



## الدين العام الداخلي وأثره في مؤشر القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق الأوراق المالية للمدة (٢٠٠٥-٢٠٢٤): العراق حالة دراسية

مرتضى راشد صالح<sup>١</sup>

مدرس/ كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة ذي قار/ العراق.

[murtadha-r@utq.edu.iq](mailto:murtadha-r@utq.edu.iq)



### الملخص

فكرة البحث: تقوم فكرة البحث على بيان السند القانوني الذي تستند عليه الإدارة في توجيه العمل الإداري بإصدارها لأمر دون تنوينها كتابة خاصة وأن هذه الأوامر تمثل احد مظاهر ممارسة السلطة داخل الجهاز الإداري في الدولة كما تجسد العلاقة القانونية بين الرئيس ومؤسساته.

الهدف: يهدف البحث الى بيان الاساس القانوني الذي تقوم عليه مشروعية تنفيذ الأمر الإداري الشفهي وتحديد المسؤولية القانونية عن تنفيذ الأمر الإداري الشفهي غير المشروع.

المنهجية: ان المنهج المتبع في هذا البحث هو المنهج التحليلي المقرن الذي يقوم على تحليل الآراء الفقهية والنصوص القانونية ومقرنتها مع كل من النظام الفرنسي والمصري والعاقي.

النتائج: ان الأوامر الإدارية الشفهية لا تعد خروجاً عن مبدأ المشروعية وإنما هو صورة من صور اظهار الإدارة لإرادتها الصريحة لكن بصورة غير مكتوبة يتعرض الموظف الذي لا يلتزم بتنفيذها للمسؤولية والخفاء.

الخلاصة: تعد الأوامر الإدارية الشفهية احد صور وسائل الإدارة التي تستخدمها لإدارة المرفق العام حيث يقوم الرئيس الإداري بإصدارها في نطاق سلطته الإدارية الى الموظفين العاملين تحت امرته داخل الوحدة الإدارية التي رأسها وتمثل هذه الأوامر توجيهات مؤمنة لهم استناداً الى واجب الطاعة الوظيفية الذي يلزم به المرؤوس تجاه رئيسه وان هذه الأوامر قد يكون لها اثرًا قانونيًا يؤثر على المراكز القانونية للأفراد أو الموظفين فتكون بذلك قرارات إدارية قابلة للطعن بالإلغاء والإفشاء فهي لا تعدو أن تكون أوامر خاصة بالعمل داخل المرفق العام.

### معلومات الأرشفة

الاستلام: ٢٠٢٦/٣/٢٩

المراجعة: ٢٠٢٦/٤/٢٥

القبول: ٢٠٢٦/٦/٢٥

النشر الإلكتروني: ٢٠٢٦/٧/١

### المراسلة

مرتضى راشد صالح

### الكلمات المفتاحية

الدين العام الداخلي: مؤشرات الأداء؛ القيمة السوقية؛ الأوراق المالية.

### الاقتباس

صالح، مرتضى. ر. (٢٠٢٦).

الدين العام الداخلي وأثره في

مؤشر القيمة السوقية للمصرف

المنوجة في سوق الأوراق المالية

للمدة (٢٠٠٥-٢٠٢٤): العراق

حالة دراسية. مجلة دراسات

إقليمية. ٢٠ (٦٨). ٣٧٧-٤٠٢.

<https://doi.org/10.33899/r.sj.v20i69.62205>



© Authors, 2024, Regional Studies Center, University of Mosul. This is an open access article under the CC BY 4.0 license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)



## Internal Public Debt and Its Impact on the Market Capitalization Index of Banks Listed on the Stock Exchange: Iraq as a Case Study (2005–2024)

Dr. Murtadha R. Salih <sup>ORCID</sup>

Lect. /College of Administration and Economics/ University of Dhiqar/ Iraq.  
[murtadha-r@utq.edu.iq](mailto:murtadha-r@utq.edu.iq)

### Article Information

Received: 29/3/2026

Revised: 25/4/2026

Accepted: 25/6/2026

Published: 1/7/2026

### Corresponding

Murtadha R. Salih

### Keywords

Administrative Organ,  
Oral Administrative  
Orders, Legal  
Relationship,  
Administrative Directives.

### Citation

Salih, M. R. (2026).  
Internal Public Debt and  
Its Impact on the Market  
Capitalization Index of  
Banks Listed on the Stock  
Exchange: Iraq as a Case  
Study (2005–2024).  
Regional Studies Journal.  
20(69).377-402.

<https://doi.org/10.3389/rsj.v20i69.62205>

### Abstract

**Research Idea:** This research examines the legal basis on which the administration relies when directing administrative activity through oral orders. Such orders represent a manifestation of administrative authority within the state apparatus and reflect the legal relationship between superiors and subordinates.

**Objective:** The research aims to clarify the legal basis for the legitimacy of complying with oral administrative orders and to determine the legal responsibility arising from compliance with an unlawful oral administrative order.

**Methodology:** The research adopts a comparative analytical approach based on the examination of legal scholarship and statutory provisions, with reference to the French, Egyptian, and Iraqi legal systems.

**Results:** The findings indicate that oral administrative orders do not constitute a departure from the principle of legality; rather, they represent a form through which the administration expresses its will in an unwritten manner. Employees who fail to comply with such orders may incur legal or disciplinary liability.

**Conclusion:** Oral administrative orders constitute one of the administrative mechanisms used in managing public services. Issued by an administrative superior within the scope of his authority, they are binding on subordinate employees by virtue of the duty of obedience. Where such orders affect the legal status of individuals or employees, they may acquire the character of administrative decisions subject to annulment proceedings; otherwise, they remain internal directives governing the operation of the public service.



© Authors, 2024, Regional Studies Center, University of Mosul. This is an open access article under the CC BY 4.0 license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

تعد دراسة الدين العام وأداء مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من الموضوعات المحورية في تحليل مسار الاقتصاد العراقي خلال المدة ٢٠٠٥-٢٠٢٤. لان هذه المرحلة تمثل إعادة بناء المؤسسات الاقتصادية والمالية بعد ٢٠٠٣، وما رافقها من تحولات هيكلية عميقة في المالية العامة والقطاع المالي. ففي الجانب المالي، أصبح الدين العام أحد المؤشرات الكاشفة عن درجة انضباط السياسة المالية وقدرة الدولة على تمويل الانفاق العام في ظل اقتصاد يتسم بارتفاع الاعتماد على الإيرادات النفطية، مما يجعل مساره شديد الحساسية اتجاه الصدمات الخارجية، ولا سيما تقلبات أسعار النفط والتوترات الأمنية والضغط المرتبطة بتوسع الانفاق الجاري والاستثماري. وفي المقابل يمثل سوق الأوراق المالية احد اهم الروافد لتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، كما يعد مرآة لثقة المستثمرين ودرجة تطور البنية المؤسسية للسوق المالية العراقية، كما اتسم مسار الدين العام العراقي خلال هذه المدة بطابع دوري واضح، فبعد ان استعاد العراق في سنوات ما قبل ٢٠١٤ من تحسن الإيرادات النفطية وارتفاع الناتج المحلي الإجمالي تعرض ابتداءً من عام ٢٠١٤ لصدمة مزدوجة تمثلت في تدهور أسعار النفط واتساع الأعباء الأمنية المرتبطة بمواجهة تنظيم داعش، الامر الذي أدى الى اتساع العجز المالي وارتفاع الحاجة الى التمويل، ثم جاءت صدمة جائحة كوفيد - ١٩ في ٢٠٢٠ لتدفع نسبة الدين الحكومي الى الناتج المحلي الى الارتفاع الحاد. اما سوق العراق للأوراق المالية فقد تأسس في إطار القانون المؤقت للأوراق المالية رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤، بوصفه جزءاً من إعادة بناء الإطار التنظيمي للقطاع المالي وبهدف دعم كفاءة السوق وحماية أموال المستثمرين وتنظيم عملية تداول الأوراق المالية، وخلال المدة ٢٠٠٤ - ٢٠٠٥ ظل السوق سوقاً ناشئاً محدود العمق النسبي، لكنه اكتسب أهمية متزايدة مع اتساع قاعدة الشركات المدرجة مع تطور نظام الإفصاح والتداول. وتظهر المؤشرات الرسمية ان السوق وصل في عام ٢٠٠٤ الى ١١٢ شركة مساهمة مدرجة ومسجلة، واغلق مؤشر ISX60 عند نقطة ١٠٧٣.٨٤ نقطة بارتفاع سنوي قدره ٢٠.٢٣٪ مقارنة بأغلق عام ٢٠٢٣، مما يشير الى تحسناً ملموساً في نشاط السوق والسيولة النسبية، الى جانب توسع الأدوات المالية المتداولة عبر استمرار تداول بعض الإصدارات من السندات الحكومية، ما يدل على تنامي تدريجي في دور السوق بوصفه قناة تمويلية واستثمارية داخل الاقتصاد العراقي.

اهداف البحث: يهدف البحث الى تحقيق النقاط التالية:

- ١- تحليل واقع الدين العراقي وتطوره الزمني.
- ٢- قياس العلاقة الإحصائية بين الدين العام ومؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية.
- ٣- تقديم توصيات لضبط السياسة المالية بما يدعم نشاط التداول.

**أهمية البحث:** تتجلى أهمية البحث في تقديم إطار علمي وعملي يحلل أثر تقلبات الدين العام على القيمة السوقية للأوراق المالية المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية في اقتصاد ريعي مثل العراق، إضافة إلى سد الفجوة المعرفية في الدراسات التي تربط السياسة المالية بسلوك المستثمر محليا. وتبرز قيمته التطبيقية في تزويد صانع القرار المالي برؤية تحليلية حول مخاطر الاقتراض المفرط ومزاحمته للقطاع الخاص، مع تمكين هيئة الأوراق المالية من فهم المتغيرات الكلية المؤثرة في مؤشرات الأسعار مما يساهم في صياغة استراتيجيات فعالة لتعزيز الثقة وجذب الاستثمارات للسوق المالي.

**مشكلة البحث:** تتمحور مشكلة البحث حول الفجوة المتزايدة بين التوسع المستمر في الحجم الدين العام الداخلي في العراق وضعف استجابة مؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية، حيث تتجسد هذه المشكلة في ظاهرة المزاحمة الناتجة عن الاعتماد المفرط للحكومة على المصارف الحكومية (الرافدين والرشيد) والبنك المركزي لتمويل العجز في الموازنة العامة، مما يتسبب في سحب السيولة وتجفيف منابع الاستثمار المفترضة في الأسهم والسندات. ويزداد هذا الوضع تعقيدا بسبب الارتباط الوثيق بين الدين العام وتقلبات أسعار النفط، الأمر الذي يولد حالة من عدم اليقين لدى المستثمرين ويثير تساؤلاً جوهرياً حول مدى قدرة السوق المالي على عكس مخاطر الدين العام أو بقائه في معزل عنها، ويعزى هذا الخلل أيضا إلى ضعف قناة الائتمان وعدم قدرة السوق على طرح سندات سيادية للأفراد والشركات كبديل فعال لتمويل العجز، ربما يحول الدين العام من محفز محتمل للتداول إلى عبء ثقيل يضغط على نظام المصرفي بدلا من تنشيط السوق المالي.

**فرضية البحث:** توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الدين العام الداخلي ومؤشر القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية.

#### متغيرات البحث

١- المتغير المستقل: الدين العام الداخلي (X).

٢- المتغير التابع: مؤشر القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية (Y).

**منهجية البحث:** اعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي لاستعراض البيانات التاريخية الخاصة بمتغيرات البحث (الدين العام، مؤشر القيمة السوقية)، والمنهج الاستنباطي القياسي لاختبار فرضيات البحث باستخدام نموذج إحصائي الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) وهو نموذج يستخدم لقياس العلاقة القصيرة والطويلة الأجل بين متغير تابع ومتغيرات مستقلة.

## المبحث الأول

### الإطار النظري والمفاهيمي للدين العام الداخلي

#### ١-١- مفهوم الدين العام الداخلي:

يعد الدين العام الداخلي مصدراً هاماً للإيرادات العامة التي تحصل عليها الدولة عندما تعجز الإيرادات الأخرى عن تمويل نفقاتها العامة، للدين العام الداخلي تعريفات متعددة في أدبيات الفكر المالي والاقتصادي، وتشمل هذه التعريفات: الميزانيات العامة، والتعهد بسداد هذا الدين مع الفوائد المستحقة عليه وفقاً للشروط المتفق عليها بين الطرفين (ريام، ٢٠١٩: ٣٥). أو هو "المبالغ التي تلتزم بها إحدى الوحدات العامة في الدولة للغير نتيجة اقتراضها لهذه المبالغ لتمويل العجز في الموازنة مع التعهد بالسداد بعد مدة ودفع فائدة على رصيد الدين حسب شروط انشاء هذا الدين" (ياسمين، ٢٠٢٤: ١٠٨٤). كما عرف الدين العام الداخلي على أنه "جميع الالتزامات المستحقة للأفراد والشركات والمؤسسات المقيمة في الدولة والتي سبق لها اقراض الحكومة، أي مجموعة من التزامات الحكومة تجاه الدائنين المحليين ويعرف أيضاً بأنه اتفاق بين طرفين يقوم بموجبه الطرف الدائن (مؤسسات وطنية، أفراد) بتوفير مبلغ من المال بالعملة الوطنية للحكومة عن طريق شراء سندات الخزينة والسندات الحكومية مقابل تعهدات بسداد قيمة القرض والفوائد المترتبة عليه خلال فترة زمنية محددة" (غفران واسراء، ٢٠٢٠: ١٦٣).

#### ٢-١- أدوات الدين العام الداخلي

تلعب أدوات الدين العام الداخلي دوراً محورياً في المشهد المالي، إذ تعتبر وسيلة مهمة لزيادة راس المال للحكومات والشركات وتتمثل بالتالي:

أولاً- قروض المؤسسات المالية: وتتمثل بالقروض التي تحصل عليها الدولة من المؤسسات المالية غير المصرفية مثل هيئة التقاعد ومؤسسة الرعاية ودائرة القاصرين، ويعتبر الاقتراض من المؤسسات المالية أمراً ضرورياً لسد العجز الحاصل في الموازنة العامة للدولة، وذلك بالاعتماد على الفائض النقدي المتحقق في صناديق هذه المؤسسات، ويعد هذا الأمر أثراً توسعياً في عرض النقد وبالمقابل يمثل هذا القرض استقطاعاً من المبالغ المخصصة لإقامة المشاريع الاستثمارية وكذلك الحد من عمليات الائتمان (محمود وآخرون، ٢٠١٩: ٣٠٦).



ثانياً - **سندات الخزانة**: عبارة عن ديون قصيرة او طويلة الاجل وهي تمثل أوراق مالية تصدر من قبل الجهات الرسمية، وتطرح من قبل الحكومة من اجل الحصول على الأموال اللازمة لتغطية النفقات العامة في الدولة نتيجة عجز الإيرادات في تغطية النفقات، وتدفع الحكومة مقابل ذلك سعر فائدة محدد بنسبة من القيمة الاسمية للسند عن فترة زمنية محددة، كما تسهم في توفير الأموال لمدة زمنية تتناسب مع مواعيد الاستحقاق، وتستعمل من قبل البنوك المركزية بهدف التأثير على عرض النقد، وتتسم السندات الحكومية بانخفاض معدلات العائد وحجم المخاطر بسبب قدرة الحكومة على تسديدها عن طريق الضرائب عند الاستحقاق (امير وعمر، ٢٠١٩: ٧٥٧).

ثالثاً - **اذونات الخزانة**: هي أداة دين قصيرة الأجل تهدف الى توفير متطلبات الإصلاح المالي في الدولة وتمويل العجز المؤقت في الموازنة العامة، ويتم تداولها في الاسواق المالية الثانوية، اذ تصدر لحاملها لمدة زمنية تتراوح ما بين ٣ و ١٢ شهراً، وغالباً ما تباع بقيمة اقل من قيمتها الاسمية عند الإصدار، ويتمثل الفرق بينهما بالعائد على الاستثمار ويتحدد عند الاكتتاب وفقاً لقوى العرض والطلب، وتتسم هذه الأدوات بسيولتها العالية وانخفاض المخاطر المرتبطة بها وتحقيق عائد مجزي (اسراء وغفران، ٢٠٢٠: ٣٣٨).

### ٣-١- خصائص أدوات الدين العام الداخلي

تتقاسم أدوات الدين العام الداخلي الخصائص التالية: <https://al-investor.com/debt-instrument/>

- ١- المبلغ الأساسي: يمثل المبلغ الاولي عند الاقتراض، والذي غالبا ما يسدد عند تاريخ الاستحقاق.
- ٢- سعر الفائدة: يتمثل بمعدل الفائدة الذي يحصل عليه المقرضين، وعادة ما يعبر عنه بنسبة مئوية من راس المال المقرض.
- ٣- تاريخ الاستحقاق: وهو التاريخ الذي يصبح به المبلغ المقرض مستحق وواجب السداد الى الجهة مانحة القرض.
- ٤- الضمانات: تتمثل بالتعهدات المقدمة لضمان سداد الدين في تاريخ الاستحقاق وتكون على شكل أصول عينية او ضمانات بنكية او ضمانات شخصية.
- ٥- مخاطر الائتمان: تتمثل باحتمالية تحقيق خسائر مالية نتيجة اخفاق المدين بتسديد أصل المبلغ او الفوائد المترتبة عليه عند الاستحقاق.

## المبحث الثاني

### الإطار النظري لمفهوم الأسواق المالية

#### ٢-١- مفهوم الأسواق المالية

تعرف الأسواق المالية بانها "المكان الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية والأوراق المالية وذلك من خلال البورصات والأسواق الثانوية وأسواق العقود الآجلة وأسواق العملات الأجنبية، وتساهم السوق المصرفية في توفير الخدمات المصرفية والتمويل وأدارة الثروات وتشمل البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار" (Madura, j. & fox, R2019). كما عرفت الاسوق المالية بانها "الهيكل والأليات التي تمكن شراء وبيع الأصول المالية مثل الأسهم والسندات والسلع والعملات، وتعد الأسواق المالية المكان المناسب لتلبية احتياجات الشركات والافراد لرفع رأس المال وتحقيق العائد على الاستثمار، وتكون الأسواق المالية مؤسسات مركزية لتداول الأوراق المالية وتوفير السيولة وتسهيل الاستثمارات، كما تساعد في توفر الخدمات المصرفية مثل الودائع والقروض والتمويل وإدارة الثروات" (Mishkin ,F,S.& Eakins, S.G,2020).

#### ٢-٢- أهمية الأسواق المالية

للأسواق المالية دور كبيرا في الاقتصاديات العالمية، تتجلى أهميتها في النقاط التالية (امينة، ٢٠٢٤):

(١٧):

١- **تعبئة المدخرات:** تمارس الأسواق المالية دورها في جذب المدخرات من الافراد والفائض النقدي من الشركات وتوجيهها نحو الاستثمارات التي تؤدي الى زيادة الدخل، اذ تعتبر الأسواق المالية قناة الوصل بين الوحدات الاقتصادية فهي تقوم بتجميع الفوائض النقدية من الوحدات ذات الفائض ونقلها الى وحدات ذات العجز عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية في السوق.

٢- **توفير السيولة:** وتعتبر من أبرز الوظائف التي تمارسها الأسواق المالية بعد تجميع المدخرات من الافراد والشركات، اذ تقوم بتوفير النقد الى المستثمرين الراغبين في بيع الأوراق المالية عند الضرورة بعد شراءها من السوق الاولي، فهي تمكنهم من الحصول على النقد في أي وقت، وتظهر أهمية السوق المالي بانها تتسم بدرجة عالية من المرونة وتسهيل عمليات التداول في الأسواق المالية، كما يتميز بإمكانية الاستثمار باي مبلغ من المال.



٣- جذب رؤوس الأموال: تساهم الأسواق المالية في جذب الاستثمارات المالية الأجنبية بهدف تمويل المشاريع والوحدات الاقتصادية المختلفة، ويتم ذلك عن طريق طرح أسهم الشركات للاكتتاب العام مع الافراد اما بصورة مباشرة او عن طريق احدى المؤسسات المالية مثل بنك الاستثمار، إضافة الى الفوائد الاقتصادية التي توفرها في نقل الخبرات واقتناء التكنولوجيا الحديثة التي تساعد في اتمنة المشاريع الاقتصادية وتطبيق الحوكمة المالية.

٤- تحديد الأسعار: تعتبر الأسواق المالية النظامية المكان المناسب لعقد الصفقات المالية واتمام عمليات التداول بشفافية عالية من خلال توفير المعلومات المالية المتعلقة بالأدوات المالية التي تساعد المستثمرين في تقييم الفرص الاستثمارية المتاحة والمتداولة في السوق، حيث تمكن قوى العرض والطلب على الأوراق المالية من تحديد الأسعار وانعكاس ذلك على وضعية الشركات في تحقيق الأرباح وقدرة الإدارة في توظيف الموارد الاقتصادية (يجي ومحمد، ٩: ٢٠٢٢).

#### ٢-٣- المؤشرات الأساسية لقياس أداء الاسواق المالية

تستخدم العديد من المؤشرات لقياس كفاءة أداء السوق المالي يمكن بيانها بالآتي (كفاء، ٢٠٢٤: ١٤٩) (صندوق النقد العربي، ٢٠٢٣):

١- مؤشر القيمة السوقية: يستخدم هذا المؤشر في قياس قدرة الدولة على تنويع الاستثمارات بهدف تقليل المخاطر وتوظيف رؤوس الأموال على مستوى الاقتصاد الكلي، كما يساعد في قياس حجم العرض الكلي بما يعادل نسبة القيمة السوقية للأسهم المحلية المسجلة في السوق المالي من الناتج المحلي الإجمالي لبلد ما. ويقاس مؤشر القيمة السوقية بالصيغة الرياضية التالية:

$$MC = P * N.$$

حيث ان (P سعر السهم، N عدد الأسهم المصدرة).

٢- سيولة السوق المالي: تعد السيولة التي تحققها الأسواق المالية من أولويات المستثمرين على الصعيد المحلي والدولي، اذ تمكنهم من بيع الأدوات المالية التي بحوزتهم في جميع الأوقات لتوفير الأموال اللازمة لتنفيذ المشاريع الاستثمارية وهذا ما يعزز من دورها في تحقيق الزيادة في النمو الاقتصادي على المدى الطويل. وتقاس سيولة السوق وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$LR = \frac{Cash + Cash Equivalents}{Current liabilities}$$

او عبر فجوة السعر (Spread) = سعر العرض - سعر الطلب.

٣- مؤشر أسعار الأسهم: يستخدم هذا المؤشر لبيان حالة السوق المالي ومعرفة اتجاهات الأسعار وحركتها في السوق وإمكانية التنبؤ بالتغيرات او التقلبات التي تحدث في الأسعار نتيجة عوامل معينة، اذ يتكون هذا المؤشر من عينة من الأوراق المالية التي تعكس حالة السوق فكلما ارتفعت قيمة المؤشر هذا يعني ارتفاع السيولة في السوق المالي وبالعكس. ويحسب وفقا لصيغة فيشر الرياضية كالآتي:

$$F = \sqrt{L * P}$$

حيث ان:

F: مؤشر فيشر (Fisher Index) ، القيمة النهائية للمؤشر (الوسط الهندسي).

L: مؤشر لاسبيير (Laspeyres Index) ، مؤشر الأسعار المرجح بكميات سنة الأساس  $Q_0$ .

P: مؤشر باش (Paasche Index) ، مؤشر الأسعار المرجح بكميات السنة الحالية  $Q_1$ .

$\sqrt{\quad}$ : تستخدم لاستخراج الوسط الحسابي بين المؤشرين لتقليل نسبة الخطأ او التحيز في التقدير.

#### ٤- مؤشر حجم التداول:

يعطي هذا المؤشر تلميحاً تعبر عن كفاءة وفاعلية السوق في توظيف الاستثمارات المالية وكذلك حركة الأسعار في السوق المالي واحتمالية حدوث هبوط او صعود في السوق مستقبلاً، لأنه يمثل حجم تداول الأسهم خلال فترة زمنية معينة وبسعر معين. ويقاس مؤشر حجم التداول حسب الصيغة الرياضية التالية:

حجم التداول = عدد الأسهم المتداولة / الناتج المحلي الإجمالي.

#### ٥- معدل دوران الأسهم:

وهي نسبة تقيس عدد مرات دوران الأسهم المتاحة في السوق المالي خلال فترة محددة، ويحسب بقسمة قيمة التداول على اجمالي القيمة السوقية، ويعكس مدى نشاط وحيوية السوق، ان معدل الدوران المرتفع يشير الى ان الأسهم تتغير ملكيتها بكثرة، مما يعزز من كفاءة السوق وسيولته. ويحسب وفقا للمعادلة التالية:

معدل دوران الاسهم = (اجمالي الأسهم المتداولة/ القيمة السوقية) \* ١٠٠.

## ٦- مؤشر درجة التركيز:

مقياس يوضح مدى تركيز القيمة السوقية او نشاط التداول في عدد محدد من الشركات الكبرى، إذا كانت درجة التركيز عالية (أي ان ٥ شركات مثلا تستحوذ على ٧٠٪ من قيمة السوق)، فان السوق يصبح شديد الحساسية لأداء هذه الشركات فقط مما يقلل من عدالة تمثيل المؤشر لبقية قطاعات الاقتصاد. ويقاس وفق الصيغة التالية:

$$CR = \sum_{i=0}^n S$$

حيث:

Si: الحصة السوقية لأكبر n من الشركات غالبا ما تكون من ٣ الى ٥ شركات من اجمالي القيمة السوقية.

## ٢-٤- تحليل العلاقة بين الدين العام وأداء اسواق الأوراق المالية

تعد العلاقة بين الدين العام وأداء الأسواق المالية علاقة معقدة وتفاعلية، حيث يؤثر الدين العام وكيفية ادارته على مستويات السيولة، أسعار الفائدة، وثقة المستثمرين، وبناء على المعطيات والتقارير الاقتصادية يمكن تحليل العلاقة من خلال السياسات الحكومية (عبد الرزاق وآخرون، ٢٠٢٢: ١٥٠)، اذ تقوم الحكومة بالاقتراض عن طريق اصدار أدوات الدين الحكومي لأجال مختلفة مثل السندات واذونات الخزينة، وطرحها امام الجمهور للاكتتاب العام، وهذا يتسبب في زيادة عرض الأوراق المالية وانخفاض اسعارها في الأسواق المالية مع زيادة معدل العائد المطلوب، كما تقوم الدولة بإصدار البعض من السندات الحكومية بأسعار عالية جدا بهدف جذب المستثمرين وزيادة الرغبة في شرائها مما يؤدي الى تنشيط حركة السوق المالي ورفع كفاءته في إدارة الموارد المالية، كما تقوم من جهة أخرى بالاقتراض من المصارف التجارية مما يترتب عليه ارتفاع معدلات الفائدة دون ان يتسبب في تحقيق ضغوط تضخمية مع زيادة معدل العائد المطلوب على الأوراق المالية مع انخفاض في أسعارها، ويترتب على ذلك انخفاض المعروض النقدي وكذلك انخفاض حجم الاستثمار نتيجة ارتفاع تكاليف التمويل وتقليص نشاط الشركات ما ينعكس سلبا على أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها، ومن جانب اخر اذا وجه الدين العام الى المشاريع الاستثمارية وانشاء البنى التحتية فقد يرتبط التوسع المالي إيجابا بأداء السوق المالي من خلال تنشيط الشركات في القطاعات المستفيدة (القرشي، ٢٠١٧: ١٩٣).

المبحث الثالث

الجانب العملي للدراسة " قياس أثر الدين العام الداخلي في مؤشر القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (٢٠٠٥-٢٠٢٤) ".

١-٣: تحليل اتجاهات الدين العام الداخلي ومؤشر القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (٢٠٠٥-٢٠٢٥).

جدول رقم (١)

بيانات الدين العام الداخلي ومؤشر القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة البحث (مليون دينار).

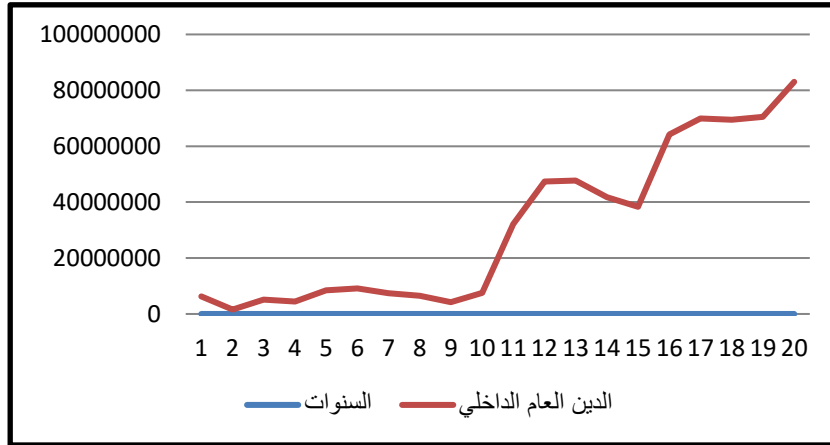
السنوات	الدين العام الداخلي	القيمة السوقية
2005	6,255,578	3,160,104
2006	1,573,983	1,948,548
2007	5,193,705	2,128,868
2008	4,455,569	2,282,983
2009	8,434,049	3,125,921
2010	9,180,806	4,930,232
2011	7,446,859	4,930,232
2012	6,547,519	5,597,363
2013	4,255,549	11,451,368
2014	7,520,019	9,548,876
2015	32,142,805	9,264,815
2016	47,362,251	9,354,696
2017	47,678,796	10,721,116
2018	41,822,918	11,350,356
2019	38,331,548	11,661,912
2020	64,246,559	14,033,415
2021	69,912,349	15,872,906
2022	69,495,737	15,587,161
2023	70,557,515	18,662,976
2024	83,049,880	22,325,545

المصدر: النشرة السنوية للبنك المركزي العراقي

٣-١-١- تحليل اتجاهات الدين العام الداخلي في العراق خلال المدة (٢٠٠٤-٢٠٢٤)

شكل (١)

اتجاهات الدين العام الداخلي في العراق خلال المدة (٢٠٠٤-٢٠٢٤)



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (١).

التحليل الوصفي للدين العام الداخلي في العراق للمدة (٢٠٠٤-٢٠٢٤):

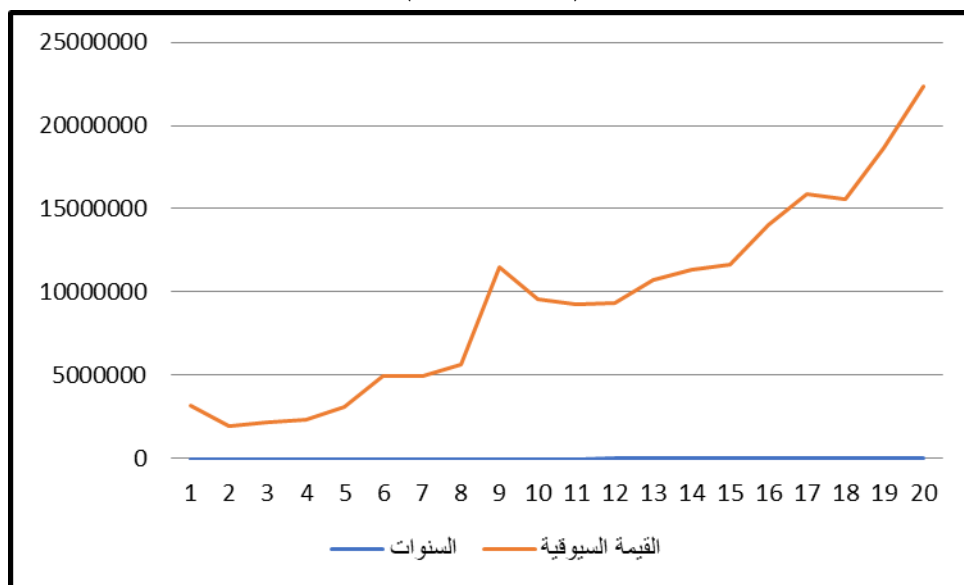
شهدت هيكلية الدين العام العراقي تحولات جذرية خلال عقدين من الزمن، حيث انتقلت من ازمنة مديونية خارجية متراكمة الى تزايد مستمر في المديونية الداخلية من اجل تمويل العجز المالي، اذ يعرض الجدول بيانات الدين العام الداخلي في العراق الى جانب القيمة السوقية للمصارف التجارية في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (٢٠٠٥-٢٠٢٤) وهو ما يتيح تطور حجم الدين الداخلي وعلاقته بالتطورات المالية في القطاع المصرفي، بلغ حجم الدين في عام ٢٠٠٥ نحو 6,255,578 مليون دينار ثم انخفض بشكل ملحوظ في عام ٢٠٠٦ الى 1,573,983 مليون دينار، وهو ما يمكن تفسيره بجهود إعادة هيكلة الدين العام التي أعقبت اتفاقيات نادي باريس وإجراءات تخفيف عبء الدين الخارجي. وخلال السنوات اللاحقة شهد الدين العام الداخلي تذبذباً ملحوظاً حيث سجل مبلغ 8,434,049 مليون دينار في عام ٢٠٠٩ وفي عام ٢٠١٠ بلغ 9,180,806 مليون دينار ثم عاد الى الانخفاض تدريجياً ليصل 6,547,519 مليون دينار عام ٢٠١١ وقد استمر في الانخفاض في عام ٢٠١٢ ليبلغ 6,547,519 مليون دينار ثم استمر في الانخفاض ليصل 4,255,549 مليون دينار في عام ٢٠١٣ ويمكن تفسير هذا التذبذب النسبي باستقرار الإيرادات النفطية، وفي عام ٢٠١٤ حيث ارتفع من ٧,٥٢٠,٠١٩ مليون دينار ليصل الى ٣٢,١٤٢,٨٠٥ مليون دينار عام ٢٠١٥ وهو ارتفاع كبير يعكس الضغوط المالية التي تعرضت لها المالية العامة نتيجة

العديد من العوامل كان أبرزها انخفاض أسعار النفط ، واستمر الدين الداخلي في الارتفاع ليصل الى ٤٧,٣٦٢,٢٥١ مليون دينار عام ٢٠١٦ ثم ٤٧٦٧٨٧٩٦ مليون دينار عام ٢٠١٧، مما يشير الى اعتماد الحكومة بشكل اكبر على الاقتراض الداخلي لتمويل العجز المالي. وقد استمر الارتفاع في الدين العام خلال عام ٢٠١٨ ليصل ٤١,٨٢٢,٩١٨ مليون دينار، ثم بلغ ٣٨٣,٣١٥٤٨ مليون دينار عام ٢٠١٩ قبل ان يشهد زيادة كبيرة في عام ٢٠٢٠ ليصل الى ٦٤٢,٢٤٦,٥٥٩ مليون دينار، وهو ما يرتبط بتداعيات الازمة الاقتصادية الناتجة عن انخفاض أسعار النفط وجائحة كورونا. وخلال السنوات اللاحقة استمر الدين الداخلي في الارتفاع ليصل الى ٦٩,٩١٢,٣٤٩ مليون دينار عام ٢٠٢١ ثم ٦٩,٤٩٥,٧٣٧ مليون دينار عام ٢٠٢٢ ثم بلغ ذروته ليصل ٧٠,٥٥٧,٥١٥ مليون دينار عام ٢٠٢٣ و ٨٣,٠٤٩,٨٨٠ مليون دينار عام ٢٠٢٤.

٣-٢-١- تحليل اتجاهات مؤشر القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (٢٠٠٥-٢٠٢٤)

#### شكل رقم (٢)

اتجاهات مؤشر القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (٢٠٠٥-٢٠٢٤)



المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (١).

### التحليل الوصفي لمؤشر القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية:

تعد القيمة السوقية (Market Capitalization) من أهم المؤشرات الاقتصادية لقياس حجم وعمق السوق المالي، ففي حالة سوق الأوراق المالية تعكس هذه القيمة مسيرة إعادة هيكلة الاقتصاد من النظام المركزي الى اقتصاد السوق متأثرة بمتغيرات حادة خلال عقدين من الزمن. حيث يظهر مؤشر القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية اتجاها عاما تصاعدا خلال المدة ٢٠٠٤-٢٠٢٤ رغم تعرضه لذبذبات واضحة بين عدد من السنوات، اذ بدأت القيمة السوقية عند مستويات متواضعة مع انطلاق السوق بموجب القانون رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ بلغت ٣١٦٠١٠٤ مليون دينار، ثم سجلت انخفاضا حاداً لتصل ١٩٤٨٥٤٨ مليون دينار في عام ٢٠٠٥ ثم عاودت بالارتفاع اذ بلغت ٢١٢٨٨٦٨ مليون دينار في عام ٢٠٠٦ ويعود السبب في ذلك الى حالة عدم الاستقرار الأمني والسياسي المتمثل بالحرب الأهلية واضطراب التحول في السوق والتي تسببت بشكل مباشر في هروب رؤوس الأموال الى الخارج مع انخفاض أسعار النفط، ثم بدأت مرحلة التعافي التدريجي منذ بداية عام ٢٠٠٧ حيث بدأت بالارتفاع لتبلغ ٢١٢٨٨٦٨ مليون دينار، واستمر الارتفاع بنسبة ضعيفة في عام ٢٠٠٨ لتصل 2,282,983 مليون دينار، مما يدل على ان السوق لم يتحرك بخط تصاعدي منتظم كما شهد ارتفاع نسبي في سنة ٢٠٠٩ ليبلغ ٣١٢٥٩٢١ مليون دينار ثم استمر بالارتفاع في عام ٢٠١٠ ليبلغ 4,930,232 مليون دينار، وهذا النمو كان نتيجة استقرار أسعار النفط وبداية دخول الاستثمارات الأجنبية الى السوق العراقية ثم بدأت مرحلة النضج النسبي والادراجات الكبرى للشركات في عام ٢٠١١ حيث استقر المؤشر عند قيمة 4,930,232 مليون دينار وواصل الارتفاع في عام ٢٠١٢ ليصل مبلغ 5,597,363 مليون دينار ثم حقق طفرة نوعية في عام ٢٠١٣ ليصل 11,451,368 مليون دينار نتيجة ادراج شركات كبرى في قطاع الاتصالات (شركة زين العراق وأسيا سيل)، ثم بدأ بالتراجع في عام ٢٠١٤ ليبلغ 9,548,876 مليون دينار نتيجة الحرب على تنظيم داعش، واستمر الانخفاض في عام ٢٠١٥ ليصل ٩,٢٦٤,٨١٥ مليون دينار وعاود الارتفاع تدريجيا في عام ٢٠١٦ ليصل مبلغ 9,354,696 مليون دينار نتيجة زيادة التداول الالكتروني. وفي عام ٢٠١٧ رغم بلغ ١٠٧٢١١١٦ مليون دينار وواصل الارتفاع في عام ٢٠١٨ ليصل ١١٦٦١٩١٢ مليون دينار نتيجة الاستقرار النسبي في الوضع الأمني وبلغت في عام ٢٠١٩ ليصل ١١٦٦١٩١٢ مليون دينار وفي عام ٢٠٢٠ تأثرت القيمة بالإغلاقات الاقتصادية الناتجة عن جائحة كورونا الا ان السوق استعاد توازنه تدريجيا لتبلغ القيمة السوقية ١٤٠٣٣٤١٥ مليون دينار وقد حقق المؤشر ارتفاعا نسبيا في عام ٢٠٢١ بلغت قيمته ١٥٨٧٢٩٠٦ مليون دينار نتيجة زيادة التداول ثم استقر أداء السوق في عام ٢٠٢٢ ليصل ١٥٥٨٧١٦١ مليون دينار وفي عام ٢٠٢٣ شهدت زيادة كبيرة مدفوعة من تحسن أداء القطاع

المصرفي حيث بلغت القيمة السوقية ١٨٦٦٢٩٧٦ مليون دينار وفي عام ٢٠٢٤ بلغت القيمة السوقية ذروتها لتصل 22,325,545 مليون دينار نتيجة تحسن أداء إدارات الشركات وزيادة ثقة المستثمرين.

٣-١-٣- التحليل القياسي للدراسة

٣-١-٣-١: البيانات المستخدمة في التحليل القياسي

تم الاعتماد على بيانات الجدول رقم (١) في التحليل القياسي وبواقع بيانات سنوية للمدة ٢٠٠٥-٢٠٢٤.

٣-١-٣-٢- بناء النموذج

لغرض قياس إثر الدين العام الداخلي في مؤشر القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (٢٠٠٥-٢٠٢٤)، سيتكون لدينا النموذج الآتي:

$$\hat{Y}_i = \hat{\alpha}_0 + \hat{\beta}_1 X_i$$

حيث أن:

$Y_i$ : مؤشر القيمة السوقية

$X_i$ : الدين العام الداخلي

٣-١-٣-٣- اختبار سكون السلاسل الزمنية

من أجل تطبيق منهجية ARDL نعمل في البداية على دراسة سكون السلاسل الزمنية محل الدراسة وتحديد درجة تكاملها من خلال اجراء اختبارات جذر الوحدة وسنعمد على اختبار (Phillips – Perron Test) الذي يعتبر من أكثر الاختبارات دقة في حالة العينات الصغيرة (عمار، ٢٠١٥: ص٨٦). والجدول التالي يوضح نتائج الاختبار:

## الجدول (٢)

### اختبار جذر الوحدة باستخدام Phillips – Perron Test (P.P)

الفرق الاول		المستوى			السلاسل الزمنية	
ثابت واتجاه	ثابت فقط	بدون ثابت واتجاه	ثابت واتجاه	ثابت فقط		
بدون ثابت ولا اتجاه	٠.٠٠٠٠٥	٠.٠٠٠٠٠	٠.٩٨٧٩	٠.٢٣٢٢	٠.٩٢١٦	Yi
٠.٠٠٠٠٠	٠.٠٠٠١٤	٠.٠٠٠٠٢	٠.٩٢٠٢	٠.٠٨١٨	٠.٨٢١٧	Xi

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

نلاحظ ان السلاسل الزمنية لمتغيرات محور الدراسة غير ساكنة عند المستوى (at Level) وتعاني من جذر الوحدة لان مستوى المعنوية أكبر من ٥٪ الامر الذي يعني قبول فرضية العدم التي تنص على عدم سكون المتغيرات الاقتصادية ، ومن أجل معالجة هذه المشكلة فقد تم أخذ الفروق الاولى للبيانات (at

first difference) وإجراء اختبار جذر الوحدة لفلبس بيرون (P.P) وقد تبين أن السلسلة الزمنية للمتغيرات الاقتصادية (Yi, Xi) ساكنة عند الفرق الأول حيث كانت قيمة (Prob) أقل من ٥% ، وهذا يعني رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل القائل بسكون السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية عند فرقها الأول.

٣-١-٣ -٤ - تحديد فترات الإبطاء المثلى

قبل تطبيق الحدود Bounds Test لنموذج ARDL للتحقق من وجود او عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات الاقتصادية، من المهم تحديد فترة التخلف المثلى لمتغيرات الانموذج وكالاتي:

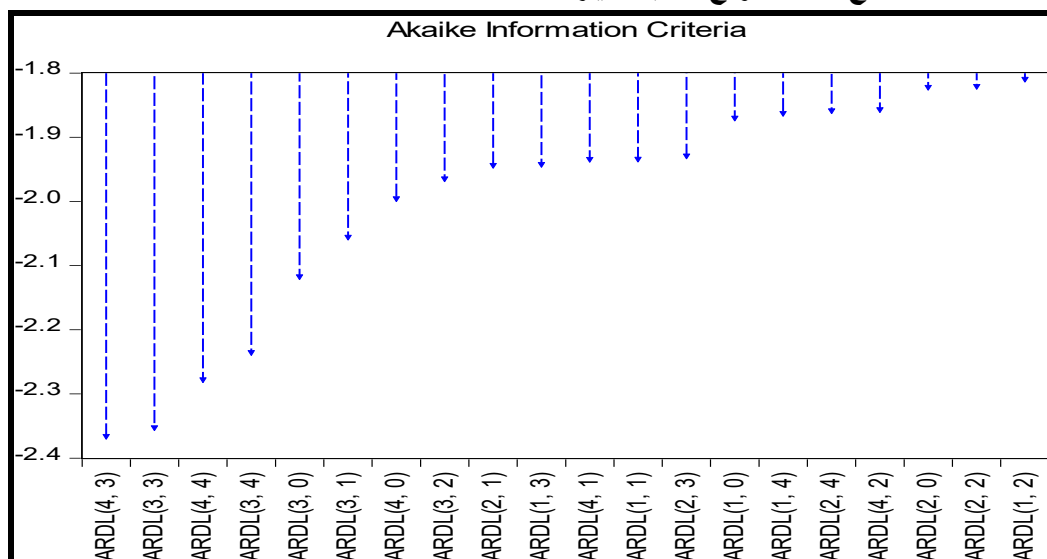
VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: Y X						
Exogenous variables: C						
Date: 03/11/26 Time: 14:25						
Sample: 2005 2024						
Included observations: 17						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-4.579825	NA	0.0074 36	0.774097	0.872122	0.783841
1	26.08632	50.50894*	0.0003 25*	-2.363096	- 2.069021*	-2.333864
2	30.28736	5.930890	0.0003 27	-2.386749*	-1.896623	- 2.338029*
3	31.71958	1.684958	0.0004 73	-2.084656	-1.398480	-2.016449

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

من خلال الجدول اعلاه، نلاحظ ان فترة الإبطاء المثلى لمتغيرات الانموذج هي (t=1) حسب المعيار (SC)، وبإجراء هذا الإبطاء، تم اجراء عدة محاولات لتقدير النموذج، وقد كان أفضل نموذج تم الحصول عليه وفقاً للمعايير الاقتصادية والاحصائية ن والشكل التالي يوضح ذلك:

شكل (٣)

نتائج أفضل نموذج حسب معيار Akaike information Criteria



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

٣-١-٣-٥ اختبار الحدود (Bounds Test)

لاختبار العلاقة التوازنية طويلة الاجل (وجود تكامل مشترك) بين المتغير التابع (مؤشر القيمة السوقية) والمتغير التفسيري (الدين العام الداخلي)، تم احتساب إحصائية (F) من خلال اختبار الحدود والجدول رقم (٤) يوضح نتائج اختبار التكامل المشترك وفقاً لاختبار الحدود (Bounds Test).

جدول (٤)

نتائج اختبار الحدود (Bounds Test) للتكامل المشترك بين (Yi),(Xi)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signify.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	637	10%	3.02	3.51
K		5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

يتضح من الجدول أعلاه ان قيمة اختبار (F) المحتسبة بلغت (10.41637) وهي تتجاوز قيمة الحد الاعلى (4.16) وقيمة الحد الادنى (3.62) عند مستوى معنوية ٥٪ وتشير هذه النتيجة إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات أي وجود علاقة توازن طويلة الأمد بينهما وبالتالي إمكانية استخدام نموذج ARDL لتحليل العلاقات طويلة الأمد وقصيرة الأمد بين المتغيرات في إطار التكامل المشترك.

### ٣-١-٣ - تقدير العلاقات الطويلة والقصيرة الاجل لنموذج (ARDL)

بعد ان تأكدنا من وجود علاقة توازنية في الاجل الطويل بين متغيرات الدراسة، نذهب الان الى تقدير معلمات الاجلين الطويل والقصير لنموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع الخطي (ARDL). نتائج تقدير معلمات الاجل الطويل موضحة في الجدول التالي:

### (٥) الجدول

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(Y)				
Selected Model: ARDL (4, 3)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 03/11/26 Time: 14:40				
Sample: 2005 2024				
Included observations: 16				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	
C	1.680373	0.580588	2.894261	0.0232
Y (-1) *	-0.079780	0.212236	-0.375903	0.7181
X (-1)	-0.125776	0.141703	-0.887599	0.4042
D (Y (-1))	-0.736515	0.322484	-2.283885	0.0563
D (Y (-2))	-0.676480	0.257837	-2.623670	0.0342
D (Y (-3))	-0.356355	0.349428	-1.019825	0.3418
D(X)	-0.288263	0.197276	-1.461217	0.1873
D (X (-1))	0.048151	0.175009	0.275132	0.7912
D (X (-2))	-0.270988	0.108861	-2.489306	0.0416
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				
Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	
X	-1.576528	5.901983	-0.267118	0.7971
C	21.06254	50.51570	0.416950	0.6892
EC = Y - (-1.5765*X + 21.0625)				

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

اظهرت نتائج التحليل ان قيمة معامل الدين الداخلي بلغت (-1.0576528) مما يشير الى وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، أي ان زيادة الدين العام الداخلي بوحدة واحدة تؤدي الى انخفاض مؤشر القيمة السوقية بمقدار 1.057 وحدة في المدى الطويل، وعند اختبار المعنوية الإحصائية لهذه العلاقة في المدى الطويل نجد ان قيمة اختبار (Statistic- t) لمعامل المتغير المستقل بلغت (-0.267) وهي قيمة منخفضة جدا، وبلغت القيمة الاحتمالية (Prob) للمعامل 0.7971، وهي أكبر بكثير من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). نستنتج من ذلك عدم معنوية تأثير الدين العام الداخلي على مؤشر القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية على المدى الطويل.

وننتج تقدير معلمات الاجل القصير مبينة في الجدول التالي:

### الجدول (٦)

#### تقدير معلمات الاجل القصير ومعامل تصحيح الخطأ

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(Y)				
Selected Model: ARDL (4, 3)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 03/11/26 Time: 14:43				
Sample: 2005 2024				
Included observations: 16				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(Y(-1))	-0.736515	0.194266	-3.791269	0.0068
D(Y(-2))	-0.676480	0.211482	-3.198756	0.0151
D(Y(-3))	-0.356355	0.202960	-1.755791	0.1226
D(X)	-0.288263	0.103188	-2.793577	0.0268
D(X(-1))	0.048151	0.107969	0.445968	0.6691
D(X(-2))	-0.270988	0.092460	-2.930877	0.0220
CoIntEq (-1) *	-0.079780	0.012586	-6.338568	0.0004
R-squared	0.777774	Mean dependent var		0.061894
Adjusted R-squared	0.629624	S.D. dependent var		0.092523
S.E. of regression	0.056308	Akaike info criterion		-2.616327
Sum squared resid	0.028535	Schwarz criterion		-2.278320
Log likelihood	27.93062	Hannan-Quinn criter.		-2.599019
Durbin-Watson stat	2.160165			

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

اما في الاجل القصير فقد ظهرت نتائج التحليل تأثير المتغير  $X$  في الاجل القصير كالآتي:

١- التأثير المباشر  $D(X)$ : يوجد تأثير سالب ومعنوي للدين العام في قيمته الجارية على مؤشر القيمة السوقية، حيث بلغ المعامل (- ٠.٢٨٨) بمستوى معنوية (٠.٠٢٦٨).

٢- التأثير المبطل  $D(X(-2))$ : يظهر التأثير السالب ايضاً في الابطاء الثاني بمعامل (-٠.٢٧٠٩٨٨) بمستوى معنوية (٠.٠٢٢).

مما يشير الى وجود علاقة عكسية معنوية في الاجل القصير بين الدين العام ومؤشر القيمة السوقية، فكل زيادة في الدين العام تؤدي الى ضغوط سالبة على أداء سوق العراق للأوراق المالية مع وجود آلية تصحيح ذاتية بطيئة نسبياً (٧.٩٪ سنوياً) للوصول الى التوازن طويل الاجل.

٣-١-٣ الاختبارات التشخيصية لنموذج (ARDL) هناك عدة اختبارات لجودة نموذج (ARDL) وكما يلي:

#### ١- اختبار مشكلة الارتباط الذاتي LM Test

يعد الاختبار (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) هو الاختبار الملائم للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي وذلك من خلال اختبار الفرضيات التالية:

أ- فرضية العدم ( $H_0$ ): تعني عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

ب- الفرضية البديلة ( $H_1$ ): تعني وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

#### جدول (٧)

#### اختبار مشكلة الارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.187975	Prob. F (1,6)	0.6798
Obs*R-squared	0.486040	Prob. Chi-Square (1)	0.4857

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

يتضح من الجدول رقم (٤) أن القيمة الاحتمالية لـ (Chi-Squares) غير معنوية وتساوي (0.4875) وهي أكبر من مستوى المعنوية ٥٪ وعليه نقبل فرضية العدم التي تعني عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

#### ٢- اختبار مشكلة تجانس التباين ARCH Test

يعد اختبار (Heteroskedasticity Test: ARCH) هو الاختبار المناسب للتحقق من مشكلة تجانس التباين لسلسلة البواقي وذلك من خلال اختبار الفرضيات الآتية:

أ- فرضية العدم ( $H_0$ ): تعني تجانس التباين لسلسلة البواقي.

ب- الفرضية البديلة ( $H_1$ ): تعني عدم تجانس التباين لسلسلة البواقي.

جدول (٨)

اختبار مشكلة عدم تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.101458	Prob. F (1,13)	0.7551
Obs*R-squared	0.116160	Prob. Chi-Square (1)	0.7332

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

ويظهر الجدول رقم (٨) أن القيمة الاحتمالية لـ (Chi-Square) غير معنوية، إذ أنها تساوي (0.7332) وهي أكبر من ٥٪ مما يعني قبول فرضية العدم التي تنص على تجانس التباين أي عدم وجود مشكلة.

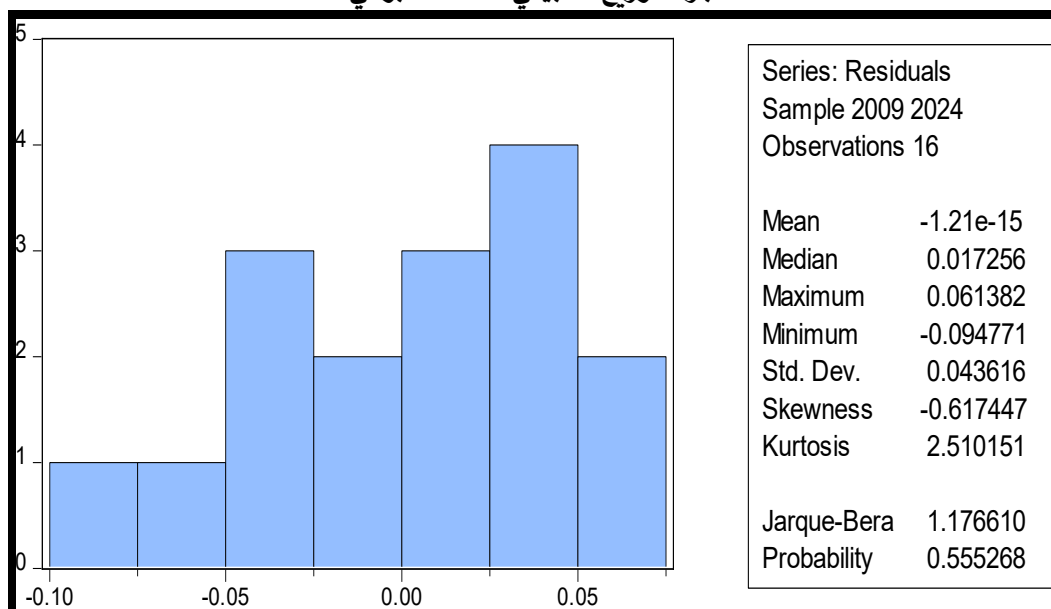
٣- اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera Test

يعد اختبار (Jarque Bera) هو الاختبار الملائم للتحقق فيما إذا كانت سلسلة البواقي تتبع التوزيع الطبيعي من عدمه وذلك من خلال اختبار الفرضيات الآتية:

- أ- فرضية العدم (H0): تعني التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي.
- ب- الفرضية البديلة (H1): تعني التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي.

الشكل (٤)

اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي



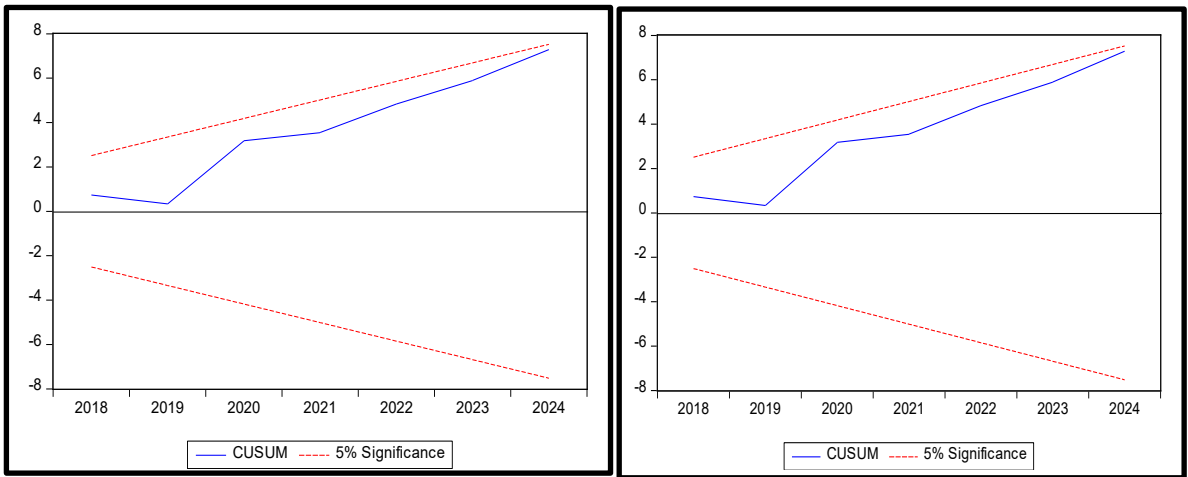
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

نلاحظ من الشكل أعلاه أن القيمة الاحتمالية لـ (Jarque Bera) غير معنوية وتساوي (0.555268) وهي أكبر من ٥٪ مما يعني قبول فرضية العدم التي تنص على أن سلسلة البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً.

٣-١-٣-٨ - اختبار استقرارية نموذج (ARDL)

وللتأكد من مدى استقرار وانسجام تقديرات معاملات الاجل الطويل مع تقديرات معاملات الاجل القصير تم استخدام الاختبارين (CUSUM) و (CUSUM of Squares) وكانت النتائج موضحة في الشكل التالي:

الشكل (٥) نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي (CUSUM Test) و (CUSUM Squares Test)



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

يتضح من الشكل رقم (٥) ان الخط البياني (CUSUM) و (CUSUM Square) يقع بين حدود الثقة عند مستوى معنوية ٥٪ وهذا يعني ان المعلمات المقدرة للأنموذج مستقرة، ومن ثم فان هذا الاختبار يعزز من دقة نتائج الأنموذج (ARDL).

### الاستنتاجات

- ١- كشفت نتائج نماذج (ARDL) عن عدم وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للدين العام الداخلي على القيمة السوقية للمصارف في الاجل الطويل، حيث بلغت القيمة الاحتمالية للمعامل (٠.٧٩٧١) وهي أكبر من مستوى المعنوية (٠.٠٥).
- ٢- كشفت نتائج نماذج (ARDL) عن وجود تأثير سالب في الاجل القصير، اذ بلغت قيمة المعامل (-٠.٢٨٨) بمستوى معنوية (٠.٠٢٦٨)، مما يعني ان كل زيادة في الدين العام تؤدي الى ضغوط سالبة تخفض القيمة السوقية للمصارف في المدى القريب.
- ٣- وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين، الا ان الية التصحيح الذاتي للوصول الى التوازن المشترك بطيئة جداً، حيث بلغت سرعة التصحيح (٠.٩٧٠٨) مما يشير الى استغراق السوق وقتاً طويلاً للتخلص من آثار الدين العام الداخلي.
- ٤- اعتماد الحكومة المفرط على المصارف الحكومية (الرشيد والرافدين) والبنك المركزي لتمويل العجز أدى الى تجفيف منابع السيولة المتاحة للاستثمار في الأسهم مما أضعف استجابة مؤشرات أداء السوق للتطورات الاقتصادية.
- ٥- يرتبط مسار الدين ارتباطاً وثيقاً بالتقلبات الحاصلة في أسعار النفط والازمات المالية مثل (حرب داعش- جائحة كورونا) حيث أدت هذه الازمات الى قفزات حادة في المديونية الداخلية لتعويض تراجع الإيرادات النفطية.
- ٦- اكدت الاختبارات التشخيصية (Test LM, ARCH, Jarque-Bera) خلو النموذج من مشكلات الارتباط الذاتي وعدم تجانس التباين كما أكد اختبار (CUSUM) و (CUSUM OF Squares) الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدره، مما يمنح نتائج البحث دقة عالية وموثوقية في اتخاذ القرار.

### التوصيات

- ١- كبح جماح الدين الداخلي من خلال وضع سقف زمني محدد للإقراض الداخلي وضمان توفر سيولة كافية لدى المصارف التجارية لتمويل مشاريع القطاع الخاص والمشاريع المتاحة في البورصة.
- ٢- تنشيط سوق السندات الحكومية عن طريق تشجيع ادراج السندات السيادية (سندات الاعمار) في منصة التداول بأسعار تنافسية لجذب مدخرات الافراد بدلا من الاعتماد الكلي على أموال المصارف التجارية.



- ٣- تعزيز الشفافية المالية من خلال اصدار تقارير شهرية عن الدين العام وجدولة تسديده، لتقليل حالة عدم اليقين وتعزيز ثقة المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية.
- ٤- تنويع الأدوات الاستثمارية والإسراع في ادخال أدوات مالية جديدة مثل (صناديق الاستثمار، والمشتقات المالية) لتقليل مخاطر التركيز على قطاع واحد(المصارف) الذي يتأثر مباشرة بمديونية الحكومة.
- ٥- التحول الرقمي الشامل لتسهيل عمليات التداول عبر تطبيقات الهاتف المحمول لجذب فئة الشباب والسيولة المكتنزة في البيوت، مما يرفع من قيم التداول اليومية.
- ٦- تحسين الحوكمة يجب على الشركات تعزيز معايير الإفصاح والحوكمة المالية لرفع ثقة المستثمر الأجنبي والمحلي مما يقلل من حساسية أسهمها لتقلبات الدين العام.
- ٧- تقليل الاعتماد على الإيرادات النفطية وتوجيه أموال الاقتراض الى المشاريع الإنتاجية التي تولد إيرادات غير نفطية، اذ يعزز من قدرة الدولة على سداد ديونها دون الضغط على الاحتياطيات النقدية او استقرار العملة.

## المصادر والمراجع

### ١. العربية

الموسوي، ا. خ.، فلفل، ع. ح. (٢٠١٩). الدين العام الداخلي وتأثيره في حجم الودائع المصرفية- العراق حالة دراسية للمدة من (٢٠١٦-٢٠١٩). مجلة اهل البيت، جامعة كربلاء. العدد ٣٢.

<https://abu.edu.iq/ar/research/articles/83498>

باش، ع. م. ع.، والقريشي، م. ج. ش. (٢٠١٧). أثر السياسة المالية في مؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية للفترة (٢٠٠٤-٢٠١٤). مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية. (٢).

<https://search.emarefa.net/detail/BIM-796611>

بوغنوز، ا. (٢٠٢٤). دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة: بورصة الجزائر. أطروحة دكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. جامعة الجزائر.

داغر، م. م.، لفنة، ح. ح.، والكبيسي، م. ص. (٢٠١٩). الدين المصرفي العام وقيد الاحتياط الأجنبي في العراق للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٧). مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية. كلية الإدارة والاقتصاد. جامعة بابل. العراق. ٢٥ (١١٣).

<https://doi.org/10.33095/jeas.v25i113.1699>

شاكرك، ك. ع. (٢٠٢٤). دور الأسواق المالية في توجيه عملية الاستثمار. مجلة العلوم الإسلامية. ٢ (٣٨).

<https://isscj.edu.iq/research/dwr-alaswaq-almalyt-fy-twjyh-emlyt-alasthmar>

شبيب، ع. إ.، فيصل، غ. ف.، وأبراهيم، ع. خ. (٢٠٢٢). تحليل العلاقة بين الدين العام ومؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠٠٤-٢٠٢٢. المؤتمر الدولي الخامس للعلوم الإدارية والمالية ٢٠٢٥.

طالب، ر. ع. (٢٠٢٠). قياس وتحليل إثر عجز الموازنة العامة على الدين الخارجي في إطار التكامل المشترك للمدة (١٩٩٠-٢٠١٦)، كلية الإدارة والاقتصاد. جامعة بغداد. العراق.

علوان، غ. ح.، وكاظم، ا. ص. (٢٠٢٠). أثر الدين العام على الاستقرار المالي في العراق. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية. كلية الإدارة والاقتصاد جامعة بغداد. ٢٦ (١٢١).

<https://doi.org/10.33095/jeas.v26i121.1979>

مخولوف، ي. ب. م. (٢٠٢٢). أهمية سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات دراسة حالة السوق السعودية. شهادة ماجستير. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة محمد بن الصديق يحي. الجزائر.

عمر، ي. م. أ. (٢٠٢٤). الدين العام المصري وأثره على المتغيرات الاقتصادية الكلية خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠٢٠). المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية. ١٦ (٤).

<https://doi.org/10.21608/masf.2024.414727>

### ٢. المصادر العربية مترجمة إلى الإنكليزية

Al-Moussawi, A.K., Pepper, A. H. (2019). Internal Public Debt and its Impact on the Volume of Bank Deposits - Iraq: A Case Study for the Period (2016-2019). Ahl al-Bayt Magazine, University of Karbala. Issue 32. <https://abu.edu.iq/ar/research/articles/83498>

Bash, A. M. A., & Al-Quraishi, M. J. S. (2017). The Impact of Fiscal Policy on the Performance Indicators of the Iraq Stock Exchange for the Period (2004-2014). Journal of the Faculty of Administration and Economics for Economic, Administrative and Financial Studies. 9(2). <https://search.emarefa.net/detail/BIM-796611>

Bogenhouse, A. (2024). The Role of the Stock Market in Financing Forms Case Study: The Algerian Stock Exchange. PhD Thesis. Faculty of Economics and Management Sciences. University of Algiers.

- Dagher, M. M., Lofta, H. H., & Al-Kubaisi, M. S. (2019). Public Bank Debt and Foreign Reserve Credits in Iraq for the Period (2004-2017). *Journal of Economic and Administrative Sciences. Faculty of Business and Economics. University of Babylon. Iraq.* 25(113). <https://doi.org/10.33095/jeas.v25i113.1699>
- Shaker, K. A. (2024). The role of financial markets in guiding the investment process. *Journal of Islamic Sciences.* 2(38). <https://isscj.edu.iq/research/dwr-alaswaq-almalyt-fy-twjyh-emlyt-alasthmar>
- Shabib, A.E., Faisal, G.F., & Ibrahim, A.K. (2022). Analysis of the relationship between public debt and performance indicators of the Iraq Stock Exchange for the period 2004-2022. *The Fifth International Conference on Administrative and Financial Sciences 2025.*
- Taleb, R. A. (2020). Measuring and Analyzing the Impact of the Public Budget Deficit on External Debt in the Framework of Joint Integration for the Period (1990-2016), *Faculty of Administration and Economics. University of Baghdad. Iraq.*
- Alwan, G. H., & Kazem, A. S. (2020). The Impact of Public Debt on Financial Stability in Iraq. *Journal of Economic and Administrative Sciences. Faculty of Business and Economics, University of Baghdad.* 26(121). <https://doi.org/10.33095/jeas.v26i121.1979>
- Makhlouf, Y.B.M. (2022). The Importance of the Stock Market in Mobilizing Savings A Case Study of the Saudi Market. Master's degree. *Faculty of Economic, Commercial and Management Sciences. Muhammad Bin Al-Siddiq Yahya University. Algeria.*
- Omar, Y.M.A. (2024). Egyptian Public Debt and its Impact on Macroeconomic Variables during the Period (2000-2020). *The Scientific Journal of Financial and Administrative Studies and Research.* 16(4). <https://doi.org/10.21608/masf.2024.414727>

## المصادر الانكليزية

- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2020). *Financial Markets and Institutions* (9th ed.). Pearson.
- Madura, J., & Fox, R. (2019). *International Financial Management*. Cengage Learning.