

أثر الأزمة المالية العالمية على كفاءة نشاط سوق العراق للأوراق

المالية "دراسة قياسية للمدة ٢٠٠٦-٢٠٠٨"

م. د. غفران حاتم علوان م. د. حمديّة شاكر مسلم م. د. عفراء هادي سعيد
كلية الادارة والاقتصاد/جامعة بغداد - قسم الاقتصاد

المخلص

تحتل السواق المالية مكانا بالغ الاهمية في النشاط الاقتصادي في معظم دول العالم، ولقد زادت اهميتها مع التقدم التكنولوجي الهائل في عالم المواصلات والاتصالات والمعلومات. واتسع تأثيرها على الاقتصاد الدولي مما ادى الى ارتباط الاقتصادات بعضها ببعض الاخر بعلاقات دولية عالمية، لتصبح السياسات المفتوحة هي السائدة على الاقتصادات القطرية والاقليمية، ضمن اطار النظام العالمي الجديد. وقد واجه الاقتصاد الدولي أزمة مالية عالمية والتي أصابت جميع الاقتصادات العالمية، مع ان الولايات المتحدة هي مركز الأزمة ومنطلق شرارتها، وقد وصلت تداعياتها الى الاقتصادات الأوربية والآسيوية والعالمية بما في ذلك دول العالم الثالث والتي انتقلت اليها اعباء وخسائر هذه الازمة من خلال العلاقات الاقتصادية والمصرفية الدولية التي وفرتها القنوات والأساليب المختلفة، والاسواق المالية لهذه الدول ومنها العراق ليست بمنأى من الازمة وتداعياتها، وبالتالي لا يمكن الجزم بوجود حدود جغرافية معينة لهذه الازمة. مما لاينفي من تاثر الاقتصاد العراقي واسواقه بهذه الازمة.

المصطلحات الأساسية للبحث/ سوق العراق للأوراق المالية- الأزمة المالية- أسهم- سندات



مجلة العلوم

الاقتصادية والإدارية

المجلد ١٩

العدد ٧١

الصفحات ٢٥٤ - ٢٧٠

المقدمة

تحتل الأسواق المالية مكانة بالغة الأهمية في النشاط الاقتصادي في معظم دول العالم ولقد زادت أهميتها مع التقدم الهائل في علم تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات، واتسع تأثيرها على الاقتصاد الدولي، مما أدى إلى ارتباط العالم بعضها ببعض الآخر بعلاقات دولية مالية عالمية ضمن مفهوم العولمة الاقتصادية. واليوم يواجه الاقتصاد الدولي أزمة مالية عالمية أصابت جميع الاقتصاديات والولايات المتحدة هي مركز الأزمة ومنطلق شرارتها، ووصلت تداعياتها إلى الاقتصاديات الأوربية والآسيوية، وعمت بشكل كبير إلى إعادة توزيع القوة الاقتصادية والسياسية في جميع أنحاء العالم.

لاشك أن أعباء وخسائر هذه الأزمة ونتائجها السلبية تنتقل إلى دول العالم الثالث من خلال العلاقات الاقتصادية (المالية والمصرفية) الدولية التي وفرت القنوات والأساليب المختلفة لها مؤسسات العولمة كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي اللذان يساهمان في تبنى السياسات المالية والنقدية الأمريكية، وتتبنى تسارع خطى العولمة الاقتصادية وتشجيعها. كما ان هذه الازمات تؤثر على العولمة، لذا كثفت هذه المؤسسات الدولية مجهوداتها لتقوية ودعم القطاعات المالية والمصرفية على المستوى العالمي، في محاولة لتخفيف الآثار المترتبة من جراء انتقال هذه الازمات. وعلى مستوى الدول النامية فرضت المؤسسات الدولية مزيداً من المشروطة واملت سياسات اصلاح جديدة كوسيلة لمعالجة الازمات او ادارتها.

الأسواق المالية للدول النامية ومنها العراق ليست بمنأى من الازمة وتداعياتها، وبالتالي لا يمكن القول بوجود حدود جغرافية معينة لهذه الازمة. مما لا ينفى تاثر الاقتصاد العراقي واسواقه بهذه الازمة وان كان بطرق غير مباشرة. فالعولمة الاقتصادية وسياسات تحرير الاسواق جعلت منه سريع التاثر بتقلبات أسعار السلع الاساسية ونشاط اسواق الاوراق المالية العالمية، اذ امتدت تداعيات هذه الازمة لتصل الى تاثر الاقتصاد العراقي وعن طريق الإيرادات النفطية ومن ثم مفاصل الأنشطة الاقتصادية كافة بما فيها نشاط سوق العراق للأوراق المالية.

مشكلة البحث:

تاثر الاقتصاد العراقي، ولاسيما سوق العراق للأوراق المالية بالازمة المالية العالمية وتداعياتها.

فرضية البحث:

يستند البحث الى فرضية مفادها "ان ظهور الازمة المالية العالمية لم تؤثر بشكل مباشر على كفاءة ونشاط سوق العراق للأوراق المالية وانما بشكل غير مباشر عن طريق قنوات اخرى".

هدف الدراسة:

سعيًا نحو ترشيد القرار الاستثماري وإحكام الرقابة على حسن أداء سوق العراق للأوراق المالية، بعد عرض التسلسل التاريخي لحدوث الأزمة المالية العالمية، وتحليل وتقييم أسباب نشوئها وتداعياتها. فان البحث هدف الى:

- بيان مفهوم وماهية الازمة المالية العالمية للنظر في إمكانية تقليل اثرها .
- توضيح تطور سوق العراق للأوراق المالية .
- التركيز والتوسع لاثار الازمة المالية العالمية على نشاط سوق العراق للأوراق المالية من حلال استخدام الاساليب الكمية في التحليل.

هيكل الدراسة

تضمن البحث ثلاث مباحث جاء المبحث الاول لبيان ما هية الازمة من خلال ابراز مفهومها واسبابها ومن ثم تطوراتها وانعكاساتها على الدول النامية. في حين ركز المبحث الثاني على نشأة وتطور سوق العراق للأوراق المالية، وفعاليتها في النمو الاقتصادي، وتضمن المبحث الثالث بناء نموذج اقتصادي لقياسي أثر الازمة المالية على كفاءة نشاط سوق العراق للأوراق المالية، لينتهي البحث بجملة من الاستنتاجات والتوصيات.

المبحث الأول / الأزمة المالية- مفهومها واسبابها وتطوراتها

وانعكاساتها على الدول النامية

أولاً- مفهوم الأزمة المالية

ان تعدد ابعاد الازمة المالية العالمية، والسياسية، والاجتماعية، والاقتصادية، والادارية، ادى الى تباين مفاهيمها، واختلفت تلك المفاهيم في بعض الجوانب وانتفتت في جوانب اخرى. ففي اطار السياسة الدولية، اذ ان الازمات تلازم العلاقات الدولية المعاصرة بشكل متلاحق على نحو جعل من هذه الازمات ظاهرة متكررة تفرض نفسها على كل من صناعات السياسة الخارجية، ومراقبي ومحلي العلاقات الدولية. ويصفها الاقتصادي فريدريك ميشكان Fredric Mishkan الازمة المالية بأنها "اضطراب في أسواق المال، والذي يكون فيه الاختيار والمخاطر المعنوية سيئة لدرجة أن سوق المال يكون غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة الى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الاستثمارية" (Fredric, 2000, P: 19-21)

كما يمكن تعريف الازمة على انها "لحظة حرجة وحاسمة تهدد المصير، وتضع صعوبات كبيرة امام صناعات القرار في ضوء زيادة مستوى حالة عدم التاكيد، وعدم توافر الكم والنوع الكافي من البيانات والمعلومات والمعرفة اللازمة والمطلوبة للتعاطي مع الواقع الحالي في ظل وقوع الازمة" (ابو فارة، ٢٠٠٩، ص: ٢٢)

اما الازمة المالية فيقصد بها "التدهور الحاد في الاسواق المالية لدولة ما او مجموعة من الدول والتي من ابرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في اداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلبا في تدهور قيمة العملة، وفي أسعار الاسهم والسندات مما ينجم عنه اثار سلبية على قطاع الانتاج والعمالة، وما ينجم عنها من اعادة توزيع الدخل والثروات فيها بين الاسواق المالية والدولية" (الحسني، ١٩٩٩، ص: ٢٠٠)

اما عن كيفية حدوث الازمات المالية فانها بصورة مفاجئة نتيجة لازمة الثقة في النظام المالي مسيبتها الرئيس تدفق رؤوس اموال ضخمة الى الداخل، يرافقها توسع مفرط وسريع في الاقراض، وعندما يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة المحلية ازاء العملات القيادية، حيث يصبح سعر الصرف الحقيقي اقرب الى سعر العملة، مما يؤدي الى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية الى الخارج.

ثانياً- اسباب الازمة

لمعرفة اسباب الازمة يتطلب أن نفهم أن هناك تفرقة أساسية بين ما يمكن أن نطلق عليه "الاقتصاد العيني أو الحقيقي" وبين "الاقتصاد المالي". فأما الاقتصاد العيني وهو ما يتعلق بالاصول العينية Real Assets ويتناول كل الموارد الحقيقية التي تشبع الحاجات بطريق مباشر (السلع الاستهلاكية) أو بطريق غير مباشر (السلع الاستثمارية). فالاصول العينية تشمل الأراضي والمصانع، والطرق، ومحطات الكهرباء، وهي أيضا القوى البشرية. وبعبارة أخرى هي مجموع السلع الاستهلاكية التي تشبع حاجات الإنسان مباشرة من مأكّل وملبس وترفيه ومواصلات وتعليم وخدمات صحية. وكذلك تتضمن الأصول التي تنتج هذه السلع (الاستثمارية) من مصانع وأراض زراعية ومراكز للبحوث والتطوير.. إلخ. وهكذا فالالاقتصاد العيني أو الأصول العينية هو الثروة الحقيقية التي يتوقف عليها بقاء البشرية وتقدمها.

الاقتصاد العيني وحده لا يكفي بل لابد أن يزود بأدوات مالية تسهل عمليات التبادل من ناحية، والعمل المشترك من أجل المستقبل من ناحية أخرى. وهكذا بدأ ظهور مفهوم جديد اسمه "الأصول المالية" Financial assets، باعتبارها حقاً على الثروة العينية. وأصبح التعامل يتم على "الأصول المالية" باعتبارها ممثلاً للأصول العينية.

وهكذا ادى القطاع المصرفي- القطاع المالي بصفة عامة- دوراً هائلاً في زيادة حجم الأصول المالية المتداولة وزيادة الثقة فيها. ومن هنا بدأت بوادر أو بذور الازمات المالية وهي بدء انقطاع الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني. فالتوسع المالي بإصدار أنواع متعددة من الأصول المالية المتنوعة بشكل مستقل عن الاقتصاد العيني وأصبحت للأسواق المالية نشاطها الخاصة بعيداً عما يحدث في الاقتصاد العيني. ومن هنا تظهر حقيقة الأزمة المعاصرة باعتبارها أزمة "مالية" بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل إلى حد كبير، عما يحدث في الاقتصاد العيني. (البيلاوي، ص: ٢-٣)

جذور الازمة المالية العالمية لاتقع في القطاع المالي بل في قلب نمط الانتاج الراسمالي نفسه. فالإنتاج في الرأسمالية لأيتم من اجل تلبية حاجات البشر، بل من اجل الربح وتنميته، وتتم هذه العملية بشكل تنافسي بين الشركات الرأسمالية. وكل شركة تحاول تعظيم ارباحها ونسبة مبيعاتها في الاسواق من خلال تكثيف استغلال عمالها وتوسيع استثماراتها، وهذه الطبيعة الاستغلالية والتنافسية للانتاج الراسمالي ادت الى وجود

عدد من المتناقضات الجوهرية، أولها كلما ازداد حجم الاستثمار في أدوات الإنتاج كلما تناقص المعدل الحقيقي لمصدر الربح وهو قوة العمل التي يتم استغلالها، مما يؤدي على المدى الطويل إلى انخفاض معدل الربح، وثانياً تحتاج الشركات حتى تحصل على أرباحها إلى أن تباع منتجاتها في السوق وإذا انخفضت القدرة الشرائية للعمال بفعل تكثيف استغلالهم فلن يتمكنوا من شراء تلك السلع وتكون النتيجة تراكم للإنتاج، وهو ما يؤدي بدوره إلى تقليص في الأرباح وتقليص شراء الرأسماليين للسلع الانتاجية (المواد الخام والمكننة وغيرها من أدوات ومستلزمات الإنتاج)، وهذه التناقضات تؤدي ليس فقط إلى أزمات متتالية بل البحث الدائم من قبل الرأسمالية عن مجالات الاستثمار تعوضها عن ضعف الأرباح في المجال الانتاجي (نجيب، ٢٠٠٨، ص: ٥-٦).

تعد الأزمة المالية العالمية الحالية التي يعاني منها الاقتصاد الرأسمالي، نتويجا لسلسلة من الازمات التي عصفت بالرأسمالية العالمية، منذ مطلع السبعينيات من القرن العشرين، وتطورت أزمة الأسواق المالية التي تفجرت في أغسطس/آب ٢٠٠٧ حتى أصبحت أكبر صدمة مالية وخطرها منذ أزمة الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن السابق،

وشمل الضرر العديد من الأسواق والمؤسسات الأساسية في النظام المالي، فكان انهيار بورصة نيويورك أول حدث تاريخي يضرب الأسواق المالية العالمية وإمام هذه التطورات وقفت المنظمات الدولية عاجزة عن إيجاد حلول جذرية لهذه الازمات في ظل ليبرالية جديدة حاضنة للعولمة والتي أدت إلى التحرير الكامل لرؤوس الأموال وهذا ما أثار الشكوك حول قدرة العولمة في تحقيق التنمية الشاملة. (عبد المعبود، ٢٠٠٩، ص: ٣-٤)

بدأت الأزمة بعد تزايد حدة قلق المتعاملين في أسواق المال بشأن الظروف التي تمر بها أسواق الائتمان في العالم والتي أرجع المحللون معظمها إلى المشاكل التي تعرضت لها سوق الإقراض العقاري الأمريكي المعروفة باسم "ساب برايم" والتي تمنح للراغبين في السكن من دون الاشتراط بأن يكون للمقترض سجل مالي قوي، فافدمت بأقراض المواطنين لشراء عقار أو بناءه وبسعر فائدة منخفض مما شجع مئات الآلاف من المواطنين من ذوي الدخل المحدود للإقراض، إن زيادة الطلب على العقارات أدى إلى ارتفاع أسعارها مما دفع مالكي العقارات للحصول على قروض إضافية تتناسب مع ارتفاع أسعار عقاراتهم والتي ساهمت في تدهور أسعار الأسهم بشكل ملحوظ خلال، وقد كانت أسهم القطاع المصرفي وعلى وجه التحديد بنوك يو بي إس، وإتش إس بي سي، وباركليز قاطرة الانهيار في أسعار الأسهم، حيث كانت هي الأكثر تضرراً خلال الأزمة، وهو أمر لفت أنظار المحللين الماليين الذين فسروا ذلك بأن المستثمرين في البورصة لا يعرفون أي البنوك معرضة لمشكلات الائتمان العقاري ومدى خسائرها المحتملة، فبدأ الجميع في البيع بشكل هستيري. (البيلاوي، ٢٠١٠، ص: ٧)

لقد دفع الطلب على الإقراض البنوك العقارية إلى رفع سعر الفائدة مما جعل المواطنين غير قادرين على تسديد القرض لذلك لجأت البنوك العقارية إلى حجز العقار وبيعه وإمام هذا الوضع سادت حالة من الذعر والخوف في أسواق المال وفي أوساط المستثمرين في العقار مطالبين بسحب استثماراتهم مما أدى إلى تراجع في أسعار العقارات، ولمواجهة آثار هذه الأزمة اضطر العديد من المواطنين تخفيض طلبهم على السلع، وهذا الانخفاض في الطلب على السلع ووجود فائض من عرض السلع دفع المنتجين إلى تسريح أعداد كبيرة من العاملين والعمل على تخفيض الإنتاج وهذا يعد سبباً لتفجر الأزمة.

ثالثاً- تطورات الأزمة المالية المعاصرة

لا تزال تداعيات الأزمة العالمية تتطور وتتوالى، ويمتد أثرها في الاقتصاد الحقيقي بعد الآثار الكارثية التي خلقتها على القطاع المالي. اذ توسعت المؤسسات المالية الأميركية في منح القروض السكنية بصورة لم يسبق لها مثيل من ناحية، وازدادت نسبة القروض إلى قيمة الممتلكات (المساكن) من ناحية أخرى. وقد قدمت المؤسسات المالية تلك القروض لعدد كبير من المستهلكين أصحاب الملاعة^(١) الضعيفة أو الجدارة الائتمانية الرديئة، بمعنى أن رغبتهم وقدرتهم على سداد القروض متدنية وبالتالي يتعثرون عند حلول مواعيد سداد القروض، مما يؤثر على وضع المؤسسات المالية التي منحت القروض، ومن ثم عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها وانهارها.

وعلى الرغم من ان الولايات المتحدة الأمريكية شهدت في بداية القرن الحالي، أزمة اقتصادية حادة بين عامي ٢٠٠٢-٢٠٠٣ تسببت بها مضاربات بورصة (وول ستريت)، إلا أن هذه الأزمات وبالرغم مما ألحقته من أضرار يهيكل النظام الرأسمالي، إلا انها لا تعادل الأزمة الأخيرة عام ٢٠٠٨، والتي كان أبرز مظاهرها انخفاض الطلب على المنتجات المختلفة وكساد الأسواق، وإفلاس المؤسسات المصرفية الكبرى والشركات متعددة الجنسيات، فضلاً عن انهيار سوق العقارات وصناعة البناء والسيارات، وما من ش بان بقاء النظام الرأسمالي على قيد الحياة، رغم الأزمات التي حلت به، إنما يعزى لمسارعة الدول الرأسمالية للتدخل وضخ آلاف المليارات من الدولارات بغية إنقاذ المصارف والمؤسسات والشركات التي تتعرض للإفلاس.

ومن الجدير بالذكر أن الولايات المتحدة ودول الاتحاد الأوروبي قد عمدت خلال الأزمة الراهنة إلى ضخ مئات التريلونات من الدولارات الأمريكية، في الاسواق المختلفة تجاوزا على الثوابت الاقتصادية وبما لا يقل عن (٢٣٠٠) مليار دولار على شكل سندات خزينة بهدف تمويل الدين العام، والحفاظ على أرباح القطاع المصرفي، وعدم المس بالدخول والعلاوات التي يتقاضاها كبار المصرفيين، والتي بلغت أكثر من (١٤٠) مليار دولار في الولايات المتحدة وحدها، فالكتلة النقدية (الدولارية) بمقدورها ان تغرق العالم بعشرات الازمات، فهذه الكتلة هي اكبر من الناتج المحلي الاجمالي الأمريكي بمئات المرات، وهو يبتعد عن الناتج الحقيقي وغير مرتبط به، مما يوشح ان الرأسمالية قد انتقلت الى طور جديد، يتمثل باستخدام رأس المال لاستدامة النمو، وعده مصدر لخلق الثروة هذا يمثل موقفاً ورؤية ارتدادية. (التقرير الاستراتيجي العراقي الثاني، ٢٠٠٩، ص: ٢١٥)

ازدادت حدة الاضطرابات بسبب الارتفاع السريع المستمر في حالات التعثر عن السداد في سوق الرهون العقارية العالية المخاطر في سياق عملية تصحيح رئيسية تشهدها سوق المساكن في أميركا وما أعقبها من ارتفاع حاد في فروق العائد على الأوراق المالية المضمونة بتلك الرهون العقارية، بما في ذلك التزامات الدين المضمونة بأصول على نحو يجتذب مراتب ائتمانية مرتفعة، غير أن التداعيات اللاحقة سرعان ما امتدت من خلال نظام مالي شديد الاعتماد على الرفع المالي لتسبب في خفض السيولة في سوق المعاملات بين البنوك وإضعاف كفاية رأس المال، وفرض تسوية طارئة لأوضاع مؤسسات وساطة مالية كبرى وإحداث اضطراب عميق في أسواق الائتمان والحث على إعادة تسعير المخاطر بمجموعة كبيرة من الأدوات المالية المختلفة.

أكثر الأمور حدة في هذه الأزمة حدوث خسارة لم يسبق لها مثيل في السيولة، حيث قفزت أسعار الفائدة على المعاملات بين البنوك لأجل ثلاثة أشهر بما يتجاوز بكثير أسعار الفائدة على الإقراض لليلة واحدة والمستخدم كإداة للسياسة النقدية، وحدث هذا في وقت سعت فيه البنوك إلى الحفاظ على ما لديها من سيولة أمام الضغوط الواقعة عليها، وبسبب الزيادة المستمرة في عدم اليقين المحيط بمدى قدرتها المالية وتوزيع خسائر البنوك من حيازات الأوراق المالية المرتبطة بالرهون العقارية العالية المخاطر، وكفي الإشارة إلى أن انهيار سوق العقارات كان هو المسبب للأزمة المالية وتعمقها نتيجة تامين المستثمرين على سندات الدين التي يمسكونها والتي هي اصلاً ناتجة من التساهل المفرط في منح الائتمان العقاري. مما حذى عند استفحال أزمة الرهن العقاري الى خسائر كبيره في شركات التامين ووضح مثال هو افلاس اكبر شركة تامين في الاولويات المتحدة الأمريكية وانتشرت حالات نقص السيولة بصورة أوسع نطاقاً حيث لجأت البنوك إلى تخفيض خطوط الائتمان وزيادة هوامش الضمان للأوراق المالية وزيادة طلبات إيداع هامش الوقاية من الوسطاء الماليين الآخرين.

(١)- الملاعة المستوى المزدوج لخطر السوق وخطر الديون المعرض لها البنك، إذ إن اقل نسبة مقبولة للبنوك هي % كما حددها اتفاق المصرفيين.

ان الانتكاسات التي يواجهها النظام الرأسمالي مرتبطة أساساً بطبيعة هذا النظام الذي يتعرض بين الحين والآخر لأزمة دورية أو شبه دورية، تفرضها قوانين السوق ومجموعة أخرى من العوامل كالتناقض بين العرض والطلب، وفوضى الإنتاج، والتنافس وضعف القدرة الشرائية، وكساد الأسواق، واختلال التوازن بين الاستيراد والتصدير، إضافة إلى جملة من المؤثرات الناجمة عن العمليات الرأسمالية المتعلقة بالمضاربات المالية، وتذبذب أسعار الفائدة والسندات، وإفلاس الشركات المصرفية وغيرها.

رابعاً- انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الدول النامية

انعكست الأزمة المالية العالمية على معظم اقتصادات دول العالم حتى إنها أصبحت تلقب بالأزمة المالية العالمية. ولاشك أن أعباء وخسائر هذه الأزمة وتناجها السلبية تنتقل إلى الدول النامية من خلال العلاقات الاقتصادية والمصرفية الدولية التي وفرتها القنوات والأساليب المختلفة، ومدى تأثير الدول العربية يعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية المالية بين الدول العربية والعالم الخارجي. بعد ان أصبحت دول العالم تعاني من مشكلات اقتصادية مشتركة، وهي من أهم أسباب الأزمات المالية أسباب تتعلق بالعملة المالية غير المستندة الى مؤسسات مالية قادرة على ادارة عملية الانفتاح على العالم الخارجي، والتحرر المالي اذا لم يسبقه التحرر الاقتصادي الملائم يؤدي الى زيادة حدة الصدمات الخارجية التي يتعرض لها الاقتصاد الكلي، ولاسيما وان كانت البيئة الاقتصادية لم تكن ملائمة لمثل هذه التحولات.

الاسواق المالية العربية بشكل عام ليست محصنة من الازمة وتداعياتها، فالعملة الاقتصادية جعلت الاسواق في العالم سريعة التاثر بما يحدث ، وبالتالي لا يمكن القول بوجود حدود جغرافية معينة لهذه الازمة، نتيجة عولمة راس المال وفتح اسواق جديدة في العالم مع عمليات اعادة الهيكلة الاقتصادية التي التزمت بها وصفات صندوق النقد الدولي، إذ أصبحت المشتقات المالية (أدوات مالية تتضمن سندات واسهم وشهادات بمسميات عديدة) تستخدم بشكل رئيسي من قبل المصارف ساهمت بشكل مباشر بزيادة المديونية، وبالتالي تعد من العوامل الاساسية في الازمة المالية العالمية هدفا استثماريا في حد ذاته، يعني انك تستثمر مالا في مضاربات وعمليات مالية لتجني ارباحا بغض النظر عن اي اصول حقيقية يستند اليها هذا المال .

أثبتت الوقائع والدراسات الاقتصادية في السنوات الأخيرة أن تفاعل العرض والطلب على الأصول المالية في الأسواق النقدية و المالية الدولية له تأثيرا هاما على أسعار صرف العملات لذلك فإن أزمات هذه الأسواق وما يترتب عنها من تقلبات حادة في أسعار صرف العملات الرئيسية الدولية تساهم في إحداث تقلبات هامة في عوائد صادرات البلدان النامية بسبب التغيرات في قيم العملات التي تسعر وتقييم بها هذه الصادرات في الأسواق الدولية لذلك فإن تغييرات أسعار صادرات الدول النامية ليست خاضعة لتغير تكلفتها، أو حجم العرض والطلب عليها، بل لتقلبات أسعار صرف العملات التي تسعر بها في الأسواق الدولية، وأيضا حركات رؤوس الأموال بفعل تغيرات أسعار الفائدة. (عطوان، ٢٠٠٠، ص: ٣٥٧-٣٦١)

اما تأثير الازمة على اقتصاد العراق فانها تترك بصمة واضحة واثرا بارز ومحتوى سلبي في معدلات النمو الاقتصادي في العراق بسبب تقلبات اسعار صرف الدولار الامريكي وانعكاسه على صرف الدينار العراقي لان تقلبات اسعار النفط العالمي صعودا او هبوطا تؤثر بشكل واضح في سعر البرميل الواحد من النفط العراقي وذلك نتيجة ارتباط التبعية النفطية في العراق لبورصات الولايات المتحدة الامريكية وتعادلها وارتباطها بالقيمة النقدية للدولار الامريكي وهو السعر السائد والخاضع في تقلبات اسعار النفط العالمي ، وخير مثال لظاهرة هذه التقلبات السعرية في اسعار النفط بعد حدوث الازمة ومما لاشك فيه ان هذا الانخفاض في معدلات الاسعار ستؤثر بشكل مباشر على خطط التنمية وعلى الموازنة العامة التي تغذي هذه الخطط علما ان خطط التنمية تعتمد بشكل رئيسي على الموارد النفطية وهو الاقتصاد الريعي الذي اطلق عليه تسميته بالاقتصاد الاحادي الجانب لاعتماده على عنصر واحد هو الانتاج النفطي فلا غرابة اذا قلنا ان هذه الازمة وسلباتها المؤثرة قد تؤثر بشكل مباشر في حالة السوق العراقية وعلى درجة نمو اقتصاده في هذه المرحلة وماستفرض هذه الحالة من الانكماش المحدود وغير المحدود بسبب عدم استقرار وثبات السياسة النقدية والالية التي يتعرض لها الاقتصاد العراقي من جراء تأثيرات السوق الخارجية ومايميز السوق العراقية اليوم هو القصور والضعف السائد في منهجية الائتمان المصرفي في القطر سوف يترك اثرا سلبيا في عدم تنشيط الاستثمار الوطني وربما سوف تترك هذه السلبيات تراجعا في الاستثمارات الاجنبية نتيجة تفاقم الازمة المالية العالمية.

ان نمط الازمة في الدول التي تعتمد بشدة على صادرات المواد الأولية يختلف عن الدول الصناعية، فالمشكلات التي تواجه البنوك والقطاع المالي في هذه الدول تكون مسبوقه بتدهور معدلات التبادل، انخفاض أسعار الصادرات من السلع الأولية والذي لا يؤثر فقط في معدل ربحية بعض الصناعات الكبيرة ولكنه يخفض من إيرادات الحكومة ويضعف الطلب المحلي ويهدد ربحية كل المشروعات، وفي هذه الدول فإن دور مؤشر



معدل التبادل الدولي يجعل من السهل التنبؤ بالمشكلات المالية المصرفية ، وحيث تكون تقلبات معدلات التضخم والطلب المحلي أقل دلالة لمعرفة مدى حساسية الجهاز المصرفي للتعرض للأزمة. (الطوخي، ٢٠١٠، ص: ٩)

وعند النظر للمردود السلبي للازمة المالية العالمية وتأثيرها على مشاريعنا النفطية وعلى السوق العراقية نجد ان انخفاض سعر النفط في بورصات النفط العالمي سيؤثر تأثيرا مباشرا على المشاريع الهيدروكربونية العراقية التي اثرت في تقليص الميزانية من ٨٠% الى ٦٧% مليار دولار كما كان مخطط لها كما ان هبوط الاسعار ستؤثر بشكل واضح بصناعة النفط العراقي وفق الخطط المهيأة لها من قبل الحكومة ومما لاشك فيه ان الخطط المزمع تنفيذها لتطوير العملية النفطية تعتمد بالاساس على زيادة الانتاج وتجاوز المعدلات السابقة التي تراوحت بين (2,5-2) مليون برميل حاليا والتي كان المؤمل ان تصل الى (٤) مليون برميل في اليوم ولكن الصورة قد تختلف من جراء الازمة المالية وتأثيراتها السلبية والسريعة قد ادت الى عدم قدرة البنوك والمؤسسات الكبيرة في الاستثمار نتيجة افلاسها او عدم قدراتها المالية للدخول في الاستثمارات للمشاريع العملاقة، وهذا واضح جليا من انخفاض اسعار النفط العالمي والذي كانت له نتائج ضمنية مثيرة على الموازين الاقتصادية الكلية في كثير من البلدان النامية العربية منها المصدرة للنفط، وبالتالي على برامجها الانفاقية والتنموية، وان هذه العملية ادت الى تقليص الطلب على موارد الطاقة والتي يشكل النفط احد مصادرها المهمة فانخفاض سعر النفط من ٤٠ \$ للبرميل الى ١٢٠ \$ الى ان قام بالتراوح ما بين (60-45) \$ وهو ما شكل احد الدوافع الرئيسية لتضخم القطاع النفطي امتدت لعقود ، مما ادى الى تاثر البلدان غير المصدرة للنفط (على الرغم من الاستفادة التي حصلت عليها من انخفاض قيمة استيراداتها من النفط الخام والسلع الاساسية الاخرى) من خلال ركود الطلب على سلعها المصدرة.

لقد أطاحت الأزمة المالية العالمية بالكثير من أموال واستثمارات الدول النامية وألقت بظلالها على أسواق مالها فقد دفعت الأزمة الكثيرين إلى الاعتقاد بقصور النظام الرأسمالي عن حل المشكلات القائمة مما يعني أن المسؤولين عن السياسات المالية والنقدية في العالم مطالبين بوضع خطط احتياطية مستقبلية او مطالبين بإقامة أنظمة اقتصادية تركز على أسس قوية مستمدة من بنية النظام نفسه ان كانت تريد للعولمة الاستمرار بتحقيق اهدافها.

المبحث الثاني/ نشأة وتطور سوق العراق للأوراق المالية، وفعاليتها في النمو الاقتصادي

أولاً- ما هي سوق الأوراق المالية:

تمثل مجموعة من العناصر التشريعية والمؤسسية ومجموعة من أدوات التعامل، فالعناصر التشريعية تمثل مختلف القوانين واللوائح والنظم والتعليمات المنظمة لنشاط الأسواق، مثل قوانين تشجيع الاستثمار والضرائب والتأمين والرقابة على النقد، أما العناصر المؤسسية فتتعلق بأجهزة الحكومة المتخصصة بالاستثمار والبنوك التجارية والشركات المساهمة وبنوك التنمية، في حين تتمثل أدوات التعامل بالأسهم والسندات والأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل. (عطية، ٢٠٠٨، ص ٦٢)

يتكون السوق المالي من ثلاث آليات مترابطة و متميزة بعضها مع البعض الآخر على الرغم من اختلافها من حيث الخصائص والسمات وهي. (عطية، مصدر سابق، ص ٧٧)

- ١- آلية سوق الأوراق المالية للأسهم والسندات.
- ٢- آلية السوق النقدية وتتضمن نظم الادخار وتبادل العملات المصرف الاجنبي وتسوية الائتمان والدفعات.
- ٣- آلية اسوق راس المال وتشمل الاستثمارات والتمويل الاستثماري للمشروعات في كافة القاعات الاقتصادية والتنمية.

ثانياً- نشأة سوق الأوراق المالية في العراق:

ظهر سوق الأوراق المالية في العراق لأول مرة عندما شرع القانون رقم (٢٤) لسنة ١٩٩١ وسمي بـ (سوق بغداد للأوراق المالية)، وذلك بسبب التحولات الهيكلية التي شهدتها الاقتصاد العراقي منتصف ثمانينيات وبداية تسعينيات القرن الماضي، فقد ظهرت العديد من الشركات المساهمة والمختلطة إضافة الى الشركات القائمة، وظهور العديد من التشريعات والقوانين الجديدة لتنظيم المعاملات المالية والمصرفية والاستثمارية، مما أدى الى ظهور سوق لتداول اسهم تلك الشركات بهدف تنظيم مراقبة الادخار وتنميتها مع تطور الوعي الاستثماري وتنظيم عمل الوساطة بتحديد آلية للتداول لحماية حقوق المتعاملين في السوق.

في عام ١٩٩٢ باشر سوق بغداد عمله بعدد (٦٤) شركة مدرجة في السوق وبعقود تنفيذية خلال السنة الاولى (٦٩٣٢) عقدا وعدد جلسات التداول (٥٥) جلسة، اما في عام ٢٠٠٠ اصبح عدد الشركات المدرجة (٩٩) شركة والعقود المتنفذة (٩٢٠٢٠) عقداً و جلسات التداول (١٥٢) جلسة، وبذلك ساهم سوق بغداد بشكل غير مباشر في تنمية الاقتصاد العراقي، الا انه وبسبب التقلبات الشديدة في معدلات الاسعار ومحدودية خبرة الوسطاء المسجلين في السوق، إضافة الى وجود بعض الثغرات في النظام الداخلي للسوق أدى الى انخفاض عمليات التداول وعدم تنشيط فعاليات التداول.

بعد احداث عام ٢٠٠٣ ظهر قانون (سوق العراق للأوراق المالية) رقم (٧٤) في ١/٤/٢٠٠٤ بعد توقف سوق بغداد للأوراق المالية و سن القانون وبشكل مؤقت انسجاماً مع قرارات مجلس الامن الدولية، ووفق قوانين الحرب من قبل سلطة الائتلاف المؤقتة في العراق وذلك بهدف انعاش العمل التجاري في الاسواق الرأسمالية الذي يعتمد على فك ارتباط سوق العراق للأوراق المالية بوزارة المالية والاعتماد على الائتمانات كأسلوب لتحديد قيادات السوق ومجلس المحافظين الذي يتولى رسم السياسات في السوق وتعيين المدير التنفيذي و اقرار عمل الوسطاء والشركات المساهمة وبموجب هذا القانون تم تحديد الاتي: (سلطة الائتلاف المؤقتة، ٢٠٠٤، ص ١).

١. تقدير رأس مال السوق بشكل اولي بـ (١٠) مليار دينار عراقي تدفع حكومة اقليم كردستان العراق نسبة (٢٠%) وتقوم الشركات المساهمة بدفع نسبة (٦٠%)، اما نسبة (٢٠%) الباقية فهي تطرح من أصل نسبة رأس المال للجمهور على شكل أسهم اكتتاب.
٢. قيام حكومة كردستان بتأسيس شركتين مساهمتين الاولى شركة تأمين برأسمال مقداره (٥٠) مليون دولار، والثانية شركة طيران برأسمال (١٠٠) مليون دولار.
٣. المشاركة مع القطاع الخاص بهدف تحفيز المدخرات للمساهمة في التمويل وايجاد دورات منافسة لتقييم أداء الشركات وتوزيع المخاطر في التمويل.
٤. يعمل السوق تحت شروط الهيئة العامة لسوق العراق للأوراق المالية ووفق قوانين دولة العراق الاتحادية. (سوق العراق للأوراق المالية، ٢٠٠٤، ص ٨٣) وقد باشر سوق العراق للأوراق المالية في اول جلسة تداول في ٢٤ حزيران ٢٠٠٤ حيث بلغ عدد الشركات المسجلة (١٥) شركة، وبلغ عددها في نهاية كانون الاول (٨٧) شركة مساهمة بعضها كان مدرجاً في سوق بغداد للأوراق المالية المنحل.

ثالثاً- الأهداف والمعوقات التي واجهت سوق العراق للأوراق المالية

(جركس، ٢٠٠١، ص ١٢)

- اهم الاهداف التي سعى السوق الى تحقيقها يمكن اجمالها بالاتي:
١. العمل على تطوير السوق المالية في العراق بما يخدم الاقتصاد القومي ومساعدة الشركات في بناء رؤوس الاموال اللازمة للاستثمار عن طريق تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي. إذ تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة إلى صغار المستثمرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم المحدودة، ومن ثم فإنهم يفضلون وراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من ظاهرة التضخم.
 ٢. توعية المستثمرين العراقيين والاجانب بشأن فرص الاستثمار في السوق، وذلك لان هذه الاسواق تمارس دوراً حيويّاً في تطوير منشآت الأعمال وغيرها، كونها تمثل قناة لتدفق الأموال متوسطة وطويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين.
 ٣. تنظيم تعاملات الأوراق المالية بصورة عادلة وفعالة ومنظمة وبضمنها عمليات المقاصة والتسوية لهذه التعاملات.
 ٤. جمع الاحصائيات والمعلومات الخاصة بالمتعاملين في السوق وتحليلها ونشرها لتحقيق الاهداف المنصوص عليها في قانون تأسيس سوق العراق للأوراق المالية.
- اما اهم المعوقات التي واجهت عمل السوق في الاتي:
- ١- سيطرة عدد محدود من المستثمرين والوسطاء على التداول وتحديد الاسعار.
 - ٢- محدودية أدوات الاستثمار المتداولة في السوق واقتصارها على الاسهم.
 - ٣- عدم كفاية المعلومات المنشورة عن العوائد والاسعار في ترشيد ونقل الملكية القائمة على تلبية حاجات المستثمرين ومتطلباتهم.
 - ٤- ضعف نطاق السوق واقتصارها على المستثمرين العراقيين وعدد قليل من المستثمرين الاجانب في حين تتميز الاسواق العربية والاجنبية باستقطاب اكبر عدد من الاستثمارات الاجنبية للاستثمار فيها.

رابعاً- الأدوات والمؤشرات المالية لسوق العراق للأوراق المالية

تعتمد الأسواق المالية على الأسهم والسندات كونها الأدوات الرئيسية المستخدمة في التداول حيث تمثل الأسهم (Stock) شهادات ملكية بإمكانها تحقيق إرباح سنوية إضافة إلى الإرباح الرأسمالية في حال حصول تغييرات في أسعار الأسهم السوقية، كما أنها تتمثل أدوات ملكية تصدرها الشركات المساهمة لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل. وتعد الأسهم شهادات ملكية تخول صاحبها الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية والحقيقية، وهي تختلف عن الأدوات المالية الأخرى كونها لا تحمل قيمة اسمية أو مدة استحقاق، فهي تبقى متداولة في الأسواق إلى ما لا نهاية، إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائها أو عند حل الشركة وتصفيتها.

- أما أهم المؤشرات المالية للاسهم فهي الآتي: (WWW.aliraa.com)
- أ- الكمية المتداولة للاسهم: وهي عدد الاسهم المتداولة للبركة نفسها ولفترة محددة.
 - ب- العائد على الاستثمار: وهو يمثل قدرة الشركة على تحقيق الأرباح.
 - ت- العائد على الملكية (حقوق المساهمين): ويمثل العائد الذي يحققه المستثمر من خلال استثمار أمواله في الشركة.
 - ث- القيمة السوقية: تمثل حاصل ضرب الاسهم الصادرة والمدفوعة للشركة في السعر الحالية
 - ج- إجمالي القروض الى إجمالي الودائع: ويمثل مؤشر لمعرفة الاعباء المالية للشركات والتي على اساسها يتم التعرف على درجة المخاطرة.
 - ح- حصة السهم: وتمثل الأرباح الموزعة على قيمة السهم.
- العائد على السهم (القيمة الدفترية للسهم): وهي عبارة عن حصة السهم الواحد من صافي موجودات الشركة، ويمثل نصيب السهم من صافي ارباح الشركة مقسوماً على عدد الاسهم الصادرة والمدفوعة (المكتتب بها). ويمكن تحديد القيمة الدفترية وفقاً للمعادلة الآتية:-
- $$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال المدفوع} + \text{الاحتياطيات}}{\text{عدد الأسهم العادية القائمة}}$$
- خ- مؤشرات المخاطرة: وهي القيمة التي يتداول فيها السهم في سوق الأوراق المالية، وقد تكون هذه القيمة اقل أو أكثر من القيمة الدفترية. وعادة ما يكون الهدف الإستراتيجي للمنشأة تعظيم القيمة السوقية للسهم العادي أملاً في تعظيم ثروة الملاك. وهي تمثل العلاقة ما بين درجة المخاطرة الواجب قبولها والعائد المتوقع. ويمكن تحديد القيمة السوقية وفقاً لمتغيرين، وحسب المعادلة الآتية: القيمة السوقية للسهم = العائد المتوقع درجة المخاطرة

أما السندات (Bonds) فقد احتلت السندات مركزاً رئيساً في سوق الأوراق المالية منذ عام (١٩٧٣) ونضجت أسواقها في بداية عقد الثمانينات من القرن المنصرم. وهي تمثل شهادة اقراض بسعر فائدة فصلي او سنوي، ويمكن تحقيق الأرباح من خلال الأرباح الرأسمالية كما في الاسهم، وللسندات آجال محددة يمكن استرداد قيمتها او بعضها من خلال التداول في سوق الأوراق المالية. كما ويعرف السند بأنه أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، يعطي الحق لحامله في الحصول على عوائد دورية بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة الأند، هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق. يتضح من التعريف انف الذكر ما يأتي:

- ١- السند أداة استثمارية وإدخارية في آن واحد.
 - ٢- حامل السند دائن للجهة المصدرة له.
 - ٣- عائد السند عبارة عن فائدة الكوبون المحددة بنسبة مئوية بمدد استحقاق (دورية نصف سنوية أو دورية ربع سنوية).
 - ٤- للسند قيمة اسمية تتمثل بالمبلغ المثبت بشهادة السند
 - ٥- صفة التداول تعطي للسند قيمة سوقية.
 - ٦- تنحصر مخاطر أسعار السندات عموماً في تغير أسعار الفائدة.
- والى جانب خصائص السندات المشتقة من تعريفها فان للسندات مزايا متعددة تجعلها أحياناً أكثر جاذبية للمستثمرين من الأسهم وهي:
- أ- إن الفوائد المدفوعة على السندات تحسب كنسبة مئوية من قيمة السند.
 - ب- إن للسندات آجال محددة ومع ذلك يمكن إطفائها قبل تاريخ الاستحقاق.
- أما أهم المؤشرات المالية للسندات يمكن تقسيمها لعدة أنواع وعلى أسس مختلفة، إذ يمكن تقسيمها مثلاً على أساس جهة الإصدار أو على أساس شكل الإصدار أو على أساس الأجل أو على أساس الضمان أو على أساس القابلية للتداول والاستدعاء، إلا أن التقسيم على أساس جهة الإصدار هو الأكثر شيوعاً فضلاً عن أهميته في هذه الدراسة، وتقسيم السندات من حيث جهة الإصدار إلى سندات حكومية وسندات شركات الأعمال.

١. السندات الحكومية. وهي السندات التي تصدرها الحكومة لتحقيق أغراض اقتصادية أو نقدية أو لمواجهة العجز في الموازنة العامة. وتتباين أنواع هذه السندات من بلد إلى آخر.
 ٢. سندات الشركات. تصدر هذه السندات من لدن الشركات العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية، طبقاً لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات بالبلد المعني. وهناك أنواع مختلفة من هذه الاصدارات، تختلف باختلاف شروط كل اصدارية.
- اما عنصر المخاطرة وايهما اضمن فتعد محدد أساس لقيمة الأصل المالي فمع ارتفاع درجة المخاطرة يزداد احتمال تحمل المستثمر أو المدخر المالي للاسهم او السندات لخسائر اكبر وبالتالي فإن من الطبيعي إن المستثمر أو المدخر لن يرغب بتحمل درجة اكبر من المخاطر إلا إذا كان هناك كسب مادي متوقع يقابل ذلك. ويتمثل ذلك الكسب عادةً بالعوائد المتوقعة على الأدوات المالية.
- وغالباً ما يتعرض المستثمر المالي للأسهم والسندات إلى ثلاثة أنواع من المخاطر المرتبطة باقتنائه للأدوات المالية: النوع الأول خطر (سعر الفائدة) وينشأ هذا الخطر من احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغيير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية. أما النوع الثاني فيسمى بخطر القوة الشرائية لوحدة النقد أو (التضخم) وينتج هذا الخطر عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد. ويسمى النوع الأخير من المخاطر (بخطر عدم القدرة على السداد) وعادةً ما يتعرض حامل السند لهذا النوع من المخاطر بسبب احتمال عدم قدرة المنشأة المصدرة للسندات بتسديد قيم أو فوائد السندات أو الاثنين معاً.

خامساً- تحليل مسار التطور لبعض مؤشرات قياس نشاط سوق العراق للأوراق المالية

إن دراسة وتحليل طبيعة التطورات في مؤشرات قياس كفاءة نشاط الاسواق المالية امر في غاية الاهمية، وعلى الرغم من ان هنالك العديد من هذه المؤشرات، فقد تم اعتماد في تحليلنا على كل من حجم التداول^(١) وعدد الاسهم المتداولة^(٢) والقيمة السوقية للمدة (كانون الثاني/٢٠٠٦ - كانون الاول/٢٠٠٨) شهرياً لسوق العراق للأوراق المالية في ظل ظروف عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي التي شهدها العراق، لكون هذه المؤشرات استند اليها البحث في الجانب التطبيقي منه.

ويتضح من مسار التطور لهذه المؤشرات في الحقول (٤، ٦، ٥، ٤) من الجدول (١)، انها حققت تطوراً ملحوظاً من حيث القيمة المطلقة الا انها شهدت تذبذباً في معدلات النمو لكل من مؤشر حجم التداول وعدد الاسهم المتداولة والقيمة السوقية بين الارتفاع والانخفاض للمدة موضوع البحث حيث بلغ اعلى معدلاتها في تموز عام ٢٠٠٧ اذ بلغت (٢٨٩٩،٧٣ ، ١٢٤٥،١٢ ، ١٠٤٥،٧٣) % على التوالي، في حين سجل شهر اب من نفس العام ادنى معدلات انخفاض لمؤشرات حجم التداول وعدد الاسهم المتداولة والقيمة السوقية اذ بلغت (٥،٥٣ ، ٩،٦٨ ، ٠،٧٨) % وعلى التوالي. كما ويلاحظ من الجدول (١) الحقول (٨،٧) انخفاض معدلات النمو وكفاءة مؤشرات القياس المشار اليها اعلاه خلال المدة التي ظهرت بها الازمة المالية (اب ٢٠٠٧ - كانون الاول ٢٠٠٨) عما كانت عليه للمدة ما قبل ظهور الازمة والمتمثلة بـ (كانون الثاني ٢٠٠٦ - تموز ٢٠٠٧) حيث انخفضت معدلات النمو لمؤشرات حجم التداول وعدد الاسهم المتداولة والقيمة السوقية من (١٠،٢٥ ، ١٧٢،٠١ ، ١٢،٢١) % الى حوالي (٠،١١٧ - ٠،٠٠٦ - ٠،٠٣٨) % على التوالي.

على الرغم من هذا الانخفاض في معدلات النمو الذي احدثته ظهور الازمة المالية العالمية الا انه لم يكن كبير جداً إذ ان البورصة العراقية المتمثلة بسوق العراق للأوراق المالية لم تتأثر بهذه الازمة إلا بنسب طفيفة جداً بسبب محدودية حجم التداول الكلي داخل هذه السوق أولاً، وأن عدد المستثمرين الأجانب في أسهم السوق محدود جداً أيضاً، إضافة إلى أن عدد المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية يعد قليلاً مقارنة بأي بورصة في دول العالم، وقلة المستثمرين هنا يعود لعوامل منها قلة الوعي الاستثماري وانخفاض الدخل وعدم وجود سياسة إعلانية ناجحة تشجع على الاستثمار. من جانب آخر فإن سوق العراق للأوراق المالية لازال غير مرتبط إلكترونياً بالأسواق العالمية، الأمر الذي جعل المستثمر العراقي بعيد عن الأسهم العالمية التي تهاوت أسعارها، ويُعد هذا الأمر أحد الإيجابيات في هذه المرحلة، وهذا يدل على ان هناك عوامل اخرى كانت وراء انخفاض معدلات النمو هذه منها كما ذكرنا ظروف عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي التي مر بها العراق خلال مدة البحث.

(١)- حجم التداول: يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم المحلية التي تم تداولها أو تبادلها في السوق المالية خلال سنة واحدة. ويستخدم مؤشر حجم التداول لقياس سيولة السوق.

(٢)- عدد الأسهم المتداولة: هي عدد الأسهم المتداولة للشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية خلال فترة زمنية محددة.



جدول (١) مؤشرات قياس كفاءة نشاط سوق العراق للأوراق المالية.

السنة	الاشهر	حجم التداول (١)	عدد الاسهم المتداولة (٢)	القيمة السوق (٣)	معدل النمو لحجم التداول % (٤)	معدل النمو لعدد الاسهم المتداولة % (٥)	معدل نمو القيمة السوقية % (٦)
2006	كانون الثاني	23141	5510	3254591	100	100	100
	شباط	16186	5348	2814992	69.94512	97.05989	97.05989
	آذار	21968	7484	2485338	135.7222	139.9402	144.1792
	نيسان	18431	5525	2733048	83.89931	73.82416	52.75409
	ايار	14948	5415	2373479	81.10249	98.00905	132.7601
	حزيران	8275	3660	2155212	55.35858	67.59003	68.96305
	تموز	6722	4179	2148921	81.23263	114.1803	168.9307
	آب	4622	2720	2025001	68.7593	65.08734	57.00399
	ايلول	8422	4212	1891365	182.2155	154.8529	237.9156
	تشرين الاول	6779	3420	1964282	80.49157	81.19658	52.43464
	تشرين الثاني	13752	8143	1847087	202.8618	238.0994	293.2382
	كانون الاول	3608	2354	1976153	26.23618	28.90826	12.14126
2007	كانون الثاني	3744	2219	1861051	103.7694	94.26508	326.0835
	شباط	5724	2616	1890512	152.8846	117.8909	125.0632
	آذار	11945	6354	2060606	208.6827	242.8899	206.0293
	نيسان	9586	5888	1878129	80.25115	92.66604	38.15146
	ايار	6433	4909	1715690	67.10828	83.37296	89.97143
	حزيران	8977	5845	1913984	139.5461	119.067	142.8125
	تموز	260309	72777	2694309	2899.733	1245.115	1045.727
	آب	14388	7047	2372687	5.527277	9.683004	0.777679
	ايلول	10156	6879	2156304	70.5866	97.61601	1008.117
	تشرين الاول	24382	11479	2167983	240.0748	166.8702	170.9455
	تشرين الثاني	63290	22508	2079706	259.5767	196.0798	117.5044
	كانون الاول	15191	9474	2128668	24.00221	42.0917	21.46662
2008	كانون الثاني	53535	20307	2151344	352.4126	214.3445	509.2323
	شباط	16457	10121	2205884	30.74064	49.83996	23.25227
	نيسان	10425	7225	2192659	46.79504	56.26071	44.34003
	ايار	10180	7288	2272426	97.64988	100.872	179.2938
	حزيران	96635	36797	2318590	949.2633	504.8985	500.5339
	تموز	21089	12841	2400633	21.82336	34.89687	6.91166
	آب	22690	15645	2354783	107.5916	121.8363	349.1325
	ايلول	15446	8676	2408225	68.07404	55.45542	45.51633
	تشرين الاول	10222	6321	2263498	66.17895	72.85615	131.3779
	تشرين الثاني	9727	5815	2301148	95.1575	91.99494	126.2693
	كانون الاول	12706	7003	2282983	130.6261	120.4299	130.9093
	(كانون الثاني ٢٠٠٦)	تموز (٢٠٠٧) (٧)	10.25%	12.21%	-0.172		
(آب ٢٠٠٧)	(كانون الاول ٢٠٠٨) (٨)	-0.117	-0.006	-0.038			

المصدر: التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية.

الحقول (٤، ٦، ٧، ٨) من عمل الباحثين اعتماداً على الحقول (١، ٢، ٣).

المبحث الثالث/ بناء نموذج لقياس أثر الازمة المالية على كفاءة نشاط سوق العراق

للأوراق المالية

اولاً- توافيق النماذج القياسية وتحديد المتغيرات الاقتصادية المستخدمة:
ان استخدام الاساليب الكمية ولا سيما الاقتصاد القياسي في دعم اسناد التحليل الاقتصادي للبيانات المستخدمة اهمية كبيرة لتحديد اثر الازمة المالية في سوق العراق للأوراق المالية، وهذا يلزم تحديد المتغيرات الاساسية وجمع البيانات، بما يتفق ومنهجية البحث، وقد اعتمد الباحثين في جمع البيانات عن المتغيرات الاقتصادية على النشرات السنوية لسوق العراق لمدة (٢٠٠٦-٢٠٠٨) حيث تم اخذ البيانات على مستوى الاشهر والسنوات المشار اليها، ولعدم امكانية الحصول على المؤشر العالمي للازمة المالية خلال مدة البحث، فقد تم الاستعانة بالمتغير الوهمي (Dumay Variable)^(٤) كمؤشر للازمة المالية العالمية، ومن ثم قياس اثره على مؤشرات كفاءة نشاط سوق العراق للأوراق المالية (حجم التداول، عدد الاسهم المتداولة، القيمة السوقية للسهم) وقد تم تقدير هذه النماذج بأكثر من صيغة منها (الخطية، اللوغارتمية المزدوجة، ونصف اللوغارتمية) وقد تم الحصول على افضل النتائج من خلال الدالة نصف اللوغارتمية وعلى النحو الآتي:

$$\text{Log } Y = f(D) \quad \text{١- دالة حجم التداول:}$$

حيث ان:

Y : حجم التداول وهو متغير معتمد (متغير الاستجابة).
 D : المتغير الوهمي (متغير مستقل) مؤشر الازمة المالية.
 f : تشير الى العلاقة الدالية الاعتمادية.

$$\text{Log } Y_1 = f(D) \quad \text{٢- دالة عدد الاسهم المتداولة:}$$

Y_1 : عدد الاسهم المتداولة.

$$\text{Log } Y_2 = f(D) \quad \text{٣- دالة القيمة السوقية للاسهم:}$$

Y_2 : القيمة السوقية للاسهم

تقدير دوال حجم التداول وعدد الاسهم المتداولة والقيمة السوقية للاسهم للمدة (٢٠٠٦-٢٠٠٨):

١- تقدير دالة حجم التداول:

باستخدام أسلوب الانحدار الخطي وبواسطة طريقة المربعات الصغرى (OLS) تم الحصول على المعادلة التقديرية لدالة حجم التداول والنتائج الموضحة في الجدول (٢).

$$\text{Log } Y = 3.956 + 0.381D$$

جدول (٢): نتائج تقدير دالة حجم التداول.

Model	Unstandar Coefficien dized ts		T	الاختبارات الاحصائية	
	B	Std. Error		R=51	R.Square=26
Constant	٣.٩٦٥	٠.٠٧٨	٥٠.٩٥٦	F= 11.977	
D	٠.٣٨١	٠.١١	٣.٣٦١	S.E.E.=0.330 D.W.=1.752	

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الحاسب الالكتروني والجدول (١).

(٤)- ويستخدم هذا المصطلح تحت تسميات كثيرة، كالمتمغير الخيالي او التصويري او متغير اللعبة او المصطنع، او فنياً يطلق عليه تسمية متغير الواحد/ صفر One-Zero Variables وجميع هذه التسميات تشير الى المتغيرات الغير عددية (غير الكمية) اي المتغيرات النوعية Qualitative Not.



تبين نتائج التقدير بأن الازمة المالية كان اثرها ايجابياً على حجم التداول، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط ($R=51$) وهو ارتباط ضعيف على الرغم من الاثر الايجابي، وهذا يدل على ضعف اثر الازمة المالية على سوق العراق للأوراق المالية، وما يؤكد ذلك انخفاض قيمة معامل التحديد اذ بلغت ($R^2=26$)، اذ فسرت الازمة المالية ما يعادل ٢٦% من التغيرات الحاصلة في حجم التداول للسوق المالية، في حين ان ٧٤% من التغيرات الحاصلة تعود الى عوامل اخرى بالاضافة الى عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي الذي مر به العراق خلال مدة البحث. على الرغم من تمتع النموذج بعلاقة دالية معنوية وهذا ما اظهره اختبار (F)، فقد بلغت القيمة المحتسبة (11.98) وهي اكبر من الجدولية عند مستوى معنوية ٥%، وبالغلة ($F_{(0.05,1,34)}=4.08$)، كما اشار اختبار (t) الى معنوية المعلمة المقدرة عند نفس مستوى معنوية ٥%، اذ بلغت القيمة المحتسبة (3.46) وهي اكبر من الجدولية البالغة (1.684)، ووضح اختبار ($D.W$) بأن الانموذج يخلو من اثر الارتباط الذاتي عند مستوى معنوية ٥%.

٢- تقدير دالة عدد الاسهم المتداولة:

من خلال تقدير دالة عدد الاسهم المتداولة تم الحصول على المعادلة التقديرية والنتائج الموضحة في الجدول (٣):

$$\text{Log } Y_1 = 3.649 + 0.42D$$

جدول (3): نتائج تقدير دالة عدد الاسهم المتداول.

Model	Unstandardized Coefficients		t	الاختبارات الاحصائية	
	B	Std. Error		R=0.67	R.Square=0.45
Constant	٣.٦٤٩	٠.٠٥٧	٦٤.٤٨٨	F= 28.013	
D	٠.٤٢٣	٠.٠٠٨	٥.٢٩٣	S.E.E.=0.24 D.W.=1.829	

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الحاسب الالكتروني والجدول (١).

من خلال التقدير اعلاه يتبين ان المعلمة المقدرة تنسجم من منطق النظرية الاقتصادية، فقد جاءت المعلمة موجبة، اذ توضح ان عدد الاسهم المتداولة يتأثر ايجابياً مع الازمة المالية الا انه ضعيف، فكل زيادة بالمتغير (D) بنسبة (١%) ستؤدي الى زيادة عدد الاسهم المتداولة بنسبة (٠.٤٢٣%)، وهذا ما تؤكدته قيمة معامل الارتباط ($R=0.67$)، وقيمة معامل التحديد ($R^2=0.45$)، اذ تفسر الازمة المالية (٤٥%) من التغيرات الحاصلة في عدد الاسهم المتداولة.

اما من الناحية الاحصائية فقد اظهرت قيمة (t) المحتسبة دلالات معنوية عند مستوى ٥%، ومن خلال مقارنة قيمة (F) المحتسبة مع نظيرتها الجدولية اظهر الاختبار معنوية الانموذج المقدر ككل وبمستوى معنوية ٥%، كما ويلاحظ انخفاض قيمة الخطأ المعياري للتقدير ($S.E.E.=0.24$) وهذا ما يؤكد على كفاءة الانموذج المقدر، وبين اختبار ($D.W$) وقوع القيمة المحتسبة في منطقة القبول عند مستوى ٥% مما يشير الى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتبقيات العشوائية في السلسلة الزمنية المستخدمة.

٣- تقدير دالة القيمة السوقية للاسهم:

اظهرت نتائج التقدير للانموذج النصف اللوغارتم للقيمة السوقية دلالات معنوية، فمن الناحية الاقتصادية كانت اشارة المعاملات جميعها صحيحة وتعبّر عن العلاقة الطردية في اثر الازمة على القيمة السوقية، وكما موضحة في المعادلة التقديرية والجدول (٤) التالي:

$$\text{Log } Y_2 = 6.329 + 0.0278D$$

جدول (4): نتائج تقدير دالة القيمة السوقية للاسهم.

Model	Unstandardized Coefficients		t	الاختبارات الاحصائية	
	B	Std. Error		R=0.46	R.Square=0.20
Constant	6.329	٠.٠١٣	٤٧٦.٠٢٥	F= 2.187	
D	0.0278	٠.٠١٩	١.٤٧٩	S.E.E.=0.056	D.W.=0.433

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الحاسب الالكتروني والجدول (١).

يتبين من نتائج التقدير للانموذج اعلاه على الرغم من ان اثر الايجابي للازمة المالية على القيمة السوقية للاسهم الا انه كان ضعيف جداً، فقد بلغت قيمة معامل الارتباط ($R=0.46$) وقيمة معامل التحديد ($R^2=0.20$)، أي ان ٢٠% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للاسهم كان سببها الازمة المالية العالمية في حين ان ٨٠% تشير الى وجود عوامل اخرى كان لها الاثر الاكبر في التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للاسهم، كما اظهر اختبار (F) عدم تمتع الانموذج بعلاقة دالية، على الرغم من انخفاض قيمة الخطأ المعياري ومعنوية المعلمة المقدره، إذ اظهر اختبار (t) ان القيمة المحسوبة كانت اكبر من الجدولية عند مستوى معنوية ٥% ودرجة حرية ($n-k=34$).

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً- الاستنتاجات

١. الأزمة المالية العالمية تتفرد من حيث الكم والنوعية، نتيجة تراكمات واختلالات كانت ضاربة في اسفين الاقتصادات ولاسيما النامية، في ظل عدم وجود الفرصة المتاحة للافصاح عنها بسبب غياب الشفافية المفترضة عن سير الاداء الاقتصادي، كما وأنها أثرت على جميع القطاعات من منطلق تأثر البنوك بها والتي تعد وسيطاً لجميع القطاعات.
٢. السبب الحقيقي وراء هذه الازمة يتمثل في كل من الازمة الاخلاقية انطوت على غش وخداع وتضليل، من لدن فئة من المتعاملين في تلك الاسواق، ساهمت بدور فعال في تعميق الازمة، فضلاً عن سوء الرقابة والتفرد السياسي والاقتصادي من قبل قطب وحيد (الولايات المتحدة الامريكية).
٣. بدأت الازمة المالية من الولايات المتحدة الامريكية ووصلت تداعياتها الى الاقتصاديات الأوبية والآسيوية والعالمية، وعملت بشكل كبير الى إعادة توزيع القوة الاقتصادية والسياسية في جميع أنحاء العالم، كما ان مركز الثقل لهذه الازمة سيتغير من الولايات المتحدة الامريكية وأوروبا الى مناطق أخرى في العالم من منطلق تصدير الازمات.
٤. سجل شهر تموز ٢٠٠٧ أعلى معدلات نمو ولجميع مؤشرات قياس كفاءة نشاط سوق العراق للاوراق المالية (حجم التداول، عدد الاسهم المتداولة، القيمة السوقية للاسهم) إذ بلغت (2899.73، ١٢٤٥.١٢، ١٠٤٥.٧٣) على التوالي، في حين سجل شهر اب من نفس العام ادنى معدلات انخفاض لتلك المؤشرات (٥.٥٣، ٩.٦٨، ٠.٧٨) على التوالي.
٥. انخفاض معدلات النمو وكافة مؤشرات قياس كفاءة السوق المالية للمدة (اب ٢٠٠٧- كانون الاول ٢٠٠٨) عما كانت عليه للمدة (كانون الثاني ٢٠٠٦- تموز ٢٠٠٧) حيث انخفضت معدلات النمو لمؤشرات حجم التداول وعدد الاسهم المتداولة والقيمة السوقية من (١٠.٢٥، ١٢.٢١، ١٧٢) الى (-١١٧، -٠.٠٠٦، -٠.٣٨) على التوالي.
٦. اظهر نتائج التقدير القياسي ولجميع النماذج المقدره ضعف تأثير الازمة المالية على مؤشرات قياس كفاءة نشاط سوق العراق للاوراق المالية، بالرغم من تمتع النماذج بعلاقة دالية، إذ بلغت قيمة معامل التحديد للانموذج المقدر لدالة حجم التداول ٢٦%، وللانموذج المقدر لدالة عدد الاسهم المتداولة ٤٥%، في حين بلغت قيمته للانموذج القيمة السوقية ٢٠%، وهذا ما يؤكد على وجود عوامل اخرى كان لها الاثر الاكبر على نشاط سوق العراق الاوراق المالية فضلاً عن ظروف عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي التي مر بها العراق بعد عام ٢٠٠٣.

ثانياً- التوصيات

١. إعادة النظر في بعض الأساليب التي تتبعها هيئة الأوراق المالية في الرقابة على عمليات التداول في البورصة وبالقدر الذي يحد من عمليات المضاربة غير المسؤولة التي يمارسها بعض المتعاملين في السوق وهي أساليب تقوم في معظمها على بث الإشاعات المبنية على أخبار خاصة Insider Information مسرية لهم من بعض مجالس إدارات الشركات والتي أشاعت لدى المتعاملين في البورصة ما يعرف بغريزة القطيع (Sheep Distinct).
٢. انتهاج سياسة الشفافية والإفصاح سواء من جانب إدارات المصارف أو من جانب البنك المركزي وهيئة الأوراق المالية والمؤسسات الحكومية ذات الصلة واطلاع الجمهور على حقيقة تداعيات الأزمة على من أجل كسب الثقة.
٣. ضرورة ضبط المشاعر والتوازن النفسي وعدم الانجراف وراء التوترات السائدة في العالم والشائعات التي تطيح بالتفكير والهلع وردود الفعل غير المدروسة، والتي تؤدي إلى تفاقم الأزمة.
٤. للخروج من الأزمة لابد من إعادة الثقة في الأسواق المالية أولاً من خلال تدخل الحكومات والبنوك المركزية لضمان توفر السيولة للجهاز المصرفي، ثم العمل على مستوى دولي لحل الأزمة وعدم الانجراف وراء التوترات السائدة في العالم والشائعات التي تطيح بالتفكير والهلع، والذي يؤدي إلى تفاقم الأزمة.

المصادر

١. حازم البيلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية "محاولة للفهم" www.iid-alraid.com.
٢. نجيب، د. سامح، (٢٠٠٨) الأزمة الرأسمالية العالمية الزلزال والتتابع، مركز الدراسات الاشتراكية، مصر.
٣. أبو فارة، ٢٠٠٩، إدارة الأزمات مدخل متكامل، مكتبة الجامعة الشارقة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن.
٤. الطوخي، أ. د. عبد النبي إسماعيل، ٢٠١٠، التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القاندة، كلية التجارة - جامعة أسيوط، جمهورية مصر العربية.
٥. عطون، مروان، ٢٠٠٠، الأسواق النقدية والمالية (البورصات و مشكلاتها في العالم النقد والمال)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء ٢، الجزائر.
٦. التقرير الإستراتيجي العراقي الثاني، ٢٠٠٩، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الإستراتيجية، العراق.
٧. الحسني، عرفات نقي، (١٩٩٩)، التمويل الدولي، دار مجالوي للنشر، عمان، الأردن.
٨. عبد المعبود، داليا، ٢٠٠٩، الأزمة المالية العالمية وأثرها على العالم العربي، إدارة مشروع "الطرق المؤدية إلى التعليم العالي، مصر.
٩. صالح، عطية محمود، (٢٠٠٨)، عولمة الاسواق المالية وتأثيراتها في البلدان النامية، رسالة ماجستير، الجامعة المستنصرية، العراق.
١٠. جركس، ابراهيم احمد، (٢٠٠١) واقع سوق بغداد للاوراق المالية وآفاق تطوره، المؤتمر العلمي الثالث لكلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، بيت الحكمة، بغداد.
١١. سلطة الانتلاف المؤقتة، (٢٠٠٤)، القانون المؤقت للاسواق الاوراق المالية، الامر الانتلافي رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤.
١٢. سوق العراق للاوراق المالية، (٢٠٠٤)، التقرير التأسيسي لسوق العراق للاوراق المالية.
١٣. Mishkan, Fredric, ٢٠٠٠, Financial policies and the prevention of Financial crises in Emerging Market Countries. Apaper of the NBER conference Economic of Financial crises in Emerging market contries.
١٤. الشبكة الدولية للانترنت، الموقع الالكتروني، العراق الآن.

WWW.aliraalaan.com

Impact of the global financial crisis on the efficiency of activity of the Iraqi Stock Market, "An Empirical Study for the period 2006-2008"



Abstract

financial market occupy very important place in the economic activity all over the world countries, and its importance increased with considerable technological progress in the world of transportation ,communications and information where its impact have spread over the whole world, which led to link the international economy in a kind of international relations so that the open policy became the prevailing trend in national and regional economies within the framework of the new world order.

the international economy has faced the financial crisis, global, that hit all world economies although the United States is the center of the crisis and the starting spark for it where its implications reached to the economies of European, Asian and the whole world, and has worked in large part to the redistribution of economic and political power all over the world.

There is no doubt that the burdens and losses of this crisis and its negative consequences moved to the third world countries through economic relations and international banking provided through different channels and styles, and financial markets of developing countries, including Iraq is not immune from the crisis and its repercussions, and therefore cannot be certain that there are certain geographical boundaries for this crisis. And the Iraq economy and its markets is not away from getting impacted by this crises.

Keywords: Iraqi Stock Market - Financial crisis - Stock - Bonds