000
Durbin-Watson stat	0.709204			

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

ويتضح من الجدول (5) مايأتي:

- جاء الأثر الإيجابي لمؤشر الضرائب (T)، في مؤشر السوق (IN)، مخالفاً للمنطق الاقتصادي، والذي يشير إلى أن ارتفاع الضرائب بمعدل 100% سيعمل على ارتفاع مؤشر السوق بمعدل 49.3243%

وبالاتجاه نفسه، وربما يعود ذلك إلى أن القوانين الضريبية في البلدان النامية وعينة الدراسة تحتوي على الكثير من التناقضات التي تعمل على إعاقة الاستثمار، وعدم استقرار النظام الضريبي وكثرة التعقيدات والتعديلات التي جعلت من القانون الضريبي غامض وصعب الفهم.

- يشير الأثر السلبي لمؤشر الانفاق الحكومي (SP)، في مؤشر السوق (IN)، المناقض للمنطق الاقتصادي، إلى أن ارتفاع معدل الانفاق الحكومي بمعدل 100% سيعمل على تغير مؤشر السوق بمعدل 130.8318% بعكس اتجاه التغير في الانفاق الحكومي، ويعود السبب في ذلك إلى كون الانفاق الحكومي جزءاً من مكونات الطلب الكلي، وأي انخفاض او ارتفاع في الانفاق الحكومي سيسهم في تغير هيكل الطلب الكلي والذي يختلف بحسب التزاحم بين انفاق القطاع الخاص والانفاق الحكومي، ومايتنتج عن ذلك من ضعف قدرة القطاع الخاص على الاستثمار نتيجة لأثر المزاحمة والتي تنص على أن الزيادة في الانفاق الحكومي سيسهم في ارتفاع أسعار الفائدة واتي بدورها تؤثر سلبياً على أداء سوق الأوراق المالية.
- توافق الأثر الإيجابي لمؤشر عرض النقد (M2)، في مؤشر السوق (IN)، مع المنطق الاقتصادي والدراسات التي أطرت لهذه العلاقة، والتي اشارت إلى ان ارتفاع معدل عرض النقد بمعدل 100% سيسهم في تغير معدل مؤشر السوق بمعدل 154.3103% وبالاتجاه نفسه.
- أظهر تقدير الدور السلبي لمؤشر سعر الفائدة (R)، على مؤشر السوق (IN) توافقاً مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي درست تلك العلاقة، وبمعامل مرونة 0.259030−.
- توافق الأثر الإيجابي لمؤشر التضخم (IF) في مؤشر السوق (IN)، مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية ذات العلاقة، والتي تشير إلى أن زيادة معدل التضخم بمعدل 100% سيعمل على رفع مؤشر السوق بمعامل مرونة 0.09513.
- تعد المتغيرات المتمثلة بالايرادات الضريبية (T)، والانفاق الحكومي (SP)، وعرض النقد (M2)، وسعر الفائدة (R)، والتضخم (IF)، هي المتغيرات الاكثر تأثيراً في مؤشر السوق (IN)، للدول عينة الدراسة خلال الفترة 1997−2019، فقد فسر التغير في هذه العوامل ما نسبته 77.2876% من التغير في مؤشر السوق
- فشلت المتغيرات المتمثلة، بالدين العام (D)، والنمو الاقتصادي (G)، في إثبات تأثيرها المعنوي في أنموذج مؤشر السوق (IN) للبلدان عينة الدراسة.

واستكمالاً لما تقدم، تم الاعتماد على أنموذج الأثر العشوائي المعروضة نتائجه في الجدول (6) للأنموذج الثاني والمتمثل في مؤشر معدل دوران الأسهم .(TU)

الجدول (15): نتائج تقدير أثر متغير الضرائب والمتغيرات الضابطة في مؤشر معدل دوران الأسهم وفقا لأنموذج الأثر العشوائي ((REM

Method: Panel least squares (Cross-section random effects) Dependent Variable: TU Sample: 1997 2019 Periods included: 23 Cross-sections included:7 Total panel (balanced) observations: 161				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
D	-0.136464	0.057432	-2.376097	0.0187
SP	-0.949583	0.456224	-2.081398	0.0390
T	1.511493	0.468326	3.227440	0.0015
G	1.036676	0.455876	2.274032	0.0243
C	20.84250	10.65026	1.956994	0.0521
Cross- section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.173987	F-statistic		8.214753
Adjusted R-squared	0.152807	Prob. (F-statistic)		0.000005
Durbin-Watson stat	0.218988			

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

وتوضح النتائج الموضحة في الجدول (15) مايأتي:

* معنوية التأثير لكل من الدين العام ((D، والضرائب ((T، والانفاق الحكومي ((SP، والنمو الاقتصادي ((G، في مؤشر دوران الأسهم (.(TU
* توافق الأثر السلبي لمتغير الدين العام ((D، في مؤشر معدل دوران الأسهم مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي بينت هذه العلاقة في مؤشر معدل دوران الأسهم ((TUوالتي تشير إلى أن انخفاض الدين العام بمعامل واحد صحيح سينعكس على مؤشر دوران الأسهم بعكس اتجاه التغير في معامل الدين العام.
* توافق الأثر الإيجابي لمتغير النمو الاقتصادي ((G، في مؤشر معدل دوران الأسهم ((TUمع المنطق الاقتصادي، إذ تشير إلى أن ارتفاع النمو الاقتصادي بمقدار واحد صحيح سيؤدي إلى ارتفاع مؤشر معدل الدوران الأسهم بمقدار 1.036 .
* جاء الأثر السلبي لمتغير الانفاق الحكومي (SP)مناقضا للمنطق الاقتصادي، والذي أشار إلى أن انخفاض الانفاق الحكومي بمقدار واحد صحيح سيعمل على زيادة دوران الأسهم بمعامل 0.949 ، وربما جاء ذلك متماشياً مع الزيادة في الانفاق الحكومي في الدول النامية وعينة الدراسة سيسهم في زيادة عجز الموازنة، والتي تلجأ في تمويلها إلى الاقتراض، ومع محدودية عرض الأموال المتاحة فوق مستوى الزيادة في الانفاق سينعكس ذلك في زيادة اسعار الفائدة ومزاحمة الانفاق الخاص وبالتالي سيؤثر ذلك سلباً على مؤشر دوران الأسهم.

* جاء الأثر الإيجابي لمتغير الضرائب (T) في مؤشر معدل دوران الأسهم (TU)، مناقضاً للمنطق الاقتصادي، إذ يشير إلى أن ارتفاع الضرائب بمقدار واحد صحيح سينعكس على مؤشر دوران الأسهم بمعامل 1.115 وبالاتجاه نفسه. ويرجع عدم وجود علاقة عكسية بين الضرائب ومؤشر دوران الأسهم في البلدان عينة الدراسة إلى مجموعة من العوامل أهمها شيوع التهرب الضريبي وكثرة التعديلات الضريبية.
* أظهرت نتائج التحليل ان المتغيرات (الدين العام ،الضرائب، الانفاق الحكومي،النمو الاقتصادي) قد أسهمت في تفسير مانسبته 17.39% من التغيرات الحاصلة في معدل دوران الأسهم في دول العينة، وهذا ما أشارت آلية قيمة معامل التحديد حيث بلغت (0.1739).
* فشلت المتغيرات التضخم (IF)، سعر الفائدة (R)، عرض النقد (M2)، في إثبات تأثيرها المعنوي على مؤشر معدل دوران الأسهم للبلدان عينة الدراسة وللفترة 1997–2019.

خامسا: الخاتمة

شكلت دراسة الأثر الذي يمكن أن تتركه الضرائب في أداء سوق الأوراق المالية الهدف الاساسي للبحث، متخذاً من أسواق الأوراق المالية العربية أنموذجاً وللفترة (1997–2019)، كأنموذج لغرض إثبات ذلك، إذ تم استعراض أهم النظريات والدرسات التجريبية ذات العلاقة التي أطرت لتلك العلاقة، وذلك من خلال استخدام الادوات القياسية الاقتصادية الحديثة والمتمثلة بالبيانات المزدوجة المتوازنة ((Balanced Panel Data، اذ عكست النتائج على ترك الضرائب الأثر الإيجابي على مؤشر السوق ومؤشر معدل دوران الأسهم، مما يشير إلى وجود قانون ضريبي شامل غير فعال في الدول عينة الدراسة، إذ لا يحد من عمليات التهرب والازدواج الضريبي، بالاضافة إلى عدم مساهمتها الفعالة في الحد من عجز الموازنة. إذ ينبغي على مشرعي القانون الضريبي نحو وضع قانون ضريبي شامل وفعال من شأنه تقليل عمليات التهرب الضريبي والازدواج الضريبي، وأن يكون عاملاً مساعداً في توجيه الموارد باتجاه القطاعات المناسبة، وبما يسهم في تخفيض عجز الموازنة وتخفيض الاعباء التي تقع على الحكومة عند تمويل ذلك العجز من جهة، ومساهمته في تطوير أسواق الأوراق المالية وزيادة الدور الذي يؤديه في تحقيق ارتفاع معدلات النمو الاقتصادين، وذلك عن طريق تداول السندات لتمويل العجز من جهة أخرى.

Referenec

Ahmad, Zeina & asaad Yara,2016, The Impact of Firm Characteristics on the Level of Its Social Responsibility Disclosure (An Applied Study on Firms Subject to the Regulations of the Syrian Commission on Financial Markets and Securities), Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series,38 (1): 247-266.

Alasrag, Hussien,2002, Role of the Egyptian securities market on saving development, Master Thesis, Zagazig University.

Al-Daami, Abbas Kazem, 2010, monetary and financial policies and the performance of the stock market, first edition, Dar Al-Safa Publishing and Distribution, Amman.

Al-Dabbagh, Nawar Kanaan Hussein,2020, The Main Factors Affecting the Development of the Financial Sector "The Countries of the Gulf Cooperation Council are a Model", Master Thesis, University of Mosul.

Algamal, Zakariya Y,2012, Selecting Model in Fixed and Random Panel Data Models, Iraqi Journal of Statistical Sciences, (21):266-285.

Andrews, Atef William, 2005, Financial Policy and Stock Markets During the Period of Transition to a Market Economy, Youth University Foundation, Alexandria.

Bash, Ayad Muhammad Ali & Al-Quraishi, Muhammad Jassim Shahid,2017, Effect fiscal policy in Iraq stock market performance indicators for the period (2004 – 2014), The Administration & Economic College Journal For Economics & Administration & Financial Studies, 9 (2): 186-207.

Bassionl, Mohamed Saeed, 2012, The impact of monetary and fiscal polcy in the indicators of the performance of the stok market in Egypt and the United States of America (1991- 2010), Journal Contemporary Egypt, 104 (505): 133-200.

Dardori, Lahcen et al., 2018, Financial Policy and Elements of Securities Market Development, Al-Manhal Economic Journal, 1(2):109-122.

Hdeweh, Nada Salem, Value added tax and its impact of economics and society in Syrian, degree of doctorate, University of Damascus.

Kanaan, Ali & Aljashi, Mohamad,2018, The Effect Of Monetary And Fiscal Policies On The Volatility Of Stock Prices In Turk, Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies, 40 (4):265-283.

Mashkor, Sood Jaeed & Sadiq, Zohoer Abd Al Sallam,2018, The relationship between dividend policy and the market value of the stock and its impact on determining The value of the company "applied research in a sample of banks registered in the Iraqi market." Securities", The Journal of the Kufa Studies Center: A refereed quarterly journal , (50):221-248.

Schwert, G. W., & Seguin, P. J. ,1993, Securities transaction taxes: an overview of costs, benefits and unresolved questions, Financial Analysts Journal, 49(5):27-35.

Sulayman, Muhamad Ealaa Sulayman Hiam,2016, Effect of Indirect Taxes Exemptions on Encouraging Investment in Sudan (2001-2013), Master Thesis, Sudan University of Science and Technology.

Taha, Israa Abdl-Qader&, Al-Iraqi, Bashar Ahmed,2019, The impact of fluctuations in the exchange rate of the Iraqi dinar in some of the indicators of Iraqi market forsecuritiws, Kirkuk University Journal of Administrative Sciences, 9 (2):117-136.

Taleb, Dalila,2016, The Impact of Trade Openness on Economic Growth: The Case of Algeria (1980-2013), The Jordanian Journal of Economic Sciences, 3 (2):99-113.

Tsagkanos, A., & Siriopoulos, C. ,2013, A long-run relationship between stock price index and exchange rate: A structural nonparametric cointegrating regression approach, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money,)25(: 106-118.

Zhang, L. ,2001, The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence from an emerging market. M.S. Research Paper, Department of Economics, East Carolina University