



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة القادسية

كلية الادارة والاقتصاد / العلوم المالية

والمصرفية

## كفاءة وفاعلية سوق العراق للأوراق

المالية دراسة مقارنة

تقديم به الطالب :

فؤاد سالم رحم

الى مجلس قسم العلوم المالية والمصرفية كجزء من متطلبات نيل

درجة البكالوريوس في العلوم المالية والمصرفية

بأشراف الاستاذة

م. جنان سليم هلال

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿لَا يُكَلِّفُ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا فُسْعَاهَا لَهَا مَا كَسَبَتْ وَعَلَيْهَا مَا أَكَسَبَتْ رِبَّنَا﴾

﴿لَا تُؤَاخِذنَا إِنْ نَسِينَا أَوْ أَخْطَلْنَا﴾

صدق الله العلي العظيم

سورة البقرة آية ٢٨٦

## الاداء

ال ..... وطني مهد الحضارات العريقة  
وجيشنا وحشدنا المقدس ..... أخلاصاً.

ال والدي والدتي اللذين لاستطيع ان  
أفيهم ثناءً فقد بذلا كثيراً من الجلي.

ال اساتي الأعزاء وكل من وصلني الى  
هذه المرحلة.

ال شهداء العراق جميعاً  
الىهم جميعاً أهدي هذا العمل المتواضع  
 جداً .....

## الشكر والتقدير

اشكر الله عزوجل ان وفني على اتمام هذا البحث .....  
وكذلك على الوصول الى هذه المرحلة الدراسية المتقدمة وكل الحب  
والامتنان الى كل من ساعدني في مسيرتي  
الدراسية من معلمين ومدرسين واساتذة وشكري  
وتقدير الى عمادة كلية الادارة والاقتصاد وقسم العلوم المالية والمصرفية  
وكذلك كل من ساعدني من اصدقائي على اتمام  
هذا البحث .

شكراً جزيلاً لكم

وكذلك الشكر والامتنان للأستاذة (جنان سليم هلال)

## المحتويات

الآية.....	أ
الاهداء.....	ب
الشكر والتقدير .....	ج
.....	المقدمة
ه.....	<u>مشكلة البحث</u>
ز.....	<u>فرضية البحث</u>
ز.....	<u>هدف البحث</u>
ز.....	<u>المبحث الأول</u>
ح.....	<u>الاسواق المالية</u>
ح.....	<u>المطلب الأول</u>
ط.....	<u>مفهوم الاسواق المالية</u>
ط.....	<u>المطلب الثاني</u>
ي.....	<u>مكونات السوق المالي</u>
ي.....	<u>المطلب الثالث</u>
ك.....	<u>أنواع الاسواق المالية:</u>
ك.....	<u>المطلب الرابع</u>
م.....	<u>اهداف الاسواق المالية</u>
م.....	<u>المبحث الثاني</u>
ن.....	<u>مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:</u>
ن.....	<u>المطلب الأول</u>
س.....	<u>تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية ومقوماتها:</u>
س.....	<u>المطلب الثاني</u>
ف.....	<u>صيغ المختلفة لكافأة سوق الأوراق المالية:</u>
ف.....	<u>المطلب الثالث</u>
ص.....	<u>علاقة المعلومات بمفهوم كفاءة السوق :</u>
ص.....	<u>المطلب الرابع</u>
ش.....	<u>دور المعلومات في سوق الأوراق المالية:</u>
ش.....	<u>المبحث الثالث</u>
ت.....	<u>المطلب الأول</u>
ت.....	<u>واقع الاقتصاد العراقي.</u>
ذ.....	<u>المطلب الثاني</u>
ذ.....	<u>نشأة وتطور سوق عمان المالي</u>
ض.....	<u>المطلب الثالث</u>
ض.....	<u>تقسيمات سوق الأوراق المالية:</u>
غ.....	<u>أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان المالي:</u>
غ.....	<u>الاستنتاجات</u>
ظ.....	<u>الوصيات</u>
بب.....	<u>المصادر</u>

## **المقدمة**

تعتبر الاسواق المالية واحدة من اهم المؤسسات التي تؤثر في النشاط الاقتصادي لجميع دول العالم على اختلاف انظمتها وتؤثر بشكل مباشر على تحقيق عملية النمو الاقتصادي ورفع معدلات الانتاجية لجميع القطاعات المرتبطة بالاسواق هذا من جهة ومن جهة اخرى يمكن رفع قيمة الاقتصاد من خلال توجيه الاستثمارات في هذا القطاع الحيوي .

وبذلك يتمكن الاقتصاد من تقرير ناتجة المحلي الاجمالي عن طريق الاستثمار في الاوراق المالية (الاسهم والسندات ) وزيادة معدلات السيولة الربحية وهذا من شأنه ان تزيد من قابلية الاقتصادات بشكل عام والاقتصاد العراقي بشكل خاصاً بالاعتماد على التمويل المحلي بدلاً من اللجوء الى التمويل الاجنبي لتفعيل قطاعاته الانتاجية الفاعلة .

لذا يحاول البحث تسليط الضوء على اهمية الاسواق المالية وما هي اهم السبل التي يمكن بها زيادة فاعلية سوق العراق للاوراق المالية ومحاولة الاستفادة من تجارب الدول المجاورة في تطوير مجالات الاسواق المالية وتعزيز مطالب الاستفادة من المؤسسات المحلية المتواجدة .

وعليه تم تقسيم البحث الى ثلاث مباحث اهتم المبحث الاول بتعريف الاسواق المالية اما المبحث الثاني فتمثل مفهوم كفاءة سوق الاوراق المالية واهم المؤشرات المعتمدة في كل سوق والمبحث الثالث واقع الاقتصاد العراقي ومؤشرات سوق عمان للاوراق المالية للاستفادة من هذا السوق كأساس لأجراء المقارنة والاستفادة منه كتجربة ناجحة في هذا المجال . وختم البحث بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات.

## **مشكلة البحث**

على الرغم من الأهمية الكبيرة التي تحتلها الأسواق في دفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي من خلال قيامها بعده من الوظائف كتعزيز المدخرات وتمويل النشاط الانتاجي وزيادة كفاءة تخصيص الموارد ورفع معدلات انتاجية الاستثمار وغيرها إلا إن الرؤى لم تكن واضحة لاثر سوق العراق للأوراق المالية على النشاط الاقتصادي في العراق .

## **فرضية البحث**

ينطلق البحث من فرضية مفادها :- ان الاهتمام بكفاءة السوق المالي يولد اثراً ايجابياً على كافة القطاعات والمؤسسات الاقتصادية وعليه يمكن ان تتحسن مخرجات كافة القطاعات الاقتصادية في العراق اذا ارتفعت كفاءة سوق العراق للأوراق المالية .

## **هدف البحث**

تهدف الدراسة إلى:

- ١- التعرف على ماهية السوق المالية وادواتها ومؤشراتها .
- ٢- بيان اثر سوق العراق للأوراق المالية على النشاط الاقتصادي .
- ٣- اجراء المقارنة بين سوقي العراق وعمان للأوراق المالية .

## المبحث الأول

### الأسواق المالية

نشأت البورصات بسبب تطور التجارة في المجالات المختلفة، إذ وجد التجار في القرون الوسطى فوائد من اعتماد وسائل الائتمان من سحبوبات وسندات إذنيه وغيرها، ويمكن إرجاع نشوء سوق الأوراق المالية في فرنسا مثلاً إلى القرن الثالث عشر، إذ أوجد ملك فرنسا في ذلك الوقت مهنة سمسرة الصرف، وفي الوقت نفسه كان التجار في بلجيكا يجتمعون ليتبادلوا الصفقات التجارية أمام قصر عائلة بورسيه (vander Bourse)، وقد أخذت كلمة بورصة من اسم العائلة صاحبة القصر، وراحت تطلق على سوق تداول الأوراق المالية.

وبسبب التطور الاقتصادي في بلدان أخرى مثل بريطانيا والدانمارك وهولندا ظهرت أسواق التداول للأوراق المالية فيها، لذلك نلاحظ أن تطور بورصات الأوراق المالية في العالم كان نتيجة طبيعية للنمو الاقتصادي، فبورصة نيويورك - مثلاً - قامت بجانب الحائط الذي كان يجتمع خلفه المستوطنون الهولنديون للعبادة بمحاصيلهم ومواشيهم، وفي منتصف عام ١٧٩٢ اتفق عند الحائط المذكور ٢٤ شخصاً من الذين كانوا يتاجرون بالأسهم والسندات على أن ينظموا اجتماعاتهم بحيث تكون ضمن ساعات معينة، وكان هذا الاتفاق هو بداية تنظيم أكبر بورصة في العالم، وهي بورصة نيويورك والتي تسمى بشارع الحائط (Wall Street).

من العرض السابق يمكن تعريف السوق المالي على أنه (سوق يتم فيه تبادل الأصول المالية ومشتقاتها بيعاً وشراء، إذ يتم في معظم دول العالم تأسيس أسواق مالية رسمية منظمة وظيفتها إيجاد وتطوير الأصول المالية وتنظيم عمليات تبادلها) <sup>(١)</sup>.

<sup>(١)</sup> آل سليمان، مبارك سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز أشبيليا ، الرياض، ١٤٢٦ هـ ، ص ١١٠.

## **الشروط الأساسية لتكوين السوق المالي:**

**يمكن إجمال الشروط الأساسية لتكوين السوق المالي بما يلي:**

- ١- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة؛ لأن هذه المؤسسات تساعد على زيادة المدخرات وتشجع عمليات الاستثمار وتنميتها، عن طريق لعب دور الوسيط بين من يملك المال ولا يرغب بالاستثمار، ومن لا يملك المال ويرغب بالاستثمار، وهذه العملية تشجع على تكوين الشركات المساهمة العامة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي.
- ٢- إنشاء بورصات للأوراق المالية، وانشاؤها يشكل ركناً أساسياً من أركان السوق المالي، وتعتبر هذه البورصات من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول، والتي تقوم بتحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أو في طور التكوين.
- ٣- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي.
- ٤- ضرورة وجود الأنظمة والقوانين التي تنظم عمل السوق المالي <sup>(٢)</sup>.

## **المطلب الأول**

### **مفهوم الأسواق المالية**

يمكن تعريف الأسواق المالية ب أنها المكان أو الوسيلة المنظمة التي يتم من خلالها الجمع بين الطلب على الأموال والعرض للأموال ، سواء كان ذلك بالاتصال المباشر وغير المباشر عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في

<sup>(٢)</sup> البرواري، شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دار الفكر ، دمشق، الطبعة الثانية ، ١٤٢٩ هـ ، ص ٩٥ .

هذا المجال ، وبعبارة أخرى فان السوق المالي هو التنظيم الذي يمكن اصحاب الاموال الفائضة او الزائدة من الاتصال الدائم - المباشر او غير المباشر - مع الاطراف التي لديها عجز في الاموال ، حيث يمكنهم من اتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة منظمة وفق شروط محددة .<sup>(٣)</sup>

واشار البعض إلى انها نظام يتم بموجبه الجمع ما بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق او لاصل مالي معين حيث تمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسنادات داخل السوق اما عن طريق السمسرة او الشركات العاملة في هذا المجال ، إلا إن التقدم التكنولوجي في مجال الحاسوب وشبكات الاتصال قلل من أهمية التواجد في المقرات الخاصة والمحددة للاسوق وبالتالي مكن من التعامل خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول .<sup>(٤)</sup>

بينما يراها آخرون بانها احد القطاعات المهمة لرأس المال المستثمر الذي يعمل على توفير السيولة للاموال المستثمرة على شكل اوراق مالية (اسهم وسنادات) فهي تمثل الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال وذلك من خلال تمويل الأوراق المالية بسهولة ويسر إلى نقود حاضرة ، وبالعكس.<sup>(٥)</sup>

فهي بذلك تمثل إطار يجمع المتعاملون بالأوراق المالية البائعون والمشترون وبغض النظر عن المكان الذي تم الجمع به او الوسيلة شريطة توفر أجهزة اتصالات فعالة ليجمع المتعاملين في السوق مع ضرورة التعرف على الاسعار السائدة في لحظة زمنية واحدة خاصة بكل ورقة مالية متداولة في هذا السوق .

## المطلب الثاني

### مكونات السوق المالي

يتكون السوق المالي من:

أ- الجهاز المصرفي: ويكون من البنوك التجارية والمتخصصة والبنك المركزي، إذ يتم من خلال مؤسسات الجهاز المصرفي تحريك مبالغ كبيرة من الأرصدة قصيرة الأجل خلال مدة محددة المواجهة الطلب عليها، ويعتبر الجهاز المصرفي ركنا أساسيا من أركان السوق النقدي الذي يتخصص بالأدوات المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية الصادرة عن شركات القطاع الخاص، والتسهيلات الإنتمانية قصيرة الأجل، ومختلف أنواع الودائع البنكية قصيرة الأجل، وصفقات بيع وشراء العملات الأجنبية من خلال الجهاز المصرفي، أو سوق منظمة تعد لغرض الاتجار بالعملات سوق اليورو دولار وسوق العملات الأوروبية.

<sup>(٣)</sup> التعميسي ، حسين ثقب، البورصة ونموها مؤشرات الفاعلية القطاعات الاقتصادية، جريدة الصباح ، ٢٠١٢/٢/٢ ، ص ٢٨ .

<sup>(٤)</sup> جريدة المدى، الاستثمار الأجنبي بسوق الأوراق المالية بغداد والبورصة العراقية، العدد ٢٣٩٥ ، السبت ٢٠١٢/١٢/٣١ .

<sup>(٥)</sup> حمدي، حسن، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، دمشق، الطبعة الأولى، ١٤٢٧ هـ ، ص ٢٠ .

بـ- أسواق رأس المال: تعتبر هذه الأسواق موازية للسوق النقدي ومكملة له، ويتم التعامل فيها ومن خلالها بآدوات الائتمان طويل الأجل، وهذه الآدوات عبارة عن أسهم وسندات تصدرها الشركات المساهمة العامة، ويمكن إيجاز مكونات سوق رأس المال بما يلي:

**السوق الأولي** Primary Market

ويقصد به سوق إصدار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) للمرة الأولى، وعملية الإصدار هذه تمثل اكتتابة بين طرفين، المستثمر والجهة المصدرة لهذه الأوراق (الشركات المساهمة العامة أو الحكومة)، ويسمى السوق الأولي أيضاً بسوق الإصدارات.

### **السوق الثانوي النظامي (قاعة التداول)** Secondary Market

يقصد به ذلك السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية ومشتقاتها والمسجلة لدى لجنة البورصة، وهذه الأوراق هي أصلاً قد تم إصدارها في السوق الأولي. ومن الأمثلة على هذه الأسواق وأبرزها عالمياً بورصة لندن التي تعود جذورها للقرن السابع عشر، وبورصة نيويورك التي تعود جذورها للعام ١٧٩٢، وتعتبر من أكبر البورصات في العالم<sup>(١)</sup>، وبورصة طوكيو وهونغ كونغ وفرانكفورت، أما على صعيد العالم العربي فهناك عدة بورصات من أبرزها بورصة القاهرة، وتعتبر من أكبر البورصات العربية من حيث عدد الشركات المدرجة، وعمان التي تم تأسيسها في العام ١٩٧٨، والبحرين، وحديثاً تم افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية في العام .

### **المطلب الثالث**

#### **أنواع الأسواق المالية:**

الأسواق المالية (Financial markets) ليست سوقاً واحدة متجانسة، بل هي أسواق متمايزة كل واحدة منها متخصصة بنوع معين من أنواع المبادلات المالية، وكل منها مؤسساتها الخاصة وإن كانت في بعض الأحيان متداخلة. وتعد المصادر التجارية، وشركات التأمين، والبيوتات المالية، وشركات الاستثمار والتوظيف، والتعاملين بالسندات التجارية ومؤسسات البورصة وهيئات الوساطة من أهم مؤسسات ((الأسواق المالية))

ومن «الأسواق المالية» المتخصصة ((سوق النقد money market)) وهي السوق المختصة بتداول وسائل الائتمان القصيرة الأجل وبالالية تدفقاتها، وهي تغطي خاصةً بحركة رأس المال الدائن ولا سيما للمصالح الصغيرة، وبالفرض الشخصية، وبالكميات والأوراق التجارية، وبالحوالات المقبولة من المصارف، وبأذون الخزانة وبسندات الدولة قصيرة الأجل وما شابه ذلك. وتعد ((سوق الخصم discount))

<sup>(١)</sup>الربيعي، فلاح خلف، سبل الارتقاء بسوق العراق للأوراق المالية، جريدة الصباح، عدد ٢٤ حزيران/٢٠٠٩ ، ص ٨٦ .  
ك

إحدى الفروع الثانوية «سوق النقد»، وفيها يجري حسم، وإعادة حسم، والأوراق التجارية والسنادات الخاصة والعامة. ولما كانت هذه الأصول هي «شبـه نـقد» أي أنها أكثر أنواع رأس المال سـيولة بعد النقـود والودائـع تحت الـطلب، فإنـها تـقـنـيـة من قـبـلـ المـصـارـفـ التجـارـيـةـ والأـشـخـاصـ بـوجـهـ اـنتـقـائـيـ كـاحتـيـاطـاتـ ثـانـويـةـ.

ويجري ذلك عادة وفق أسلوب مبرمج وتتنوع مختار لضمان سلامـةـ "محـفـظـةـ الأـورـاقـ التجـارـيـةـ folio port " للجهـاتـ المـقـتـنـيـةـ لهاـ . كذلكـ فإنـ "سـوقـ صـرفـ العـمـلـاتـ foreign exchange market " هيـ أيضـاـ منـ الفـرـوـعـ الثـانـويـةـ لـسـوقـ النـقدـ .<sup>(٧)</sup> أماـ السـوقـ الرـئـيـسـيـةـ الأـخـرـىـ منـ الأـسـوـاقـ المـالـيـةـ فـهـيـ "سـوقـ رـأـسـ المـالـ capital market " وهـيـ التـيـ تـصـدـرـ عـنـهـاـ ، وـتـداـولـ فـيـهـاـ ، الـقـرـوـضـ وـالـتـسـهـيلـاتـ الـاـنـتـمـانـيـةـ مـتوـسـطـةـ وـطـوـيـلـةـ الـأـجـلـ ، وـلـاسـيـماـ الـمـتـعـلـقـ مـنـهـاـ بـالـاستـثـمـارـ الـاـقـتـصـادـيـ وـبـمـسـائـلـ التـنـمـيـةـ الـاـقـتـصـادـيـ . وـثـمـةـ سـوقـ لـرـأـسـ المـالـ المـحـلـيـ وـسـوقـ لـرـأـسـ المـالـ الـأـجـنبـيـ . وـإـضـافـةـ إـلـىـ الـأـسـوـاقـ الـمـذـكـورـةـ آـنـفـاـ ، هـنـاكـ مـاـ يـعـرـفـ بـ"سـوقـ الـأـورـاقـ الـمـالـيـةـ"ـ أوـ الـبـورـصـةـ stock exchange ، فـإـذـاـ كـانـتـ مـعـظـمـ عـمـلـيـاتـ "سـوقـ النـقدـ"ـ وـ"سـوقـ رـأـسـ المـالـ"ـ تـجـزـ ضـمـنـ رـدـهـاتـ الـمـصـارـفـ وـمـعـ مـؤـسـسـاتـ مـالـيـةـ أـوـ فـيـمـاـ بـيـنـهـاـ ، فـإـنـ "سـوقـ الـأـورـاقـ الـمـالـيـةـ"ـ مـاـ هـيـ إـلاـ الـحـيـزـ الـجـغـرـافـيـ الـضـيقـ الـذـيـ يـجـتـمـعـ فـيـهـ السـمـاسـرـةـ وـالـصـيـارـفـةـ وـالـوـسـطـاءـ وـمـمـثـلـوـ الـبـيـوـتـاتـ الـمـالـيـةـ بـهـدـفـ إـتـامـ عـمـلـيـةـ مـبـادـلـاتـ الـأـورـاقـ الـمـالـيـةـ الـمـخـتـلـفـةـ . فـلـأـجـلـ تـخـطـيـ عـامـلـ الـزـمـنـ وـإـيجـادـ وـسـيـلـةـ تـمـكـنـ صـاحـبـ الـأـورـاقـ الـمـالـيـةـ أـوـ الـأـسـهـمـ مـنـ الـاستـفـادـةـ مـنـهـاـ قـبـلـ حلـولـ أـجـلـهـاـ أـوـ قـبـلـ موـعـدـ تـصـفـيـةـ الـمـشـرـوعـ ، ظـهـرـتـ "سـوقـ الـأـورـاقـ الـمـالـيـةـ"ـ لـتـسـمـحـ بـالـتـداـولـ الـمـسـتـمـرـ لـتـلـكـ الـأـورـاقـ ، وـذـلـكـ وـفـقـ أـسـعـارـ مـحـدـدـةـ تـمـلـيـهـاـ اـعـتـبارـاتـ الـعـرـضـ وـالـطـلـبـ الـيـوـمـيـنـ عـلـىـ نـحـوـ عـلـيـ وـبـأـسـلـوبـ يـضـمـنـ حقـوقـ الـمـتـعـاملـيـنـ وـيـقـضـيـ عـلـىـ التـداـولـ غـيـرـ الـمـشـرـوعـ وـيـسـهـلـ لـلـمـخـتصـيـنـ تـبـعـ الأـداءـ<sup>(٨)</sup>ـ وـمـعـ أـنـ الـأـدـوـارـ الـتـيـ تـؤـيـدـهـاـ الـأـسـوـاقـ الـمـالـيـةـ الـمـخـلـفـةـ هـيـ أـدـوـارـ مـسـتـمـرـةـ فـيـ طـبـيـعـتـهاـ وـجـوـهـرـهـاـ ، فـإـنـ مـؤـسـسـاتـ كـلـ سـوقـ وـأـدـواتـهـاـ هـيـ عـرـضـةـ لـلـتـبـدـلـاتـ مـعـ الـزـمـنـ وـفـقـاـ لـمـسـتجـدـاتـ الـتـطـوـرـ . وـأـمـثلـةـ ذـلـكـ كـثـيرـةـ مـنـهـاـ مـاـ جـرـىـ عـنـدـمـاـ وـثـقـتـ الـمـصـارـفـ الـمـركـزـيـةـ الـأـورـبـيـةـ تـعاـونـهـاـ بـعـدـ قـيـامـ السـوقـ الـوـاحـدـةـ ، وـعـنـدـمـاـ بـرـزـ سـوقـ "الـيـوروـ دـولـارـ أـوـ الدـولـارـ الـأـورـبـيـ"ـ بـعـدـ الـحـربـ الـعـالـمـيـةـ الـثـانـيـةـ ، وـعـنـدـمـاـ اـسـتـنـبـطـ الشـهـادـاتـ الـإـيـدـاعـ لـأـجـلـ"ـ فـيـ مـطـلـعـ السـتـيـنـاتـ ، وـأـخـيـراـ عـنـدـ إـدخـالـ التـقـيـاتـ الـإـلـكـتروـنـيـةـ وـالـمـعـلـومـاتـيـةـ عـلـىـ أـعـمـالـ السـوقـ وـغـيـرـ ذـلـكـ .<sup>(٩)</sup>

<sup>(٧)</sup>الـسـلـمـيـ، عـبـدـ اللـهـ نـاصـرـ، الغـشـ وـأـثـرـهـ عـلـىـ الـعـقـودـ، كـنـوزـ اـشـبـيلـياـ لـلـطـبـاعـةـ وـالـنـشـرـ، الطـبـعـةـ الثـانـيـةـ، ٢٠١٤ـ هـ ، صـ ٩٧ـ .

<sup>(٨)</sup>الـكـبـارـةـ، مـحـمـدـ بـشـارـ الـأـسـوـاقـ الـمـالـيـةـ الـمـوـسـوعـةـ الـعـرـبـيـةـ، ٢٠١١ـ ، صـ ٢٢ـ .

<sup>(٩)</sup>المـصـدرـ السـابـقـ ، صـ ٢٨ـ .

## المطلب الرابع

### اهداف الاسواق المالية

مر يهدف سوق العراق للأوراق المالية لتحقيق الآتي :<sup>(١٠)</sup>

- أ- لتنظيم أعضائها والمحافظة على المعايير المعترف بها للشركات بطريقه تتناسب مع أهداف المستثمرين وتعزيز ثقة المستثمر في السوق .
- ب- تعزيز مصالح المستثمرين في الأسواق الكفوءة والموثوقة بها ، التنافسية ، الشفافية والصادقة .
- ج- تنظيم وتسهيل التعامل العادل ، الكفاء والمنظم في السندات ، ومن ضمنها تصفيه وتسويه مثل هذه المعاملات .
- د- تنظيم التعامل للأعضاء في الخدمات التي تخص السندات وكذلك المعاملات الإجرائية وتحديد الحقوق والالتزامات للجهات المعنية وكذلك الوسائل لحماية مصالحهم القانونية .
- هـ- لمساعدة في زيادة رأس مال الشركات المدرجة أو التي تنوى أن تدرج نفسها في قائمة السوق .
- وـ- المشاركة ، إن كان ذلك مناسبا ، في برامج تعليمية استثمارية لإطلاع المستثمرين الكفوئين على فرص الاستثمار في سوق الأوراق المالية .

<sup>(١٠)</sup> كبار، محمد بشار الأسواق المالية الموسوعة العربية، ٢٠١١ ، ص ٥٩.

- ز- جمع وتحليل ونشر إحصائيات ومعلومات ضرورية لتحقيق الأهداف المنصوص عليها في هذا القانون .
- ح- إنشاء ودعم الاتصالات مع أسواق الأوراق المالية في الأسواق العربية والعالمية والمفيدة في تنمية أسواق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق المجازة.

## المبحث الثاني

### مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

احتل النظام الرأسمالي مكانة عالمية بعد انهيار النظام الاشتراكي الذي نتج عنه موجة من التحرر الاقتصادي في الدول النامية والتقليل من الاعتماد على القطاع العام في كافة المجالات الاقتصادية، حيث كانت المجالات التمويلية تعتمد أساساً على الميزانية الحكومية وأرباح شركات القطاع العام الأمر الذي لم يترك مجالاً لدور الوساطة المالية والأسواق المالية في تمويل التنمية.

وقد ارتبطت نشأة وتطور الأسواق المالية بظروف وحاجة التطور الاقتصادي، حيث عرفت تطويراً كبيراً في السبعينيات والثمانينيات نتيجة تغير الفلسفة الإصلاحية لبعض الدول المتقدمة من أجل تطوير الاقتصاديات المحلية وإدماجها في الأسواق الدولية الأخرى خاصة في الدول النامية، حيث أصبحت الأسواق المالية تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة التي أولتها أهمية جعلها أداة فعالة في تحقيق التوازن الاقتصادي بين العرض والطلب.

من الجانب الآخر، تعاني الدول النامية مشكلة العجز في تمويل الطلب المتزايد على الأموال لتمويل استثماراتها، وهو ما حدا بما أن تعمل على تطوير وتنمية أسواقها المالية إن أرادت مسايرة العولمة الاقتصادية، وقد لوحظ في السنوات

الأخيرة مدى تزايد اهتمام الدول النامية بتفعيل أسواقها المالية ودورها في التنمية الاقتصادية<sup>(١١)</sup>.

## المطلب الأول

### تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية ومقوماتها:

يتصف السوق الكفء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة وهي المعلومات التاريخية مثل: سلسلة المعلومات التاريخية، والمعلومات الجارية وهي المعلومات المعنية للعامنة، كما تعكس المعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل ومعالجة المعلومات التاريخية والجارية ومنه يمكن تعريفها "تتسم سوق الأوراق المالية الكفء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقاً لقوى العرض والطلب وتتسم سلوك المتعاملين بالرشاد مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد وبالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات".

كما يمكن تعريف كفاءة السوق بالأوراق المالية أيضاً أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقّة"

بشكل عام هناك مقومات أساسية للسوق الكفأة هي<sup>(١٢)</sup>:

(١١) د. محمد صالح الحناوي ، ابراهيم سلطان جلال بعد : تحليل وتقدير الأوراق المالية - دار الجامعة الاسكندرية سنة ٢٠٠٢ ، ص ٧٣.

(١٢) د. محمد صالح الحناوي ، ابراهيم سلطان جلال بعد : تحليل وتقدير الأوراق المالية - دار الجامعة الاسكندرية سنة ٢٠٠٢ ، ص ٨٢

١- دقة وسرعة وصول المعلومات: إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصص الموارد في الاقتصاد بتجيئها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

٢- كفاءة التشغيل والتسعير أو ما تسمى بمتطلبات كفاءة السوق: يقصد بكفاءة التشغيل أو بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق التكاليف مرتفعة ودون تحقيق التجار الأرباح غير عادلة. أما كفاءة التسعير يقصد بها بالكفاءة الخارجية وهي المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة وذلك دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة مما يعني إتاحة الفرصة للجميع.

٣- السيولة: يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية. إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تتعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفة إلى أخرى.

٤- عدالة السوق: تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية تعمل على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

## المطلب الثاني

### الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

إن كفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط أساساً بتوافر المعلومات المناسبة لأنها تعتبر عنصراً أساسياً وفعلاً في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية وذلك ب مختلف مستوياتها، ومن ثم يمكن تحديد مستوى كفاءة السوق. وبالتالي فإن السوق قد تكون كفافة بالنسبة لنظام معين من المعلومات ولكنها غير كفافة بالنسبة لنظام آخر. وهناك ثلاثة فرضيات هي<sup>(١٣)</sup>:

- فرضية الصيغة الضعيفة.
- فرضية الصيغة المتوسطة.
- فرضية الصيغة القوية. وفهم هذه الصيغ يمكن توضيحها ببيانياً الأمر الذي يعكس كذلك طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاث للكفاءة.

---

<sup>(١٣)</sup> أشرف شمس الدين، "أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، (الإمارات العربية المتحدة: ديسمبر ٢٠٠٥)، ص. ١٣

## المطلب الثالث

### علاقة المعلومات بمفهوم كفاءة السوق :

تعتبر المعلومات عنصرا حاسما من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلثى، وفي مجال الأوراق المالية تأخذ المعلومات دورا بارزا، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات أو عدم توافرها بالشكل المطلوب<sup>(١٤)</sup> يتحول سوق الأوراق المالية من مبارأة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة. وتتميز الأسواق المتطرفة ببعض مصادر المعلومات التي تساهم في توفير المعلومات بكثرة في نفس الوقت الذي تكون فيه هذه المعلومات متاحة للجميع إما بالمجان أو بتكلفة قليلة، وحتى في الحالات التي يعتبر فيها مصدر المعلومات مكلفا نسبيا. بحيث تتسم الأسواق ذات الكفاءة الاقتصادية العالية بتوفير عدد هائل من هذه المصادر وهي كالتالي: الصحف والمجلات المتخصصة، سمسارة الأوراق المالية، الصحف ومجلات عامة، بورصة الأوراق المالية، الأصدقاء والأقارب والأنترنت... الخ

#### ١- مفهوم المعلومات:

تعد المعلومات من أهم الأركان الفعالة لنجاح وتطور الأسواق الأوراق المالية ، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفوء للموارد "فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات".<sup>(١٥)</sup>

كما ويمكن النظر إلى المعلومات من حيث خصائصها، من جوانب مختلفة حسب احتياجاتها واستخداماتها من طرف المستفيدين منها و يوضح الجدول خصائص المعلومات والتي تدرج تحت ثلاثة أبعاد:

#### - خصائص التوقيت.

<sup>(١٤)</sup> د. منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية: منشأة المعارف الإسكندرية سنة ١٩٩٩ ، ص .٢٩.

<sup>(١٥)</sup> فوزي زكي، "المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية"، مجلة دراسات اقتصادية، (الجزائر: دار الخلدونية، العدد الثاني: ٢٠٠٠)، ص. ٣٧.

- خصائص المحتوى.
  - خصائص الهيكل أو الشكل.
- كما تتعدد مصادر المعلومات:

- التقارير التي تنشرها الشركات: وتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلاً عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها ... الخ بشكل سنوي أو ربع سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية .
- التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.
- المعلومات مدفوعة الثمن: وتمثل في الصحف، والمجلات، وخدمات الإرشاد الاستثماري. : قواعد البيانات: تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر التي تتيح له المفضلة بين فرص استثمارية متعددة<sup>(١٦)</sup>.

## ٢- تحليل المعلومات:

تقتضي أدبيات الاستثمار المالي إلى وجود نماذج أساسية للتحليل في سوق الأوراق المالية التحليل الأساسي والتحليل الفني، ويعني الأسلوب الأول بدراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة. سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية أو ظروف القطاع الذي ينتمي إلى المؤسسة أما التحليل الفني فيركز على دراسة السجل المالي للتغير في السعر الذي يتم فيه تداول الورقة المالية.

وعليه فإنه كي يتخذ المستثمر قراره بشأن شراء أو بيع الأوراق المالية التي بحوزته يتعين عليه الاستفادة من نتائج التحليل الفني والأساسي. وسوف نتطرق إلى معرفة كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني فيما يلي<sup>(١٧)</sup>:

١- التحليل الأساسي: يعني التحليل الأساسي الذي يطلق على ممارساته الأساسية بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المؤسسة بالإضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المؤسسة . كما يهتم التحليل الأساسي بتحليل المعلومات والبيانات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي ينتمي إليه المؤسسة بالإضافة إلى ظروف المؤسسة ذاتها مصدراً للأوراق المالية بمدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب على ضوء حجم المخاطر". في سبيل إجراء التحليل

<sup>(١٦)</sup>. إيهاب الدسوقي: اقتصadiات كفاءة البورصة: دار النهضة العربية سنة ٢٠٠٠ ص ٥٣ .

<sup>(١٧)</sup> على أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران، أيتن فتح الدين، "التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر، ١٩٧٤-٢٠٠٢"،

أوراق صندوق النقد العربي، عدد ٩، صندوق النقد العربي، أبوظبي، أبريل، ٢٠٠٤: ص. ٢١.

الأساسي يعمد الكثير من المحللين إلى أن تكون نقطة البداية في التحليل الأساسي هي الظروف الاقتصادية العامة وأن تكون نقطة النهاية هي تحليل ظروف المؤسسة ذاتها وهو ما يطلق عليه التحليل من أعلى إلى أسفل، ويركز هذا النوع من التحليل على عنصرين أساسيين هما: عنصر التحليل الاقتصادي وعنصر تحليل ظروف القطاع.

## ٢- التحليل الفني:

التحليل الفني هو أسلوب يهتم بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنساق معينة لحركة سعر السهم، أو لإظهار علاقات بين حركة سعر الورقة معينة ومؤشرات سوقية أخرى كما يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق ككل ثم على مستوى ورقة مالية معينة. كذلك "يهتم التحليل الفني بتتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي، بهدف اكتشاف نمط تلك الحركة، يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم" <sup>(١٨)</sup>.

بالإضافة لذلك، "يهتم التحليل الفني بدراسة المعلومات الداخلية الماضية للأسهم والسنادات دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية وذلك مثل تتبع حركة الأسعار في الماضي أو حركة التداول ويهدف التحليل الفني عادة إلى توقع حركة الأسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع والشراء سواء لأسهم معين أو مجموعة من الأسهم" (إيهاب الدسوقي ٢٠٠٠). من جانب آخر: "يهتم التحليل الفني بدراسة حركة السوق والأسعار من خلال الرسوم والأشكال البيانية في الماضي، بهدف التنبؤ بما سيكون عليه اتجاه الأسعار في المستقبل" <sup>(١٩)</sup>.

<sup>(١٨)</sup> د. مفتاح صالح، أ. ماري فريدة - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - مجلة الباحث عدد ٥ ، ص ٤٤ .

<sup>(١٩)</sup> د. خالد الزامل - دور الأسواق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي - ورقة عمل مقدمة خلال المؤتمر الوطني الصناعي الأول السورية - دمشق سنة ٢٠٠٥ ، ص ٩١

### دور المعلومات في سوق الأوراق المالية:

توقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها. وتؤدي المعلومات دورا هاما في سوق الأوراق المالية، إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات تساعده على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص سوق رأس المال الكفاءة أن يعكس أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها. ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتماثلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وكذلك على قدرة هؤلاء المستثمرين على تحليل وتفسير هذه المعلومات.

يمكن القول أن المعلومات المتاحة تساعدها على التوازن على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطر المرتبطة بها. أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توفر المعلومات يؤدي دورا هاما في تحقيق آلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيف درجة عدم التأكيد فيما يتعلق بالاستثمار. (٢٠)

مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة. وكلما ازدادت درجة الاعتماد على المعلومات، كلما ازدادت ثقة المستثمرين وصناع السياسات فيما يتذلونه من قرارات، وإذا ما قدر أحد المستثمرين أن المعلومات غير كافية أو لا يمكن الاعتماد عليها، فإن القرار المحتمل نتيجة لذلك هو الإحجام عن الاستثمار.

## المبحث الثالث

### المطلب الأول

#### واقع الاقتصاد العراقي

يعاني الاقتصاد العراقي من اختلال وتدور في جميع قطاعاته الأساسية و هذا التدور يرجع إلى السياسات التي كان يتبعها النظام السابق وهي ردود أفعال للظروف القائمة ، أكثر من أن تكون سياسات ذات نهج تنموي ، مما أدى إلى عدم ارساء قاعدة متينة يستند إليها الاقتصاد العراقي في بنائه الأساسية وال نقاط الآتية تبين مدى تدهور المؤشرات الاقتصادية للعراق والتي هي :

- ١- إن الاقتصاد العراقي هو اقتصاد ريعي أحادي الجانب يشكل فيه القطاع النفطي النسبة العظمى من الناتج المحلي الإجمالي ، وتشكل عوائد هذا القطاع حوالي ٩٥٪ من إيرادات الموازنة العامة<sup>(٢١)</sup> .
- ٢- انخفاض مساهمة القطاع الزراعي في الناتج المحلي الإجمالي إلى ما نسبته نحو ٥.٩٪ كمتوسط للمدة من ٢٠٠٠ - ٢٠١٠ بعد أن كانت مساهمة هذا القطاع نحو ٢٠٠٪ في عام ١٩٩٩ ، وهذا يدل على التراجع في نسبة مساهمة هذا القطاع ومن التدهور الحاصل فيه ، وما هي طبيعة السياسات المتخذة التي جعلته ينخفض إلى هذا المستوى .
- ٣- انخفاض مساهمة القطاع الصناعي في الناتج المحلي الإجمالي ، إذ بلغت مساهنته نحو (١ - ١.٧٪) كمتوسط للمدة (٢٠١٣ - ٢٠١٤)<sup>(٢٢)</sup> ، بعد أن كان يشكل ما نسبته نحو ٩٪ من الناتج المحلي الإجمالي<sup>(٢٣)</sup> ، وهذا يرجع إلى أن نحو ٨٠٪ من المشروعات الصناعية توقفت عن العمل ونحو ٨٠٪ منها يعمل بنصف طاقته الإنتاجية ، فيما افتقر غالبية المشروعات الصناعية إلى اغلب مستلزمات الإنتاج بما يساعدها على الاستمرار بالإنتاج ، فضلاً عن التخريب والتدمير الذي لحق بالآلات الإنتاجية جراء العمليات العسكرية وتعرض الكثير من المشاريع للنهب والسلب<sup>(٢٤)</sup> .
- ٤- أسهمت ريعية الاقتصاد في اختلال الحسابات الاقتصادية العقلانية في الإنتاج والتوزيع الأولى الدخل ، وبالتالي أصبحت البطالة موضوعة مفروغ منه حتى في أكثر المؤسسات رشادة في التشغيل ، ومع ضيق

<sup>(٢١)</sup> د. جواد البكري ، فخ اقتصاد الأميركي : الأزمة المالية ، مركز حمورابي للدراسات والبحوث الاستراتيجية ، مطبعة بيسان للنشر والتوزيع ، بيروت - لبنان ، ٢٠٠٩ ، ص ١٨٩ .

<sup>(٢٢)</sup> عبد الباسط تركي الحديشي ، أزمات وتحديات الاقتصاد العراقي

القاعدة الإنتاجية أصبحت البطلة بمفهومها التقليدي ظاهرة تكاد تلمحها في أي مدينة ، إذ قدرت الجهات الرسمية ذلك بما يزيد عن ١٨.٢ % ، في حين قدرت جهات أخرى ذلك ، بما يزيد عن ٥٠ % من السكان في قوة العمل<sup>(٢٥)</sup>.

٥- في صدد بيان الاختلالات نجد أن قطاع النفط لا يساهم في مكونات تشغيل قوة العمل إلا بنسبة منخفضة لا تتجاوز ٢ % وهذا يعني أن ٩٨ % من قوة العمل باتت تستو بيهما قطاعات أخرى لا تتعدى مساحتها في الناتج المحلي الإجمالي ٣٠ % وتهيمن عليها نشاطات خدمية هشة التكوين ، وباستبعاد قطاع النفط ترتفع مساهمة قطاع الخدمات إلى نحو ٦٠ % من الناتج المحلي الإجمالي مما يؤشر أن الاقتصاد العراقي أصبح اقتصاد خدمي ضعيف الإنتاج<sup>(٢٦)</sup>.

٦- تفاقم مشكلة الدين الخارجي ، وبذلك كانت الحقيقة هي عجز العراق عن جذب استثمارات جديدة توفر التمويل اللازم لإعادة الإعمار طالما أنه يواجه نسبة دين عالية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي<sup>(٢٧)</sup>.

٧- التضخم هو الآخر الذي يعاني منه الاقتصاد العراقي الذي يعتبر ظاهرة مركبة لم تتشكل بفعل عامل واحد، بل ظهرت كنتيجة لتفاعل عوامل عديدة نقدية وحقيقة ترتبط بالاختلالات الهيكلية في القطاع الإنتاجي ، وذلك نتيجة للتدحرج الذي أصاب قطاعاته الإنتاجية وبخاصة قطاع الزراعة والصناعة التحويلية<sup>(٢٨)</sup>.

٨- فشل السياسات الاقتصادية غير العقلانية في توظيف الموارد النفطية من أجل بناء اقتصاد قوي ، يؤمن زيادة مستمرة في النمو والتشغيل والقدرة على تمويل مشاريع البنية الأساسية والمرافق والخدمات العامة ، ولهذا بات من الضروري معالجة التوجهات غير العقلانية في السياسات الاقتصادية في المستقبل لأن استمرار العمل بهذه السياسات من شأنه أن

<sup>(٢٥)</sup> عبد الباسط تركي الحديبي ، أزمات وتحديات الاقتصاد العراقي ، مصدر سابق .

<sup>(٢٦)</sup> وزارة التخطيط والتعاون الإنمائي ، التقرير الوطني نحال التنمية البشرية ٢٠٠٩ ، مصدر سابق ، ص ١٠٥ .

<sup>(٢٧)</sup> مصدر سابق ، ص ١١٣ .

<sup>(٢٨)</sup> حيدر الفريجي ، الاقتصاد العراقي عن معوقات التنمية إلى مقومات النهوض ، الحوار المتمدن ، العدد ٢٣٦٢ ، ٢٠٠٨ .

يعمق الأزمة الاقتصادية الحالية بجميع مظاهرها المتمثلة بتراجع النمو في جميع القطاعات الاقتصادية وزيادة البطالة وانتشار الفقر وارتفاع الأسعار .

٩- محدودية القطاع الخاص بالإضافة إلى عدم قدرته وكفاءاته لمختلف الأسباب . إذ أصبحت فرص العمل التي تخلفها الدولة هي المجال الأساس الذي يستقطب الأيدي العاملة وتشغيل الموارد الاقتصادية المعطلة ، وكذلك أشارت بيانات صندوق النقد الدولي إلى ضالة دور القطاع الخاص وخاصة في النشاط الاستثماري في البلد، إذ يقدر مجموع الاستثمار الخاص ( العراقي والأجنبي ) في الاقتصاد العراقي بنحو ١١٦١ مليون دولار عام ٢٠٠٥ أي أنه يشكل ما نسبته نحو ٣.٥ % من الناتج المحلي الإجمالي ، ولعل الانفلات الأمني وعدم الاستقرار السياسي و عدم توفر المناخ الملائم ، وضعف المركز المالي للمستثمر العراقي ، كانت من الأسباب الكامنة وراء ضالة دور النشاط الخاص وأهميته في تمويل التنمية في العراق (٢٩) .

١٠- انخفاض حصيلة الإيرادات الضريبية لتصل إلى نحو ١% من إجمالي تكوين الإيرادات العامة ، وذلك يرجع إلى ضعف كفاءة الإدارة المالية للدولة والى حجم الفساد المالي والإداري .

## نشأة وتطور سوق عمان المالي

بدأ الاكتتاب بالأسهم والتداول بها في المملكة الأردنية الهاشمية، منذ فترة طويلة سبقت في إنشاء سوق عمان المالي. فقد بدأ ذلك منذ أوائل الثلثينيات مع إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات، إذ تم تأسيس البنك العربي عام ١٩٣٠ م كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام ١٩٣١ م وشركة الكهرباء الأردنية عام ١٩٣٨ م وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام ١٩٥١ م، وتم إصدار إسناد القرض في الأردن في السبعينيات ونتيجة لظهور هذه التعاملات ظهرت الأسواق المالية غير المنظمة من خلال مكاتب غير متخصصة، مما أدى إلى تفكير الجهات الحكومية بإنشاء سوق لتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية، وذلك لضمان سهولة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وكذلك حماية المدخرين والمستثمرين بهذه الأوراق، وإيجاد أسعار عادلة للأوراق المالية التي تعتمد على العرض والطلب<sup>(٣٠)</sup>.

الاقتصادي، ونظراً لذلك صدر القانون المؤقت رقم ٣١ لسنة ١٩٧٦ م، الذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي، وقد تم بقرار من مجلس الوزراء تشكيل لجنة لإدارة السوق بتاريخ ١٦ / ٣ / ١٩٧٧ م<sup>(٣١)</sup>، وقد باشر سوق عمان المالي أعماله بتاريخ ١٩٧٨ ولديه مجموعة من الأهداف بمقتضى قانون سوق عمان المالي :

- ١- يقتضي تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني.
  - ٢- تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل حماية هذا التعامل بسرعة وسهولة بما يتناسب مع مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.
  - ٣- توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.
- يتمثل سوق عمان بمجموعة من الأهداف التالية له ويمكن تصنيفها وبالتالي :

- ١- دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال. (SEC).
- ٢- دور البورصة التقليدية للأوراق المالية (Stock Exchange).

سعى سوق عمان للأوراق المالية إلى الوصول للتغيرات التي تحقق للعلومة والانفتاح على العالم الخارجي والمتمثلة باستخدام أنظمة التداول الإلكترونية

<sup>(٣٠)</sup> التميمي، ارشد فؤاد و أسامة عزمي سلام (٢٠٠٤). الاستثمار بالأوراق المالية، عمان، دار المسيرة للنشر، ص ١٥٥.  
<sup>(٣١)</sup> المصدر السابق : ص ١٥٦

وتقوية الرقابة على السوق وإزالة كافة معوقات الاستثمار للوصول إلى مستويات مرتفعة من الشفافية. ويمثل صدور قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧م نقطة تحول مهمة في سوق رأس المال الأردني، إذ تضمن إعادة هيكلة السوق وفصل الدور الرقابي والتشريعي عن الدور التنفيذي واستبدال سوق عمان المالي بثلاثة مؤسسات جديدة وهي<sup>(٣٢)</sup>:

**أ- هيئة الأوراق المالية<sup>(٣٣)</sup>:**

وتتمتع الهيئة باستقلال مالي وإداري، وترتبط برئيس الوزراء مما يعزز من دورها ويمكنها من تحقيق أهدافها بكفاءة عالية. وللهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء متفرغين، ويتمتع المجلس بصلاحيات الإشراف والرقابة على الأوراق المالية بخصوص تعاملاتها والعمولات الخاصة بتلك التعاملات وإصدار الأوراق المالية وإعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية

**ب- مركز إيداع الأوراق المالية:**

يعد المركز شخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري غير هادفة للربح وخاضع لرقابة هيئة الأوراق المالية. إذ تم إنشاؤه في ١٥ / ١٩٩٩ م، بهدف الحفاظ على الأوراق المالية وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة، كما يقوم بتسوية ثمن الأوراق المالية فيما بين الوسطاء.

**ج- بورصة عمان:**

بدأت البورصة أعمالها كمؤسسة أهلية ذات استقلال إداري ومالي بتاريخ ١١/٣/١٩٩٩م وهي مؤسسة غير ربحية، كما تعد الجهة الوحيدة في المملكة الأردنية الهاشمية المصرح لها القيام بالتعاملات كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية تحت رقابة هيئة الأوراق المالية، وذلك وفقاً إلى قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧م، ثم سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في الأردن بموجب قانون الأوراق المالية الجديد رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢م.

### **المطلب الثالث**

#### **تقسيمات سوق الأوراق المالية:**

**أ- السوق الثانوي:** وهو السوق المختص بتداولات الأوراق المالية وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة الخاصة بالأوراق المالية. ويقسم إلى السوق

<sup>(٣٢)</sup> نشرة سوق عمان المالي ، ٢٠١٠ .

<sup>(٣٣)</sup> محمد، شامل (١٩٩٨). *كيف تتعامل في البورصة*، القاهرة: دار الكتب الجامعية، ص ٢ .

الأول والسوق الثاني، وهما السوقان اللذان يختصان بتعاملات الأوراق المالية، كل منها حسب شروط ومعايير محددة حيث يختصان بتدالوات الأسهم.

بـ- سوق السندات: يختص هذا السوق بالتعامل بالسندات الحكومية و إسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات. التحويلات خارج القاعة: وهو السوق الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الإرثية والعائلية<sup>(٣٤)</sup>.

### أنواع الأوراق المالية المدالة في سوق عمان المالي:

وقد حددت أنواع الأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق عمان المالي بموجب قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢م ولذا فإن تعريف الأوراق المالية يشمل<sup>(٣٥)</sup>:

- أـ. أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
- بـ- إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات العامة أو المؤسسات العامة والبلديات.
- جـ- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية.
- دـ- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.
- هـ- إسناد خيار المساهمة.
- وـ- العقود آنية التسوية والعقود أجلة التسوية.
- زـ- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.
- حـ- أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

### الاستنتاجات

- ١- معدلات النمو الاقتصادي ، بسبب وجود العلاقة القوية بين اسواق المال وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.
- ٢- ان مستوى اداء المشاركون في السوق يؤثر كثيرا في نشاط السوق ويعمل على توسيع اداء دوره في عموم الاقتصاد القومي
- ٣- ان البيئة الاقتصادية الحاضنة للسوق تلعب دورا حيويا وفاعلا ومؤثرا في السوق ، بحيث لابد من اتخاذ جميع العوامل الازمة لتوفير اسباب البيئة الصالحة لنجاح السوق.

<sup>(٣٤)</sup> الحميد ، امال جاسبر عبد (٢٠٠٥) . اثر التجارة الالكترونية على الرقم القياسي لأسعار الاسهم في سوق عمان المالي (١٩٩٦ - ٢٠٠٥م ، رسالة ماجستير غير منشورة ، الجامعة الاردنية ، عمان ، الاردن ، ص ٥٠ .

<sup>(٣٥)</sup> انظر في ذلك المادة ٣ من قانون الأوراق المالية المؤقت رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ (٢٠٠٢) و أنظر أيضا المطوري، عبد الكريم (١٩٩٦). فحص الكفاءة شبه القوي في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الاردنية، عمان، ص ٣٧ .

- ٤- ان ادوات الاستثمار الرئيسية في الاسواق المالية هي شهادات الملكية المتمثلة في الاسهم وشهادات الدين المتمثلة في السندات والمشتقات.
- ٥- ان سوق العراق للأوراق المالية حديث نسبياً لباقي الأسواق العربية والعالمية.

## الوصيات

- ١- أن العراق بحاجة ماسة إلى تمويل الكثير من المشاريع الاستثمارية وفي نفس الوقت لا تستطيع الدولة ان تمول جميع تلك المشاريع ، ولذا لابد أن توفر مصدر مهم للتمويل الاستثماري في العراق الا وهو سوق المال ، بسبب الدور الذي يمكن أن يمتلكه في تجميع المدخرات المحلية وتوظيف رأس المال المحلي وفي جذب رأس المال الأجنبي وتوظيفها نحو الاستثمارات العراقية المحلية، ولذا لابد ان يحظى سوق المال باهتمام كبير من قبل المؤسسات والادارات الحكومية العراقية في سبيل دعم وتطوير الاقتصاد العراقي.
- ٢- ينبغي للقائمين على السياستين المالية والنقدية في العراق العمل على تطوير سوق مالي حديث ومتطور يستند على اسس علمية حديثة ومتقدمة ويتمتع بامكانيات تقنية عالية ويوجد خبراء يتمتعون بخبرات علمية وتقنية

ومعلوماتية وادارية عالية ليتمكنوا من ادارة السوق ضمن الاصول الادارية  
العالية بما يضمن مصلحة الاقتصاد العراقي والمساهمة الفعلة في دفع النمو  
الاقتصادي للعراق نحو الأفضل.

- ٣- ينبغي للقائمين على الادارة الحكومية في العراق أن يقوموا بتحسين ظروفه  
الاقتصادية والسياسية من اجل توفير البيئة الاقتصادية الصالحة والملائمة  
للسوق المالي من حيث وجود خطط اقتصادية معتمدة على برنامج اقتصادي  
طموح وتترتب عليه سياسات اقتصادية تطور الاقتصاد العراقي وتعمل على  
تطوير البنية التحتية وتتوفر المناخ الاقتصادي الناجح سوق المال العراقي.
- ٤- لتحقيق كفاءة وفاعلية الاسواق المالية في العراق كلما تحسن اداء الاقتصاد  
المالي وتوزن شروط الامان للمستثمر .
- ٥- تقوم في الانشطة الاقتصادية لأي اقتصاد يمكن ان يولد اثراً ايجابياً على  
تحسين كفاءة وفاعلية الاسواق المالية.
- ٦- يجب توفير المستلزمات الازمة لقيام وفتح اكثر من سوق مالي في العراق كما  
للاسواق المالية من اثر فاعل على الاقتصاد.

## المصادر

- ١- آل سليمان، مبارك سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة،  
كنوز اشبيليا ، الرياض، ١٤٢٦هـ.
- ٢- البرواري، شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي  
، دار الفكر ، دمشق، الطبعة الثانية ، ١٤٢٩هـ.
- ٣- التميمي، حسين ثغب، البورصة ونموها مؤشرات الفاعلية القطاعات  
الاقتصادية، جريدة الصباح ، ٢٠١٢/٢/٢ ، ص ٢٨.
- ٤- جريدة المدى، الاستثمار الأجنبي بسوق الأوراق المالية بغداد والبورصة  
العراقية، العدد ٢٣٩٥ ، السبت ٢٠١٢/١٢/٣١ .
- ٥- حمدي، حسن، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، دمشق،  
الطبعة الأولى، ١٤٢٧هـ.
- ٦- الربيعي، فلاح خلف، سبل الارتقاء بسوق العراق للأوراق المالية، جريدة  
الصباح، عدد ٢٤ حزيران/٢٠٠٩ .
- ٧- السلمي، عبد الله ناصر، الغش وأثره على العقود، كنوز اشبيليا للطباعة  
والنشر، الطبعة الثانية، ١٤٢٧هـ.
- ٨- كبار، محمد بشار الأسواق المالية الموسوعة العربية ٢٠١١ .
- ٩- د. محمد صالح الحناوي ، ابراهيم سلطان جلال بعد : تحليل وتقدير الأوراق  
المالية - دار الجامعة الاسكندرية سنة ٢٠٠٢ .
- ١٠- أشرف شمس الدين، "أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من  
مخاطر الأسواق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، (الإمارات العربية  
المتحدة: ديسمبر ٢٠٠٥).
- ١١- د. منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية: منشأة  
المعارف الإسكندرية سنة ١٩٩٩ .
- ١٢- فوزي زكي، "المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية"، مجلة  
دراسات اقتصادية، (الجزائر: دار الخدونية، العدد الثاني: ٢٠٠٠).
- ١٣- د. إيهاب الدسوقي: اقتصاديات كفاءة البورصة: دار النهضة العربية سنة  
١٩٩٩ .
- ١٤- علي أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران، أيتن فتح الدين، "التطور والهيكل  
المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر، ١٩٧٤-٢٠٠٢"، أوراق صندوق  
النقد العربي، عدد ٩، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، أبريل، ٢٠٠٤ .
- ١٥- د. مفتاح صالح، أ. ماري فريدة - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية -  
مجلة الباحث عدد ٥ .
- ١٦- د. خالد الزامل - دور الأسواق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي - ورقة  
عمل مقدمة خلال المؤتمر الوطني الصناعي الأول السورية - دمشق سنة  
٢٠٠٥ .
- ١٧- د. جيهان جمال: عالم البورصة رؤية تحليلية تعليمية بسيطة: كairo  
كوبى سنتر سنة ٢٠٠٩ .

١٨ - د. جواد البكري ، فخ اقتصاد الأمريكي : الأزمة المالية ، مركز حمورابي للدراسات والبحوث الاستراتيجية ، مطبعة بisan للنشر والتوزيع ، بيروت - لبنان ، ٢٠٠٩ .

١٩ - عبد الباسط تركي الحديسي ، أزمات وتحديات الاقتصاد العراقي  
[www.alnaspaper.com/inp/view](http://www.alnaspaper.com/inp/view)

٢٠ - وزارة التخطيط والتعاون الإنثماني ، التقرير الوطني لحال التنمية البشرية ٢٠٠٨ . بيت الحكمة ، العراق ، ٢٠٠٩ .

٢١ - حيدر الفريجي، الاقتصاد العراقي عن معوقات التنمية إلى مقومات النهوض ، الحوار المتمدن ، العدد ٢٣٦٢ ، ٢٠٠٨ .  
[www.alhewar.org](http://www.alhewar.org)

٢٢ - التميمي، ارشد فواد و أسامة عزمي سلام (٤ ٢٠٠٤). الاستثمار بالأوراق المالية، عمان، دار المسيرة للنشر.

٢٣ - محمد، شامل (١٩٩٨). كيف تتعامل في البورصة، القاهرة: دار الكتب الجامعية.

٢٤ - الحميد ، امال جاسر عبد (٢٠٠٥) . اثر التجارة الالكترونية على الرقم القياسي لأسعار الاسهم في سوق عمان المالي (١٩٩٦ - ٢٠٠٥)م ، رسالة ماجستير غير منشورة ، الجامعة الأردنية ، عمان ،الأردن.

٢٥ - انظر في ذلك المادة ٣ من قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (٧٦) لسنة (٢٠٠٢) و أنظر أيضا المطوري، عبد الكريم (١٩٩٦). فحص الكفاءة شبه القوي في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان.