

## تحليل وقياس أثر الاستثمار الأجنبي على فاعلية سوق العراق للأوراق المالية

أ.د. فارس كريم بريهي

كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة بغداد

Dr.FarisKarim@gmail.com

م. قحطان لفطة عطية

كلية اقتصاديات الأعمال

جامعة النهرين

Qahtan19838@gmail.com

### المستخلص:

شهد العراق بعد عام 2003 تغيرات على المستوى السياسي والاقتصادي حيث الحرية والانفتاح الاقتصادي على العالم، وحرية النشاط الخاص في الداخل فضلاً عن حرية حركة السلع والخدمات ورأس المال تجاه الخارج وحرية الاستثمار الأجنبي، والتي انعكست بظلالها على الواقع الاقتصادي، مما فرض ضرورة إحداث تغيرات جوهرية من حيث الشكل والمضمون، ومن هنا تنبع مشكلة البحث في مدى قدرة سوق العراق للأوراق المالية التكيف مع التحولات المالية التي يفرضها الاستثمار الأجنبي في ظل ضعف الهيكل الاقتصادي وموقعه في الاقتصاد العالمي. وينطلق البحث من فرضية مفادها. إن سوق العراق للأوراق المالية في ظل التحولات المالية يمكنه أن يسهم بشكل فاعل في توسيع قاعدة المستثمرين وتوفير السيولة لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي. وتوصلت الدراسة أن تفعيل قانون الاستثمار الأجنبي رقم 13 لسنة 2006 والذي سمح بدخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى البلد وتداول أسهم مختلف الشركات الأجنبية وتنفيذ نشاط التداول الإلكتروني وتفعيل قاعدة بيانات السوق، انعكست بظلالها على ارتفاع مؤشرات السوق، وحصول بعض التطورات في عمل سوق الأوراق المالية، إلا إن دور السوق ما زال محدوداً في الاقتصاد الوطني. بسبب ضعف مساهمة القطاع الخاص في السوق. إلى جانب حداثة تجربة العراق بما يتعلق بعمل أسواق الأوراق المالية وغياب الوعي الاستثماري، وانخفاض الدخل وعدم وجود سياسة ناجحة تشجع الاستثمار، فضلاً عن انخفاض معدلات النمو الاقتصادي بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي الذي يشهده البلد.

**الكلمات المفتاحية:** الاستثمار الأجنبي، سوق العراق للأوراق المالية، الأنموذج القياسي.

### Measuring and analyzing the impact of foreign investment on the effectiveness of the Iraq Stock Exchange

Lecturer: Qahtan Lafta Atiyah

College of Business Economics

Al-Nahrain University

Prof. Dr. Faris Karim Prihi

College of Administration And Economics

University of Baghdad

### Abstract:

Iraq after 2003 witnessed changes at the political and economic level, where freedom and economic openness to the world, and the freedom of private activity at home as well as the free movement of goods, services and capital towards the outside and the freedom of foreign investment, which in turn reflected on the overall economic reality, which imposed the necessity to bring about fundamental changes In terms of form and content, hence the problem of research into the ability of the Iraqi Stock Exchange to adapt to the financial shifts imposed by foreign investment in light of the

weakness of the economic structure and its position in the global economy. The research starts from the hypothesis that it is. The Iraq Stock Exchange market in light of financial transformations can actively contribute to expanding the investor base and providing liquidity for the purpose of financing development projects and accelerating economic growth rates. The study found that due to the activation of the Foreign Investment Law No. 13 of 2006, which allowed the entry of foreign capital into the country, the trading of shares of various foreign companies, the implementation of electronic trading activity and the activation of the market database, the shadows were reflected in the rise of market indicators, and the occurrence of some developments in the functioning of the stock market, However, the market's role is still limited in the national economy. Because of the weak participation of the private sector in the market. In addition to the novelty of Iraq's experience with regard to the functioning of stock markets, the absence of investment awareness, low income and the absence of a successful policy that encourages investment, as well as low rates of economic growth due to the economic and political instability in the country.

**Keywords:** foreign investment, Iraq Stock Exchange, Standard Mode.

#### المقدمة

شهد العراق بعد عام 2003 تغيرات على المستوى السياسي والاقتصادي حيث الحرية والانفتاح الاقتصادي على العالم، وحرية النشاط الخاص في الداخل فضلاً عن حرية حركة السلع والخدمات ورأس المال تجاه الخارج وحرية الاستثمار الأجنبي، وهذا يعني الالتزام بمبادئ المؤسسات الدولية المالية والنقدية بكل اشتراطاتها وتلبية جميع مطالبها ومتطلباتها، لبناء إصلاحات سريعة في البنية التحتية والمالية، وإن الإجراءات والإصلاحات التي تمثلت بإصدار عدد من القوانين واللوائح الرقابية والتنظيمية اللازمة باتجاه التحول نحو اقتصاد السوق، جميعها قد ولدت سوقاً انتقالية شديد الليبرالية أمام أسواق ناقصة معطلة نسبياً لم يمسه التحول المنشود نحو اقتصاد السوق أو تحسين بنيتها، كقطاع خاص راكد، لا يقوى على الحركة ما لم يتدخل رأس مال الدولة لتحريكه ضمن منظومة الاقتصاد الكلي. وبذلك يمكن إدراك إن الاقتصاد الانتقالي إلى السوق الحر في العراق ما هو إلا انتقالاً مالياً مجرداً يحاكي تمويل التجارة الاستهلاكي الخارجي وباتجاه واحد ويعمل على نقل الثروة المالية، من سوق محلية ضيقة هشة لا تتوفر فيها بيئة الاستخدام الأمثل، لتأخذ الثروة الرأسمالية مسارها بالانتقال إلى السوق المالية الدولية الشديدة التنوع وواسعة المرونة في الاستخدام وهنا تكتمل الثروة المادية من مرحلة الرأسمالية المالية الجينية إلى مرحلة الرأسمالية المالية الكاملة، ليدخل رأس المال الأهلي شبكة رأس المال العالمي كقوة تراكمية عبر تكوين صناديق ثروة أهلية لا سيادية.

**مشكلة البحث:** إن سوق العراق للأوراق يواجه تحديات حقيقية على الصعيدين المحلي والدولي والتي انعكست بدورها على مجمل الواقع الاقتصادي، وبالتالي مدى قدرة هذه السوق العراقية التكيف مع التحولات المالية التي يفرضها الاستثمار الأجنبي في ظل ضعف الهيكل الاقتصادي وموقعه في الاقتصاد العالمي.

**فرضية البحث:** ينطلق البحث من فرضية مفادها. إن سوق العراق للأوراق المالية في ظل التحولات المالية يمكنه إن يساهم بشكل فاعل في توسيع قاعدة المستثمرين وتوفير السيولة لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي.

**هدف البحث:** قياس وتحليل انعكاسات الاستثمار الأجنبي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية.

**حدود البحث:**

الحدود الزمانية: يعتمد البحث على المدة (2006-2018)

الحدود المكانية: سوق العراق للأوراق المالية.

### **المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للاستثمار الأجنبي والأسواق المالية**

**أولاً. مفهوم الاستثمار الأجنبي:** يتسم الاستثمار الأجنبي بأنه ذو تدفق داخلي وخارجي، ومن هذه السمة اكتسب مفهوماً متدفقاً للداخل والخارج، فالتدفق الداخل للاستثمار الأجنبي المباشر يقصد به ما يدخل إلى دولة معينة تكون مضيعة له، والتدفق الخارج للاستثمار الأجنبي المباشر يعني ما يخرج من دولة معينة تكون مصدرة له. وعلى هذا الأساس يُعرّف صندوق النقد الدولي الاستثمار الأجنبي المباشر دولياً، على أنه "ذلك النوع من أنواع الاستثمار الدولي الذي يعكس حصول كيان مقيم (المستثمر المباشر) في اقتصاد ما على منفعة دائمة في مؤسسة مقيمة (مؤسسة الاستثمار المباشر) في اقتصاد آخر" وتنطوي المنفعة الدائمة على وجود علاقة طويلة الأجل بين المستثمر المباشر والمؤسسة، إضافة إلى تمتع المستثمر بدرجة كبيرة من النفوذ في إدارة المؤسسة. ولا يقتصر الاستثمار المباشر على المعاملة المبدئية أو الأصلية التي أدت إلى قيام العلاقة المذكورة بين المستثمر والمؤسسة، بل يشمل أيضاً جميع المعاملات اللاحقة بينهما، وجميع المعاملات فيما بين المؤسسات، سواء كانت مساهمة أو غير مساهمة. وعلى أساس ذلك، تشمل معاملات رأس المال الاستثمار المباشر تلك المعاملات التي تؤدي إلى تدفقات إيجابية (تدفق داخل) أو تدفقات سلبية (تدفق خارج) للاستثمارات، والمعاملات التي تؤدي إلى الحفاظ على استثمارية الاستثمارات أو إلى توسيع نطاقها أو تصفيتها. ففي حالة قيام مستثمر أجنبي بشراء نسبة 10% أو أكثر من ملكية المؤسسة أو القوة التصويتية بها، فإن القيمة السوقية لحيازات حقوق الملكية المشتراة، تسجل كاستثمار مباشر. وفي حالة حيازة المستثمر الأجنبي لحصة سابقة تقل عن 10% من ملكية المؤسسة تسجل كاستثمارات محفظة الأوراق المالية (استثمار غير مباشر)، ثم شراء حيازات إضافية بحيث يصل إجمالي حيازته إلى الحد الذي يؤهلها للتغيير من وضعية استثمارات الحافظة إلى وضعية الاستثمارات المباشرة 10% أو أكثر، فلا تسجل كمعاملة استثمار مباشر إلا الحيازات الإضافية فقط. أما الحيازات السابقة فلا تسجل في ميزان المدفوعات، حيث سبق تسجيلها تحت بند استثمارات الحافظة خلال فترة تدفقها، بل تنعكس في وضع الاستثمار الدولي باعتبارها عملية إعادة تصنيف من استثمارات حافظة إلى استثمار مباشر (Development, 2009).

ووفق منهجية إعداد وتجميع إحصاءات ميزان المدفوعات في الدليل الصادر عن صندوق النقد الدولي تشمل مكونات الاستثمار الأجنبي المباشر التي يتم تسجيلها في ميزان المدفوعات وفقاً للمعايير الدولية الاتي (تقرير مناخ الاستثمار، ٢٠١٨: ٩٠):

❖ استثمارات رؤوس الأموال عن طريق إقامة المصانع والمؤسسات والشركات ويشترط أن تكون نسبة التملك لا تقل عن 10% من رأس مال مؤسسات الاستثمار المباشر سواء كانت مساهمة مالية أو عينية.

❖ استثمارات في أدوات حقوق الملكية Equity Capital عن طريق شراء الأسهم وسندات ملكية الشركات من سوق المال ويشترط أن تكون النسبة 10% من حقوق الملكية.

- ❖ سندات الدين والائتمان عن طريق المعاملات بين الشركات الأم من ناحية والمؤسسات التابعة والفروع من جهة أخرى.
- ❖ التدفقات الناتجة عن إعادة الاستثمار للأرباح والفوائد الناتجة عن أعمال مؤسسات الاستثمار المباشر والتي لم يتم توزيعها أو تحويلها للخارج وتقاس عائدات الاستثمار بناء على ما يتحقق عن التشغيل في الفترة الجارية أو ما يعرف بأداء التشغيل في الفترة الجارية.
- ❖ التدفقات الناتجة عن الاستثمارات في شراء الأراضي والمباني بواسطة المستثمر الأجنبي.
- ❖ التدفقات الاستثمارية الناتجة عن تكلفة التنقيب أو استخراج الموارد الطبيعية مثل البترول والغاز والمعادن .... الخ.

**ثانياً. مفهوم الأسواق المالية:** نظراً لكثرة التعريفات التي سيقى لبيان مفهوم الأسواق المالية، اختلفت تلك التعريفات فيما بينها من جهة شمولها ووضوحها، فقد عرف البعض الأسواق المالية على أنها المكان الذي يتم فيه خلق وتداول الأصول والالتزامات المالية، أو المكان الذي يتم من خلاله عرض وطلب الأموال، أو الوسيلة التي يتم من خلالها الجمع بين الطلب والعرض على الأموال سواء كان ذلك بالاتصال المباشر أو الاتصال غير المباشر عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. كما تم تعريف السوق المالي "بأنه التنظيم الذي يمكن أصحاب الأموال الفائزة أو الزائدة من الاتصال الدائم-المباشر أو غير المباشر-مع الأطراف التي لديها عجز في الأموال، حيث يمكنهم من إتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة منظمة وفق شروط محددة" (ابوزيد، ٢٠٠٩: ٢٥٣)، أو أنها تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه وتوزيع ادخارات الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال "الإنتاجية وغير الإنتاجية"، أو الجهاز المسؤول عن التقاء المدخرين (الوحدات ذات الفائض المالي)، بالمستثمرين (الوحدات ذات العجز المالي) (Madura.J, 2008: 20). بينما يراها آخرون "بأنها أحد القطاعات المهمة لرأس المال المستثمر الذي يعمل على توفير السيولة للأموال المستثمرة على شكل أوراق مالية (أسهم وسندات) فهي تمثل الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال وذلك من خلال تحويل الأوراق المالية بسهولة ويسر إلى نقود حاضرة وبالعكس" (DARŠKUVIENĖ, Financial Markets, 2010: 7). كما تم تعريفها على أنها مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد، والمؤسسات، وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر (مطر، ٢٠٠٩: ١٦٤).

ووفق ما تم ذكره من مفاهيم مختلفة نجد إن وظيفة الأسواق المالية تتجلى في جذب مدخرات الأفراد والفوائض المالية لدى منشآت الأعمال وغيرها، والتي تم التعبير عنها بالوحدات ذات الفائض وإاحتها وفقاً لعقود معينة إلى الوحدات ذات العجز أو الاحتياج المالي. من جانب آخر تؤدي الأسواق المالية وظيفتها هذه من خلال أدوات مالية معينة، كالأسهم والسندات وغيرها، حيث تصدر الجهات المحتاجة إلى المال مثل هذه الأدوات، وتبيعه للجهات ذات الفائض المالي، فتحصل منها مقابل هذه الأدوات على احتياجاتها المالية، وهذه الأدوات هي ما عبر عنها في التعريف الأول بـ (الأصول والالتزامات المالية)، حيث تعبر أصولاً بالنسبة لحامليها، وخصوماً أو التزامات بالنسبة لمصدرها. كما تم التطرق الى مفهوم الأسواق المالية من خلال الحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية طويلة الأجل، كالأسهم والسندات، وهي ما تعرف بـ (سوق رأس المال)، والحالات التي فيها إصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، كأدوات الخزنة،

وشهادات الإيداع، وهي ما تعرف بـ (سوق النقد)، حيث عبر عنها على شكل تيار نقدي أو مالي مستمر. بالإضافة إلى ذلك تضمن مفهوم الأسواق المالية القنوات التي يتم من خلالها انتقال الأموال من قطاعات ومؤسسات وإفراد المجتمع إلى قطاعات ومؤسسات وإفراد آخرين، عن طرق بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين، والتي يطلق عليها الوسطاء الماليون. كالبانوك التجارية، وشركات التأمين، والمؤسسات الادخارية-جزء من الأسواق المالية.

## المطلب الثاني: تحليل انعكاسات الاستثمارات الأجنبية على سوق العراق للأوراق المالية

اولاً. نبذة تاريخية عن سوق العراق للأوراق المالية: لقد شهدت فكرة إنشاء السوق المالي في العراق العديد من الإحداث والتطورات والتي ألفت بظلالها على تطور السوق المالي في العراق، ويمكن إيجاز أهم الإحداث التي شهدتها سوق المال العراقي بالآتي:

١. عام 1921 عرف العراق أولى خطوات نشوء سوق الأوراق المالية، إذ جرى في هذا العام تأسيس أول شركة مساهمة استناداً إلى قانون الشركات الهندي الصادر عام 1913 الذي طبق في العراق عقب الاحتلال البريطاني، وقد صدر في العراق قانون بورصة التجارة رقم 65 لسنة 1936، الذي نص على تأسيس بورصة لتجارة البضائع الرئيسية، وقد استمر العمل بهذا القانون لمدة سنتين ثم أوقف العمل به عام 1938. وبذلك لم تحصل هذه التجربة على فرصة مناسبة لنشر أساسيات العمل بالبورصة في العراق (الوقائع العراقية: العدد ١٩٣٦/٨/٣١).

٢. في عام 1943 صدر قانون التجارة رقم (60) الذي اشتمل على أمور تتعلق بتأسيس البورصة، وخاصة في المواد (99-102) والتي على أساسها نظمت عمل السوق وتحديد الموظفين العاملين به وحصر التعامل بيد الوسطاء، إلا أنه لم يتييسر التطبيق العملي لهذا الموضوع، بحيث كان تداول الأسهم يتم في العراق بين البائع والمشتري بصورة مباشرة وتسجل لدى الشركة المعنية بالأسهم، ونتيجة لزيادة عدد الشركات وعدد الأسهم المتداولة فقد تأسست مكاتب عدة للدلالة بلغ عددها (4) مكاتب عام 1955 تركزت في شارع السموأل في بغداد(\*)، ومع تنامي حركة تأسيس الشركات المساهمة بعد ذلك ونشاط مكاتب الدلالة فقد اتسعت حركة التداول وأخذت غرفة تجارة بغداد بنشر الأسعار الدقيقة للأسهم المتداولة ضمن نشرتها الأسبوعية كما حاول أحد المكاتب عام 1956 استخدام طريقة المزايدة العلنية في بيع وشراء الأسهم واستمرت المكاتب بأعمالها حتى عام 1964 إذ أخذ نشاطها بالركود والتلكؤ بسبب صدور قرارات التأمين في العام المذكور ثم توقفت نهائياً (الوقائع العراقية، تاريخ العدد ١٩٤٣/٠٨/٢٣).

٣. في عام 1970 صدر قانون التجارة العراقي رقم (149) لسنة 1970 (الوقائع العراقية، تاريخ العدد: ١٩٧١/٠٤/٢٤)، إذ بدأ المشرع العراقي يدرك مدى الحاجة إلى إنشاء سوق للأوراق المالية. إذ يتضمن هذا القانون ثلاث مواد أجازت إنشاء سوق للأوراق المالية، إلا أن الواقع لم يشهد نشوء مثل هذا السوق؛ وذلك لأنه لم يلاق الاهتمام الكامل والدعم من قبل الدولة مما أدى إلى غلق السوق وبروز دور المصرف الصناعي. وفي عام 1975 بادر المصرف الصناعي بتأسيس مكتب لبيع وشراء الأسهم ضمن جهازه الإداري وقد استمر العمل بذلك حتى صدور قانون سوق بغداد

(\*) شارع اسامة بن زيد سمي سابقاً بـ (شارع السموأل) نسبة الى اليهودي الثري (السموأل بن عاديا)، وهذا الشارع هو بمثابة (شارع المال والإعمال) في بغداد، وهو يشبه في أهميته شارع (وول ستريت) في نيويورك. فيه العديد من المقاهي وأهم بيوتات المال والتجارة (المميز، ١٩٨٥: ١٠٤).

للأوراق المالية رقم (24) لسنة 1991، ويتضمن هذا القانون إحدى عشر فصلاً واثنين وخمسين مادة (الصوفا، ٢٠٠٤: ١٠٨).

٤. في (1992/3/23) افتتح سوق بغداد رسمياً، وتمتع السوق بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي والإداري، ذات نفع عام لا تستهدف الربح، وكان تركيز السوق على الجانب التنظيمي بغية تحويل السوق من حالته غير المنظمة إلى سوق منظم يتنوع فيه أدوات الاستثمار لجذب المدخرات من أجل دعم الاقتصاد الوطني، إلا إن تحويل تلك الأهداف إلى واقع ملموس اصطدم بالعديد من المعوقات، منها أن إنشاء السوق كان في بيئة اقتصادية غير ملائمة (مجيد، ٢٠٠٢: ٢٠٨)، وفي ١٩ آذار 2003 وبسبب ظروف الحرب على العراق أغلق السوق بقرار من مجلس إدارته.

٥. في 18 نيسان عام 2004 تأسس سوق للأوراق المالية في العراق بموجب القانون المؤقت المرقم (74) الذي أصدرته سلطات الائتلاف المؤقتة وقد جاء هذا القانون بهيكلية جديدة لسوق المال ذات كيانين مستقلين هما: الهيئة العامة للأوراق المالية وهي مؤسسة حكومية مرتبطة بمجلس الوزراء، مهمتها تنظيم نشاط التداول بالأوراق المالية والرقابة عليه من خلال إصدار التعليمات والقواعد ومراقبة الإفصاح في الشركات المساهمة وشركات الوساطة بالأوراق المالية، وسوق العراق للأوراق المالية الذي باشر نشاطه في أول جلسة تداول في 24 حزيران 2004 (سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي: ٧)، وهو سوق اقتصادية يتمتع بالاستقلال المالي والإداري غير مرتبط بجهة، يدار من قبل مجلس مكون من تسعة أعضاء يمثلون مختلف الشرائح الاقتصادية للقطاع الاستثماري يسمى مجلس المحافظين، يعمل تحت إشراف هيئة الأوراق المالية العراقية، بغية تنظيم وتدريب أعضائه والشركات المدرجة في السوق بطريقة تتسجم مع هدف حماية وتعزيز ثقة المستثمرين به، بالإضافة إلى تعزيز مصالح المستثمرين بسوق حرة يوثق بها وتكون أمينة وفعالة وتنافسية وتتسم بالشفافية، فضلاً عن تنظيم وتبسيط تعاملات الأوراق المالية بصورة عادلة وفعالة ومنظمة من خلال عمليات المقاصة والتسوية وكل ما له صلة بشراء وبيع الأوراق المالية، وبالتالي تطوير سوق العراق للأوراق المالية المال بما يخدم الاقتصاد الوطني، وفقاً للقواعد والتعليمات من أجل جذب الاستثمارات غير المباشرة الوطنية والأجنبية على الأدوات المالية بما يحقق أهداف زيادة التكوين الرأسمالي في الاقتصاد وتوظيف رؤوس أموال القطاع الخاص في الشركات المساهمة باستخدام النظم الالكترونية على أن تتم تسويتها المالية والسهمية بشكل منظم، وينظم مهامه وواجباته القانون والنظام الداخلي.

**ثانياً. تحليل انعكاسات الاستثمارات الأجنبية على مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية في العراق:** من خلال تحليل البيانات الخاصة بتطور مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية والواردة في الجدول (١) والتي تشمل مؤشر الأسعار والقيمة السوقية وحجم التداول وعدد الشركات المدرجة بالإضافة إلى دور الاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية وكما يلي:

١. بلغ حجم الاستثمار الأجنبي 17121 مليون دينار عراقي في عام 2007 وكان هذا العام بداية تداول الأجانب في سوق العراق بعد تفعيل قانون الاستثمار الأجنبي رقم 13 لسنة 2006 والذي سمح بدخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى البلد وتداول أسهم مختلف الشركات الأجنبية، والتي انعكست على ارتفاع حجم التداول في عام 2008 ليصل إلى مليون دينار عراقي وبنسبة تغير بلغت 44.4%

(عيساوي، ٢٠١٦: ٧٧). مع ارتفاع مؤشر سوق العراق (\*) بمقدار 33.072 نقطة لينغلق المؤشر في آخر جلسة من عام 2008 على 58.36 نقطة، بالمقارنة مع 25.288 نقطة عام 2006، وبالتالي انعكس هذا الارتفاع في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية على ارتفاع القيمة السوقية لتصل الى 2.3 تريليون دينار بمقدار زيادة 334 مليون دينار مقارنة مع 1.9 تريليون دينار عام 2006، مع ارتفاع عدد الأسهم المتداولة لتبلغ 151 مليار سهم وبقية تداول بلغت 301 مليار دينار عام 2008، بالمقارنة مع 58 مليون سهم متداول عام 2006 وبقية تداول بلغت 147 مليار دينار، الى جانب ارتفاع عدد الشركات المدرجة لتبلغ 94 عام 2008.

٢. خلال عام 2009 انتقل التداول في سوق العراق للأوراق المالية اعتباراً من جلسة 2009/4/19 واستبدلت اللوحات البلاستيكية بمحطات التداول الالكتروني workstations في مقر السوق وأيضاً في 47 موقع لشركات الوساطة المالية خارج مبنى السوق والتداول يكون عبر شبكة WAN بالإضافة الى موقع هيئة الأوراق المالية الذي يتولى مراقبة التداول، وأصبحت عدد الجلسات خمسة جلسات أسبوعياً وفقاً لنظام التداول الالكتروني Horizon وأصبحت عملية نقل الملكية تتم وفقاً لنظام Equator والتسويات المالية تتم بعد الجلسة مباشرة T+0 (أي ان التسوية المالية والسهمية تتم في نفس الوقت) (سوق العراق للأوراق المالية، ٢٠١٢: ١)، الأمر الذي انعكس على تطور مؤشرات السوق فقد أغلق مؤشر سوق العراق لأسعار الأسهم المتداولة في آخر جلسة من عام 2009 على 100.86 نقطة، وقد أغلق المؤشر في آخر جلسات عام 2010 على 100.98 نقطة مرتفعاً عن إغلاقه لعام 2009 بنسبة 0.12%، والتي انعكست بذلك على ارتفاع القيمة السوقية بنسبة 10% لتصل الى 3446 مليار دينار عام 2010 بالمقارنة مع 3125 مليار دينار عام 2009، مع ارتفاع عدد الأسهم المتداولة بنسبة 21% لتبلغ 255.6 مليار سهم بقيمة 400 مليار عام 2010 بالمقارنة مع 211 مليار سهم وبقية 411 مليار دينار عام 2009، كما بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين الأجانب من أسهم الشركات المتداولة خلال العام 2010 بـ 62.888 مليون دينار، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم بـ 8.319 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار الأجنبي قد ارتفع بما قيمته 54.569 مليار دينار لعام 2010، مقارنة مع 18.4 مليار دينار للعام 2009، في حين بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق العراق 87 شركة نهاية عام 2010 مقابل 85 شركة مدرجة بنهاية عام 2009.

٣. خلال العام 2013 إطلاق سوق العراق للأوراق المالية رقم قياسي جديد (مؤشر السوق) ISX Price Index واعتباراً من شهر شباط 2013 والذي اعتمد على استبعاد الشركات المشطوبة وضعيفة التداول التي كانت في العينة السابقة وإضافة شركة جديدة تمثل قطاع الاتصالات، بلغت قيمة المؤشر في جلسة الأساس 100 نقطة، وبلغت قيمته في آخر جلسة من عام 2013 (113.15)، وقد بلغ عدد الأسهم المتداولة (876) مليار سهم بقيمة (2,8) تريليون دينار، والقيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق بلغت (11,476) تريليون دينار، كما بلغ قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين الأجانب (1149) مليار دينار، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم (169.7) مليار دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار الأجنبي 980 مليار دينار.

(\*) هو رقم قياسي مؤني يعتمد على قياس حركة التغير في أسعار أسهم عينة من الشركات المساهمة التي تتداول أسهمها بانتظام وعددها (٤٠) شركة. وتعتمد طريقة القياس على أساس ثابت هي جلسة ٢٠١٠/١/١٣ لقياس قيمته وأيضاً على أساس متحرك يعتمد مقارنة قيمته في الجلسة الحالية بقيمته في الجلسة التي سبقتها.

٤. عام 2015 أطلق سوق العراق للأوراق المالية نظام التداول الإلكتروني الجديد X-Stream يقوم هذا النظام باحتساب مؤشر السوق ISX60 في كل جلسة لعينة عددها (60) شركة مساهمة مدرجة مقارنة بأسعارها لجلسة الأساس، ثم مقارنة أسعار الجلسة الحالية قياساً بالجلسة السابقة لها، وتعتبر قيمة المؤشر قيمة قياسية لبيان حركة السوق اتجاهياً (المالية، ٢٠١٥: ٦)، أقفل مؤشر السوق ISX60 على 995.944 نقطة في أول جلسة تداول، وأقفل على 730.56 نقطة في آخر جلسة من عام 2015 محققاً انخفاضاً نسبته 26%، وهذا يعزى إلى الدمار الذي ألحقه الإرهاب الداعشي في البنى التحتية والمكونات الرأسمالية المادية المنتجة، وأصبح حجم السكان ممن تحت الفقر يقدر بنحو 30%، مع تراجع مؤشرات الاقتصاد العراقي بعد الانخفاض الكبير في أسعار النفط عامي 2014 و2015 وتحول الاقتصاد من اقتصاد فائض إلى اقتصاد عجز، في وقت كانت العديد من شركات القطاع العام خاسرة ولم تغير من نمط خططها، وبالتالي انعكست بظلالها على انخفاض قيمة الأسهم المشتراة من قبل الأجانب بنسبة 34% قياساً بعام 2014، والتي انعكست بذلك على صافي الاستثمار الأجنبي ليؤشر قيمة سالبة، مع انخفاض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 17% لتبلغ 619 مليار سهم، وانخفاض القيمة السوقية بنسبة 2% مقارنة مع عام 2014.

٥. مع استمرار تأثير انخفاض أسعار النفط عالمياً على مؤشرات الاقتصاد العراقي باعتباره اقتصاد أحادي الجانب في اعتماده على إنتاج وتصدير النفط، وتحقيق عجز الموازنة العامة، مع متطلبات الحرب على العصابات الإرهابية وتحرير الأرض والتي انعكست على تأخر حركة الأموال المعدة للشراء من قبل الأجانب عن طريق المصارف الأجنبية والعراقية والذي أثر على حجم السيولة واستقطاباتها نحو التداول والتأثير في جذب مستثمرين جدد إلى السوق، وعلى أساس ذلك أقفل مؤشر السوق ISX60 على 510.12 نقطة في آخر جلسة من عام 2018 وقياساً مع عام 2017 انخفض المؤشر بنسبة 12%، مع انخفاض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 31% لتبلغ 832 مليار سهم عام 2018، وبالتالي انعكست بذلك على انخفاض قيمة الأسهم لمتداولة بنسبة 48% لتصل إلى 466 مليار دينار مقارنة مع عام 2017 البالغة 900 مليار دينار، ونتيجة لذلك بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين الأجانب من أسهم الشركات المتداولة خلال العام 2018 بـ 52.631 مليار، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم بـ 34.457 مليار دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار الأجنبي قد ارتفع بما قيمته 18.174 مليار لعام 2018، قياساً مع 15.508 مليار دينار للعام 2017، إلى جانب ارتفاع عدد الشركات المدرجة في سوق العراق لتصل إلى 104 شركة بنهاية 2018 مقابل 101 شركة مدرجة بنهاية عام 2017. وعلى أساس ذلك يلاحظ ارتفاع القيمة السوقية بنسبة 6% لتصل إلى 11.350 تريليون دينار قياساً بعام 2017.

ومن هنا نلاحظ بسبب تفعيل قانون الاستثمار الأجنبي رقم 13 لسنة 2006 والذي سمح بدخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى البلد وتداول أسهم مختلف الشركات الأجنبية وتنفيذ نشاط التداول الإلكتروني وتفعيل قاعدة بيانات السوق، كل هذه الأسباب التي أفضت إلى زيادة القيمة السوقية خلال المدة 2006-2018، والتي انعكست بظلالها على ارتفاع عدد الأسهم المتداولة، وهي حالة طبيعية في السوق نتيجة زيادة عدد الشركات المتداولة، وعلى الرغم من إتباع خطوات الإصلاح المالي وزيادة القيمة السوقية وعدد الشركات والأسهم وحصول بعض التطورات في عمل سوق الأوراق المالية، إلا إن دور السوق ما زال محدوداً في الاقتصاد الوطني. وإن المشكلة الأساسية هي عدم النهوض في القطاع الخاص وكذلك ضعف إجراءات الحوكمة التي تعزز ثقة المستثمرين، وضعف القدرة التنافسية للمنتجات العراقية، إضافة إلى سيطرة الدولة وإشرافها شبه



المباشر على القطاع الخاص من خلال شبكة من التعليمات والضوابط التي تضعها الدولة اتجاه القطاع الخاص، مما حال دون قيام القطاع الخاص بدوره في تعبئة مدخرات الأفراد بغية استثمارها في مشروعات استثمارية كبيرة، بالإضافة إلى ضبابية المناخ الاستثماري وشيوع عدم الثقة في سياسات الدولة اتجاه القطاع الخاص (سوق العراق للأوراق المالية، ٢٠١٨: ٦).

كما ان الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي يبلغ عددها (104) شركة وتبلغ القيمة السوقية لها (11) تريليون دينار، وهي شركات ضعيفة النشاط وإن النسبة الأعلى في التداولات تكون لقطاع المصارف، حيث يبلغ عدد اسهم هذا القطاع 7.8 تريليون سهم، بنسبة 27% من السوق، بمعنى آخر إن التداولات مركزة في عدد قليل من الشركات المدرجة وهذا مؤشر لضعف فاعلية ونشاط أي سوق مالي، وهذا لا يساعد على جذب أعداد كبيرة من المستثمرين الأجانب، إضافة الى عدم الاستقرار جعلت من الاحتمال ان يتخذ المستثمر قرارات مفاجئة بالمغادرة لذلك يطلق على هذا النوع من الاستثمارات عادة اسم الأموال الساخنة (سوق العراق للأوراق المالية، ٢٠١٨: ٦). كما شهد سوق الأوراق المالية في العراق ضعف في أداء القطاعات الإنتاجية والصناعية والزراعية مقابل هيمنة قطاع المصارف والاتصالات من حيث حجم التداول وعدد الأسهم في السوق، وبالإضافة إلى ضعف أداء القطاع المصرفي حيث ان النشاط المصرفي يتركز في عمليات التحويل الخارجي وتمويل التجارة. الى جانب عدم وجود المؤسسات الصانعة للسوق من خلال صناديق الاستثمار، وبيوت الإصدار، والمصارف التي تعمل وفق مفهوم الصيرفة الشاملة التي تساهم في بناء الشركات المساهمة بالتعاون مع القطاع الخاص (سوق العراق للأوراق المالية، ٢٠١٨: ٦).

الجدول (١): تطور مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية

السنة	مؤشرات الأسعار المحلية (نقطة)	القيمة السوقية (ترليون دينار)	عدد الاسهم المتداولة (مليار سهم)	حجم التداول (مليار دينار)	صافي استثمار الأجانب (مليار دينار)	عدد الشركات المدرجة	قيمة الأسهم المشتراة (مليار دينار)	قيمة الأسهم المباعة (مليار دينار)
2006	25.288	1.949	0.058	147	-	93	-	-
2007	34.59	2.129	153	427	-	94	-	-
2008	58.36	2.283	151	301	-	94	-	-
2009	100.86	3.125	211.3	412	18.362	91	19.372	1.010
2010	100.98	3.446	255.6	400	54.569	85	62.888	8.319
2011	136.03	4.930	492	941	127.652	87	176.499	48.847
2012	125.02	5.597	626	894	-2.037	85	54.048	56.085
2013	113.15	11.476	876	2845	980.154	83	1149.808	169.654
2014	92	9.546	746	901	30.019	83	112.548	82.529
2015	730.56	9.265	619	495	-40.299	98	73.203	113.502
2016	649.48	9.355	1038	516	15.261	97	53.835	38.574
2017	580.54	10.721	1215	900	15.508	101	62.077	46.569
2018	510.12	11.350	832	466	18.174	104	52.631	34.457

المصدر:

- وزارة التخطيط، الجهاز المركزي للإحصاء.

- سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، سنوات مختلفة.

**المطلب الثالث: قياس أثر الاستثمار الأجنبي في فاعلية سوق العراق للأوراق المالية**  
 أولاً. **توصيف متغيرات الأنموذج:** استخدمت هذه الدراسة مجموعة من المتغيرات بما يتوافق مع واقع الاقتصاد العراقي والسياسات المطبقة فيه خصوصاً بعد عام 2003 من تحول نحو تكيف السياسة الاقتصادية باتجاه المزيد من الانفتاح وتهيئة المناخ لجذب اكبر قدر من الاستثمارات باتجاه دفع عملية النمو الاقتصادي، ولبيان دور العولمة المالية وأثرها على سوق العراق للأوراق المالية والنمو الاقتصادي، يجب توصيف وصياغة الأنموذج المعبر عن نمط هذه العلاقة والتي يمكن اعتبارها من أصعب مراحل البحث الكمي، من خلال توصيف دقيق للمتغيرات التي يتضمنها الأنموذج، الى جانب تحديد المتغيرات الرئيسية، وباستخدام أساليب الاقتصاد القياسي (Econometrics) الذي يعد الأداة الرئيسية لإعطاء النظرية الاقتصادية جانبها التطبيقي والذي يساعد على اختبار الفرضيات الإحصائية والقياسية على النحو الذي يقربها إلى الواقع لتكون أكثر منطقية. وذلك من خلال تحليل السلاسل الزمنية باستخدام اختبارات سكون السلاسل الزمنية والتكامل المشترك، وقد تم الاعتماد في تقدير معالم الأنموذج على بيانات المتغيرات من أعداد مختلفة من النشرة الإحصائية السنوية لسوق العراق للأوراق المالية، بواقع 108 مشاهدة تتراوح ما بين (2010.m1-2018. M12 بيانات شهرية) باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews 7.1)، لتحليل المتغيرات المستخدمة في الدراسة، المتغيرات التابعة (MV، MG، TV، TG، INDEX) أما المتغيرات المستقلة فهي (VSSF، VSBF).

حيث إن:

١. القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية (MV): وهو مجموع الأسهم أو السندات المدرجة في السوق مضروباً بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويعد هذا المؤشر بمثابة مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل على ارتفاع حجم السوق.
٢. العمق المالي (MG): وهو أحد مؤشرات السيولة التي توفرها السوق المالية، وهي تعكس مدى إسهام السوق في الناتج المحلي الإجمالي من خلال قيمتها السوقية.
٣. حجم التداول لسوق العراق للأوراق المالية (TV): هو قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة، بمعنى القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال فترة زمنية معينة، ويعد حجم التداول مؤشراً جيداً يعكس مستوى نشاط السوق المالية ودرجة سيولتها.
٤. نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي (TG): يستخدم هذا المؤشر للكشف عن مدى تأثير سيولة السوق المالية في معدل النمو الاقتصادي.
٥. مؤشر السوق (INDEX): هو عبارة عن مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق، يأخذ بنظر الاعتبار مجموعة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في السوق لغرض استخدامها كمقياس للحركة العامة في سوق العراق للأوراق المالية.
٦. قيمة الأسهم المشتراة من قبل الأجانب (VSBF): هو التدفق الداخلي للاستثمار الأجنبي في الأسهم والسندات لشركات خارج الحدود الوطنية في سوق العراق للأوراق المالية، والتي تؤدي إلى إنشاء رقم ايجابي للتدفقات الاستثمارية، ويعد هذا المؤشر أحد نتائج العولمة المالية.
٧. قيمة الأسهم المباعة من قبل الأجانب (VSSF): هو التدفق الخارجي للاستثمار الأجنبي في الأسهم والسندات لشركات خارج الحدود الوطنية في سوق العراق للأوراق المالية، والتي تؤدي إلى إنشاء رقم سلبي للتدفقات الاستثمارية.

## ثانياً. نتائج التحليل القياسي:

تحليل سكون السلاسل الزمنية (Stationary Tests): لتحقق من سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية المستخدمة في التحليل فقد تم استعمال طريقة أو اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) واختبار فليبس-بيرون (PP) واختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية التي تستند إلى فرضية العدم ( $H_0: \beta=0$ ) التي تنص بان السلسلة الزمنية لمتغير ما غير ساكنة (يوجد فيها جذر وحدة)، مقابل الفرضية البديلة ( $H_0: \beta=0$ ) التي تنص على سكون السلسلة الزمنية.

وتشير نتائج التقدير الموضحة في الجدولين (٢ و ٣) لاختبار ديكي-فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller test) واختبار فليبس-بيرون (Phillips-Perron)، إلى إن السلاسل الزمنية للاستثمار الأجنبي والمتمثلة بقيمة الأسهم المشتراة من قبل الأجانب (VSBF) وقيمة الأسهم المباعة من قبل الأجانب (VSSF) في سوق العراق للأوراق المالية إن السلسلتين ساكنة عند المستوى مع وجود (حد ثابت، حد ثابت واتجاه عام، بدون حد ثابت واتجاه عام) إذ سجلت قيمة prob أقل من 0.05 مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرض البديل الذي ينص على سكون متغيرات الاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية عند المستوى At Level، إما بالنسبة لمتغير القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية (MV) كان غير ساكن عند المستوى بسبب كون قيمة prob أعلى من 0.1 سواء كان ذلك بوجود حد ثابت، أم حد ثابت واتجاه عام، أم بدون حد ثابت واتجاه عام، وعند حسابنا للفروق الأولى للمتغير كانت قيمة prob أقل من 0.1 وعند أي مستوى من مستويات المعنوية (1% و 5% و 10%) وهي ساكنة عند الحالات (حد ثابت، حد ثابت واتجاه عام، بدون حد ثابت واتجاه عام) أي إن المتغير ساكن عند الفرق الأول مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة بسكون السلسلة الزمنية عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الرتبة الأولى  $I(1)$  وإن السلسلة لا تحتوي على مشكلة جذر الوحدة. في حين إشارة نتائج التقدير إلى سكون السلسلتين الزمنية لمؤشر السيولة (TG) (نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي)، وحجم التداول لسوق العراق للأوراق المالية (TV) عند المستوى مع وجود (حد ثابت، حد ثابت واتجاه عام، بدون حد ثابت واتجاه عام) إذا سجلت قيمة prob أقل من 0.05 مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرض البديل الذي ينص على سكون مؤشر السيولة وحجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية عند المستوى At Level. أما بالنسبة لمتغيرات العمق المالي (MG) ومؤشر السوق (INDEX) كانت غير ساكن عند المستوى بسبب كون قيمة prob أعلى من 0.1 سواء كان ذلك بوجود حد ثابت، أم حد ثابت واتجاه عام، أم بدون حد ثابت واتجاه عام، وعند حسابنا للفروق الأولى للمتغيرات كانت قيمة prob أقل من 0.1 وعند أي مستوى من مستويات المعنوية (1% و 5% و 10%) وهي ساكنة عند الحالات (حد ثابت، حد ثابت واتجاه عام، بدون حد ثابت واتجاه عام) أي إن المتغيرات ساكن عند الفرق الأول مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة بسكون السلاسل الزمنية عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الرتبة الأولى  $I(1)$  وإن السلاسل الزمنية لا تحتوي على مشكلة جذر الوحدة.

الجدول (٢): نتائج اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) لجذر الوحدة

المتغير	المستوى			الفروق الاولى		
	وجود حد ثابت فقط	وجود حد ثابت واتجاه عام	بدون حد ثابت ولا اتجاه عام	وجود حد ثابت فقط	وجود حد ثابت واتجاه عام	بدون حد ثابت ولا اتجاه عام
	Prob*	Prob*	Prob*	Prob*	Prob*	Prob*
VSBF	-10.34902 (0.0000)	-10.34798 (0.0000)	-10.12136 (0.0000)			
VSSF	-9.614544 (0.0000)	-9.572341 (0.0000)	-7.917426 (0.0000)			
MV	-1.460261 (0.5499)	-1.810452 (0.6929)	0.470305 (0.8148)	-9.927677 (0.0000)	-9.893890 (0.0000)	-9.865405 (0.0000)
TG	-9.124014 (0.0000)	-9.172956 (0.0000)	-7.448924 (0.0000)			
TV	-8.980441 (0.0000)	-9.004135 (0.0000)	-7.657856 (0.0000)			
MG	-1.504215 (0.5278)	-2.365444 (0.3954)	0.303924 (0.7719)	-11.72126 (0.0000)	-11.67728 (0.0000)	-11.68404 (0.0000)
INDEX	-1.743871 (0.4064)	-2.414366 (0.3701)	-0.751037 (0.3888)	-11.58981 (0.0000)	-11.53953 (0.0000)	-11.62143 (0.0000)

المصدر: إعداد الباحثان باستخدام برنامج Eviews.

\*\* القيمة النظرية MacKinnon (1996) one-sided p-values ومستوى الدلالة المعتمد للمقارنة 0.05.

ملاحظة: تم تحديد فترات الإبطاء أوتوماتيكيا وفق معيار AIC Akaike بالنسبة لاختبار ADF.

الجدول (٣): نتائج اختبار فيليبس-بيرون (PP) لجذر الوحدة

المتغير	المستوى			الفروق الاولى		
	وجود حد ثابت فقط	وجود حد ثابت واتجاه عام	بدون حد ثابت ولا اتجاه عام	وجود حد ثابت فقط	وجود حد ثابت واتجاه عام	بدون حد ثابت ولا اتجاه عام
	Prob*	Prob*	Prob*	Prob*	Prob*	Prob*
VSBF	-10.34902 (0.0000)	-10.34811 (0.0000)	-10.12295 (0.0000)			
VSSF	-9.648835 (0.0000)	-9.607420 (0.0000)	-8.690544 (0.0000)			
MV	-1.543675 (0.5078)	-2.046118 (0.5693)	0.367544 (0.7889)	-9.954966 (0.0000)	-9.921237 (0.0000)	-9.905089 (0.0000)
TG	-9.180108 (0.0000)	-9.192812 (0.0000)	-8.019132 (0.0000)			
TV	-9.056297 (0.0000)	-9.068421 (0.0000)	-8.193061 (0.0000)			
MG	-1.463551 (0.5483)	-2.562401 (0.2983)	0.369563 (0.7894)	-11.64707 (0.0000)	-11.60668 (0.0000)	-11.60609 (0.0000)
INDEX	-1.716915 (0.4199)	-2.572351 (0.2938)	-0.692083 (0.4149)	-11.54896 (0.0000)	-11.50097 (0.0000)	-11.57673 (0.0000)

المصدر: إعداد الباحثان باستخدام برنامج Eviews.

\*\* القيمة النظرية MacKinnon (1996) one-sided p-values ومستوى الدلالة المعتمد للمقارنة 0.05.

ملاحظة: تم تحديد فترات الإبطاء وفق معيار Bartlett Kernel وعرض نطاق ترددي يتحدد أوتوماتيكيا باستخدام Newey-West.

ثالثاً. اختبار التكامل المشترك (Cointegration Test): بعد تحليل سكون السلاسل الزمنية، توصلنا إلى إن بعض متغيرات الدراسة ساكنة عند المستوى والبعض الآخر ساكنة عند الفرق

الأول، مما يدل على احتمال وجود تكامل مشترك بين هذه المتغيرات وبالتالي يضمن استمرارية مسار هذا التكامل بالمدى الطويل، وللتأكد من إمكانية وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، سنقوم باختبار التكامل المشترك بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة كلاً على حدة، وبما إن نموذج (ARDL) يعمل في بيانات المستوى والفرق الأول أو مزيج بين الاثنين ويعد من أكثر كفاءة وأكفاً تقديراً للمعلّات الطويلة والقصيرة الأجل، لذا أصبح من الضروري استخدام اختبار الحدود Bound Test لاختبار وجود التكامل المشترك بين متغيرات النموذج وكانت النتائج كما يلي:

١. **علاقة القيمة السوقية والاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية:** إن أول خطوة يتم التوجه إليها في تقدير نموذج (ARDL) هو أن نقوم بأجراء اختبار الحدود The Bound Test للتأكد من وجود أو عدم وجود التكامل المشترك بين المتغيرات (علاقة توازنية طويلة الأجل)، ويتم هنا اختبار فرضية العدم مقابل الفرضية البديلة التي تنص على وجود التكامل المشترك (العلاقة التوازنية طويلة الأجل) بين المتغيرات، ويتم ذلك باستعمال اختبار F-Statistic، وتبين لنا من نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك في الجدول (٤)، أن القيمة المحسوبة لاختبار (F) والبالغة (0.713888) هي أقل من قيم الحدود العليا الجدولية  $I \sim 1$  والحدود الدنيا  $I \sim 0$  لقيم إحصائية (F) وفقاً لحجم العينة ودرجة الحرية ومستوى المعنوية (1% و 5% و 10%) وهذا يشير إلى عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة، أي نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة القائلة بعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين القيمة السوقية والاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية. وهذا يتوافق مع الواقع الاقتصادي الذي يؤكد أن الشركات المدرجة في سوق العراق التي يبلغ عددها (104) شركة وتبلغ القيمة السوقية لها (11) تريليون دينار، هي شركات ضعيفة النشاط لذا نجد أن النسبة الأعلى في التداولات تكون في قطاع المصارف، حيث يبلغ عدد أسهم هذا القطاع 7.8 تريليون سهم، بنسبة 72% من السوق، بمعنى آخر إن التداولات مركزة في عدد قليل من الشركات المدرجة وهذا مؤشر لضعف فاعلية ونشاط أي سوق مالي، وهذا لا يساعد على جذب أعداد كبيرة من المستثمرين الأجانب وبالتالي فإن تأثير الاستثمار الأجنبي في سوق العراق هو تأثير محدود، إضافة إلى عدم الاستقرار جعلت من الاحتمال أن يتخذ المستثمر قرارات مفاجئة بالمغادرة لذلك يطلق على هذا النوع من الاستثمارات عادة اسم الأموال الساخنة.

الجدول (٤): نتائج تقدير العلاقة بين القيمة السوقية والاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية بموجب نموذج ARDL (ARDL Bounds Test)

Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
Test Statistic	Value	k
F-statistic	0.713888	2
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	3.17	4.14
5%	3.79	4.85
2.5%	4.41	5.52
1%	5.15	6.36

المصدر: من عمل الباحثان بالاستناد إلى نتائج البرنامج الإحصائي Eviews.

٢. علاقة مؤشر السوق بالاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية: تشير نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك في الجدول (٥)، إن القيمة المحسوبة لاختبار (F) والبالغة (1.211055) هي أقل من قيم الحدود العليا الجدولية والحدود الدنيا لقيم إحصائية (F) وفقاً لحجم العينة ودرجة الحرية ومستوى المعنوية (1% و 5% و 10%) وهذا يشير إلى عدم وجود تكامل مشترك بين مؤشر السوق والاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية، أي نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة القائلة بعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل.

وهذا يتوافق مع الواقع الاقتصادي نتيجة لضعف أداء القطاعات الإنتاجية والصناعية والزراعية مقابل هيمنة قطاع المصارف والاتصالات من حيث حجم التداول وعدد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، وبالإضافة إلى ضعف أداء القطاع المصرفي حيث كان النشاط المصرفي يتركز في عمليات التحويل الخارجي وتمويل التجارة، إلى جانب غياب المؤسسات الساندة التي تعمل على تقليل من حدة التقلبات في الأسعار وتخفيض المخاطر وزيادة سرعة التداول، كذلك نتيجة لسيادة النمط العائلي للشركات المساهمة وامتلاك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم الشركات، فضلاً عن ذلك التركيز على إصدار السندات من قبل الدولة ومؤسساتها وضيق نطاق السوق، جعل من الاستثمار الأجنبي لا يمكن أن يؤدي دوره المطلوب في تحفيز أو الارتقاء في مؤشر الأسعار لسوق العراق للأوراق المالية في ظل غياب البيئة الاستثمارية وفقدان الثقة بها.

الجدول (٥): نتائج تقدير العلاقة بين مؤشر السوق والاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية بموجب نموذج (ARDL)

ARDL Bounds Test		
Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
Test Statistic	Value	k
F-statistic	1.211055	2
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	3.17	4.14
5%	3.79	4.85
2.5%	4.41	5.52
1%	5.15	6.36

المصدر: من عمل الباحثان بالاستناد إلى نتائج البرنامج الإحصائي Eviews.

٣. علاقة العمق المالي بالاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية: تشير نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك في الجدول (٦)، إن القيمة المحسوبة لاختبار (F) والبالغة (15.76843) وهي أكبر من قيم الحدود العليا الجدولية I~1 والحدود الدنيا I~0 لقيم إحصائية (F) وفقاً لحجم العينة ودرجة الحرية ومستوى المعنوية (1% و 5% و 10%) وهذا يشير إلى وجود تكامل مشترك بين العمق المالي والاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية، أي نرفض فرضية العدم ونقبل بالفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل.

وبعد التأكد من وجود تكامل مشترك طبقاً لاختبار الحدود نذهب نحو تحديد العلاقة قصيرة والعلاقة طويلة الأجل من خلال إجراء منهجية تصحيح الخطأ (ECM) وفقاً لمنهجية (ARDL)،

ومنه يتضح ان معامل تصحيح الخطأ (-1) CointEq كانت قيمة سالبة وغير معنوية بلغت (-0.006290) وهذا يؤشر عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والتابعة. كما تشير معادلة الأجل الطويل إلى عدم معنوية المعالم المقدرة للأنموذج بمعنى لا يوجد لها أي تأثير على المدى الطويل. وهذا يتوافق مع الواقع الاقتصادي الذي يؤكد أن سوق العراق للأوراق المالية يعاني من ضعف في طبيعة عمله وانحسار مركزه المالي وبالتالي عدم قدرتها على تحفيز النشاط الاقتصادي واستقطاب رؤوس الأموال خاصة في المجالات الإنتاجية، نتيجة حداثة تجربة العراق بما يتعلق بعمل أسواق الأوراق المالية وغياب الوعي الاستثماري والادخاري، وانخفاض الدخل وعدم وجود سياسة ناجحة تشجع الاستثمار، إلى جانب انخفاض معدلات النمو الاقتصادي بسبب عدم الاستقرار في كافة المجالات السياسية الاقتصادية الاجتماعية والبنى التحتية التي لازالت تعاني من التدمير الهائل بسبب اثار الحروب والنزاعات الداخلية المستمرة التي أضفت بطابعها السلبي على واقع الاقتصاد.

الجدول (٦): نتائج تقدير العلاقة بين العمق المالي والاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق

المالية بموجب نموذج (ARDL)

ARDL Bounds Test		
Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
Test Statistic	Value	k
F-statistic	15.76843	2
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	3.17	4.14
5%	3.79	4.85
2.5%	4.41	5.52
1%	5.15	6.36

ARDL Cointegrating And Long Run Form				
Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MG(-1))	-0.208568	0.096188	-2.168338	0.0325
D(VSBF)	0.000000	0.000000	6.613370	0.0000
D(VSSF)	-0.000000	0.000000	-2.014090	0.0467
CointEq(-1)	-0.006290	0.018820	-0.334204	0.7389
Cointeq = MG - (0.0000*VSBF - 0.0000*VSSF + 78.7028 )				
Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VSBF	0.000000	0.000000	0.330044	0.7421
VSSF	-0.000000	0.000000	-0.319557	0.7500
C	78.702805	125.843927	0.625400	0.5331

المصدر: من عمل الباحثان بالاستناد إلى نتائج البرنامج الإحصائي Eviews.

٤. علاقة حجم التداول بالاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية: يوضح الجدول (٧) نتائج اختبار الحدود The Bound Test، ولغرض التأكد من وجود أو عدم وجود التكامل المشترك بين قيمة التداول والاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية، من خلال اختبار فرضية عدم مقابل الفرضية البديلة التي تنص على وجود التكامل المشترك (العلاقة التوازنية طويلة الأجل) بين المتغيرات، وباستعمال اختبار F-Statistic، تبين لنا ان القيمة المحتسبة لاختبار (F) والبالغة (20.85519) وهي اكبر من قيم الحدود العليا الجدولية  $I \sim 1$  والحدود الدنيا  $I \sim 0$  لقيم إحصائية (F) وفقاً لحجم العينة ودرجة الحرية ومستوى المعنوية (1% و 5% و 10%) وهذا يشير الى وجود تكامل مشترك بين حجم التداول والاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية، أي نرفض فرضية عدم ونقبل بالفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل.

وبعد التأكد من وجود تكامل مشترك طبقاً لاختبار الحدود نذهب نحو تحديد العلاقة قصيرة والعلاقة طويلة الأجل من خلال إجراء منهجية تصحيح الخطأ (ECM) وفقاً لمنهجية (ARDL)، ومنه يتضح ان معامل تصحيح الخطأ  $CointEq (-1)$  كانت قيمة سالبة ومعنوية واقل من الواحد الصحيح بلغت (-0.599785) وبمستوى معنوية اقل من 1% وهذا يؤشر وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة والتابعة، وان 59.9% من نسبة الاختلال في التوازن في الفترة السابقة يتم تصحيحها في الفترة اللاحقة بعد حدوث أي صدمة تتعرض لها المتغيرات المستقل وتؤثر على المتغير التابع. إما الاختبارات القياسية فقد أوضحت النتائج بان النموذج المقدر خال من مشكلة الارتباط الذاتي بدلالة اختبار Breusch-Godfrey Correlation LM Test إذ بلغت قيمة  $prob.chi-squaer (0.2469)$  وهي اكبر من 0.05 أي نقبل فرضية عدم التي تنص على ان البواقي ليست مرتبطة ارتباطاً ذاتياً، ولتأكد من ان البواقي لا تعاني من مشكلة اختلاف التباين نجد ان قيمة  $chi-squaer$  لاختبار Heteroskedasticity Test: ARCH قد بلغت (0.1409) وهي اكبر من 0.05 وعليه نقبل بفرضية عدم القائلة بتجانس البواقي وعدم احتوائها على مشكلة عدم تجانس التباين. وهذا ما يؤكد التأثير الايجابي للاستثمار الأجنبي على حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية، نتيجة لتفعيل قانون الاستثمار رقم 13 لسنة 2006 والذي سمح بدخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى البلد وتداول أسهم مختلف الشركات الأجنبية والذي أدى إلى زيادة تداول الأوراق المالية لغير العراقيين في سوق الأوراق المالية العراقي، إضافة إلى استحداث نظام التداول الالكتروني، كان من أسباب تأثير الاستثمار الأجنبي بشكل فاعل في سوق العراق للأوراق المالية من خلال حجم التداول، اذ أن الآليات التقليدية للتداول لا يمكن المستثمرين من الدخول في السوق والتداول فيها عن بعد وهم خارج السوق، وهذا من شأنه أن يقلل من إقبال المستثمرين على التداول ويسبب ضعف أحجام التداول.



الجدول (٧): نتائج تقدير العلاقة بين حجم التداول والاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية بموجب نموذج (ARDL)

ARDL Bounds Test				
Null Hypothesis: No long-run relationships exist				
Test Statistic	Value	k		
F-statistic	20.85519	2		
Critical Value Bounds				
Significance	I0 Bound	I1 Bound		
10%	3.17	4.14		
5%	3.79	4.85		
2.5%	4.41	5.52		
1%	5.15	6.36		
ARDL Cointegrating And Long Run Form				
Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TV(-1))	-0.047269	0.027900	-1.694218	0.0934
D(TV(-2))	-0.077671	0.019459	-3.991548	0.0001
D(VSBF)	1.496979	0.058832	25.444871	0.0000
D(VSSF)	0.655801	0.543161	1.207379	0.2302
CointEq(-1)	-0.599785	0.083615	-7.173145	0.0000
Cointeq = TV - (1.8267*VSBF + 1.0934*VSSF + 40041650306.2491 )				
Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VSBF	1.826660	0.142836	12.788506	0.0000
VSSF	1.093394	0.921771	1.186188	0.2384
C	40041650306.249087	6658433306.674725	6.013674	0.0000
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	1.313867	Prob. F (2,96)		0.2736
Obs*R-squared	2.797510	Prob. Chi-Square (2)		0.2469
Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	1.977911	Prob. F (2,100)		0.1437
Obs*R-squared	3.919450	Prob. Chi-Square (2)		0.1409

المصدر: من عمل الباحثان بالاستناد إلى نتائج البرنامج الإحصائي Eviews.

٥. علاقة مؤشر السيولة بالاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية: تشر نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك The Bound Test والموضحة في الجدول (٨) ان القيمة المحسوبة لاختبار (F) والبالغة (21.89184) وهي أكبر من قيم الحدود العليا الجدولية I~1 والحدود الدنيا I~0 لقيم إحصائية (F) وفقاً لحجم العينة ودرجة الحرية ومستوى المعنوية (1% و 5% و 10%) وهذا يشير الى وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة، أي نرفض فرضية عدم ونقبل

بالفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشر السيولة والاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية.

وبعد التأكد من وجود تكامل مشترك طبقاً لاختبار الحدود نذهب نحو تحديد العلاقة قصيرة والعلاقة طويلة الأجل من خلال إجراء منهجية تصحيح الخطأ (ECM) وفقاً لمنجية (ARDL)، ومنه يتضح ان معامل تصحيح الخطأ (-1) CointEq كانت قيمة سالبة ومعنوية بلغت (-0.709371) وبمستوى معنوية اقل من 1% وهذا يؤشر وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة والتابعة، كما تكشف هناك تصحيح خطأ من المدى القصير الى المدى الطويل بسرعة تصل الى 70.9%.

إما الاختبارات القياسية فقد أوضحت النتائج بان النموذج المقدر خال من مشكلة الارتباط الذاتي بدلالة اختبار Breusch-Godfrey Correlation LM Test إذ بلغت قيمة prob.chi-squaer (0.3392) وهي اكبر من 0.05 أي نقبل فرضية العدم التي تنص على ان البواقي ليست مرتبطة ارتباطاً ذاتياً ، ولتأكد من ان البواقي لا تعاني من مشكلة اختلاف التباين نجد ان قيمة chi-squaer لاختبار Hetreioskedasticity Test: ARCH قد بلغت (0.1689) وهي اكبر من 0.05 وعليه نقبل بفرضية العدم القائلة بتجانس البواقي وعدم احتوائها على مشكلة عدم تجانس التباين.

وهذا يؤكد العلاقة الايجابية التي مارسها الاستثمار الأجنبي على مؤشر السيولة في سوق العراق، نتيجة لزيادة حجم التداول (حيث أصبح المستثمرين في هذا السوق يبحثون عن الأرباح السريعة ومنهم إدارات المصارف الخاصة التي لها شركة استثمار مالي)، إضافة إلى مبادرة البنك المركزي العراقي لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة وتخصيص 6.5 تريليون دينار لهذا الغرض بغية تحقيق الهدف الاقتصادي والاجتماعي من هذه المبادرة، والتي انعكست بظلالها على مؤشر السيولة في سوق العراق، الى جانب الاستفادة من إطلاق البنك المركزي لسندات حكومية بفائدة 8% ولفترة سنتين بغرض تسديد مستحقات المقاولين واعتبارها سندات ضمان لمنحهم التسهيلات المصرفية بكافة أنواعها من قبل المصارف، إضافة إلى تشجيع المواطنين على اقتنائها بهدف سحب السيولة لأغراض التداول النقدي الداخلي، والتي انعكس بظلالها على مؤشر السيولة. الجدول (٨): نتائج تقدير العلاقة بين مؤشر السيولة والاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق

المالية بموجب نموذج (ARDL)

ARDL Bounds Test		
Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
Test Statistic	Value	k
F-statistic	21.89184	2
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	3.17	4.14
5%	3.79	4.85
2.5%	4.41	5.52
1%	5.15	6.36

ARDL Cointegrating And Long Run Form				
Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VSBF)	0.000000	0.000000	21.459183	0.0000
D(VSBF(-1))	0.000000	0.000000	1.227852	0.2224
D(VSBF(-2))	-0.000000	0.000000	-3.015742	0.0033
D(VSSF)	0.000000	0.000000	1.271587	0.2065
CointEq (-1)	-0.709371	0.092966	-7.630391	0.0000
Cointeq = TG - (0.0000*VSBF + 0.0000*VSSF + 0.2269 )				
Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VSBF	0.000000	0.000000	12.289043	0.0000
VSSF	0.000000	0.000000	1.233029	0.2205
C	0.226935	0.028853	7.865167	0.0000
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	1.009358	Prob. F (2,96)		0.3683
Obs*R-squared	2.162498	Prob. Chi-Square (2)		0.3392
Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	1.890805	Prob. F(1,102)		0.1721
Obs*R-squared	1.892793	Prob. Chi-Square(1)		0.1689

المصدر: من عمل الباحثان بالاستناد إلى نتائج البرنامج الإحصائي Eviews.

وبعد القياس والتحليل يتبين لنا، إن أداء سوق العراق للأوراق المالية شهد تحسناً من حيث حجم التداول ومؤشر السيولة والقيمة السوقية ومؤشر السوق والعمق المالي نتيجةً لتفعيل قانون الاستثمار الأجنبي رقم 13 لسنة 2006 والذي سمح بدخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى البلد وتداول أسهم مختلف الشركات الأجنبية وتنفيذ نشاط التداول الإلكتروني وتفعيل قاعدة بيانات السوق، إلا إن دور الاستثمار الأجنبي ما يزال محدود في الاقتصاد الوطني بشكل عام وفي سوق العراق للأوراق المالية بشكل خاص نتيجةً إلى ضعف مساهمة القطاع الخاص. إلى جانب حداثة تجربة العراق بما يتعلق بعمل أسواق الأوراق المالية وغياب الوعي الاستثماري، وانخفاض الدخل وعدم وجود سياسة ناجحة تشجع الاستثمار، إلى جانب انخفاض معدلات النمو الاقتصادي بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي الذي يشهده البلد، والذي يعد العامل الأساسي في ضعف قدرته على جذب التدفقات الرأسمالية عموماً والاستثمارات الأجنبية المباشرة على وجه الخصوص، وهذا يؤثر نقاط ضعف يجب تجاوزها لتعزيز الاستثمارات الأجنبية كمدخل محوري لمواجهة تحديات النمو الاقتصادي.

وفي ضوء ما تقدم يمكن القول إن دور سوق العراق للأوراق المالية ما زال محدود في الاقتصاد الوطني، وعلى الرغم من إتباع خطوات الإصلاح المالي وزيادة القيمة السوقية وعدد

الشركات والأسهم وحصول بعض التطورات في عمل سوق الأوراق المالية. بسبب ضعف مساهمة القطاع الخاص وكذلك ضعف إجراءات الحوكمة التي تعزز ثقة المستثمرين، وضعف القدرة التنافسية بالإضافة إلى ضبابية المناخ الاستثماري وشيوع عدم الثقة في سياسات الدولة اتجاه القطاع الخاص. الى جانب ضعف أداء القطاعات الإنتاجية والصناعية والزراعية مقابل هيمنة قطاع المصارف والاتصالات من حيث حجم التداول وعدد الأسهم في السوق، وبالإضافة إلى ضعف أداء القطاع المصرفي حيث ان النشاط المصرفي يتركز في عمليات التحويل الخارجي وتمويل التجارة. الى جانب عدم وجود المؤسسات الصانعة للسوق من خلال صناديق الاستثمار، وبيوت الإصدار، والمصارف التي تعمل وفق مفهوم الصيرفة الشاملة التي تساهم في بناء الشركات المساهمة بالتعاون مع القطاع الخاص.

#### الاستنتاجات والتوصيات:

##### أولاً. الاستنتاجات:

١. ان تفعيل قانون الاستثمار الأجنبي رقم 13 لسنة 2006 والذي سمح بدخول رؤوس الأموال الأجنبية الى البلد وتداول أسهم مختلف الشركات الأجنبية وتنفيذ نشاط التداول الالكتروني وتفعيل قاعدة بيانات السوق، انعكست بظلالها على ارتفاع مؤشرات السوق، وحصول بعض التطورات في عمل سوق العراق الأوراق المالية، الا إن دور السوق ما زال محدودا في الاقتصاد الوطني. وان المشكلة الأساسية هي عدم النهوض في القطاع الخاص.
٢. إن عدد المستثمرين الأجانب في أسهم سوق العراق للأوراق المالية محدود جدا، نتيجة حداثة تجربة العراق بما يتعلق بعمل أسواق الأوراق المالية وغياب الوعي الاستثماري، وانخفاض الدخل وعدم وجود سياسة ناجحة تشجع الاستثمار، الى جانب انخفاض معدلات النمو الاقتصادي بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي التي تشهده البلد.
٣. ان الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي يبلغ عددها (104) شركة وتبلغ القيمة السوقية لها (11) ترليون دينار، هي شركات ضعيفة النشاط وإن النسبة الأعلى في التداولات تكون لقطاع المصارف، حيث يبلغ عدد اسهم هذا القطاع 7.8 ترليون سهم، بنسبة 72% من السوق، بمعنى آخر إن التداولات مركزة في عدد قليل من الشركات المدرجة وهذا مؤشر لضعف فاعلية ونشاط أي سوق مالي، وهذا لا يساعد على جذب إعداد كبيرة من المستثمرين الأجانب، إضافة الى عدم الاستقرار جعلت من الاحتمال ان يتخذ المستثمر قرارا مفاجئا بالمغادرة لذلك يطلق على هذا النوع من الاستثمارات عادة اسم الأموال الساخنة.
٤. كما شهد سوق العراق للأوراق المالية ضعف في أداء القطاعات الإنتاجية والصناعية والزراعية مقابل هيمنة قطاع المصارف والاتصالات من حيث حجم التداول وعدد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، وبالإضافة إلى ضعف أداء القطاع المصرفي حيث ان النشاط المصرفي يتركز في عمليات التحويل الخارجي وتمويل التجارة. الى جانب عدم وجود المؤسسات الصانعة للسوق من خلال صناديق الاستثمار، وبيوت الإصدار، والمصارف التي تعمل وفق مفهوم الصيرفة الشاملة التي تساهم في بناء الشركات المساهمة بالتعاون مع القطاع الخاص.
٥. اظهر اختبار جذر الوحدة القياسي سكون المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي) والمتغيرات التابعة (العمق المالي، مؤشر السوق، القيمة السوقية) عند الفرق الأول ومؤشر السيولة وحجم التداول عند المستوى.

٦. كشف لنا اختبار الحدود Bound Test بان هناك تكامل مشترك وعلاقة توازنية طويلة الأجل بين الاستثمار الأجنبي وحجم التداول والاستثمار الأجنبي ومؤشر السيولة فقط.

#### ثانياً. التوصيات:

١. تحسين كفاءة سوق العراق للأوراق المالية من خلال تعزيز الأطر القانونية والتنظيمية التي تدير هذه السوق، والتي تنعكس في زيادة التحرير والانفتاح مع الأسواق الدولية نحو سوق مالي متحرر وفاعل قادرة على جذب الاستثمارات الأجنبية.
٢. زيادة عرض وتنوع الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية من خلال اعتماد الإجراءات القانونية اللازمة التي تشجع الشركات على الإدراج في سوق العراق للأوراق المالية، وتشجيع إدراج الأوراق المالية بين الأسواق المالية العربية، مع زيادة الحوافز الضريبية للشركات المدرجة، إضافة إلى تقديم أدوات مالية جديدة.
٣. زيادة وتعزيز الطلب على الأوراق المالية، من خلال زيادة الوعي الاستثماري بشكل عام، وإنشاء صناديق استثمارية لجذب المستثمرين الأقل علمًا، إلى جانب زيادة وتفعيل دور مؤسسات الوسطاء الماليين.
٤. حماية حقوق المستثمرين والحفاظ على استقرار السوق بعيداً عن تقلبات حادة من خلال، توافر المعلومات المالية الكافية فيما يتعلق بأنشطة الشركات وأدائها، مع إجبار الشركات المدرجة على إصدار بيانات مالية تنظيمية خاصة تلك المتعلقة بالإفصاح المالي الكامل.
٥. تعزيز دور سوق العراق للأوراق المالية في التنمية الاقتصادية من خلال إنشاء أدوات وفرص الاستثمار لتشجيع الادخار، وعودة الاستثمارات المغتربة، إضافة إلى امتصاص فائض السيولة الناتج عن ارتفاع أسعار النفط.
٦. المساهمة في تحقيق برامج الخصخصة الحكومية وتنوع مكونات الناتج المحلي الإجمالي.

#### المصادر

##### أولاً. المصادر العربية:

١. أمين المميز، (١٩٨٥)، بغداد كما عرفت، بيروت-لبنان: مكتبة الحضارات.
٢. حنان خالد حنش عيساوي، (٢٠١٦)، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان أنموذجاً، رسالة ماجستير غير منشورة-جامعة القادسية-كلية الإدارة والاقتصاد.
٣. خالد حسين الصوف، (نيسان ٢٠٠٤)، اسواق الاوراق المالية في اقطار عربية مختلفة، مجلة كلية الحقوق، جامعة النهرين، المجلد (٦)، العدد (٩).
٤. سوق العراق للأوراق المالية، (٢٠٠٦)، التقرير السنوي.
٥. سوق العراق للأوراق المالية، (٢٠١٠)، التقرير السنوي.
٦. سوق العراق للأوراق المالية، (٢٠١٢)، التقرير السنوي.
٧. سوق العراق للأوراق المالية، (٢٠١٥)، التقرير السنوي.
٨. سوق العراق للأوراق المالية، (٢٠١٧)، التقرير السنوي.
٩. سوق العراق للأوراق المالية، (٢٠١٨)، التقرير السنوي.
١٠. صلاح الدين محمد أمين، أرشد فؤاد مجيد، (٢٠٠٢)، دور المصارف في صناعة سوق الأوراق المالية/دراسة تطبيقية وتحليلية، الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية والدولية، بحوث

- ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية تحرير د. هناد عبد الغفار السامرائي، د. عماد عبد اللطيف سالم، بغداد، بيت الحكمة.
١١. محمد المبروك ابو زيد، (٢٠٠٩)، الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، الأردن- عمان، مطبعة زمزم للنشر والتوزيع.
١٢. محمد مطر، (٢٠٠٩)، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الأردن، عمان، دار وائل للنشر والتوزيع.
١٣. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات (٢٠٠٨)، تقرير مناخ الاستثمار.
١٤. الوقائع العراقية، ٢٤ / ١٩٧١ / ٠٤، العدد ١٩٩٠.
١٥. الوقائع العراقية، تاريخ العدد ٢٣ / ٠٨ / ١٩٤٣، العدد ٢١١٣.
١٦. الوقائع العراقية، تاريخ العدد ٣١ / ٨ / ١٩٣٦، العدد ١٥٣٣.
- ثانياً. المصادر الأجنبية:**

1. DARŠKUVIENĒ, V., (2010), Financial Markets, Development and Approbation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria.
2. Development, O., (2009), Benchmark Definitio of Foreign Direct Investment, fourth edition.
3. Madura, J., (2008), Financial Institutions and Markets, 8th Edition, Thomson Corporation, China.