

سوق العراق للأوراق المالية

نشأته - تحليل وتقييم مؤشرات

م. د. د. حسن كريم حمزة

م. م. غسان رشاد عبد الحميد

ملخص البحث

أصبحت الأسواق المالية مصدرا مهما من مصادر التمويل المحلي والدولي أيضا ، كونها الأداة التي من خلالها يتم تعبئة الادخارات من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي وتوجيهها نحو الأنشطة الاقتصادية المحتاجة لها ، ولتكون لها دورها في تحفيز النمو الاقتصادي والمساهمة في أداء الكثير من الوظائف المالية والاقتصادية .

والعراق واحدة من الدول التي تسعى لتطوير وتحديث سوقها المالية وجعلها أكثر حداثة لمواكبة التطورات المالية ، لهذا أنشئ سوق العراق للأوراق المالية وبأسلوب تنظيمي يختلف عن سوق بغداد المنحل من حيث الإدارة والتنظيم وليكون أكثر استقلالية وهذا ما جاء بنصوص القانون ذي الرقم (٧١) لسنة (٢٠٠٤) .

لقد حقق السوق الكثير من الانجازات سواء تعلق ذلك باستحداث مؤشر للأسعار له (isx index) ووفق معايير صندوق النقد العربي ليكمل مستلزمات الانضمام إلى قاعدة البيانات التابعة لصندوق النقد العربي ، أو من خلال العمل بنظام التداول الالكتروني ونظام الإيداع المركزي

• كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة الكوفة .

• كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة الكوفة .



وغيرها ، كما صدرت الكثير من اللوائح التي تنظم عمل المستثمرين المحليين والأجانب ولزيادة الثقة المتبادلة بينهم وبين السوق .

كما إن تحليل مؤشرات السوق الأساسية أظهرت أغلبها تطور ملحوظ خلال فترة الدراسة (٢٠٠٤ – ٢٠١٠) وبالأخص مؤشر القيمة السوقية الذي كان باتجاه تصاعدي طيلة الفترة المدروسة .

وعلى الرغم من كل ذلك فهناك الكثير من الملاحظات حول تلك المؤشرات وهي بحاجة إلى دراسة والوقوف على المعوقات إمامها لغرض تطويرها ولا بد من تظافر الجهود لذلك سواء من قبل إدارة السوق أو وزارة المالية والسلطة النقدية في الاقتصاد العراقي .

كما تضمن البحث عدد من الاستنتاجات تعلق بعضها بعدم التمثيل الأفقي للقطاعات الاقتصادية العاملة في الاقتصاد العراقي ، علاوة على انحسار التداولات بقطاع رئيسي واحد ، فضلا عن الانحسار الواضح في مشاركة مؤسسات الادخار التعاقدية في السوق ، في حين تضمنت التوصيات في العمل و تظافر الجهود لرفع أداء المشاركين في السوق حتى يتضح دور السوق في النشاط الاقتصادي .

المقدمة :

لقد أصبح وجود نظام مالي قادر على تعبئة وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة العمليات الإنتاجية من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو معتدلة وقابلة للاستمرار ، وتمارس الأسواق المالية (سوق المال ، شركات الأموال وغيرها) دورا مهما ومحوريا في توجيه وتعبئة المدخرات من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي نحو الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي للقيام بعملية استثمارها ، الأمر الذي يؤدي إلى تحفيز وحدات التنمية الاقتصادية .

لقد أصبحت أسواق المال من المواضيع المهمة التي تبحث في عالم الاقتصاد والإدارة بسبب دورها الفاعل في الاقتصادات الحديثة التي تنتهج سياسة الانفتاح الاقتصادي والمالي ، وأضحت المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة أو تباطؤ في معدلات النمو ، بسبب ما تشكله من نقطة تلاقي قطاعي الأعمال والمالية ، حيث يقوم قطاع الأعمال بإنتاج السلع والخدمات ويقوم القطاع المالي بتمويل ذلك الإنتاج .

لقد نجحت الأسواق المالية وخلال مسيرتها الطويلة في إثبات دورها الفاعل في النشاط الاقتصادي وخاصة في البلدان التي وفرت عوامل نجاحها ، فكلما كانت فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق وظائفها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي ، ولقد أصبح في عالم اليوم التعامل بها مستمرا



على مدار الساعة وتخطت حاجزي الزمان والمكان ، ومؤشراتها تعكس التعامل بها وتقلباتها لحظة بعد أخرى ولقد ساعد استخدام التكنولوجيا الاتصالية والتقنيات الحديثة زيادة فاعليتها ونمو حجم التعامل بها وتنوع أدواتها وسرعة تنقلها .

المنهجية العلمية :

أولا : أهمية البحث تكمن أهمية البحث بالاتي :

١ - التعرف بماهية السوق المالية ووظائفها الأساسية التي أنشأت من أجلها ومدى مساهمتها في النشاط الاقتصادي .

٢ - بيان ماهية سوق العراق للأوراق المالية وتحليل مؤشراته الرئيسية مع الوقوف على مواضع الضعف فيها .

ثانيا : فرضية البحث

ينطلق البحث من فرضيه مفادها إن سوق العراق للأوراق المالية سوق فتي شهد تطورات ملحوظة في الأطر التنظيمية والتشريعية ، لكنه يعاني من الضعف في حركة تداولاته ، ولا بد من تضافر الجهود لمعالجة الاختلالات فيه .

ثالثا : هيكل البحث

قسم البحث إلى عدة محاور تشمل على :

المحور الأول : ماهية السوق المالية وأهميتها في الاقتصاد .

المحور الثاني : نشأة سوق العراق للأوراق المالية وتحليل مؤشراته .

المحور الثالث : تقييم عمل السوق والتعرف على أوجه الضعف فيه .

رابعا : الحدود الزمانية للبحث :

امتدت للفترة من (٢٠٠٤ - ٢٠١٠) كونها تمثل بداية السوق وفترة الإصلاحات المالية في الاقتصاد العراقي .



خامسا : منهجية البحث :

اعتمد البحث على منهج التحليل الوصفي من خلال الأرقام والإحصائيات المتوفرة وتقييم النتائج المتحققة فعلا في مؤشرات السوق .

المحور الأول :

مفهوم السوق المالية ووظائفها

أولا : مفهوم السوق المالية : The concept of financial market

حظي موضوع أسواق الأوراق المالية باهتمام جميع الدول سواء أكانت متقدمة تمتلك أسواقا مالية متطورة أم تلك الدول التي تسعى إلى بناء أسواقها لجمع المدخرات المحلية أو للحصول على موارد مالية أجنبية لتمويل خططها التنموية الاقتصادية والاجتماعية ، فالأسواق المالية هي مؤسسات تعني بشؤون الاستثمار بالأوراق المالية (إصدار وتداول) ، يجري بيع وشراء تلك الأوراق كالأسهم والسندات فيها ، وكما تحتل عمليات تلك الاسواق العوائد والمخاطر ، وعليه فالسوق المالية هي الآلية التي من خلالها يتم شراء، بيع ، تبادل ، الموجودات المالية (Financial Assets) هي تعهدات بمقابل دخل مستقبلي ، وموجودات بالنسبة للمصدر . وتشمل الموجودات المالية (النقد ، استثمارات المديونية ، استثمارات الملكية). إن القفزة في اموال المؤسسات العاملة في مجال تقديم التسهيلات والقروض ، بالإضافة إلى العمليات المصرفية غير المحدود ، علاوة على مبتكرات الهندسة المالية ، كلها أدت إلى نمو غير مسبوق في أسواق المال العالمية ، بحيث بلغت رسملتها للأسهم (٦٥.١) تريليون دولار عام ٢٠٠٧ إضافة إلى (٨٠.٤) تريليون دولار لسوق السندات الدولية ، وكل ذلك يمثل اضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي لنفس العام والبالغ (٥٤.٨) تريليون دولار^(١) .

أن السوق المالية استمدت مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام والذي يمثل الوسيلة التي من خلالها يلتقي البائع والمشتري وبغض النظر عن المكان المادي للسوق ، حيث ينتفي وجود المكان بسبب ما وفرته الثورة المعلوماتية في مجال الاتصال ، ونتيجة لاتساع مفهوم السوق المالي كونه يشمل جميع القنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف القطاعات والمؤسسات والافراد ، لذلك نجد تعاريف متعددة للسوق المالية فقد عرفت ((أنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية حتى يمكنهم تنفيذ عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة والشركات العاملة في هذا المجال))^(٢) .



كما عرفت الأسواق المالية ((بأنها الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب في الاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة لاموال لغرض الاستثمار عبرقنوات متخصصة عامله في السوق شرط توافر قنوات اتصال فاعلة)) (٣) .

وبناءً على التعريفين اعلاه يتضح ان السوق المالية ماهي الا اطار فني وتنظيمي وقانوني يتم بموجبه تعبئة الفائض المالي واعادة توزيعه في المجالات التي تعطي له عائداً اكبر ، علاوة على تأمين احتياجات المشروعات من الأموال وتوفير السيولة لها ، وبالتالي فالسوق المالية اصبحت بمثابة ساحة يلتقي فيها المقترضون والمقرضين ويتفقوا فيها على العقود المنظمة لتحويل الأموال واستخدامها وتداولها.^٤

ثانياً : تصنيف الاسواق المالية :

الاسواق المالية متنوعة ،وهناك اكثر من وسيلة لتصنيفها ، ولكل وسيلة معياراً محدداً للتصنيف ، وأحد هذه التصنيفات المستند الى حقوق المستثمرين وبموجبه تقسم الى اسواق ذات الدخل الثابت – **Fixed Income** وأدواتها تمثل التزاماً ثابتاً على الجهة المصدرة للأصل المالي ، وهو دوري ومنتظم ونسبة ثابتة من قيمة الأصل ، وتسمى بأسواق المديونية **Debt market** وأجال هذه الاسواق متوسطة وطويلة الأجل ، والأسواق التي تمثل ادواتها مشاركة في رأس المال فيطلق عليها أسواق الملكية **Equity market** وتسمى ايضا بأسواق الاسهم ، والأسهم العادية وهي الاداة الأكثر شيوعاً فيها(٥) . كما تصنف الأسواق المالية استناداً لمعيار التنفيذ ، منها الأسواق الفورية **Spot market** وفيها يجري تسوية الصفقة في الحال ، وأخرى اسواق المشتقات المالية وأدواتها المالية مؤجلة التنفيذ بموعد محدد في المستقبل ومنها أسواق المستقبلات **Futures** والاسواق الاجلة **Forward** والمبادلات **Swap** وكذلك الخيارات **Option** ، وقد وجدت تلك الأسواق لإغراض المضاربة والتحوط من المخاطر ، وكل أدواتها مرتبطة بالأصل الحقيقي أو المالي الذي اشتقت منه .

لكن التصنيف الأكثر شيوعاً هو التصنيف المستند الى معيار استحقاق الادوات المالية وبموجبه تقسم السوق المالية إلى :

أ- **السوق النقدية** : غالباً ما تجذ المؤسسات المالية وشركات الاعمال ان مقبوضاتها النقدية قد تكون اقل او أكثر من مدفوعاتها ((التدفقات الداخلة قد لا تساوي الخارجة منها)) ولذلك فهي تحتفظ بأرصدة نقدية لمواجهة الفجوة ان حصلت في ذلك ، وما يترتب على ذلك هو تحملها تكلفة بشكل فائدة



مدفوعة على افتراض الارصدة النقدية أو على شكل فائدة ضائعة بسبب عدم إقراضها لتلك الأرصدة النقدية ، والتكلفة هذه ترتفع مع ارتفاع أسعار الفائدة ، ومن اجل ذلك تبحث تلك المؤسسات والشركات عن وسائل تقلل مما تحتفظ به من ارصدة نقدية وذلك من خلال الاحتفاظ باصول استثمارية مربحة تمتاز بقلّة مخاطرها وسيولتها العالية ، ويطلق على السوق الذي يتعامل بهذه الاصول بالسوق النقدية **money market** ويقصد به ميكانيكية جعل المقترضين والمقرضين يلتقون معاً ، وتسهيل مهمتهم وتنفيذها بكفاءة ، وهو السوق الذي يوفر الاموال بالأجل القصير ويضم هذا السوق العديد من المؤسسات المختلفة* ، وتداول فيه الادوات المالية التي لا تزيد تواريخ استحقاقها عن سنة ((حولات الخزينة ، القبولات المصرفية ، شهادات الايداع ، اتفاقيات إعادة الشراء ... الخ)) (٦) . وتلعب هذه الاسواق دوراً فاعلاً على مستوى الاقتصاد القومي فمن خلالها يتم تخطيط السياسات النقدية للدولة ، وبواسطتها يتمكن البنك المركزي من ممارسة دوره الفاعل حيث يسهم السوق في معالجة المشاكل المالية التي تواجه البنك المركزي حيث قدرتها على استيعاب إصدارات الخزينة والأوراق قصيرة الأجل ، علاوة على تخفيض تكلفة التمويل قصير الأجل ، ويضاف الى ذلك زيادتها لسرعة تداول النقود العاملة في المشاريع المختلفة وبالتالي المساهمة في رفع النشاط الاقتصادي(٧) .

ب- سوق رأس المال : وهو أداة لتوجيه الموارد المالية وتعبئتها من وحدات الفائض المالي باتجاه الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي ، ويتعامل هذا السوق بأدوات مالية متوسطة وطويلة الاجل مثل السندات والاسهم ، علماً ان الاستثمار في هذا السوق يكون مصحوب بالمخاطر ولا سيما السندات ، فضلاً على ارتفاع العائد المتوقع الحصول عليه من ذلك الاستثمار ، ويصنف إلى :

١- السوق الأولية (بنك الاستثمار) : تلك السوق التي تنشأها مؤسسة متخصصة تعرض فيها للجمهور ولأول مرة أوراق مالية قامت بإصدارها لحساب جهة حكومية أو شركة أعمال ، وتسمى تلك المؤسسة (بنك الاستثمار) وهناك أيضاً مؤسسات متخصصة تؤدي دور الوسيط في هذا السوق مثل مؤسسة مارلنتش (Merrwyach) وكذلك مورجان ستانلي (Morgan Stanly) وقد يقوم البنك أيضاً بشراء الإصدار وبيعه للجمهور(٨) .

٢- السوق الثانوية (البورصة) : وهو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية بعد إصدارها وتوزيعها من قبل السوق الأولية ، ويمكن التمييز بين السوق المنظمة وغير المنظمة :



- **السوق المنظمة :** ويكون له مكان محدد يلتقي به المتعاملون بالأدوات المالية ويدار بواسطة مجلس إدارة ويقسم إلى أسواق مركزية تمثل ٨٠% من التعامل بالأدوات المالية المسجلة في السوق ، وهناك أسواق المناطق أو الأسواق المحلية وتتعامل مع ٢٠% من الأدوات المالية تعود لمنشآت صغيرة تهتم المستثمرين في تلك المنطقة للمنشأة أو المناطق القريبة منها .

- **السوق غير المنظمة :** مصطلح يطلق على التعاملات خارج السوق الثانوية وتسمى المعاملات

على المنضدة (over the counter) وتتولاها بيوت السمسرة المنتشرة جغرافيا في العالم وتتم عبر وسائل الاتصال المختلفة^(٩) وهي على نوعين :

٣- **السوق الثالثة :** ويضم بيوت السمسرة من غير أعضاء سوق المنظمة ، وتضم هذه السوق عملاء من أبرزهم صناديق التقاعد والمحافظ الاستثمارية للمصارف التجارية .

٤- **السوق الرابعة :** وتتعامل بت المؤسسات الاستثمارية الكبيرة للأفراد ورجال الأعمال الكبار ، حيث يتعاملون مع بعضهم لشراء وبيع الأدوات المالية تجنباً لدفع العمولات للسماسرة لصفقاتهم المالية الكبيرة ، وقد يدخل بعض الوسطاء لتقديم الاستشارة وإتمام الصفقة وبعمولة تقل كثيراً عن عمولة السماسرة^(١٠).

ثالثاً : وظائف السوق المالية (١١) :

تعد الأسواق المالية احد أهم قنوات التمويل المحلي والدولي ، وأدت تلك الأسواق وظائف تفسر وجودها وأهميتها الاقتصادية ، ومن خلال وظائفها يتمكن النظام المالي من تعبئة وتنمية ادخاراته وتحقيق الاستثمار الأفضل لها ، وقد استطاعت الأسواق المالية أداء دورها الواضح والفاعل في الاقتصاديات التي وفرت الشروط الأساسية لنجاحها ، وتكمن وظائف وأهمية السوق المالي في أمور عدة ندرج منها:

١ - **تعبئة الموارد وتحفيز المدخرين :** إن وجود السوق المالية يؤدي إلى توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات ، وكلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة بالسوق أكثر ملائمة فإن الدور التحفيزي لها يكون اكبر على المدخرين .

٢ - **تخفيض الكلف :** تساهم الأسواق المالية بتخفيض كلف المعلومات والبحث عن الصفقات ، إضافة إلى كلف المعاملات المالية المتعلقة بانجاز الصفقات ، كما إن السوق المالية تساعد في الارتقاء بالكفاءة التشغيلية للشركات .



٣ - **المساهمة في تمويل خطط التنمية :** إن السوق المالية يساهم في توفير التمويل اللازم لمشروعات التنمية من خلال طرح التداولات في البورصة ، وبالتالي يساهم في إمكانية إنشاء مشروعات جديدة أو تطوير مشروعات قائمة .

٤ - **اكتشاف السعر :** أي تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة ، حيث تقوم الشركات المدرجة من نشر بياناتها ومراكزها المالية وإرباحها ، وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للإدارة المالية .

٥ - **مؤشر للحالة الاقتصادية :** وذلك لأن أسعار الأدوات المالية المتداولة في السوق هي المرآة العاكسة لتلك الحالة الاقتصادية لان حركة السوق ونشاطه ما هو إلا انعكاس لحركة ذلك الاقتصاد .

٦ - **تخفيض الضغط على الائتمان :** إن وجود سوق مالية يساهم في سهولة الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة والمفاضلة بينها واختيار الأفضل من بين تلك المصادر ، كما تسهم أيضاً في استقرار أسعار الفائدة من خلال إيجاد مصادر بديلة للتمويل .

٧ - **دعم النظام المالي النقدي :** إن وجود سوق مالية متطورة يساهم كثيراً في مساندة السلطات المالية والنقدية في تنفيذ خططها وتوجيهها ومعالجة المشاكل التي يتعرض لها تنفيذ تلك السياسات .

٨ - **تمويل النمو الاقتصادي :** حيث تساهم السوق المالية في دعم القطاعات الاقتصادية وخصوصاً الصناعية والتجارية ومن خلال توفير رأس المال العامل وذلك من عمليات الخصم التي ينفذها السوق للعديد من الأوراق التجارية من حوالات وكمبيالات وسندات وقبولات واعتمادات مستندية ، فهو يدعم النمو الاقتصادي ويقدم الحلول لبعض المشاكل للبطالة والتضخم وغيرها .

٩ - **جذب المستثمرين الأجانب :** أي أنها القناة التي من خلالها يتم جذب الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة ، بأساليب مكملة للادخار المحلي ، وما للمساهمة الأجنبية في أسهم الشركات المحلية من نفع كثير كونها تحمل معها الخبرة في مجال الإدارة والتكنولوجيا والتنظيم والتسويق ... الخ .

رابعاً : كفاءة السوق المالية : Concept of efficient market

يقصد بكفاءة السوق الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متحيز وبدون كلفة^(١٢) . بمعنى إن كفاءة السوق يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين أسعار الأسهم المتداولة في السوق والمعلومات* .



وهذه الكفاءة تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة والمنشورة ، حيث يقوم المستثمرون بتحليلها وعكسها في توقعاتهم ، وبذلك لا يستطيع أي احد منهم تحقيق عوائد غير عادية تفوق توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية ، بعبارة أخرى يكون السعر المعلن هو نتيجة لتصرفات وسلوكيات المتعاملين في السوق بناءً على المعلومات المستلمة ، وبالتالي وفي ظل السوق الكفوء للسوق تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة (Fair value) تعكس قيمته الحقيقية ، كما إن السوق الكفوء يضمن تخصيصاً كفوء للموارد وبما يضمن توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية (١٣) . وعلى الرغم من أهمية وصول السوق المالية للكفاءة بالنسبة للاقتصاد والمستثمرين حيث توجيه المستثمرين نحو الخيارات الاستثمارية بشكل واقعي وانسيابية رأس المال نحو المجالات المنتجة ، علاوة على التسعير العادل للبيع والشراء للورقة المالية ، إضافة فأن الكفاءة تعني الحد من حالات المضاربة المالية واتجاه السوق لحالة التوازن المستمرة ، ولكن لكي يصل السوق إلى هذه الكفاءة فأن ذلك يتعلق بالقوة الحقيقية للمستثمرين ومدى قدرتهم على تقييم المعلومات الواردة إليهم ونوعيتهم ، وتعديل المخاطرة لان الأسعار المطروحة في لحظة زمنية معينة قد لا تعكس جدوى الاستثمار ، إضافة إلى مشكلة المعلومات الملائمة لبعض المستثمرين وغير الملائمة للبعض الآخر لأنها تتعلق بقدرات ومهارات التحليل من قبل المستثمرين من جانب ومدى وضوح المعلومة وموضوعيتها في جانب آخر ، علاوة على وجود مشكلة التجسس على البيانات .

خامساً : عولمة الأسواق المالية : Financial market globalization

إن الربع الأخير من القرن الماضي شهد تطورات هائلة وذات أهمية خطيرة على مستوى العلاقات الدولية والاقتصادية وبالخصوص منها الأسواق المالية والأدوات المالية الدولية ، حيث يدخل العالم مرحلة العولمة الاقتصادية والتي هي النمط الجديد للفكر الرأسمالي الذي سعى لترسيخ مبدأ تضائل دور الدولة وسيادتها على إقليمها السياسي وفتح الأسواق الجديدة لاستيعاب السلع ورؤوس الأموال وغيرها ، حيث الكم الهائل من رؤوس الأموال العالمية وهي في حالة بحث مستديم عن الاستثمارات الجديدة ، فلا بد إن تتفتح أسواق المال ، وقد أصبح للتطورات المالية العالمية وتأثيرها المتزايد في مجال التمويل والتداول والعولمة ، وخاصة عندما أصبح عالم اليوم أكثر ارتباطاً واندماجاً ، وإن إمكانية الاتصال بأية بقعة من العالم تتم خلال دقائق معدودة .

إن المقصود بعولمة الأسواق المالية هو تكاملها في جميع أنحاء العالم لتكون أسواق مالية دولية ، وقد أدت هذه العولمة المالية في زيادة حركة رؤوس الأموال وتخطيها الأسواق المحلية ، إضافة إلى



توسيعها لخيارات المستثمرين وعدم حصرها في السوق الوطنية . لقد ساهمت عوامل كثيرة على تكامل الأسواق المالية تعلق بعضها بما يشهده العالم من إصلاح مالي وتحرير الأسواق وأنشطة المشاركين فيها من القيود المحلية وجعلها في نطاق عالمي ، كما كان للثورة التكنولوجية دورها في تكامل الأسواق المالية وتزايد كفاءتها ومن خلال تكنولوجيا الاتصال والمعلومات ، التي ساعدت في ربط عموم المشاركين في السوق المالية بشبكة اتصال تمكنهم من تنفيذ الصفقات ونقل المعلومات ، حيث ساهمت الثورة المعلوماتية بتجاوز حاجزي الزمان والمكان . وكان لزيادة مؤسسية الأسواق المالية دورها في التكامل ، وتعني بذلك تحول عمليات الاستثمار من الفردية إلى المستثمر المؤسسي (صناديق التقاعد ، شركات التأمين ، بنوك الادخار والإقراض ،الخ) ويعود زيادة مؤسسية الأسواق إلى رغبتها في تحويل المخاطر وتجميعها ، فضلا عن جانب الأداء الكفوء للعائد والمخاطر للمحفظة الاستثمارية وتنوع أصولها محليا ودوليا (١٤) .

المحور الثاني :

سوق العراق للأوراق المالية (نشأته وتحليل مؤشراتته)

أولاً : نشأة السوق :

ترجع محاولات تأسيس سوق مالية عراقية إلى نهاية عقد الثلاثينيات من القرن الماضي بعد صدور القانون الذي سمح بتداول الأسهم والسندات عام (١٩٣٩) ، واخذ عدد الشركات بالتزايد حتى وصل إلى (٤٠) شركة عام (١٩٥٠) وكانت أسهمها تتداول في سوق غير رسمية ، ثم صدر القانون رقم (٣١) لعام (١٩٥٧) الذي أجاز للجمهور الاكتتاب في أسهم تلك الشركات ، وبعد الإحداث السياسية التي شهدتها العراق في النصف الأول من الستينيات صدر القانون رقم (١٠٠) لعام (١٩٦٤) وتم بموجبه تأميم الشركات والمصارف التجارية وأدى ذلك إلى انخفاض تداول الأسهم بشكل كبير وأصبح النشاط الاقتصادي يدار من قبل الدولة وحتى النصف الأول من الثمانينات (١٥) .

ومع بداية عام (١٩٨٧) شهد الاقتصاد العراقي تحولا وبدأ العمل بالتوجه إلى إشراك القطاع الخاص وضرورة معاشته للقطاع العام وتجسد ذلك بخصخصة بعض المشاريع المملوكة للدولة وإنشاء شركات مساهمة و مختلطة . فحينها ظهرت الحاجة إلى إنشاء سوق مالية منتظم لتداول أسهم الشركات ، فقد تم تأسيس سوق بغداد للأوراق المالية بموجب القانون (٢٤) لسنة (١٩٩١) وليتمتع السوق بالشخصية المعنوية والإدارية باعتباره مؤسسة ذات نفع عام لا تستهدف الربح وإنما تنظيم ومراقبة الأوراق المالية



والتعامل بها وبما يكفل صحة وسهولة وحماية هذا التعامل وبما يخدم مصلحة الاقتصاد وتنمية الادخار والوعي الاستثماري ، أفتتح التداول في السوق رسميا في ١٩٩٢/٣/٢٣ ، ليتداول فيه أسهم الشركات المساهمة العراقية والسندات الحكومية وحوالات الخزينة وأية أوراق مالية عراقية وغير عراقية ، وكان السوق يتكون من مجلس إدارة يضم مجلس سوق بغداد الذي يرأسه وكيل وزارة المالية ومدير عام السوق والمدير العام لدائرة تسجيل الشركات التابع لوزارة التجارة إضافة إلى ممثلين من المصارف المدرجة واتحاد الغرف الصناعية والتجارية واحد الوسطاء وممثلين اثنين عن الشركات المدرجة^(١٦) . ولقد توالى التشريعات والقوانين التي هدفت إلى تنظيم وضبط وتطوير التعامل في السوق ، فقد أصدرت وزارة المالية النظام الداخلي للسوق عام (١٩٨٦) وكذلك قانون الاستثمارات العربية المرقم (٤٦) لعام (١٩٨٨) والذي منح تلك الاستثمارات إعفاءات ضريبية وحرية تحويل رأس المال الناتج عن إرباح المستثمر العربي ، وأيضا صدور قانون الشركات رقم (٢١) لسنة (١٩٩٧) والذي الغى القانون السابق لعام (١٩٨٣) والذي هدف إلى التشجيع على إنشاء الشركات الخاصة والمختلطة وتطويرها ، إضافة إلى صدور قانون شركات الاستثمار المالي ذي الرقم (٥) لعام (١٩٩٨) والذي سمح بإنشاء الشركات ومزاولة أعمالها في تأسيس المحافظ الاستثمارية وممارسة أعمالها بعد الحصول على الموافقة من البنك المركزي وخصوصا في إصدارها سندات قرض وشهادات الإيداع وفق أسعار الفائدة المقررة ، علاوة على تعاملها في شراء وبيع حوالات الخزينة والأسهم والسندات وإدارتها لبعض أعمال الوساطة المالية . ويذكر إن أول شركة استثمارية مالية عراقية ((الأمين للاستثمار المالي)) تأسست في (١٩٩٩/٤/٢٨) وبرأسمال قدره مليون دينار ، ومن ثم تعاقب تأسيس الشركات المالية فتأسست شركات (الأيام ، والخيمة ، والزوراء ، والوئام ، والقمة تباعا) ^(١٧) . إن قراءة سريعة لمؤشرات السوق تبين لنا التطور الملحوظ في قيمها فقد ازداد عدد الشركات المدرجة إلى (٩٨) عام (٢٠٠١) بعد إن كان بواقع (٦٠) شركة ، وزيادة عدد الأسهم بشكل كبير حيث وصل إلى (٤٠٠٤) مليون سهم بعد إن كان ما يقارب (٥٠) مليون سهم عام (١٩٩١) ، في حين ازدادت القيمة السوقية حتى بلغت (٤٩٧٢٢٤) مليون دينار عام (٢٠٠١) بعد إن كانت (٣٧٣٣) مليون دينار عام (١٩٩١) . وعلى الرغم من كل ذلك بقيت السوق تعاني من الكثير من الظواهر السلبية سواء تعلق ذلك بسيولة الأوراق المالية وبدائية أسلوب التداول ومحدودية عدد المستثمرين وسيطرت عدد منهم على التعاملات في السوق وقصوره بالتعامل على المستثمرين المحليين وضعف الشفافية والتحليل المالي فيه ، علاوة على تذبذب أسعار الأسهم وارتفاع المؤشرات وانخفاضها بين الفترة (١٩٩١ - ٢٠٠١) ، وكان طبيعيا



إن السوق لم يستطع التواصل مع الأسواق الإقليمية والعربية والدولية كونه كان يعمل في ظل بيئة سياسية واقتصادية غير مستقرة عانت الكثير من الاختلالات^(١٨).

ثانيا : سوق العراق للأوراق المالية :

أسس بموجب القانون رقم (٧٤) لسنة (٢٠٠٤) وبأشرف نشاطه في (٢٠٠٤/٦/٢٤) يقع مركز السوق في بغداد ، وله الحق في فتح فروع له في مدن عراقية أخرى ، له شخصية معنوية ومستقلة ماليا وإداريا عن الحكومة ووزارة المالية ولا يستهدف الربح وتعود ملكيته للأعضاء ، ويهدف السوق إلى تنظيم وتسهيل التعامل بالأوراق المالية ، وكذلك أعمال التسوية المالية والمقاصة والحفظ والإيداع وغيرها ، كما يسعى السوق إلى نشر الوعي الاستثماري وكذلك فرص الاستثمار ، علاوة على التواصل مع اتحادات أسواق المال العربية والدولية بهدف تطوير نشاط السوق . كما إن السوق هو كيان قانوني ذو استقلال مالي وإداري ، وله الحق في رفع الدعاوي أمام المحاكم ، وله الحق بفرض غرامات مالية على الخاضعين لسلطة السوق والذين يخرقون اللوائح والقوانين والتعليمات الخاصة بالسوق والهيئة . يمول السوق نفسه من الرسوم التي تدفع من الشركات المدرجة والعمولات التي يحصل عليها من حجم التعامل التجاري الذي يتم في السوق إضافة إلى الغرامات المفروضة^(١٩).

ثانيا : مميزات السوق :

يختلف هذا السوق عن سوق بغداد للأوراق المالية في أمور كثيرة يتعلق قسم منها في التغير في الهيكل الإداري ، حيث أصبح سوق العراق منفصلا إداريا عن وزارة المالية فبعد إن كانت إدارة سوق بغداد متمثلة بالمدير العام تم الاستعاضة عنها بمجلس المحافظين* . المكون من تسعة أعضاء تنحصر مهمتهم بتنظيم السوق ورسم السياسة العامة له والإشراف على نشاطات السوق ، إن هذا المجلس وبهذه التشكيلة الممثلة لجميع الأطراف المتعاملة قد ضمن اتخاذ قرارات تعكس مصالح ووجهات نظر الجميع بعد إن كانت محصورة بشخص المدير العام في السوق السابق ، كما تضمن السوق تغيرا واضحا في هيكله التنظيمي فلم يعد هنالك ارتباطا ماليا وتنظيميا بوزارة المالية ولا بوزارة التجارة وارتباطه بمسجل الشركات فيها ومنح الرخص لشركات الوساطة . وأصبح هيكله الهرمي مكونا من الهيئة العامة ومجلس المحافظين والمدير التنفيذي ومركز الإيداع وسبعة أقسام إدارية ، وهذا الهيكل الهرمي يضمن الإدارة الذاتية للسوق وكل أسس إدارية واقتصادية سليمة وإبعاد عامل التأثير الحكومي عليه . وهنالك تغيرا آخر حيث أصبح السوق هو المسؤول عن منح الرخص لشركات الوساطة المالية دون أي تدخل حكومي



، ومن ثم قيام تلك الشركات بتأسيس (اتحاد وسطاء الأوراق المالية) في أيلول (٢٠٠٤) ليكون مسؤولاً عن إيصال المقترحات ووجهات النظر إلى مجلس السوق .

ثالثاً : انجازات سوق العراق للأوراق المالية (٢٠٠٠) :

تلخصت أهم نشاطات وفعاليات السوق بما يلي :

١ - لغرض الشفافية والإفصاح عن المعلومات ولتغطية نشاط السوق فقد قام السوق بإصدار جريدة أسبوعية سميت (سوق المال) ، علاوة على إصدار النشرات اليومية والتقارير الشهرية والسنوية ، وكذلك إصداره لدليل الشركات المساهمة ، والمهم من كل ذلك قام السوق على بناء موقعين للمعلومات والبيانات على شبكة الانترنت وباللغتين العربية والانكليزية على موقع الاتحاد الأوروبي الآسيوي للبورصات (Feas) تنشر فيه كافة النشاطات والتداولات اليومية والشهرية والسنوية وعلى الموقعين : (www.isx-iq) و (www.feas.iraq.se) .

٢ - النجاح بالانضمام إلى الاتحاد الأوروبي الآسيوي للبورصات والذي يضم ثلاثين بورصة أوروبية وأسيوية وعربية وذلك عام (٢٠٠٥) ، وفي عام (٢٠٠٨) اختيرت البورصة العراقية عضواً في لجنة الأعمال في الاتحاد ولمدة سنة ، والعمل على إتمام متطلبات الانضمام إلى الاتحاد العالمي للبورصات ، والشئ الأهم من ذلك هو دخوله ضمن قاعدة البيانات التي يصدرها صندوق النقد العربي عن أسواق المال العربية في نهاية عام (٢٠١٠) .

٣ - إصدار مؤشر السوق لأسعار الأسهم المتداولة (isx index) وفق معايير صندوق النقد العربي ، فضلاً عن تطبيق العمل بمؤشر (داوجونز) بالتعاون مع الاتحاد الأوروبي للبورصات لتطبيق مؤشر الأسعار وفق طريقة الاحتساب الدولي لأسعار الأسهم في البورصات العالمية .

٤ - في عام (٢٠٠٦) تم توقيع اتفاق مع شركة (OMX) السويدية لتزويد السوق بنظام التداول الإلكتروني (HORIZON) ونظام الإيداع المركزي ، حيث من المقرر ربط السوق مع مواقع الوسطاء والمصارف وهيئة الأوراق المالية ومع بعض الفروع للسوق التي سيتم فتحها في المحافظات.

٥ - تنظيم الاستثمار الأجنبي في السوق على ضوء قانون الاستثمار العراقي رقم (١٣) لسنة (٢٠٠٦) وتعديلاته اللاحقة واعتباراً من (أب ٢٠٠٧) والذي يسمح لغير العراقي بالاستثمار في الأوراق المالية المتداولة وبمنح المستثمرين الأجانب والعرب الكثير من الامتيازات والحقوق .



- ٦ - تنظيم نموذج للاستثمار خاص بالمستثمرين لغرض بناء قاعدة بيانات لهم .
- ٧ - في عام (٢٠٠٨) تم تسجيل (٦٢) شركة مدرجة في وكالة التقييم الدولية (ISIM) وتم إعطاء رقم دولي لكل شركة لان ذلك هو إحدى متطلبات الإيداع .
- ٨ - تم تعاقد السوق مع مصرف الاستثمار العراقي لإدارة بنك المقاصة والتسويات المالية بين السوق والوسطاء والمستثمرين .
- ٩ - الاهتمام بالنشاط الإعلامي الخاص بالسوق من خلال وسائل الإعلام المرئية والمسموعة والمقروءة عبر تغطية جلسات التداول ومن خلال القنوات الفضائية .

رابعاً : تحليل مؤشرات سوق المال العراقي :

من اجل الوقوف على التطورات الحاصلة في السوق لا بد من دراسة مؤشراتته الأساسية والتي هي انعكاساً للجهود المبذولة للقائمين على السوق وانعكاساً للظروف الاقتصادية والاجتماعية للاقتصاد العراقي وهي كالآتي :

١ - مؤشر القيمة السوقية : (Market capitalization index)

يمثل الحجم الكلي لرأسمال السوق في نهاية السنة ، أي هو تعبير عن أقيام سعر إغلاق أسهم الشركات في نهاية آخر يوم من الشهر أو السنة ، وهذا المؤشر مهم لرصد التطورات الحاصلة في النشاط الاستثماري للشركات المتداولة في السوق ومن ثم الاقتصاد ، بمعنى إن زيادة القيمة السوقية تعني زيادة حجم المشروعات الاستثمارية التي يتم تمويلها بطرح الأسهم ، ولكن زيادتها قد تعبر عن ارتفاع أسعار الأوراق المالية في حالات معينة ^(١) ، والجدول التالي يوضح لنا تطور مؤشرات السوق للفترة (٢٠٠٤ - تشرين الثاني ٢٠١٠) .



جدول رقم (١)

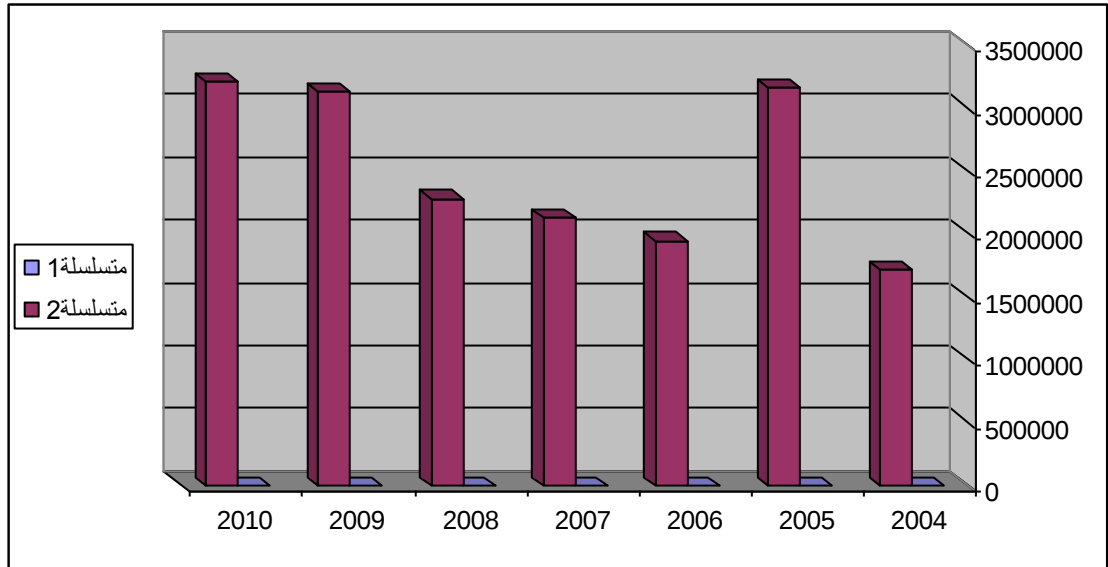
مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية (٢٠٠٤ – تشرين الثاني ٢٠١٠)

السنوات	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠ نهاية تشرين الثاني
القيمة السوقية (مليون دينار)	١٧١٥٥٠٣	٣١٦٠١٠٤	١٩٤٨٥٤٨	٢١٢٨٨٦٨	٢٢٨٢٩٨٣	٣١٢٥٩٢١	٣٢٠٦٢١٩
حجم التداول (مليون دينار)	١٢٧٩٥١	٣٦٦٨١٠	١٤٦٨٩١	٤٢٧٣٦٧	٣٠١٣٥٠	٤١١٩٢٨	٢٩٠١٩٥
عدد الأسهم المتداولة	١٤٣٩٣٦٧	٥٥٦٣٩	٥٧٩٧٥	١٥٢٩٩١	١٥٠٨٥٣	٢١١٢٩٠	١٩٥٠٣١
عدد الشركات المدرجة	٨٠	٨٥	٩٣	٩٤	٩٤	٩١	٨٤
عدد الشركات المتداولة فعلا	٥٩	٨٠	٨٤	٨٥	٨٧	٨٩	٦٠
عدد الجلسات المنعقدة	٤٨	----	٩٢	١١٩	١٣٩	١٥٢	----



ومن الجدول رقم (١) يتضح لنا الاتجاه التصاعدي للقيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية التي وصلت إلى (٣٢٠٦٢١٩) مليون دينار وما يعادل (٢٨٧٠) مليون دولار نهاية عام (٢٠١٠) وبعد إن كانت لعام (٢٠٠٤) بنحو (١٧١٥٥٠٣) مليون دينار وهي تقابل (٢١٣٦) مليون دولار ، وحقق هذا المؤشر نسب تغير سنوية واضحة حين بلغت (٨٤%) بين عامي (٢٠٠٤-٢٠٠٥) و (٠.٩ ، ٠.٧ ، ٣٦ ، ٠.٢)% بين الأعوام (٢٠٠٦-٢٠٠٧-٢٠٠٨-٢٠٠٩- ٢٠١٠) على التوالي ، ويتضح من ذلك إن أعلى نسبة نمو قد تحققت بين عامي (٢٠٠٨ – ٢٠٠٩) وقد يرجع سبب ذلك إلى زيادة أسعار النفط مما انعكس ذلك على نشاط الشركات المدرجة في السوق . إن تصاعد القيمة السوقية ما هو إلا انعكاساً للإجراءات التي اتخذها مجلس السوق في مجال تطوير الأطر التنظيمية والتشريعية والتي هدفت إلى تعزيز الثقة بين المستثمرين والسوق ، إضافة إلى تطوير وتحديث قانون الشركات والارتقاء بمستويات الإفصاح والشفافية ، ويمكن رصد التطورات في هذا المؤشر من خلال المخطط البياني التالي:

شكل (١) مؤشر القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (٢٠٠٤-٢٠١٠) مليون دولار



الصدر : من عمل الباحثين استناداً إلى جدول (١).

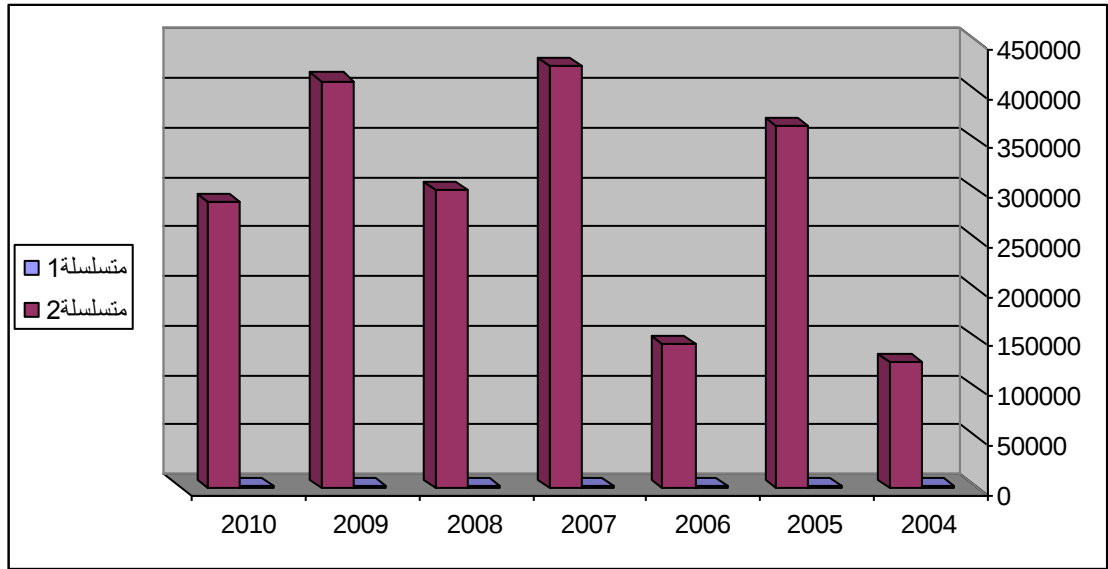
٢ - مؤشر حجم التداول : (Trading volume)

وهو عبارة عن حاصل ضرب عدد الأسهم في أسعارها خلال الفترة ، كما يعبر هذا المؤشر عن التبادل الفعلي للأسهم المكتتب بها في السوق ويعكس مستوى سيولة السوق .



ومن الجدول (١) أيضا نلاحظ ارتفاعه بمعدل تغير بلغ (١٦٨%) ما بين عامي (٢٠٠٤ و ٢٠٠٥) عندما بلغ (٣٦٦٨١٠) مليون دينار عام (٢٠٠٥) ، في حين انخفض عام (٢٠٠٦) إلى (١٤٦٨٩١) مليون دينار ، ويرتفع إلى (٤٢٧٣٦٧) مليون دينار عام (٢٠٠٧) وبنسبة تغير بلغت (١٩١%) وليعاود الانخفاض عام (٢٠٠٨) ثم يرتفع عام (٢٠٠٩) إلى (٤١١٩٢٨) مليون دينار ، ويذكر أيضا إن التقارير السنوية لعامي (٢٠٠٨ و ٢٠٠٩) أشارت إلى نشاط المستثمرين الأجانب في السوق العراقية وبلغ عدد الأسهم المتداولة لهم (١٥٣٧٠) مليون سهم وبحجم تداول (٢٤٧١٨) مليون دينار وهي ما تعادل (٢١) مليار دينار وذلك عام (٢٠٠٨) ، والرسم البياني التالي يوضح ذلك :

شكل (٢) مؤشر حجم التداول لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (٢٠٠٤-٢٠١٠) مليون دولار



الصدر : من عمل الباحثين استنادا إلى جدول (١)

٣ - مؤشر عدد الأسهم المتداولة :

ويمثل ما تم تداوله من إعداد للأسهم في قاعة السوق خلال المدة المحددة لنشاط التداول وبمختلف الأسعار السوقية ، ومن الجدول (١) نلاحظ أيضا المسار التصاعدي لإعداد الأسهم حيث بلغت (١٤٣٩٣) مليون سهم عام (٢٠٠٤) وارتفعت إلى (٥٥٦٣٩) مليون سهم عام (٢٠٠٥) وبنسبة تغير بلغت (٢٨٦%) ، في حين ارتفعت إعداد الأسهم المتداولة إلى (٥٧٩٧٥) مليون سهم عام (٢٠٠٦) وبنسبة تغير سنوية بلغت (٤%) عن عام (٢٠٠٥) ، ولكنها تحقق نسبة تغير سنوية عالية عام (٢٠٠٧) مقارنة بعام (٢٠٠٦) حيث بلغت النسبة حوالي (١٦٤%) وأصبح عدد الأسهم (١٥٢٩٩٠) وحقت



نسبة تغير بلغت حوالي (٤٠%) بين عامي (٢٠٠٨ و ٢٠٠٩) عندما وصل عدد الأسهم إلى (٢١١٢٩٠) مليون سهم .

٤ - مؤشر عدد الشركات المدرجة :

يبين لنا الشركات التي يسمح لها بالتعامل في الأوراق المالية بالسوق المالي والتي استوفت شروط ومتطلبات الإدراج ، وكذلك يستخدم هذا المؤشر لبيان حجم السوق وتمثيل الشركات للقطاعات الاقتصادية العاملة في الاقتصاد . ومن الجدول رقم (١) يتبين لنا التزايد الملحوظ في إعداد الشركات المتداولة حيث ارتفع من (٥٩) شركة متداولة إلى (٨٩) شركة ما بين عامي (٢٠٠٤ و ٢٠٠٩) وحقق هذا المؤشر نسب تغير سنوية بلغت على التوالي (٣٦ ، ٠.٠٥ ، ٠.٠١ ، ٠.٠٢ ، ٠.٠٢) % للأعوام (٢٠٠٤ و ٢٠٠٩) . ونلاحظ من خلال نسب النمو هذه إن إعداد الشركات لم يتطور ، مما يدل على عدم اتساع القطاعات المتداولة في السوق أفقياً واقتصرت على القطاعات نفسها خلال الفترة . ومن هذا المؤشر نستطيع الحصول على مؤشر آخر هو متوسط حجم الشركة من خلال قسمة القيمة السوقية للسوق المالي على عدد الشركات المتداولة فيه للسنة نفسها والذي يعبر لنا عن مستوى وإمكانية النشاط المالي للشركات ومدى قدرتها على تمويل أنشطتها الاستثمارية حيث بلغ متوسط رأسمال الشركة الواحدة عام (٢٠٠٧) بما قيمته (٢٥٠٤٥) مليون دينار ولعام (٢٠٠٩) ما قيمته (٣٥٩٣٠) مليون دينار ، وهي بمتوسطات منخفضة إذا ما قورنت مع متوسط حجم الشركات المدرجة في اغلب الأسواق العربية .

٥ - مؤشر حجم السوق المالية (درجة عمق السوق) :

ويقصد به الأهمية النسبية للسوق المالي في الاقتصاد الوطني ، ويحسب من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى الناتج الإجمالي ولنفس المدة الزمنية ، وهذا المؤشر غالبا ما يهتم به الباحثون على أساس إن ارتفاعه من الدلائل على حدوث نمو أعلى على المديين المتوسط والطويل الأجل ، كما انه مؤشر على النشاط التمويلي للسوق داخل الاقتصاد الوطني . ومن خلال الجدول رقم (٢) نلاحظ انخفاض هذا المؤشر عند حسابه ، فضلا عن وجود تطور بسيط للأعوام (٢٠٠٨، ٢٠٠٩) عندما بلغ (١.٢ ، ٢.٢) % على التوالي ، وقد يعود ذلك إلى حادثة السوق أولا وارتفاع الناتج المحلي الإجمالي للفترة المدروسة بسبب الارتفاع الحاد في أسعار النفط مما انعكس على ارتفاع (GDP) للاقتصاد ، وعند مقارنة هذا المؤشر مع مؤشر عمق الأسواق المالية العربية نجد هنالك فرق كبير حيث إن حجم



الأسواق العربية يتجاوز (٥٠%) من ناتجها المحلي الإجمالي وفاق في بعض السنوات ناتجها المحلي الإجمالي أي تجاوز نسبة (١٠٠%) من حجم اقتصادياتها .

جدول رقم (٢)

حجم السوق المالية ومعدل دوران السهم للفترة (٢٠٠٤ - ٢٠١٠)

السنوات	القيمة السوقية (مليون دينار)	GDP (مليون دينار)	مؤشر حجم السوق (%)	مؤشر معدل دوران السهم (%)
٢٠٠٤	١٢٧٩٥١	٥٣٢٣٥٠٠٠	٠.٢٤	٧.٥
٢٠٠٥	٣٦٦٨١٠	٧٣٥٣٣٠٠٠	٠.٥٠	١١.٦
٢٠٠٦	١٤٦٨٩١	٩٥٥٨٨٠٠٠	٠.١٥	٧.٥
٢٠٠٧	٤٢٧٣٦٧	١٠٧٨٢٨٥٠٠	٠.٣٩	٢٠.١
٢٠٠٨	٢٢٨٢٩٨٣	١٥٥٩٨٢٠٠٠	١.٥	١٣.١
٢٠٠٩	٣١٢٥٩٢١	١٣٩٣٣٠٠٠٠	٢.٢	١٣.٢

المصدر : من عمل الباحثين بالاستناد إلى التقارير السنوية للسوق والتقارير الاقتصادي للبنك المركزي العراقي

وهذا يدل على الحجم الصغير للسوق بالنسبة لحجم الاقتصاد ، وبالرغم من ارتفاع مؤشرات السوق وحصول بعض التطورات فيه ، وقد يستدل أيضا بأن انخفاض درجة عمق السوق المالية العراقية وبالتالي عدم إمكانية هكذا نسب من التأثير في النمو الاقتصادي للاقتصاد الوطني في الوقت الحاضر .

٦ - مؤشر معدل دوران السهم :

يقيس لنا درجة سيولة السوق المالية ومستوى تكاليف المعاملات المالية داخل السوق ، ويحسب من خلال قسمة حجم التداول على القيمة السوقية لنفس الفترة الزمنية ، وان ارتفاع قيمة المؤشر دليل على ارتفاع درجة السيولة في السوق ، إضافة إلى إن الأدوات المالية تتداول بسهولة ويسر وادنى كلفة وعدم وجود معوقات إمام إبرام الصفقات وتسويقها .



ومن ملاحظة الجدول رقم (٢) نلاحظ حالة عدم الاستقرار حيث ارتفع المؤشر إلى (١١.٦%) عام (٢٠٠٥) مقارنة مع (٧.٥%) عام (٢٠٠٤) ثم ينخفض إلى مستواه المسجل عام (٢٠٠٦) ولكنه يعاود الارتفاع الحاد ليصل إلى (٢٠%) عام (٢٠٠٧) ثم انخفض في عامي (٢٠٠٨ و ٢٠٠٩) عندما بلغ (١٣.١ ، ١٣.٢) % على التوالي ، إن الاتجاه التصاعدي للمؤشر دليل على التطورات الحاصلة في هيكله التنظيمي والإداري إضافة إلى إدخال العوامل الفنية الحديثة على أسلوب التداول والتسوية والمقاصة .

المحور الثالث

تقييم سوق العراق للأوراق المالية :

في البداية لا بد من الإشادة بما يشهده السوق من تطورات في المجالات المؤسسية والتنظيمية والتشريعية ، والتطور الملحوظ في مؤشرات التي تم عرضها مسبقا ، كونه سوق حديث النشأة أولا ، والبيئة الاقتصادية والسياسية الغير مستقرة التي يعمل فيها والتي انعكست على أدائه ثانيا ، ولكن على الرغم من كل ذلك يعاني السوق من بعض المشاكل سببها ليس عوامل ذاتية تتعلق بالسوق نفسه وإنما بعوامل خارجية تعلقت بالظروف الاقتصادية والأمنية والسياسية التي مر بها الاقتصاد العراقي في المرحلة الراهنة .

وفيما يتعلق بالعوامل الذاتية ندرج منها :

١ - التركيز في التداولات :

اتضح من مؤشرات التداول للشركات المدرجة في السوق ، إن القطاع المصرفي هو القائد والمحرك لتلك التداولات على حساب بقية القطاعات الأخرى ، إذ بلغ عدد الأسهم المتداولة لهذا القطاع (١٤٠٨٠٢٨٠٨١٣١) سهما لعام (٢٠٠٧) ومثلت أهمية نسبية بما يعادل (٩٢%) من إجمالي الأسهم المتداولة في السوق لنفس العام ، في حين بلغ حجم التداول للمصارف المدرجة في السوق (٤٠٧١٧٥٤٠٤٥٦٦) مليون دينار ومثل ما نسبته (٩٥%) من إجمالي حجم التداول في السوق ، وقد مثلت عدد العقود المبرمة من قبل نفس القطاع ما نسبته (٧١%) وبلغت (٢١٧٠٦) عقد خلال العام نفسه ((انظر الملحق رقم ١)) ، والشئ الذي يذكر هنا انه من بين (١٩) مصرفا المدرج في السوق ضمن قطاع المصارف لعام (٢٠٠٧) إن هنالك أيضا حوالي (٥ - ٦) مصرفا تتركز التداولات من



قبلهما سواء من حيث عدد الأسهم أو حجم التداول وعدد الصفقات المبرمة (مصرف الشمال ، الشرق الأوسط ، بغداد ، الوركاء ، الاستثمار العراقي ، البصرة ، بابل) .

كما إن قراءه لمؤشرات التداول للقطاعات المدرجة في السوق للأعوام (٢٠٠٦ ، ٢٠٠٧ ، ٢٠٠٨) كالزراعة والصناعة والتأمين والفنادق والسياحة والخدمات ، توضح لنا إن مساهمة بعضها ضعيف جدا مثل قطاع السياحة (٠.٢%) والزراعة (١.٣%) والتأمين (٠.٣%) وقطاع الاستثمار (١.٧%) والخدمات (٣.٦%) هذا من حيث عدد الأسهم المتداولة وهو نفس الشيء يذكر من حيث حجم التداول وعدد العقود المبرمة وهذا كله لعام (٢٠٠٦) (٢١) ، وهو يحدث أيضا للأعوام التالية ولنفس المؤشرات . وهنا نقول إن الاعتماد على قطاع واحد يقود النشاطات في السوق يكون محفوف بمخاطر كبيرة ، لاسيما وإن أي تعطيل أو فتور يصيب هذا القطاع القائد يؤدي إلى تعطيل السوق بالكامل ، وبالتالي انخفاض مؤشراته إلى حد بعيد ، إن هبوط نشاطات القطاعات الأخرى هو مشكلة كبيرة للسوق ولا بد من العمل على تفعيلها والوقوف وراء سبب ذلك ، الذي قد يعود إلى انخفاض إنتاجياتها ومن ثم عدم تحقيقها لأية إرباح وبسبب الظروف الاقتصادية الحالية ، مما انعكس إلى ضعف إقبال المستثمرين على الطلب على أسهمها المطروحة ، أو قد يتعلق ذلك بمشاكل تمويلية تخص تلك القطاعات ، ولأن تمويلها يعتمد على رأس المال المساهم به والإرباح المحتجزة ، وإذا أرادت زيادة رأسمالها عن طريق طرح أسهم جديدة ، فأن ذلك يؤدي إلى انخفاض الأسعار السوقية لأسهمها بسبب انخفاض عائد السهم ، إلا إذا رافق ذلك زيادة موجودات الشركة بنفس الزيادة في الإصدارات الجديدة ، وإمامها طريق الاقتراض عن طريق إصدار سندات جديدة وسوق السندات لا وجود له في السوق المالية ، في حين يكون الاقتراض قصير الأجل في المصارف التجارية دون غيرها وهذا يثقل على الشركات المدرجة التي أغلبها تابعة للقطاع العام ولا بد من إعادة هيكلتها وتحويل ملكيتها للقطاع الخاص أو لشركات مساهمة يتم تداول أسهمها في السوق المالي .

٢ - انخفاض عدد المستثمرين والوعي الاستثماري :

على الرغم من عدم وجود تقديرات رقمية للمستثمرين في السوق المالية العراقية ولكنه يتضح من خلال مؤشراته إن عددهم قليل ويطغى الاستثمار الفردي في السوق مع غياب واضح للاستثمار المؤسسي ، وقد أثر في ذلك ما يشهده الاقتصاد العراقي من حالات مرتفعة للتضخم والتي جعلت الحركة الاستثمارية لأصحاب الفوائض المالية تتجه صوب الأصول الحقيقية (عقارات ، ذهب ، ... الخ) وتفضيلها على توظيفها في الأصول المالية كالأسهم والسندات ويحدث نفس الشيء في أحباب



أصحاب تلك الفوائض في إيداعها لدى البنوك التجارية ، وكل ذلك اثر على الاستثمار في الأسواق المالية ، ولابد من التأثير على العوامل الاقتصادية لإعادة المناخ الملائم لحركة الاستثمار ودفع المستثمرين نحو السوق المالية .

يضاف إلى ذلك هو نقص الوعي الاستثماري سواء عند المستثمرين المتعاملين أو لدى غيرهم ، ولابد من العمل على الاستمرار بالتدريب والتوعية ، كما لابد من فتح معاهد متخصصة أو اتحادات أو مؤسسات الادخار الأخرى كونها مؤسسات فاعلة في جميع الأسواق المالية الإقليمية والدولية ، وأخيرا لابد من تنمية مهارات وسطاء الأوراق المالية بإدخالهم بدورات تدريبية وتعليمية كون السوق حديث النشأة ، علاوة على زيادة إعدادهم وجعل مكاتب الوساطة محصورة بالمتخصصين دون غيرهم .

٣ - انخفاض معدل دوران السهم :

يعد هذا المؤشر مهما في دراسة سيولة رأس المال في السوق ، ومستوى تكاليف المعاملات داخله ، فضلا على انه يعكس سهولة وعدم وجود المعوقات إمام إبرام الصفقات وتسويتها ، والملاحظ إن درجة السيولة في السوق ترتفع تارة وتنخفض في سنة أخرى (انظر الجدول ٢) وهذا دليل على حالة عدم استقرار السوق وعدم انتظام عملية إبرام الصفقات وتداولها ، علاوة على انخفاض المؤشر عند مقارنته مع نفس المؤشر في أسواق المال العربية وبشكل كبير حيث تجده يصل إلى معدلات يقارب (٩٠%) في جميع الأسواق العربية المدرجة في قاعدة البيانات لعام (٢٠٠٧) وأكثر من (١٠٠%) للأعوام (٢٠٠٤ ، ٢٠٠٥ ، ٢٠٠٦) وبالتالي لابد من إيجاد وسائل جديدة تساهم في تحريك عمليات البيع والشراء مثل تنشيط فعالية الشركات المدرجة في السوق ، وتشغيل أنظمة آلية للتداول والتسوية والإيداع أكثر حداثة يستطيع المستثمرين من خلالها تنفيذ عمليات البيع والشراء عدة مرات ، كما يتيح لهم الاستثمار عن بعد (شبكة الانترنت) ويتم تحديثه بشكل مستمر ومن خلال التعاقد مع الشركات الدولية المتخصصة ، كما يمكن إنشاء شركة استثمارية تابعة للسوق نفسه تقوم بتفعيل عمليات البيع والشراء وتسيطر في نفس الوقت على حركة الأسعار غير الطبيعية .

٤ - ضعف مساهمة شركات الاستثمار المؤسسي :

إن مؤسسات الادخار التعاقدية تعد اليوم من أكثر المؤسسات نشاطا في الجانب المالي ، وهي تسعى لتوظيف فوائضها المالية ، ومنها شركات التأمين وصناديق التقاعد ومؤسسات الادخار وغيرها ، ومن الملاحظ في سوق العراق للأوراق المالية إن قطاع التأمين كان حضوره في السوق ضعيف جدا ، حيث



لا تتواجد سوى (٣) شركات مدرجة وبأهمية نسبية (٢%) من إجمالي عدد الشركات المدرجة في السوق وعددها (٩٣) شركة ، والمهم هنا إن حجم التداول لها لا يتعدى سوى (٠.٥%) من إجمالي التداول لأغلب السنوات ، في حين لا وجود لصناديق التقاعد وبنوك الادخار وغيرها ، وهنا نقول إن هناك ثمة مجال متسع للنمو في سوق التأمين العراقي ولا بد من توسيعه وتنويع منتجاته ليكون طرفا مساهما في دفع السوق المالية إلى الإمام ، كما لا بد من قيام وزارة المالية بإنشاء صناديق للتقاعد أو شركات تأخذ على عاتقها إدارة التوقيفات التقاعدية للقطاع العام وتنميتها ومن خلال استثمارها في السوق المالية ، كما لا بد من تأسيس شركات للاستثمار منبثقة من المصارف التجارية المدرجة في السوق وتوفير الدعم والإسناد التنظيمي والتشريعي لها ، وتكون إما بالمشاركة مع القطاع الخاص أو تكون مستقلة ومن خلال تشكيل مجالس إدارة متخصصة لها ، إن شركات الاستثمار معمول بها حاليا في اغلب أسواق المال العربية وخاصة الخليجية .

٥ - ضعف نشاط السوق الأولية :

تكمن العلاقة مابين السوق المالية ودوره في النشاط الاقتصادي من خلال فعاليات السوق الأولية كونه أساس التمويل للمشاريع الاستثمارية الصغيرة والكبيرة سواء كانت قائمة أو حديثة التأسيس ، والملاحظ وبشكل عام فإن أقيام الإصدارات الأولية من الأسهم للشركات يتسم بالانخفاض ، علاوة على ضعف واضح في اتجاهاته الاستثمارية نحو المشاريع المتوسطة والطويلة الأجل ، وذلك واضحا من نسبة الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي أو إلى القروض المصرفية ، وقد يكون سبب ذلك إلى ضعف البرامج الاستثمارية للشركات المدرجة ، أو عدم وجود وكالة محلية متخصصة بالتصنيف والتقييم والتوزيع والاكتتاب ، وبالتالي لا بد من التركيز على السوق الأولية وعدم الاكتفاء بوظائف السوق الثانوية ، حتى يتضح دور السوق في النشاط الاقتصادي .

٦ - غياب سوق السندات :

لا يزال سوق السندات في السوق العراقية في مراحله الأولية ويفتقر إلى الأدوات المالية المدرجة ، وقد يقتصر العمل في السوق على المصارف التجارية دون غيرها من المؤسسات والشركات المالية ، وعليه لا بد من توسيع عملية بيع وشراء السندات الحكومية (أذونات الخزنة) وكذلك السندات التجارية التي تصدرها الحكومة الأخرى ، وكل ذلك يتطلب توسيع العلاقات مع المصادر الاستثمارية المحلية والإقليمية والدولية ، ولاشك إن التواجد الخارجي للوحدات المالية الخارجية في السوق يتيح انسب وسيلة لتطوير السوق وسيحسن هذا النشاط إلى حد كبير لتمويل الأعمال التجارية القائمة حاليا بدلا من



قيامها بالاقتراض قصير الأجل ، علما لم يتم العثور على تداول أي نوع من السندات في سوق الأوراق المالية .

٧ - الهيكل الإداري والتنظيمي للسوق :

تواصل اغلب الدول ومنها العربية جهودها لتطوير أسواقها المالية وجعلها أكثر حداثة ومنافسة للأسواق الأخرى ، ولاسيما إن العالم يشهد في السنوات الأخيرة موجة من التحرر الاقتصادي ولاسيما الانفتاح المالي وتعظيم الدور المالي للأسواق المالية بوصفها إحدى مصادر التمويل الأساسية للمشروعات ، ومن هنا نجد هناك تباين واضح في تقديم الخدمات وفي إجراءات الرقابة وفي استخدام التقنية الحديثة وفي مجال الإفصاح ونشر البيانات وغيرها الكثير ، وعليه لابد من إجراء إصلاحات للهيكل الإداري للسوق تتعلق في مجال الترويج والدعاية للسوق حتى تستطيع جذب اكبر عدد من المستثمرين ونشر فعاليات ونشاطات السوق على أكثر من موقع ، علاوة على رفع كفاءة القائمين على السوق من خلال الدورات التدريبية والتطويرية ، وانتقاء أصحاب الاختصاص لإدارة السوق وفي كل المجالات ، فضلا عن إجراء حزمة من الإصلاحات في المجال القانوني تواكب عملية الانتقال التي يمر بها الاقتصاد العراقي .



الاستنتاجات :

- ١ - تعد السوق المالية من الأهمية الاقتصادية كونها الأداة الفاعلة على تعبئة الادخارات وإعادة توزيعها على المجالات الاستثمارية المحتاجة لها وبالتالي فهي تساهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي .
- ٢ - إن سوق المال العراقي على الرغم من النشأة الحديثة ، لكنه اختلف عن سوق بغداد من حيث عدم تبعية السوق إداريا إلى الحكومة ، ويدار من قبل مجلس إدارة مستقل .
- ٣ - من خلال تحليل مؤشرات السوق الأساسية اتضح أنها تعاني من حالة عدم الاستقرار والتباين الواضح خلال الفترة (٢٠٠٤ - تشرين الثاني ٢٠١٠) ولاسيما مؤشر حجم السوق المالية ومؤشر معدل دوران السهم .
- ٤ - هنالك ضعف واضح في نشاط الشركات المدرجة في السوق وهي مقتصرة على القطاع المصرفي دون القطاعات الأخرى .
- ٥ - انخفاض واضح في نشاط مؤسسات الادخار التعاقدية في السوق كشركات التأمين وصناديق التقاعد وغيرها .
- ٦ - غياب نشاط السوق الأولية كونه أساس التمويل للمشاريع الاستثمارية وبالتالي عدم وضوح علاقة السوق بالنمو الاقتصادي في الوقت الراهن .
- ٧ - عدم وجود سوق للسندات في السوق ولا بد من توسيع ذلك .

التوصيات :

- ١ - لابد من الاهتمام بالاستثمار المؤسسي وذلك من خلال دعم شركات التأمين وتأسيس صناديق للتقاعد ، وكذلك العمل على تأسيس صناديق الاستثمار المشتركة سواء من طريق وزارة المالية أو القطاع الخاص .
- ٢ - لابد من تنويع الإصدارات في السوق بحيث لا تقتصر على الأسهم فقط ، وخصوصا السندات لمالها من دور في التمويل وفي تنشيط حركة التداولات في السوق ،
- ٣ - ولكي تنجح الإصلاحات في السوق المالية يجب توافر بيئة اقتصادية مستقرة تنخفض فيها معدلات التضخم والعجز المالي .



٤ - انضمام السوق إلى قاعدة بيانات أسواق المال العربية ليصبح أحد الأسواق العربية المدرجة فيه ولإيصال فعاليته على المستوى العربي ، علاوة على تشجيع التعاون والتواصل مع الأسواق الإقليمية والدولية للاستفادة من خبراتها في رفع كفاءة أداء السوق .

٥ - لابد من خلق العوامل اللازمة لرفع أداء المشاركين في السوق سواء تعلق ذلك بإدارة السوق ومن خلال إشراكهم بالدورات التطويرية الداخلية والخارجية وكذلك العمل على تطوير مكاتب الوساطة المالية والقائمين عليها .

٦ - مواصلة بث ونشر التقارير الخاصة بالسوق وعلى أكثر من جهة لاطلاع المستثمرين عليها لما لذلك من أهمية في جذب رؤوس الأموال إلى السوق .

ملحق رقم (١) موقع القطاع المصرفي من حيث التداولات لعام (٢٠٠٧)

ت	أسهم المصرف	عدد الأسهم المتداولة	حجم التداول (دينار)	عدد العقود
١	المصرف العراقي التجاري	٢٧٦٨٣٩٧٠٧٢	٤٦٤٠٠٦٥	١٥٩٦
٢	مصرف بغداد	٥٦٧٢٠٨٤٦٣٥	١٥٣٢٢٩٢٨	١٧١٩
٣	المصرف العراقي الإسلامي	٤٠٦٦٦٠٦٢١٢	٣٨٨٩٨٤١	١٥٠٩
٤	مصرف الشرق الأوسط	٨٢٠٣٠٣٠٣١٦	١٩٨٤٣٥٤٩	٢٤٨٩
٥	مصرف الاستثمار العراقي	٦٨٧٤٢٣٧٤٧٧	٩٨٤٦٧٨٢	٣٠٥٧
٦	مصرف البصرة الدولي	٥٦٠٧١٣٣٨٦٥	٧١٩٧٨١٦	٢١٤٩
٧	المصرف الأهلي العراقي	٣٢٢٦٨٣٢٦٩٥	٣٥٢١٩١٣	٧٣٠
٨	مصرف الائتمان العراقي	٢٨٩٧٢٩٦٠٨	١٠٩٨٧٤٩	١٩٩
٩	مصرف دار السلام للاستثمار	٢٨٥٦٤٥٧٣٦	١٨٩١٩٨٠	٤٥٨
١٠	مصرف سومر التجاري	٢٠٨٥٧١٨٥٢٥	٢١٦٥٧١٨٨٦١	٤٩٢
١١	مصرف بابل	٣٢٠٧٠٧٩	٣٨٠٢٤٥٨٢٧٨	٩١٩
١٢	مصرف الاقتصاد	٢٧٣٥٤٩	٥٩٠٨٦٣٧٨٩	٥١



سوق العراق للأوراق المالية

١٣	مصرف الخليج التجاري	٩١١٨٢٠	١٣١٧٠٥٥٨٧١	٤٠١
١٤	مصرف الوركاء للاستثمار	٧٨٠٣٩٣٤	١٣١٠٤٩٠٨٩٦١	٣١١٤
١٥	مصرف الموصل	٢٣٤٥١٩٨٦	٢٦٥٢٨٢٤١٦٨	٦٨٧
١٦	مصرف الاتحاد العراقي	٦٦١٧٢٣١	٦٣٧٧٦٠٣٢٩	٣٥١
١٧	مصرف الشمال	٧٦٨٣٣٦٨٩	٢٩٩٢٨٨١١٤٦٠٣	١٢٩٨
١٨	مصرف كردستان	٤٥٦٨٤٠٤	٩٤٥٧٢٢٠٩٩٨	٣٦٨
١٩	مصرف آشور الدولي	٥١١٧٩٩٢	٦٩٠٤٨٥١٢٦٧	١١٩
٢٠	مجموع قطاع المصارف	١٤٠٨٠٢٨٠٨	٤٠٧١٧٥٤٠٤	٢١٧٠٦
٢١	إجمالي القطاعات المدرجة	١٥٢٩٩٠٩٧٥	٤٢٧٣٦٧٤٦٦	٣٠٨٨٥

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات النشرات الإحصائية السنوية لسوق العراق المالي

الهوامش :

١) Global Financial Stability Report , IMF , march , ٢٠٠٩)

٢) أ. حسان خضر ، تحليل الاسواق المالية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، العدد ٢٧ ، السنة الثالثة ، ٢٠٠٤ ، ص ٢٨

٣) ارشد فؤاد التميمي ، واسامة سلام، الاستثمار في الاوراق المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان ، ٢٠٠٤ ، ص ١١٠

٤)

٥) د. ارشد فؤاد التميمي ، الاسواق المالية ، اطار في تنظيم وتقييم الادوات ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ، ٢٠١٠ ، ص ٢٨ .

* وتشمل البنوك المركزية والبنوك التجارية والشركات المالية والمؤسسات الكبيرة والإفراد...الخ والمنتشرة جغرافيا عبر العالم .

٦) سرمد كوكب الجميل ، التمويل الدولي ، مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات ، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي ، جامعة الموصل ، ٢٠٠٢ ، ص ١٤٣-١٤٤ .

٧) Bain ,K ,& Howells ,P, “Banking and finance “,prentice hou,Malaysia,١٩٩٨,p١٥٠



^٨ (محمد المبروك ، التحليل المالي ، شركات وأسواق مالية ، الطبعة ٢ ، دار المريخ للنشر والتوزيع ، الرياض ، ٢٠٠٩ ، ص ٢٤٥ .

^٩ (د. عبد الغفار حنفي ، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٧ ، ص ٤٨ .

^{١٠}) International monetary found , International capital market department , Global market analysis , division , working paper , ٢٠٠٦ , p٣ .

^{١١} (للمزيد انظر في ذلك - د. محمد الصريفي ، البورصات ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، ٢٠٠٧ ، ص ٨١ - ٨٧ ، - هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، ط ١ ، دار الصفا للنشر والتوزيع ، عمان ، ٢٠٠٣ ، ص ٨٤ ، - د. ارشد فؤاد التميمي ، مصدر سابق ، ص ٢٥ - ٢٦ .

^{١٢} (د. ارشد فؤاد التميمي ، د. أسامة سلام عزمي ، مصدر سابق ، ص ١٣ .

• تتمثل المعلومة في القوائم المالية (الإفصاح المالي) أو في المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام أو في التحليلات أو تقارير إدارة الشركة .

^{١٣} (د. عبد الغفار حنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم،سندات،خيارات) وثائق استثمارية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٥ ، ص ٢٠٠ .

^{١٤} (د. ارشد فؤاد التميمي ، مصدر سابق ، ص ٣٠-٣١ .

^{١٥} (د. عبد الحسين جليل الغالبي ، الإصلاح المالي والمصرفي في العراق محاولات الماضي ورؤى المستقبل ، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الرابع (٣-٤ مايس ٢٠٠٩) ، جامعة كربلاء ، ص ٢-٣ .

^{١٦} (وزارة المالية ، النظام الداخلي لسوق بغداد للأوراق المالية ، دار الحرية للطباعة ، بغداد ، ١٩٨٦ ، ص ٤ .

^{١٧} (سوق العراق للأوراق المالية ، قسم العلاقات العامة ، دليل الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية ، ٢٠٠٦ .

^{١٨} (سوق بغداد للأوراق المالية ، التقارير السنوية ، إعداد مختلفة .

^{١٩} (سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الأول ، ٢٠٠٤ ، ص ١ - ٣ .

• يتكون المجلس من رئيس المجلس وممثل الشركات المدرجة وممثل الوسطاء الماليين وخبير في التكنولوجيا المعلومات وثلاثة خبراء ماليين مستقلين وممثل لاتحاد وسطاء أوراق المال والمدير التنفيذي .

^{٢٠} (سوق العراق للأوراق المالية ، التقارير السنوية للأعوام (٢٠٠٥ - ٢٠٠٦ - ٢٠٠٧ - ٢٠٠٨ - ٢٠٠٩) .

^{٢١}) www. Six -iq - net/annual - report - ٢٠٠٦ - http



المصادر :

- ١- د. ارشد فؤاد التميمي ، الاسواق المالية ، اطار في تنظيم وتقييم الادوات ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ، ٢٠١٠ .
- ٢- أ. حسان خضر ، تحليل الاسواق المالية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، العدد ٢٧ ، السنة الثالثة ، ٢٠٠٤ .
- ٣- د. عبد الحسين جليل الغالبي ، الإصلاح المالي والمصرفي في العراق محاولات الماضي ورؤى المستقبل ، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الرابع (٣-٤ مايس ٢٠٠٩) ، جامعة كربلاء .
- ٤- سرمد كوكب الجميل ، التمويل الدولي ، مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات ، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي ، جامعة الموصل ، ٢٠٠٢ .
- ٥- محمد المبروك ، التحليل المالي ، شركات وأسواق مالية ، الطبعة ٢ ، دارالمريخ للنشر والتوزيع ، الرياض ، ٢٠٠٩ .
- ٦- د. عبد الغفار حنفي ، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٧ .
- ٧- د. محمد الصريفي ، البورصات ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، ٢٠٠٧ .
- ٨- هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، ط ١ ، دار الصفا للنشر والتوزيع ، عمان ، ٢٠٠٣ .
- ٩- د. ارشد فؤاد التميمي ، د. أسامة سلام عزمي ، الاستثمار بالأوراق المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، ٢٠٠٤ .
- ١٠- د. عبد الغفار حنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم ، سندات ، خيارات) وثائق استثمارية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٥ .



- ١١ - وزارة المالية ، النظام الداخلي لسوق بغداد للأوراق المالية ، دار الحرية للطباعة ، بغداد ، ١٩٨٦ ، ص ٤ .
- ١٢ - سوق العراق للأوراق المالية ، قسم العلاقات العامة ، دليل الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية ، ٢٠٠٦ .
- ١٣ - سوق بغداد للأوراق المالية ، التقارير السنوية ، إعداد مختلفة .
- ١٤ - سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الأول ، ٢٠٠٤ .
- ١٥ - سوق العراق للأوراق المالية ، التقارير السنوية للأعوام (٢٠٠٥ - ٢٠٠٦ - ٢٠٠٧ - ٢٠٠٨ - ٢٠٠٩) .
- ١٦ - Global Financial Stability Report , IMF , march , ٢٠٠٩
- ١٧ - International monetary found , International capital market department
 , Global market analysis , division , working paper , ٢٠٠٦ .
- ١٨ - Bain,K,& Howells,P, “Banking and finance “, prentice hou, Malaysia,
 ١٩٩٨ .
- ١٩ - www. Six -iq – net/annual – report – ٢٠٠٦ – htm .

