

## صناديق الاستثمار وإمكانية تطبيقها في المصارف التجارية لتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية

مشتاق طالب عبد الحميد

أ.م. د مصطفى مهدي حسين

قسم العلوم المالية والمصرفية

قسم العلوم المالية والمصرفية

كلية الادارة والاقتصاد/جامعة البصرة

كلية الادارة والاقتصاد/جامعة البصرة

**Investment funds and their applicability in commercial  
banks to activate the market performance of the Iraqi market  
for securities**

Assist.prof.Dr.Mustafa M.H

Mushtak Talib Abdulhameed

Financial and banking sciences Dept.

## صناديق الاستثمار وإمكانية تطبيقها في المصارف التجارية لتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية

أ.م.د. مصطفى مهدي حسين

مشتاق طالب عبد الحميد

### المستخلص

تعد سوق الأوراق المالية من قنوات التمويل المهمة في الاقتصاد، وقد تضمنت الدراسة تنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية من خلال قيام المصارف التجارية بإنشاء صناديق الاستثمار بوصفها من الأدوات الاستثمارية المهمة التي ترفع من أداء السوق، وتكمن مشكلة الدراسة بضعف أداء سوق العراق للأوراق المالية مقارنة بأداء الأسواق الإقليمية الأخرى، وتهدف الدراسة الى بيان أهمية صناديق الاستثمار كإحدى أدوات تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال دور الوساطة المالية الذي تؤديه من جانب، وقدرتها على استقطاب مختلف شرائح المستثمرين أفراداً ومؤسسات لما توفره من خدمات استثمارية من جانب آخر، بالاعتماد على بورصة البحرين كمثال، وتطبيق هذه الآلية في المصارف التجارية في العراق من أجل النهوض بواقع سوق الأوراق المالية، وخلصت الدراسة الى قدرة صناديق الاستثمار كوسيط مالي على تنشيط أداء سوق الأوراق المالية، كما خلصت الى إمكان إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار وتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية

### ABSTRACT

The financial market is considered as one of the important resources for mobilizing the capital in the economy to close the national saving gap. This study includes a trial for performance activation in Iraq stock exchange via commercial banks role in establishing mutual funds. These funds are considered as an important investment tool that can improve market performance .

The issue of this study is the weakness of Iraq stock exchange performance compared with the others in the region.

The purpose of this study is to explain the importance of mutual funds as one of the tools to increase the activity of financial markets through its intermediary role from one side, and its capability to attract different kinds of investors; individuals and institutions on the other side, due to its investment services and implementing this mechanism in the commercial banks in Iraq.

In conclusion, this study inferred the ability of mutual funds as a financial intermediary, as well as the ability of commercial banks establishment to enhance Iraq stock exchange performance .

## المقدمة :

بعد العراق إحدى الدول التي تعتمد في اقتصادها على مورد واحد ريعي هو النفط الذي يشكل نسبة كبيرة في توليد الناتج المحلي الإجمالي و الموازنة. إذ يشكل من الأخيرة أكثر من ٩٥ % . ويرتبط هذا الاقتصاد بوضع أسعار النفط في السوق الدولية لذلك فإن أي تدهور في هذه الأسعار سينعكس سلباً بمدى هذا الانخفاض على قدرة العراق على تمويل نفقاته في الميزانية الأمر الذي يضطره لضغط النفقات و تعظيم الإيرادات باللجوء إلى مصادر أخرى قد تشكل ثقلاً على المجتمع كالمضرائب الثقيلة أو ربط العراق بعجلة الهيمنة الدولية من خلال الاقتراض ولاسيما وهو بوضع تساومي غير مناسب و هو ما يحصل اليوم، إذ يمر العراق بأزمة مالية خانقة ناجمة عن تدهور أسواق النفط الدولية الأمر الذي اضطره إلى الاقتراض من المؤسسات الدولية وغيرها. ويلاحظ أنه بعد عام ٢٠٠٣ توقفت أغلب المصانع و تدهورت أغلب القطاعات السلعية الأمر الذي عمق من المشكلة أكثر.

وبرزت المشكلة القديمة الجديدة وهي أهمية تنويع الاقتصاد من خلال تغيير هيكله لصالح القطاعات السلعية بما يقلل الاعتماد على النفط كمصدر تمويلي رئيس ويتعاوض مع ذلك تطوير قنوات مالية مهمة للإسهام في تعبئة التمويل الذي يمكن أن يسهم في تذليل هذه المشكلة وتقليل اعتماد البلد على المصادر الخارجية في تهيئة المال اللازم لتغطية عجز الموازنة أو تمويل القطاعات السلعية والخدمية. من هنا يتطلب الحال تطوير سوق العراق للأوراق المالية الذي يمكن أن ينهض بهذا الدور المهم. ولا زال دور هذا السوق هامشياً أو ضعيفاً في القيام بهذا الدور لضعف أدائه من خلال ضعف جميع المؤشرات ذات الصلة.

وكخطوة أولى وجد الباحثان أن تفعيل هذه السوق، يمكن أن يتم من قناة مهمة هي المصارف التجارية التي تشكل نسبة كبيرة من المؤسسات العاملة فيه بل و المهيمنة عليه. و إن هذا التفعيل أو التنشيط يتم عبر إنشاء صناديق الاستثمار Mutual Funds وهي من الأدوات الاستثمارية الفاعلة في ذلك، من خلال دور الوساطة المالية الذي تؤديه كما هو واضح من تجارب الكثير من الدول في هذا المجال، إذ تعمل على استقطاب المدخرات من الأفراد و المؤسسات على حد سواء و ذلك للمزايا و الخدمات الاستثمارية التي تقدمها ومن خلال إعادة توظيف الأموال في السوق بما يتيح التمويل اللازم لوحدات العجز المالي في الاقتصاد، ولتوضيح هذا الدور جاء هذا البحث بمباحثه الثلاثة. تضمن البحث الأول منهجية البحث، أما المبحث الثاني فقد تناول الجانب النظري لصناديق الاستثمار ونبذة عن صناديق الاستثمار في بورصة البحرين وواقع سوق العراق للأوراق المالية، فيما تضمن المبحث الثالث الجانب العملي للبحث متناولاً بورصة البحرين وسوق العراق للأوراق المالية من خلال تحليل علاقات الارتباط والأثر بين صناديق الاستثمار وأداء بورصة البحرين. وتحليل علاقات الارتباط و الأثر بين إمكان إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار وتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية، وقد خرج البحث بمجموعة من الاستنتاجات و التوصيات.

بحث مستل من رسالة الماجستير ((دور المصارف التجارية في تنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية من خلال إنشاء صناديق الاستثمار/ دراسة لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠٠٧-٢٠١٤)).

## المبحث الاول

### منهجية البحث

#### اولاً: مشكلة البحث

يعاني سوق العراق للأوراق المالية من ضعف الأداء مقارنة بأسواق اقليمية أخرى، ويبدو ذلك واضحاً من خلال مؤشرات الأداء، نتيجة لجملة من الأسباب أهمها: ضعف أداء المؤسسات المالية الوسيطة كشركات الاستثمار المالي وشركات التأمين وانخفاض أعداد المستثمرين وغياب العديد من الآليات الاستثمارية والتي من أهمها صناديق الاستثمار، إذ تقع مهمة إنشاء وإدارة هذه الصناديق على عاتق المؤسسات المالية وعلى رأسها المصارف، ومن هنا تطرح التساؤلات الآتية:

١. هل تعمل صناديق الاستثمار على تنشيط أداء سوق الأوراق المالية من خلال دور الوساطة المالية الذي تؤديه؟

٢. هل يمكن للمصارف العراقية من خلال إنشاء صناديق الاستثمار أن تنشيط أداء سوق الأوراق المالية؟

#### ثانياً: أهمية وهدف البحث

تأتي أهمية البحث من خلال تسليط الضوء على أهم الأدوات الاستثمارية المتاحة في أسواق المال العالمية والعربية وهي صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط أداء سوق الأوراق المالية.

ويهدف البحث الى بيان دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال عرض مزاياها والخدمات التي تقدمها للمستثمرين، وإمكان تطبيقها من قبل المصارف العراقية لغرض النهوض بواقع سوق العراق للأوراق المالية لما تحمله في طياتها من ميزات تؤهلها لذلك.

#### ثالثاً: فرضيات البحث

اعتمد الباحثان تجربة بورصة البحرين لبيان علاقة صناديق الاستثمار (بوصفها آلية تؤدي دور الوساطة المالية من خلال جذب المدخرات وإعادة توظيفها في السوق المالية) لتنشيط أداء سوق الأوراق المالية باستخدام مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار البحرينية للتعبير عن دور الوساطة المالية الذي تؤديه، ومجموعة من مؤشرات التداول للتعبير عن نشاط بورصة البحرين، كما أجرى الباحثان استبانة في عينة من المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لمعرفة إمكان المصارف على إنشاء وإدارة صناديق الاستثمار وتنشيط أداء سوق الأوراق المالية من خلالها، بوصفها آلية استثمارية لاستقطاب المستثمرين والأموال، واستناداً لما سبق من واقع مشكلة البحث تم اعتماد الفرضيات الآتية :

١. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين صناديق الاستثمار كوسيط مالي وأداء بورصة البحرين للأوراق المالية.

٢. لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين صناديق الاستثمار كوسيط مالي وأداء بورصة البحرين للأوراق المالية.

٣. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار وتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية.

٤. لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار وتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية.

## المبحث الثاني//الجانب النظري

### أولاً: مفهوم صناديق الاستثمار Mutual Funds

يرى (Haslem:2003,2-3) أن صناديق الاستثمار هي جزء من قطاع الخدمات المالية الذي يتكون من قسمين رئيسيين هما: المؤسسات الوداعية مثل المصارف التجارية ومصارف الادخار والمؤسسات غير الوداعية مثل صناديق الاستثمار وشركات التأمين، وهو يشير بذلك الى دور الوساطة الذي تؤديه الصناديق بوصفها قناة اقتصادية توفر السيولة من خلال تحويل فوائض الأموال لدى المدخرين الى وحدات الطلب عليها، إذ يتجه المدخرون الى شراء الأوراق المالية من الصناديق بدلاً من الجهة المصدرة بسبب عدم امتلاكهم الخبرة والدراسة الكافية بأحوال السوق من جانب وعدم امتلاكهم للوقت من جانب آخر، إذ تمتلك هذه الصناديق الكوادر التي تعمل على ادارتها وتقديم كل ما يلزم من خدمات للمساهمين فيها، ويعرفها بقوله: أنها عبارة عن كيانات تعمل كمحافظ استثمارية تتعاقد مع شركات متخصصة في إدارة الاستثمار لتدير عمل هذه الصناديق وتقدم مختلف الخدمات المالية والاستشارية للمساهمين من خلال جمعها للأموال وإعادة استثمارها في الأوراق المالية.

وعرفها بعضهم الآخر بأنها : أوعية لتجميع الأموال من الراغبين في استثمار أموالهم وخاصة صغار المستثمرين وبأعداد كبيرة وإعادة توظيفها في مجموعة من الأوراق المالية المتنوعة من أسهم وسندات وغيرها إذ يتم اختيار هذه المجموعة من قبل مدير الصندوق وبشكل يتلاءم وتحقيق الأهداف الاستثمارية للمستثمرين. (Fairley:1999,15-16).

وتقسم صناديق الاستثمار الى قسمين رئيسيين هما : الصناديق ذات النهاية المغلقة والصناديق ذات النهاية المفتوحة، وقد ركز الباحث على هذا التصنيف تماشياً مع صلب موضوع البحث، الذي اعتمد النوع الثاني من التصنيف السابق الذكر (علوان:2009,218-219)(مطر:2006,95) (Tyson,2007,25-26).

١. **الصناديق ذات النهاية المغلقة:** وتقتصر على فئة محددة من المستثمرين ولها تاريخ محدد يتم في نهايته تصفية الصندوق وتوزيع الأرباح على المساهمين فيه، ويمتاز هذا النوع من الصناديق بثبات رأس ماله ولا يطرح أسهماً جديدة لغرض زيادة رأس المال ولا يسمح باسترداد الأسهم ويجري تداول وحداته في السوق الثانوية مثل أي شركة استثمارية.

٢. **الصناديق ذات النهاية المفتوحة:** وسميت بهذا الاسم لأن رأسمالها متغير أي أنها تكون على استعداد دائم لدخول مستثمرين جدد و إصدار وحدات جديدة، وأهم ما يميز هذا النوع من الصناديق هي خاصية قابلية الاسترداد بمعنى يمكن للمستثمرين إعادة بيع وحدات الصندوق الى الصندوق نفسه بناءً على طلبهم مما يسمح بحرية دخول وخروج المستثمرين.

وقد يكون الصندوق جزءاً من مؤسسة معينة ترغب في الدخول الى صناعة الصناديق ويدار بواسطتها في حال امتلاكها للكوادر المطلوبة لإدارة الصندوق مثل المصارف إذ يمكنها إدارة الصندوق واختيار الأوراق المالية المناسبة والتسويق لها أو يمكنها التعاقد مع إدارة خارجية متخصصة في ذلك. (الهندي وآخرون:2000,212). ويضيف (سمية،2013:82) أن صناديق الاستثمار اما أن تؤسس من قبل المصارف أو المؤسسات المالية كأحد الأنشطة التي تزاولها ولا تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة عن الجهة المالكة وتكون من النوع ذات النهاية

المفتوحة لكنها مستقلة في حساباتها وإدارتها، أو تكون بشكل شركة مساهمة تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة وتزاول عملها في سوق الأوراق المالية كأى شركة أخرى، ويرى الباحثان في ضوء ما تقدم أن إدارة الصناديق قد تكون خارجية وهذا ما نراه في النموذج الأمريكي، إذ نجد أن كل مهمة أو وظيفة لها شركات متخصصة للقيام بها يتم التعاقد معها من قبل مجلس إدارة الصندوق كمستشار الاستثمار أو الحافظ الأمين وغيرها من الوظائف نتيجة لما تتمتع به هذه المجتمعات من وعي اقتصادي واستثماري عالي ودرجة عالية من التخصصية في مجال الاستثمار، كما أن قوانينهم تنص على فصل الملكية عن الإدارة، أو قد تكون الإدارة داخلية في حال توفر الكوادر القادرة على إدارة عمل الصناديق الاستثمارية فتقوم الشركات بإنشاء صندوق تابع لها وتعمل على إدارته.

#### ثانياً: مزايا صناديق الاستثمار

توفر الصناديق الاستثمارية مجموعة من المزايا للمستثمرين يمكن تلخيصها بما يلي: (Fairley, 1999: 26-30), (Lückoff, 2011: 22-25), (مرهج وآخرون، 2011: 168-169)

١. **التنوع:** ويعني توزيع الأموال على تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية لتجنب مخاطر تركيزها في نوع واحد صادر من شركة معينة أو قطاع معين.
٢. **انخفاض تكلفة الدخول:** عند البدء في الاستثمار بالأوراق المالية قد يستلزم من المستثمر مبالغ كبيرة في البورصة فضلاً عن تكاليف المعاملات ويحدث العكس في صناديق الاستثمار إذ يمكن أن يبدأ المستثمر بمبلغ صغير كما يمكنه تجنب تكاليف المعاملات المرتفعة في البورصة وهي بذلك تعمل على جذب صغار المستثمرين.
٣. **الإدارة المتخصصة:** تمتلك صناديق الاستثمار إدارة متخصصة في مجال الاستثمار والتحليل المالي ومعرفة اتجاهات السوق وهي بذلك توفر الخبرة والوقت للمستثمرين ممن لا يملك الخبرة في مجال الاستثمار والوقت الكافي.
٤. **السيولة:** تشير السيولة إلى إمكان بيع وشراء الوحدات الاستثمارية بسهولة، إذ يمكن للمستثمر بيع الوحدات الاستثمارية إما بإعادتها إلى الصندوق كما في الصناديق ذات النهاية المفتوحة أو بيعها في البورصة كما في الصناديق ذات النهاية المغلقة.
٥. **خدمات أخرى:** كما توفر الصناديق الاستثمارية خدمات أخرى مثل حفظ سجلات المساهمين وحفظ الأموال والوحدات الاستثمارية وتقديم التقارير الدورية والنشرات المالية للمساهمين.

#### ثالثاً: العلاقة بين صناديق الاستثمار والمصارف ودورها في سوق الأوراق المالية

ترتبط صناديق الاستثمار والمصارف علاقة وثيقة تستند إلى طبيعة صناديق الاستثمار التي تعد من أهم الأدوات الاستثمارية، والتي يمكن للمصارف امتلاكها لغرض مزاوله العمل الاستثماري وتحقيق مكاسب إضافية، إذ يمكن للمصارف إنشاء صناديق الاستثمار والعمل على إدارتها والتسويق لأسهم الصندوق بين عملاء المصارف وتقديم باقي الخدمات الاستثمارية من سمسرة وتوزيع وحفظ وغيرها، أو يمكنه التعاقد مع شركة استثمارية متخصصة في إدارة عمل الصناديق، ويتحقق للمصرف إيرادات إضافية من خلال الرسوم المفروضة على

الخدمات المقدمة للمساهمين في الصندوق، كما يتحقق للصندوق أرباح رأسمالية في حال ارتفاع اسعار موجوداته، وفي حال دخول المصارف في صناعة الصناديق الاستثمارية يجب مراعاة مايلي:

١. الملاءة المالية للمصرف.

٢. الخبرة والكفاءة في إدارة الصناديق الواجب توافرها لدى كوادر المصرف.

٣. وجود مستشار قانوني يقدم الاستشارات القانونية في مجال صناديق الاستثمار.

بالتالي فإن المصارف تؤدي دوراً بارزاً في تطوير أداء سوق الأوراق المالية من خلال إنشائها للصناديق الاستثمارية، إذ انها من جانب تسوق الأدوات المالية المتاحة في السوق ومن جانب آخر تؤدي دور الوسيط في جذب المدخرات وإعادة توجيهها نحو الاستثمارات المختلفة من الأوراق المالية فضلاً عن قيامها باستقطاب العديد من المستثمرين افراداً ومؤسسات ممن لا يملك الخبرة والوقت و صغار المستثمرين الذين لا يملكون الأموال اللازمة لدخول الأسواق المالية وتحمل تكاليفها. (الهندي و آخرون:2000،212-213).

ويرى (الاعرجي:2003،26) أن المصارف سواء كانت حكومية أم خاصة تمثل بيئة ملائمة لإنشاء وإدارة الصناديق الاستثمارية لما تتمتع به هذه المؤسسات من خبرات ومهارات في مجال القطاع المالي والاستثماري من خلال الخدمات التي تقدمها ومن ناحية أخرى فإنها تملك قاعدة كبيرة من العملاء مما يسهل تسويق الوحدات الاستثمارية التي يصدرها الصندوق.

ويضيف (السنهوري،2013:97-99) ان صناديق الاستثمار من أهم الأدوات التي يمكن لها أن تنشط أداء سوق الأوراق المالية من خلال خلق طلب على أسهم الشركات، كما أنها تعالج مشكلة السيولة لدى المصارف بوصفها منفذ استثماري يمكن من خلاله جذب الأموال، كما يرى أن نجاح المصارف في إنشاء صناديق الاستثمار يضيف قوى جديدة للسوق تتمثل بالوحدات الاستثمارية التي تصدرها صناديق الاستثمار وبذلك تلعب المصارف دوراً مهماً ومباشراً في تنشيط أداء سوق الأوراق المالية.

ويرى (جبر،2005:5) أن صناديق الاستثمار تقوم بدور الوساطة المالية من خلال استقطابها لأموال المستثمرين وإعادة توظيفها في الأوراق المالية، وفي ذات العلاقة يرى(الطالع،2010:100) أن صناديق الاستثمار تعمل على تحريك وتنشيط سوق الأوراق المالية من خلال استقطابها لصغار المستثمرين ذوي المدخرات المحدودة ممن لا يملكون الأموال اللازمة لدخول السوق فضلاً عن عدم امتلاكهم الخبرة في هذا المجال. ويرى (هدهود،2006:47) أن صناديق الاستثمار تلعب دوراً مهماً في سوق الأوراق المالية وتعد من القنوات المهمة له والتي يمكن من خلالها اخراج قطاع المصارف من دوره التقليدي الى دور اوسع -بامتلاك المصارف لصناديق الاستثمار- وجعله يستند الى قاعدة جمع المدخرات وإعادة استثمارها في السوق.

ويرى الباحثان في ضوء ما تقدم أنه يمكن للمصارف أن تؤسس لصناديق الاستثمار كواحدة من الوسائل الاستثمارية التي يمكن أن تنشط أداء سوق الأوراق المالية من خلال دورها كوسيط مالي، كما أن هناك مجموعة من المقومات الواجب توافرها لدى المصارف حتى تتمكن من إنشاء صناديق الاستثمار هي: الموارد المالية التي يمكن للمصارف من خلالها إنشاء الصناديق الاستثمارية، الكوادر الفنية القادرة على إدارة عمل الصناديق وهيئة استشارية تقدم الاستشارات القانونية ضمن اطار عمل الصناديق الاستثمارية.

#### رابعاً: بورصة البحرين للأوراق المالية

تأسس سوق البحرين للأوراق المالية في العام ١٩٨٧ ، وبأشهر عمله بشكل رسمي عام ١٩٨٩ ، إذ بلغ عدد الشركات المدرجة وقتها ٢٩ شركة مساهمة عامة بحرينية، وكانت الأسهم العادية هي الأداة الاستثمارية الوحيدة المتداولة آنذاك، ومع تطور عمل البورصة، بدأت المؤسسات الحكومية والشركات في إصدار عدد من الأدوات الاستثمارية، مستفيدة من البنية التشريعية والفنية التي أرسنها البورصة، إذ شهدت البورصة إدراج وتسجيل الأسهم الممتازة والسندات والصكوك الإسلامية فضلاً عن الصناديق الاستثمارية وتكون "بورصة البحرين" الأولى في المنطقة التي تدرج هذه الأدوات، وفي عام ٢٠١٠ تم الاعلان عن تأسيس "بورصة البحرين" كشركة مساهمة مغلقة لتحل محل سوق البحرين للأوراق المالية الذي تأسس عام ١٩٨٧، ومن الجدير بالملاحظة أن بورصة البحرين تتألف من ستة قطاعات هي: المصارف التجارية، الاستثمار، التأمين، الخدمات، الصناعة، الفنادق والسياحة، كما أنها تضم مجموعة من الأدوات الاستثمارية هي: الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات والصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار و المؤشرات وللمزيد من التفاصيل عن بورصة البحرين راجع ملحق (١) ( بورصة البحرين للأوراق المالية) [www.bahrainbourse.net](http://www.bahrainbourse.net)

وتضم البحرين قطاع صناديق استثمار مزدهراً، وقد تم إصدار أول إطار تنظيمي لصناديق الاستثمار من قبل المصرف المركزي في عام ١٩٩٢ وتم تعديله في عامي ٢٠١٢، ٢٠٠٧، وقد بلغ عدد صناديق الاستثمار المسجلة لدى المصرف المركزي أكثر من ٢٨٠٠ صندوقاً استثمارياً مع نهاية عام ٢٠١٤. ولمزيد من التفاصيل عن صناديق الاستثمار في البحرين راجع ملحق (٢) (مصرف البحرين المركزي، [www.cbb.gov.bh](http://www.cbb.gov.bh)).

#### خامساً: سوق العراق للأوراق المالية

لأجل الوقوف على واقع سوق العراق للأوراق المالية ارتأى الباحثان استعراض اهم مؤشرات التداول الرئيسية للسوق موزعة قطاعياً، علماً أن سوق العراق للأوراق المالية مكون من ثمانية قطاعات: المصارف، الاتصالات، التأمين، الاستثمار، الخدمات، الصناعة، الفنادق و السياحة، الزراعة، واستخدم الباحثان لهذا الغرض مؤشر رسملة السوق ومؤشر حجم التداول وكما يلي:

١. مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق): ويقصد بمؤشر رسملة السوق مجموع كمية الأسهم المدرجة في السوق مضروباً بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، كما يشير الى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق. من خلال متابعة بيانات جدول (١) الذي تضمن مؤشر رسملة السوق للقطاعات المكونة لسوق العراق يتضح تفوق قطاع المصارف وبشكل كبير على القطاعات الأخرى خلال المدة المذكورة وكما يلي:

#### جدول (١)

مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق) موزع قطاعياً للمدة ٢٠٠٧-٢٠١٤ (مليون دينار)

القطاعات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
المصارف	1621846	1722314	-	2480756	3811589	2889034	5228300	4801035
الاتصالات	-	-	-	-	-	270012	4995222	3510156
التأمين	6800	7985	-	16314	17431	14714	13773	13554
الاستثمار	12250	12500	-	10970	13449	9807	4150	3185
الخدمات	49381	50128	-	141815	168362	163912	144711	148496
الصناعة	232518	253483	-	378588	450793	392692	558751	465126
السياحة	187028	219808	-	455175	413714	390858	427036	502319



- كالصناعة والزراعة والخدمات وغياب قطاعات مهمة مثل التأمين والاستثمار يعكس مدى ضعف أداء السوق، كما أن سيطرة قطاع واحد قد يهدد بانهيار السوق ككل في حال تعرض هذا القطاع للانهيار.
٢. إن نسبة إجمالي رؤوس أموال المصارف الأهلية والقيمة السوقية لأسهمها المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية منسوبة إلى الناتج الإجمالي المحلي للمدة: ٢٠١٣، ٢٠١٢، ٢٠١١، ٢٠١٠، ٢٠١٤ بلغت على التوالي: (٠.٩%، ١.٠%، ١.٥%، ١.٩%)، (١.٩%، ١.٨%، ٢.٢%، ٤.٣%، ١.٨%) وإن هذه النسبة ما زالت متدنية ولم تبلغ الحد الأعلى لنسبة الاستثمار البالغة (٢٠%) من رؤوس أموال المصارف واحتياطياتها السليمة التي حددها البنك المركزي وتدل هذه المؤشرات على ضعف العمق المالي للجهاز المصرفي العراقي، ويرجع سبب ذلك إلى توجه المصارف إلى نشاطات أخرى باتت رئيسة في مجال عملها وهي نشاطات العملة من جهة وغياب الوعي الاستثماري لدى المستثمر المؤسسي من جهة أخرى ووجود أزمة ثقة في السوق بسبب ما تمر به البلاد من عدم استقرار على الصعيد السياسي والاقتصادي من جهة ثالثة (البنك المركزي، التقرير السنوي للاستقرار المالي، ٢٠١١، ٢٠١٠، ٢٠١٤، ٢٠١٣، ٢٠١٢، ٢٠١٤، ٢٦، ٢٦، ٢٧، ٢٢).
٣. تعد سوق العراق للأوراق المالية سوق أسهم فقط في ظل غياب العديد من الأدوات الاستثمارية مثل السندات والمشتقات المالية، فعلى الرغم من وجود السندات الحكومية إلا أن التعامل بها تركز حصراً بين المصارف والحكومة والبنك المركزي يمنع تداولها قانوناً. إن عدم وجود سوق للسندات يضعف ويشكل كبير أداء السوق لما تحمله هذه الأدوات من مزايا تعد مصدر جذب للمستثمرين فهي توفر التنوع للمستثمر كما تعد من أدوات الدخل الثابت التي قد يرغب بها المستثمر.
٤. إن سوق العراق للأوراق المالية يفتقر لوجود صناديق استثمارية إذ تعد هذه من أهم الوسائل الاستثمارية المتاحة في الأسواق الإقليمية والعالمية والتي لها دور مهم في رفع مستوى أداء السوق المالية لما توفره من مزايا من خلال جذب مختلف الفئات الاستثمارية و من ثم جذب رؤوس أموال جديدة إلى السوق وزيادة حركة التداول.
- ويذكر (وهم، ١٥٧، ٢٠٠٩-٢٠٠٨) أن البنك المركزي العراقي في أواخر عام ٢٠٠٨ قدم مقترحاً إلى المصارف الخاصة لإنشاء صناديق استثمارية فيما بينها لشراء الأسهم التي تشهد انخفاضاً في أسعارها لغرض ضمان استقرارها وتشجيعها وتتركز أهداف هذه الصناديق في تطوير المحافظ الاستثمارية الموجودة حالياً لدى العديد من المصارف واستقطاب المستثمرين وتنشيط فعالية سوق العراق للأوراق المالية وستكون هذه الصناديق متاحة لاشتراك الأشخاص والمؤسسات الاستثمارية ودوائر رعاية القاصرين وحسابات التوفير في البريد وأموال الرعاية الاجتماعية كما سيتاح للمستثمرين الأجانب فرصة الاشتراك في هذه الصناديق عند تأسيسها علماً أن القطاع المصرفي يمتلك السيولة الكافية إلا أنه لا تتوافر لديه مجالات استثمارية واسعة ولا يزال الأمر مطروحاً للنقاش بين البنك المركزي والمصارف من جهة ورابطة المصارف وسوق العراق للأوراق المالية من جهة أخرى بصدد إنشاء صناديق الاستثمار، يضاف إلى ما سبق انخفاض أعداد المستثمرين في سوق الأوراق المالية أفراداً ومؤسسات نتيجة جملة من الأسباب أهمها: غياب الوعي الاستثماري، عدم وجود مناخ استثماري ملائم، عدم وجود بيئة مستقرة اقتصادياً وسياسياً، قلة الأوعية الاستثمارية المتاحة في سوق العراق للمستثمرين، إذ بلغ عدد المستثمرين

عام ٢٠١٤ أفراداً ومؤسسات ٢٨ ألف مستثمر تقريباً ويعد هذا الرقم صغيراً إذا ما تمت مقارنته بأصغر أسواق العينة المختارة من الدول العربية وهي بورصة البحرين إذ بلغ عدد المستثمرين للسنة ذاتها ٣١ ألف مستثمر تقريباً أفراداً ومؤسسات. (البنك المركزي، تقرير السنوي الاستقرار المالي، ٢٠١٤، ٦٥) (بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠١٤، ٢١)

ويرى الباحثان في ظل السيطرة الواضحة لقطاع المصارف في سوق العراق للأوراق المالية مقارنة بباقي القطاعات أن ضعف أداء باقي القطاعات في السوق هو مؤشر سلبي يعكس مدى ضعف أداء سوق الأوراق المالية ومسألة النهوض بواقع هذه القطاعات من أجل تنشيط أداء السوق تحتاج الى الكثير من الوقت والجهد والخبرة، فغياب الوعي الاستثماري على مستوى المجتمع ككل أفراداً ومؤسسات أدى الى ضعف القطاعات المالية مثل الاستثمار والتأمين، مما أدى الى ضعف مساهمتها في سوق الأوراق المالية، و أن اهمال قطاعات مهمة مثل الصناعة والزراعة والسياحة أدى الى ضعف مساهمتها في الاقتصاد وهذا بدوره أدى الى ضعف ادائها في سوق الأوراق المالية و من هنا تبرز أهمية المصارف في الوقت الراهن كمؤسسات قائدة للسوق في ظل غياب منافسة حقيقية من باقي القطاعات ويقع على عاتقها مهمة النهوض بواقع سوق العراق وتنشيط أدائه.

### المبحث الثالث//الجانب العملي للبحث

#### مقدمة

يتضمن هذا المبحث تحليل علاقات الارتباط والأثر بين صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية، وقد اعتمد الباحثان في هذا الصدد تجربة بورصة البحرين للأوراق المالية لما تتمتع به من خبرة في مجال صناديق الاستثمار، كما استخدم الباحثان أسلوب الاستبانة باختيار عينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لبيان قدرتها على إنشاء صناديق الاستثمار والدور المتوقع أن تؤديه في تنشيط السوق.

#### أولاً: اختبار فرضيات البحث المتعلقة ببورصة البحرين للأوراق المالية

**الفرضية الأولى:** لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين صناديق الاستثمار كوسيط مالي وأداء بورصة البحرين للأوراق المالية. وقد اعتمد الباحثان لهذا الغرض مؤشر حجم الأموال المستثمرة للتعبير عن نشاط صناديق الاستثمار ومجموعة من مؤشرات التداول الرئيسية للتعبير عن أداء بورصة البحرين باستخدام معامل الارتباط البسيط وكما يلي:

١. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار والمؤشر العام للأسعار لبورصة البحرين.

#### جدول (٣)

علاقة الارتباط بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار والمؤشر العام للأسعار لبورصة البحرين

مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار				المتغير المستقل
مستوى المعنوية	قيمة ( t ) الجدولية	قيمة ( t ) المحسوبة	معامل الارتباط r	المتغير المعتمد
٠.٠١	2.042	7.514	0.808	المؤشر العام لبورصة البحرين

المصدر: من اعداد الباحثين استناداً الى بيانات ملحق ١ و ٢ ونتائج الحاسبة

اعتماداً على بيانات جدول (٣) يتضح وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين بحسب قيمة معامل الارتباط ( $r$ ) البالغة (٠.٨٠٨)، وما يدعم ذلك قيمة ( $t$ ) المحسوبة البالغة (٧.٥١٤) أكبر من قيمة ( $t$ ) الجدولية البالغة (٢.٠٤٢) عند مستوى معنوية (١%)، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، إذ توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين عند المستوى المذكور.

٢. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر رسملة السوق في بورصة البحرين.

#### جدول (٤)

علاقة الارتباط بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر رسملة السوق لبورصة البحرين

مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار			المتغير المستقل
مستوى المعنوية	قيمة ( $t$ ) الجدولية	قيمة ( $t$ ) المحسوبة	معامل الارتباط $r$
0.01	2.042	٥.٠٥٩	٠.٦٧٨
			مؤشر رسملة السوق لبورصة البحرين

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات ملحق ١ و ٢ و نتائج الحاسبة

يتبين من جدول (٤) وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين بحسب قيمة معامل الارتباط البالغة (٠.٦٧٨) عند مستوى معنوية (١%)، وما يدعم ذلك قيمة ( $t$ ) المحسوبة (٥.٠٥٩) وهي اكبر من ( $t$ ) الجدولية (٢.٠٤٢)، مما يعني رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة، إذ توجد علاقة ارتباط بين المتغيرين عند المستوى المذكور.

٣. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر حجم التداول لبورصة البحرين.

#### جدول (٥)

علاقة الارتباط بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر حجم التداول لبورصة البحرين

مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار			المتغير المستقل
مستوى المعنوية	قيمة ( $t$ ) الجدولية	قيمة ( $t$ ) المحسوبة	معامل الارتباط $r$
0.01	2.042	٣.٣٤١	٠.٥٢١
			مؤشر حجم التداول لبورصة البحرين

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات ملحق ١ و ٢ و نتائج الحاسبة

بتسليط الضوء على جدول (٥) يلاحظ وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين بحسب قيمة معامل الارتباط البالغة (٠.٥٢١) عند مستوى معنوية (١%)، وما يدعم ذلك قيمة ( $t$ ) المحسوبة (٣.٣٤١) وهي اكبر من قيمة ( $t$ ) الجدولية (٢.٠٤٢)، ما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، إذ توجد علاقة ارتباط بين المتغيرين عند المستوى المذكور.

٤. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر عدد الصفقات لبورصة البحرين.

### جدول (٦)

علاقة الارتباط بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر عدد الصفقات لبورصة البحرين

مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار			المتغير المستقل
مستوى المعنوية	قيمة (t) الجدولية	قيمة (t) المحسوبة	معامل الارتباط r
0.01	2.042	٥.٣٥٣	٠.٦٦٩

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات ملحق ١ و ٢ و نتائج الحاسبة من خلال متابعة بيانات جدول (٦) يتبين وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط (0.669) عند مستوى معنوية (١%)، وما يدعم ذلك، قيمة (t) المحسوبة (٥.٣٥٣) اكبر من قيمة (t) الجدولية (2.042)، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

٥. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار و مؤشر معدل دوران السهم لبورصة البحرين.

### جدول (٧)

علاقة الارتباط بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر معدل دوران السهم لبورصة البحرين

مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار			المتغير المستقل
مستوى المعنوية	قيمة (t) الجدولية	قيمة (t) المحسوبة	معامل الارتباط r
0.01	2.042	4.202	٠.٦٠٩

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات ملحق ١ و ٢ و نتائج الحاسبة يلاحظ من بيانات جدول (٧)، وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين عند مستوى (١%)، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط (0.609)، وما يؤكد ذلك قيمة (t) المحسوبة (4.202) أكبر من (t) الجدولية (2.042)، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

٦. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر عدد الشركات لبورصة البحرين.

### جدول (٨)

علاقة الارتباط بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر عدد الشركات لبورصة البحرين

مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار			المتغير المستقل
مستوى المعنوية	قيمة (t) الجدولية	قيمة (t) المحسوبة	معامل الارتباط r
٠.٠١	2.042	8.569	0.843

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الحاسبة

يتضح من بيانات جدول (٨) أن هناك علاقة ارتباط بين المتغيرين عند مستوى معنوية (١%)، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط (0.843)، وما يدعم ذلك أن قيمة (t) المحسوبة (8.569) أكبر من قيمة (t) الجدولية (2.042)، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

**الفرضية الثانية:** لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين صناديق الاستثمار كوسيط مالي وأداء بورصة البحرين للأوراق المالية. وقد استخدم الباحثان لهذا الغرض تحليل الانحدار الخطي البسيط، بالاعتماد على مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار للتعبير عن دور صناديق الاستثمار في الوساطة المالية ومجموعة من مؤشرات التداول للتعبير عن نشاط بورصة البحرين وكما يلي:

١. لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار والمؤشر العام للأسعار لبورصة البحرين.

#### جدول (٩)

علاقة الأثر بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار والمؤشر العام لبورصة البحرين

معامل التفسير $R^2$	مستوى المعنوية	قيمة ( F )		مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار		المتغير المستقل
		الجدولية	المحسوبة	b	a	
٠.٦٥٣	٠.٠١	2.88	٥٦.٤٥٣	٠.٩٠٥	٧.١٧٩	المؤشر العام للأسعار لبورصة البحرين

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات ملحق ١ و ٢ ونتائج الحاسبة

يلاحظ من بيانات جدول (٩)، أن قيمة معامل بيتا لمعادلة الانحدار الخطي البسيط بلغت (0.905)، أي كلما تغير مؤشر حجم الأموال المستثمرة بمقدار وحدة واحدة تغير معه المؤشر العام للأسعار في بورصة البحرين بمقدار (0.905)، مما يعني وجود علاقة أثر بين المتغيرين، وما يدعم ذلك أن قيمة (f) المحسوبة (٥٦.٤٥٣) أكبر من قيمة (f) الجدولية (٢.٨٨) عند مستوى معنوية (١%)، بالتالي رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

٢. لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر رسملة السوق لبورصة البحرين.

#### جدول (١٠)

علاقة الأثر بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر رسملة السوق لبورصة البحرين

معامل التفسير $R^2$	مستوى المعنوية	قيمة ( F )		مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار		المتغير المستقل
		الجدولية	المحسوبة	b	a	
٠.٤٦٠	0.01	2.88	٢٥.٥٩٢	٠.٤٧٢	١.٣٢١	مؤشر رسملة السوق لبورصة البحرين

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على ملحق ١ و ٢ و نتائج الحاسبة

بألقاء نظرة على جدول (١٠) يلاحظ أن قيمة معامل بيتا بلغت (٠.٤٧٢)، أي كلما تغير مؤشر حجم الأموال المستثمرة بمقدار وحدة واحدة تغير معه مؤشر رسملة السوق بمقدار (٠.٤٧٢) وحدة، مما يعني وجود علاقة أثر بين المتغيرين، وما يدعم ذلك أن قيمة (f) المحسوبة (٢٥.٥٩٢) أكبر من قيمة (f) الجدولية (2.88) عند مستوى معنوية (١%)، بالنتيجة رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة.

٣. لا توجد علاقة اثر ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر حجم التداول لبورصة البحرين.

### جدول (١١)

علاقة الاثر بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر حجم التداول لبورصة البحرين

معامل التفسير $R^2$	مستوى المعنوية	قيمة (F)		مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار		المتغير المستقل
		الجدولية	المحسوبة	b	a	
٠.٢٧١	٠.٠١	2.88	١١.١٦١	١.٦٣٦	١٥.٤٦٢	مؤشر حجم التداول لبورصة البحرين

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات ملحق ١ و ٢ و نتائج الحاسبة  
بمتابعة بيانات جدول (١١) يتضح أن قيمة معامل بيتا (١.٦٣٦)، إذ كلما تغير مؤشر حجم الأموال المستثمرة بمقدار وحدة واحدة تغير معه مؤشر حجم التداول بمقدار (١.٦٣٦) وحدة، مما يعني وجود علاقة أثر بين المتغيرين، وما يدعم ذلك أن قيمة (f) المحسوبة (١١.١٦١) أكبر من قيمة (f) الجدولية (٢.٨٨) عند مستوى معنوية (١%)، بالتالي رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

٤. لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر عدد الصفقات لبورصة البحرين

### جدول (١٢)

علاقة الاثر بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر عدد الصفقات لبورصة البحرين

معامل التفسير $R^2$	مستوى المعنوية	قيمة (F)		مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار		المتغير المستقل
		الجدولية	المحسوبة	B	A	
٠.٤٨٩	0.01	٢.٨٨	٢٨.٦٥١	١.٤١٢	١٤.١٩٤	مؤشر عدد الصفقات لبورصة البحرين

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات ملحق ١ و ٢ و نتائج الحاسبة  
بمتابعة بيانات جدول (١٢)، نرى أن قيمة معامل بيتا بلغت (١.٤١٢)، إذ كلما تغير مؤشر حجم الأموال المستثمرة بمقدار وحدة واحدة تغير معه مؤشر عدد الصفقات بمقدار (١.٤١٢) وحدة، مما يعني وجود علاقة أثر بين المتغيرين، وما يدعم ذلك أن قيمة (f) المحسوبة (٢٨.٦٥١) هي أكبر من قيمة (f) الجدولية (٢.٨٨) عند مستوى معنوية (١%)، بالتالي رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة.

٥. لا توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر معدل دوران السهم لبورصة البحرين

### جدول (١٣)

علاقة الاثر بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر معدل دوران السهم لبورصة البحرين

معامل التفسير $R^2$	مستوى المعنوية	قيمة ( F )		مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار		المتغير المستقل
		المحسوبة	الجدولية	B	A	
0.371	0.01	17.661	2.88	1.245	0.418	مؤشر معدل دوران السهم لبورصة البحرين

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات ملحق ١ و ٢ ونتائج الحاسبة

ينبين من جدول (١٣) أن قيمة معامل بيتا بلغت (١.٢٤٥)، أي كلما تغير مؤشر حجم الأموال المستثمرة بمقدار وحدة واحدة تغير معه مؤشر معدل دوران السهم بمقدار (١.٢٤٥) وحدة، مما يدل على وجود علاقة أثر بين المتغيرين، وما يدعم ذلك ان قيمة (f) المحسوبة (١٧.٦٦١) أكبر من قيمة (f) الجدولية (2.88) عند مستوى معنوية (١%)، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

٦. لا توجد علاقة اثر ذات دلالة إحصائية بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر عدد الشركات لبورصة البحرين.

### جدول (١٤)

علاقة الاثر بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر عدد الشركات لبورصة البحرين

معامل التفسير $R^2$	مستوى المعنوية	قيمة ( F )		مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار		المتغير المستقل
		المحسوبة	الجدولية	B	a	
0.710	٠.٠١	73.433	2.88	4.247	44.736	مؤشر عدد الشركات لبورصة البحرين

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات ملحق ١ و ٢ ونتائج الحاسبة

يتضح من جدول (١٤) أن قيمة معامل بيتا بلغت (٤.٢٤٧)، أي كلما تغير مؤشر حجم الأموال المستثمرة بمقدار وحدة واحدة تغير معه مؤشر عدد الشركات بمقدار (٤.٢٤٧) وحدة، مما يدل على وجود علاقة أثر بين المتغيرين، وما يدعم ذلك أن قيمة (f) المحسوبة (٧٣.٤٣٣) أكبر من قيمة (f) الجدولية (٢.٨٨) عند مستوى معنوية (١%)، مما يعني رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة.

ثانياً: اختبار فرضيات البحث المتعلقة بسوق العراق للأوراق المالية

تضمن هذا البند تحليل العلاقات الإحصائية بين إمكان إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار وتنشيط أداء سوق الأوراق المالية في العراق، وقد أجرى الباحثان استبانة في عينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لبيان قدرتها على إنشاء صناديق الاستثمار والدور المتوقع أن تؤديه في تنشيط أداء السوق لما تملكه من مزايا في استقطاب المستثمرين، شملت العينة (١١) مصرفاً هي: بغداد، دجلة والفرات، الشرق

الأوسط، الاستثمار، كردستان الدولي، بابل، الأهلي، الخليج، الشمال، الاتحاد، اشور، وبلغ عدد افراد العينة (١٠٣)، وصممت الاستثمارة وفق مقياس ليكرت الخماسي، واشتملت الاستثمارة على متغيرين، تمثل المتغير المستقل ب(امكانية إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار)، وقد احتوى على فقرات تستبين قدرة المصارف على إنشاء صناديق الاستثمار، اما المتغير المعتمد فتمثل ب(قدرة صناديق الاستثمار على تنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية) الذي تضمن فقرات تستبين قدرة صناديق الاستثمار على جذب المستثمرين وتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية وكما يلي:

**الفرضية الثالثة:** لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار وتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية.

#### جدول (١٥)

علاقة الارتباط بين امكانية إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار وتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية

امكانية إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار			المتغير المستقل	
مستوى المعنوية	قيمة ( t ) الجدولية	قيمة ( t ) المحسوبة	معامل الارتباط R	المتغير المعتمد
٠.٠١	1.96	9.232	0.677	تنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الحاسبة

يلاحظ من جدول (١٥)، وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين بحسب قيمة معامل الارتباط البالغة (0.677)، وما يدعم ذلك أن قيمة (t) المحسوبة (٩.٢٣٢) أكبر من قيمة (t) الجدولية (١.٩٦) عند مستوى معنوية (١%)، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

**الفرضية الرابعة:** لا توجد علاقة اثر بين امكانية إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار وتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية.

#### جدول (١٧)

علاقة الاثر بين امكانية إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار وتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية

معامل التفسير R <sup>2</sup>	مستوى المعنوية	قيمة ( F )		امكانية إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار		المتغير المستقل
		الجدولية	المحسوبة	B	a	المتغير المعتمد
0.458	٠.٠١	2.74	85.233	0.726	1.208	تنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية

المصدر: من اعداد الباحثين استناداً الى نتائج الحاسبة

يتبين من جدول (١٧)، أن قيمة معامل بيتا بلغت (0.726)، أي كلما تغير المتغير المستقل بمقدار وحدة واحدة تغير معه المتغير المعتمد بمقدار (0.726) وحدة، مما يدل على وجود علاقة أثر بين المتغيرين، وما يدعم ذلك ان قيمة (f) المحسوبة (٨٥.٢٣٣) أكبر من قيمة (f) الجدولية (٢.٧٤) عند مستوى معنوية (١%)، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

### ثالثاً: تحليل النتائج

١. ينصح وجود علاقات ارتباط واثر بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشرات التداول ( المؤشر العام للأسعار، مؤشر رسملة السوق، مؤشر حجم التداول)، ويرجح الباحثان سبب هذه العلاقات الى قوة الطلب التي تخلقها صناديق الاستثمار على الأوراق المالية في بورصة البحرين، إذ أن أي زيادة في حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار تؤدي الى زيادة الطلب على الأسهم، بالتالي ارتفاع اسعارها، وبما أن المؤشر العام للأسعار مكون من مجموعة من الأسهم تمثل القطاعات المختلفة للسوق، فإنه سوف يتأثر بالتغير الحاصل في صناديق الاستثمار، وكذلك الحال بالنسبة لمؤشر رسملة السوق ومؤشر حجم التداول اللذين يدخل سعر السهم في تكوينيهما، بالتالي فإن أي تغير يطرأ على مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار يؤدي الى تغير في هذه المؤشرات، مما يعكس تأثير دور الوساطة المالية لصناديق الاستثمار في بورصة البحرين.
٢. وجود علاقات ارتباط واثر بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر عدد الصفقات لبورصة البحرين، وتحليل ذلك أن استقطاب صناديق الاستثمار للمدخرات ومن ثم اعادة استثمارها في بورصة الأوراق المالية يعني ضمناً قيام إدارة الصندوق بعقد صفقات الشراء مع الجهات المصدرة للأسهم، بالنتيجة فإن أي تغير يطرأ على مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار يصاحبه تغير في مؤشر عدد الصفقات الذي يشير الى عدد عمليات البيع والشراء المنفذة في البورصة خلال مدة معينة، وهذا يعكس مدى تأثير دور الوساطة لصناديق الاستثمار في بورصة البحرين للأوراق المالية.
٣. وجود علاقات ارتباط واثر بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر معدل الدوران لبورصة البحرين، ويرى الباحثان أن السبب في ذلك هو طبيعة عمل صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة التي تشكل الغالبية العظمى من صناديق الاستثمار في بورصة البحرين، إذ انها تتمتع بميزة هامة وهي: حرية دخول وخروج المستثمرين منها واليهما وبأعداد غير محددة مما يؤدي الى ارتفاع عدد المرات التي تنتقل بها الأسهم في السوق من خلال عمليات البيع والشراء (معدل دوران السهم) ، وبالنتيجة فإن أي تغير في مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار سيؤثر في مؤشر معدل دوران السهم مما يعكس تأثير دور الوساطة لصناديق الاستثمار في بورصة البحرين.
٤. وجود علاقات ارتباط واثر بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار ومؤشر عدد الشركات لبورصة البحرين، ويرى الباحثان أن السبب في ذلك يعود الى الطلب الذي تنشئه صناديق الاستثمار في بورصة البحرين، مما يشجع الشركات على الدخول والمشاركة في السوق من خلال طرح أسهمها و القيام بعملية التداول، بالنتيجة تأثر مؤشر عدد الشركات المشاركة في السوق بالتغير الذي قد يحدث بمؤشر حجم الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار، مما يشير الى تأثير دور الوساطة الذي تؤديه صناديق الاستثمار في بورصة البحرين.
٥. وجود علاقات ارتباط واثر بين (إمكانية إنشاء المصارف التجارية لصناديق الاستثمار) و (تنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية)، ويرى الباحثان ان السبب في ذلك: هو الخدمات والمزايا التي من الممكن أن توفرها صناديق الاستثمار للمستثمرين بمختلف فئاتهم، بالنتيجة استقطاب العديد من المستثمرين والأموال، وتنشيط أداء سوق الأوراق المالية.

## الاستنتاجات والتوصيات

### أولاً: الاستنتاجات:

١. ضعف أداء سوق العراق للأوراق المالية بسبب جملة من العوائق منها: ضعف أداء المؤسسات المالية الوسيطة، وتركز التداولات في قطاع واحد هو (قطاع المصارف)، وغياب العديد من الأدوات الاستثمارية وأهمها صناديق الاستثمار.
٢. إن نسبة اجمالي رؤوس أموال المصارف الاهلية والقيمة السوقية لأسهمها المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية منسوية الى الناتج الاجمالي المحلي، ما زالت متدنية ولم تبلغ الحد الاعلى لنسبة الاستثمار البالغة (٢٠%) من رؤوس اموال المصارف واحتياطياتها السليمة التي حددها البنك المركزي، وتدلل هذه المؤشرات على ضعف العمق المالي للجهاز المصرفي العراقي.
٣. توجه المصارف التجارية الى نشاط العملة، الذي بات رئيسياً في مجال عملها، واهمال الدور الاستثماري المنوط بها، بوصفها من اكبر المؤسسات المالية الوسيطة في السوق وعده الدور المهم لها.
٤. أهمية صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط أداء سوق الأوراق المالية من خلال دور الوساطة المالية الذي تؤديه صناديق الاستثمار، والتي تعد من أهم الأدوات الاستثمارية لتمثيل هذا الدور، من خلال حشد المدخرات من مختلف الفئات الاستثمارية وأهمها صغار المستثمرين وإعادة توظيفها في سوق الأوراق المالية، واثبتت الدراسة وجود علاقة ارتباط واثري بين مؤشر حجم الأموال المستثمرة، الذي يعبر عن دور الوساطة المالية لصناديق الاستثمار ومؤشرات التداول (المؤشر العام للأسعار، رسملة السوق، حجم التداول، عدد الصفقات، معدل دوران السهم، عدد الشركات) التي تعبر عن أداء بورصة البحرين.
٥. توصلت الدراسة الى إمكانية تنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية من خلال قيام المصارف التجارية بإنشاء صناديق الاستثمار، كأحد الأنشطة الاستثمارية التي يزاولها المصرف، إذ تعمل صناديق الاستثمار - بحكم المزايا والخدمات التي توفرها- على استقطاب مختلف فئات المستثمرين افراداً ومؤسسات، وتقع مسؤولية إنشاء وإدارة هذه الصناديق على عاتق قطاع المصارف بوصفه القطاع المهيمن على سوق الأوراق المالية، كما اكدت هذه الدراسة والدراسات السابقة على قدرة المصارف التجارية في العراق على إنشاء وإدارة صناديق الاستثمار.

### ثانياً: التوصيات

١. تشريع قانون لإنشاء وإدارة صناديق الاستثمار بشكل واضح، على الرغم من أن مسودة القانون الجديد لسوق العراق للأوراق المالية- التي لم يتم التصويت عليها بعد - تتضمن بنوداً عن صناديق الاستثمار الا أنها ليست بالوضوح الكافي، ويوصي الباحث بتشريع قانون خاص بصناديق الاستثمار.
٢. توجيه البنك المركزي العراقي بالتعاون مع رابطة المصارف وسوق العراق للأوراق المالية المصارف التجارية بإنشاء صناديق الاستثمار، كأحد الأنشطة الاستثمارية التي تزاولها المصارف، لأجل تنشيط أداء السوق.

٣. يوصي الباحثان بتهيئة كادر من العاملين في المصارف المعنية وفروعها المنتشرة في عموم العراق وتدريبه في مجال صناديق الاستثمار في احدى الدول التي تتعامل بهذه الآلية.
٤. التعاقد مع متخصصين في مجال الصناديق الاستثمارية على المستوى العالمي، لغرض تطبيق وانجاح هذه التجربة في العراق، مع الاخذ بنظر الاعتبار الخصوصية التي تتمتع بها البيئة العراقية، ففضلاً عن العوائق سابقة الذكر، يجب أن تكون صناديق الاستثمار أحد الانشطة الاستثمارية التي يزاولها المصرف، لا شركة مستقلة لها مجلس إدارة مستقل كما في الدول المتقدمة وبعض الدول الاقليمية، لأن العراق لم يصل الى هذه المرحلة بعد.
٥. الترويج لصناديق الاستثمار من خلال القنوات الفضائية المسجلة لدى هيئة الاعلام والاتصالات العراقية، والصحف والمجلات الرسمية للدولة، ونشر ثقافة التعامل بهذه الآلية، من خلال استهداف شريحة معينة من المجتمع مثل شريحة الموظفين والمتقاعدين، وتعريفهم بالعوائد المتحققة منها.

## المصادر

### أولاً: المصادر العربية

#### أ- الكتب

١. علوان، قاسم نايف، - إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق- ، ط١، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان - الاردن، ٢٠٠٩.
٢. مطر، محمد ، - إدارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية -، ط٤، دار وائل للنشر، عمان- الاردن، ٢٠٠٦.
٣. الهندي، خليل وانطون الناشف، - العمليات المصرفية والسوق المالية: الجزء الثاني المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي- ، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس - لبنان، ٢٠٠٠.
٤. السنهوري، محمد مصطفى، - إدارة البنوك التجارية - ، ط١، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية - مصر، ٢٠١٣.
٥. وهم، بدر غيلان، - السوق النقدية والمالية في العراق، مطبعة سوى دار الكتب، دار الكتب والوثائق، بغداد، ٢٠٠٩.

#### ب- الدوريات

١. مرهج، منذر عبد الكريم ورامي محمد محمد، "متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في المصرف التجاري السوري"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية المجلد ٣٣، العدد ٣، ٢٠١١.
٢. هدهود، مايع شبيب، "القطاع المالي والمصرفي بين اشكاليات الواقع وافاق الاصلاح: دراسة في اقطار عربية مختارة"، جامعة الكوفة، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية، ٢٠٠٦.

#### ج- الرسائل والاطاريح

١. سمية، بلعيد، "دور الصناديق الاستثمارية في تفعيل سوق الأوراق المالية : دراسة حالة في سوق الأوراق المالية السعودية"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، ٢٠١٤.
٢. الاعرجي، عدنان سالم قاسم، "إدارة محفظة صناديق الاستثمار وإمكانية التطبيق في المصارف العراقية: دراسة تطبيقية"، اطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، ٢٠٠٣.
٣. الطلاع، حمادة احمد، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير، جامعة الازهر، غزة - فلسطين، ٢٠١٠.

#### د- المؤتمرات

١. جبر، هشام، "الاستثمار و التمويل في فلسطين بين افاق التنمية والتحديات المعاصرة" بحث مقدم الى المؤتمر العلمي الاول المنعقد في الجامعة الاسلامية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس - فلسطين، ٢٠٠٥.

#### هـ- التقارير

١. التقرير السنوي الصادر عن سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٧. [www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html](http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html)
٢. التقرير السنوي الصادر عن سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨. [www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html](http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html)
٣. التقرير السنوي الصادر عن سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٩. [www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html](http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html)
٤. التقرير السنوي الصادر عن سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠١٠. [www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html](http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html)
٥. التقرير السنوي الصادر عن سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠١١. [www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html](http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html)
٦. التقرير السنوي الصادر عن سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠١٢. [www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html](http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html)
٧. التقرير السنوي الصادر عن سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠١٣. [www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html](http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html)
٨. التقرير السنوي الصادر عن سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠١٤. [www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html](http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html)
٩. التقرير السنوي للاستقرار المالي في العراق الصادر عن البنك المركزي العراقي لسنة ٢٠١٠. [www.cbi.iq/arabic](http://www.cbi.iq/arabic)
١٠. التقرير السنوي للاستقرار المالي في العراق الصادر عن البنك المركزي العراقي لسنة ٢٠١١. [www.cbi.iq/arabic](http://www.cbi.iq/arabic)
١١. التقرير السنوي للاستقرار المالي في العراق الصادر عن البنك المركزي العراقي لسنة ٢٠١٢. [www.cbi.iq/arabic](http://www.cbi.iq/arabic)
١٢. التقرير السنوي للاستقرار المالي في العراق الصادر عن البنك المركزي العراقي لسنة ٢٠١٣. [www.cbi.iq/arabic](http://www.cbi.iq/arabic)
١٣. التقرير السنوي للاستقرار المالي في العراق الصادر عن البنك المركزي العراقي لسنة ٢٠١٤. [www.cbi.iq/arabic](http://www.cbi.iq/arabic)

#### ثانياً: المصادر الأجنبية

##### books

1. Haslem, John A, "Mutual fund: risk and performance analysis for decision making", 1Ed, Blackwell Publishing Ltd, U.K, 2003.
2. Fairley, Juliette, "CliffsNotes Investing in Mutual Funds", IDG Books Worldwide Inc, U.S.A, 1999.
3. Tyson, Eric, "Mutual Funds For Dummies", 5 Ed, Wiley Publishing, Inc., Indiana, 2007.
4. Lückoff, Peter, "Mutual Fund: Performance and Performance Persistence The Impact of Fund Flows and Manager Changes" 1Ed, Gabler Verlag, Germany, 2011.

##### Internet

1. [www.bahrainbourse.net](http://www.bahrainbourse.net)
2. [www.cbb.gov.bh](http://www.cbb.gov.bh)

( 1ملحق )

2007-2014 مؤشرات التداول لبورصة البحرين للمدة

عدد الشركات	معدل الدوران	قيمة الأسهم المتداولة (الف دينار)	عدد الصفقات	القيمة السوقية (مليون دينار)	المؤشر العام (نقطة)	المدة
50	0.50	41019	4252	7697	2160	2007 Q1
50	0.93	92007	6716	8583	2409	2007 Q2
51	1.03	94830	7620	9157	2544	2007 Q3
51	1.72	175230	9119	10185	2755	2007 Q4
51	2.85	311388	13252	10890	2790	2008 Q1
52	1.77	203595	13189	11487	2859	2008 Q2
52	0.77	89031	8853	10276	2462	2008 Q3
51	2.23	193336	8246	7520	1804	2008 Q4
49	0.10	26146	7120	6540	1596	2009 Q1
49	1	64702	11145	6482	1581	2009 Q2
49	0.55	37638	5368	6400	1554	2009 Q3
49	0.81	49872	6684	6131	1458	2009 Q4
49	0.68	44305	6903	6509	1547	2010 Q1
49	0.42	25872	5785	6122	1396	2010 Q2
48	0.24	15388	3397	6331	1444	2010 Q3
49	0.30	22846	3562	7562	1432	2010 Q4
49	0.29	22109	3329	7511	1424	2011 Q1
49	0.41	29681	3585	7187	1319	2011 Q2
49	0.20	12909	2120	6372	1165	2011 Q3
49	0.60	40268	2748	6254	1143	2011 Q4
49	0.34	21717	2583	6303	1152	2012 Q1
48	0.90	63683	2990	6200	1126	2012 Q2
47	0.17	10348	1967	5968	1087	2012 Q3
47	0.25	14496	2628	5855	1065	2012 Q4
47	0.67	54083	3846	6002	1091	2013 Q1
47	1.47	96536	4358	6546	1187	2013 Q2
47	0.42	27830	2645	6614	1194	2013 Q3
47	0.68	47418	3348	6962	1248	2013 Q4
47	0.42	92315	6639	7577	1356	2014 Q1
47	1.37	111123	4649	8113	1427	2014 Q2
47	0.37	30340	2672	8468	1476	2014 Q3
47	0.41	34556	2257	8327	1426	2014 Q4

المصدر: من اعداد الباحث استناداً الى التقارير السنوية الصادرة عن مصرف البحرين المركزي

تم احتساب القيمة السوقية وقيمة الأسهم المتداولة بالدينار البحريني = 2.6 دولار امريكي

( 2ملحق )

مؤشر حجم الأموال المستثمرة للأفراد والمؤسسات في صناديق الاستثمار لدى بورصة البحرين للمدة

(الف دولار امريكي) 2007-2014

المجموع	المؤسسات	الأفراد	المدة
			2007
10302943	7635541	2667402	Q1
9146394	5137065	4009329	Q2
9943664	5064555	4879109	Q3
15605244	8741936	6863308	Q4
			2008
17887733	9154416	8733114	Q1
18116580	11904725	6211855	Q2
17099830	11544111	5555719	Q3
10726456	6616597	4109859	Q4
			2009
9685413	6615339	3070074	Q1
9070916	6751223	2319693	Q2
8548694	6208885	2339809	Q3
8733372	6331627	2401745	Q4
			2010
9740626	7321097	2419547	Q1
9555762	6666822	2888940	Q2
9633069	6726818	2906251	Q3
9172895	6844333	2328562	Q4
			2011
8993962	6671102	2322860	Q1
8737376	6386761	2350615	Q2
8323985	6119501	2204483	Q3
8378228	6055149	2323079	Q4
			2012
9174082	7010378	2163703	Q1
8244427	5466550	2777877	Q2
8393696	5509494	2884202	Q3
7632775	5600889	2031886	Q4
			2013
7332960	5246017	2086943	Q1
7459121	5223697	2235424	Q2
6863070	4743152	2119916	Q3
6866391	4679764	2186626	Q4
			2014
6930564	4733861	2196703	Q1
6907382	4642873	2264509	Q2
7160741	4977456	2183285	Q3
6767676	4645861	2121815	Q4

المصدر: من اعداد الباحث استناداً الى البيانات الصادرة عن مصرف البحرين المركزي