



تقييم مدى تنافسية سوق العراق للاوراق المالية مقارنة بالاسواق المالية العربية (دراسة تحليلية مقارنة)

م. د. حسن شاكر عبد الشمري

قسم العلوم المالية والمصرفية

المستخلص

تهدف هذه الدراسة الى تحليل وتقييم مدى تنافسية سوق العراق للاوراق المالية وقدرته في تعبئة وجذب الاموال والمستثمرين مقارنة مع بعض الاسواق العربية المجاورة والتي لها اثر تنافسي على سوق العراق للاوراق المالية كاسواق كل من الاردن ومصر والسعودية والكويت وابوظبي ودبي. وذلك من خلال مقارنة الاطر القانونية والهيكلية والاطر المالية كمؤشرات حجم السوق وسيولته للتعرف على مدى التقارب والتباعد بين سوق العراق للاوراق المالية مقارنة بعينة الاسواق المالية المبحوثة. واختتمت الدراسة بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات من اهمها ان سوق العراق يعتبر اقل تنافسية من باقي الاسواق المالية المدروسة من حيث ادوات التداول ومؤشرات حجم السوق وسيولته، واوصت الدراسة بضرورة توسيع ادوات المتداولة وزيادة عدد الشركات المساهمة والمدرجة وزيادة الوعي المالي والاستثماري للعراقيين والاجانب لغرض جذب المستثمرين وزيادة فاعلية السوق في النشاط واداء وظيفة التمويل والاستثمارية الذي وجد من اجلها.

Abstract

This study aims to analyze and assess the competitiveness of the Iraqi stokes exchange market (ISX) and its ability to mobilize and attract money and investors compared with some of the neighboring Arab markets which have a competitive impact on (ISX) as markets of Jordan, Egypt, Saudi Arabia, Kuwait, UAE. Through comparing legal and structural frameworks and financial instruments as indicators of market size and liquidity to identify the extent of convergence and divergence between the (ISX) market compared to the sample of financial markets investigated. The study concluded that (ISX) is less competitive than the other financial markets studied in terms of trading instruments and indicators of market size and liquidity, and recommended the study of the need to expand the traded tools and increase the number of listed companies.

المقدمة:

تعد الاسواق المالية من المؤسسات الاقتصادية المهمة والرئيسية في اي اقتصاد لما تقوم به من دور ووظائف مالية واستثمارية واقتصادية تصب في توسيع المشاريع والشركات وماينعكس من ذلك من اثار ايجابية على النموالاقتصادي والتنمية لاي بلد. حيث يقوم بدورين رئيسين، الاول يتمثل في جذب فوائض الاموال (المدخرات)، والثاني يتمثل في تعبئة وتوجيه تلك الاموال نحو تمويل الشركات وتوسيع المشاريع. ولتحقيق هدف الدراسة فقد قسمت الى ثلاثة مباحث سيتناول الاول الاطار العام والمنهجي للدراسة، وسيطرق الثاني لدراسة الاطار النظري للاسواق المالية واهميتها وخصائصها، بينما الثالث سيتم فيه الدراسة التطبيقية وتحليل ومناقشة المؤشرات التي توضح مدى تنافسية سوق العراق مقارنة بالاسواق الاخرى.



المبحث الاول - الاطار العام والمنهجي للدراسة

اولا: اهمية الدراسة:

تعد الاسواق المالية من المؤسسات التمويلية المهمة في الاقتصاد حيث تعمل على توفير الاموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض الى الوحدات ذات العجز لتمويل نشاطاتها وتوسيع اعمالها او لزيادة رؤوس اموالها عن طريق الاكتتاب او الطرح العام والخاص للاسهم او عن طريق اصدار السندات. ومن هنا تبرز اهمية دراسة مدى تنافسية سوق العراق للأوراق المالية في تحقيق اهدافه التمويلية والاستثمارية في الاقتصاد مقارنة بالاسواق المالية العربية لتحديد ماهي اوجه التشابه والاختلاف بينه وبين تلك الاسواق لغرض العمل على تصحيحها والعمل بمستوى تلك الاسواق من الناحية التنظيمية والادارية والتمويلية.

ثانيا: مشكلة الدراسة:

تتعلق مشكلة الدراسة من اختلاف وتباين سلوك وتطور سوق العراق للأوراق المالية ومايعانيه من قصور تشريعي وتنظيمي واداري مما ينعكس في مؤشرات ادائه مقارنة مع منافسيه من الاسواق المالية العربية ومدى قدرته على جذب المستثمرين وتعبئة الموارد التمويلية داخل الاقتصاد العراقي.

ثالثا: فرضية الدراسة:

تستند الدراسة على فرضية مفادها " يتمتع سوق العراق للأوراق المالية بقدرة تنافسية اقل مقارنة بالاسواق المالية العربية من حيث التنظيم والتشريع والادوات المالية واليات عمل السوق في جذب الاموال والمستثمرين " .

رابعا: منهجية الدراسة:

لغرض تحقيق اهداف الدراسة تم اتباع المنهج الاستقرائي من خلال تتبع وتوصيف الادوات والمؤشرات والاجراءات التنظيمية والتشريعية التي توضح مدى تنافسية سوق العراق للأوراق المالية مقارنة بالاسواق العربية الاخرى عينة الدراسة.

خامسا: الحدود الزمانية والمكانية للدراسة:

اعتمدت الدراسة على البيانات الوصفية النوعية والكمية لمؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وبعض الاسواق المالية العربية وهي كل من سوق(مصر، الاردن، السعودية، ابو ظبي، دبي، الكويت) وخلال عام (2016). وذلك لكونها اهم الاسواق وانشطها على مستوى الدول العربية.

المبحث الثاني: الاطار النظري والمعرفي لادبيات الدراسة

اولا: ماهية سوق الاوراق المالية

سوق الأوراق المالية هي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظمة فتتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب (الموسوي: 2003: 5).

السوق المالية هي ذلك الفضاء الذي يتم فيه يوميا شراء وبيع أدوات استثمارية، حيث يلتقي فيها مباشرة العارضين والطالبين لرؤوس الأموال طويلة الأجل، فهي بذلك أداة لتخصيص الموارد طويلة الأجل في



خدمة المؤسسات والإدارات، وعليه فالسوق المالية هي ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية ومشتريها بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، ولكن بشرط توافر قنوات الاتصال الفعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث يجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيها.

وبهذا فالسوق المالية عبارة عن مفهوم لا يرتبط بوجود مكان معين، ولكن يرتبط بالتقاء العرض والطلب بغض النظر عن كيفية الالتقاء (احمد، 2002: 6).

ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالية:

تتجلى أهمية سوق الأوراق المالية في جملة من المهام التي تؤديها في اقتصاديات البلدان التي تتواجد بها، والتي تنعكس من خلال الأدوار التي تلعبها هذه السوق إذا ما توفرت لها البيئات المناسبة لعملها، والتي يمكن إجمالها في الآتي: (Saunders & Cornett: 2011: 17)

1. تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض للوحدات التي تعاني من عجز، أي بمعنى آخر التوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق.
2. تلعب سوق الأوراق المالية دوراً في خلق السيولة الكافية للمدخرين (المستثمرين)، عند رغبتهم في تسهيل استثماراتهم في الأوراق المالية، من خلال إمكانية تحويل الاستثمارات الطويلة الأجل (بصورة خاصة) إلى أصول سائلة بسهولة ويسر وبسعر مناسب، إذا ما رغبوا في استرداد مدخراتهم، أو أرادوا تغيير محافظ أوراقهم المالية، كما أن السيولة التي توفرها هذه الأسواق تجعل الاستثمارات أقل مخاطرة وأكثر ربحية مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات (الزبيدي، 2001: 136).
3. توفير فرص سانحة لجذب رؤوس الأموال الخارجية المباشرة فضلاً عن فوائدها المتعددة لاقتصاديات البلدان المنقولة إليها الاستثمارات وفي مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق.
4. توفر سوق الأوراق المالية درجة عالية من المرونة في نظام الائتمان وذلك بمساهمتها في تحقيق الضغط على موارد الجهاز المصرفي، وزيادة الائتمان في الخارج وبالتالي التخفيف من تأثيرات ارتفاع الأسعار (الضغوط التضخمية) التي يمكن أن تحدث نتيجة للتوسع في منح الائتمان.
5. مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية (الموسوي، 2003: 7).

6. تحقيق مصالح البائع والمشتري من خلال الحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية.

ثالثاً: مكونات سوق الأوراق المالية:

إن العمل داخل سوق الأوراق المالية يتم بداية من خلال قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب فيها، يلي ذلك قيام بعض حاملي تلك الأوراق المالية ببيعها سواء لحاجتهم إلى سيولة نقدية، أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة.



إذا يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية يتكون على مرحلتين ومن ثمة يتكون من نوعين، السوق الأولية والسوق الثانوية. (Saunders & Cornett: 2011: 176)

1- السوق الأولية (سوق الإصدار): تعتبر سوق الإصدار تلك السوق التي تهتم بإنشاء الورقة المالية لأول مرة، لذا فإنها تسمى أيضا سوق الورقة الجديدة، التي تهتم فيها بتجميع المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل وهي السوق التي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراق مالية قامت بإصدارها لأول مرة لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية.

1-1 مفهوم السوق الأولية (سوق الإصدار)

هي سوق تختص بالتعامل في الإصدارات الجديدة، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس مالها، وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار العديد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص، وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة في المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال (حنفي وقرياقص، 2000: 275).

يقصد بالسوق الأولية أو ما تعرف بسوق الإصدار، السوق التي تدخل فيها منشأة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بائعة لها، بمعنى آخر أن بائع الورقة المالية هو المنشأة المصدرة لها، فإذا أصدرت منشأة مصرفية أسهما جديدة للاكتتاب العام فإنها تطرح من قبلها مباشرة في هذه السوق ولهذا تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب الأول فيها (الزبيدي، 2001: 114).

هي سوق يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي تم إصدارها لأول مرة، وتختص بطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية، وتتضمن مجموعة مؤسسات متخصصة في إصدار الأوراق المالية التي تقدم النصح والمشورة للشركات فيما يتعلق بأنسب الأوراق المالية، وأنسب سعر، وأنسب كمية (الموسوي، 2003: 7).

1-2 خصائص السوق الأولية:

تشمل الخصائص الموالية:

- سوق الإصدار ليس لها مكان مادي يتقابل فيه عارضوا الأوراق المالية مع طالبيها، الا جزء قليل الأهمية يتم في بورصة الأوراق المالية، وهو متعلق بإصدارات المشروعات التي سبق تسجيلها في البورصة.
- عملية الإصدار غير متكررة، لأن الاكتتاب في رأس مال الشركة يتم مرة واحدة.
- عملية الإصدار غير دورية.
- إذا رغب المستثمر المكتتب في أسهم الشركة في بيع ما يملكه من أسهم فإن عملية البيع تتم من قبله مباشرة، أي أن البائع الجديد للأسهم هو المستثمر، وهو غير المنشأة المصدرة لتلك الأسهم أول مرة، وتتم العملية الجديدة في السوق الثانوية.
- تنشئها مؤسسات مالية مختصة كوسيط مالي يعرض فيه للجمهور أوراق مالية جديدة.



2- السوق الثانوية (سوق التداول):

بقدر ما تكون السوق الأولية كبيرة وضخمة إلا أنها لاتصل إلى حجم السوق الثانوية (سوق التداول) التي يتم فيها إدارة الأوراق المالية، ونقل ملكيتها وحيازتها بين أكثر من شخص، وكلما كانت السوق الثانوية سوق نشطة كانت حيوية للاقتصاد أكثر فعالية، فالتعامل الحقيقي يرتبط ارتباطاً قوياً بالسوق الثانوية.

2-1- تعريف السوق الثانوية: أعطيت عدة تعاريف ذكر منها:

هي السوق التي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية بعد إصدارها، وفيه يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال السوق الأولية (سوق الإصدار)، وفيما يلتقي العرض بالطلب، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية جديدة، ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية (السيسي، 2003: 16).

كما يقصد بها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي تم الاكتتاب فيها من قبل في السوق الأولية وتلعب هذه الأسواق دوراً أساسياً في تنضيم سيولة الادخار المستثمر على المدى الطويل. وتعبئه المدخرات وإعادة استثمارها في الأصول المنتجة، ففي حالة عدم وجود سوق ثانوية لا يمكن للمستثمرين حاملي الأسهم والسندات استرجاع رؤوس الأموال الموظفة في الأوراق المالية إلا بعد انتهاء مدة الاستحقاق أو تصفيه المؤسسة المصدرة للأوراق المالية للحصول على قيمة الورقة (احمد، 2002: 7).

2-2- أقسام السوق الثانوية:

تتخذ السوق الثانوية أي التداول شكلين هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة.

2-2-1- الأسواق المنظمة:

هي أسواق تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع والشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، كما أن التعامل بالأوراق المالية فيها يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق (حنفي، قرياقص، 2000: 277).

ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية المنظمة (البورصات) إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية، ويقصد بالسوق المركزية السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الورقة، ومن أمثلتها بورصة لندن بورصة طوكيو، بورصة نيويورك للأسهم، أما بورصات المناطق المحلية هي عادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو المناطق القريبة منها (هندي، 1999: 71).

2-2-2- السوق غير المنظمة:

وفيها تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة من خلال التجار، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض، حيث أنه لا يوجد مكان محدد للتعامل والذي يتم من خلال شبكة اتصالات، هذا ويوجد في الولايات المتحدة الأمريكية الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية والذي يضم السماسرة والتجار المتعاملين في السوق غير المنظمة، ويقوم هذا الإتحاد بتنظيم العمل في السوق، ومنح تراخيص للسماسرة بعد



اجتيازهم لاختبارات مؤهلة، كما أن هذا الإتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية وأحجام التعامل. (جودة، 2000: 24)

وهناك أسواق فرعية من الأسواق المنظمة وهي السوق الثالثة والرابعة تتمثل فيما يلي:

2-2-2-1 السوق الثالثة: هي بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، والعملاء لهذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية. (حنفي، 2003: 66)

2-2-2-2 السوق الرابعة: يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية دون وساطة، والهدف منها استبعاد الشركات التجارية والسمسرة بهدف تخفيض النفقات، ويتم التعامل فيها من خلال شبكة اتصال إلكترونية تسمى INSTINET حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل. (Fabozzi & J.Modigliani: 2003: 138)

المطلب الثالث: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية: لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى منها: (Madura: 2014: 178)

1. أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة أمام المستثمرين للاستفادة منها في مختلف أرجاء العالم.
2. التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة.
3. التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
4. مرونة أسواق الأوراق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات تعطي خاصية للأوراق المالية كونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من العالم في نفس الوقت.
5. يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
6. الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

ثانياً: وظائف أسواق الأوراق المالية:

تقوم سوق الأوراق المالية بمجموعة من الوظائف المتعددة والمتنوعة والتي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له هذه الأسواق، وما يتبع ذلك من الحاجة لتحسين أدائها وتتلخص هذه الوظائف في الآتي: (Pilbeam: 2011: 76)



1- الوظيفة التمويلية: تقوم السوق المالية بتعبئة المدخرات حيث تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون قدرة تمويلية وتتوافر لديهم فوائض مالية عن برامجهم الاستثمارية والاستهلاكية وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية والإدارة العمومية في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية، كما تسهل السوق المالية نمو المؤسسات عن طريق استثماراتها وتؤمن للدولة وسائل إضافية لتمويل سياستها الاقتصادية والاجتماعية، وبهذا فالسوق المالية تعتبر همزة وصل مباشرة بين المدخر الذي يرغب في توظيف أمواله والمستثمر الذي هو في حاجة إلى رؤوس الأموال.

2- أداة لتحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر:

يمكن النظر إلى وظيفة تحديد السعر المناسب بأنها وظيفة أساسية في سوق الأوراق المالية باعتبار أنه لا يمكن أن تقوم سوق للأوراق المالية سهلة التسويق على حساب الأسعار، مما يعني أن المستثمر في هذا السوق إلى جانب حرصه على بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية فإنه يحرص، أيضا أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً.

كما تعتبر سوق الأوراق المالية أداة لتسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة أو تنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضها. (عبد الحميد، 2004: 50)

3- تقديم المعلومات المالية: يتم تقديم المعلومات المالية للأفراد والمشاريع التي تتعلق بالأصول المالية المختلفة المتوفرة في السوق المالي، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات، وبذلك تقلل من تكلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث الجهد والوقت والمخاطر، إضافة إلى امتلاكها قدرا من الدقة المتعلقة بالتوقعات للأرباح في المستقبل كونها مؤسسات مالية متخصصة. (الزري، فرح: 2001: 23).

4- أداة تسهل تحويل العقارات إلى سيولة: يتميز الاستثمار في السوق المالية بالنسبة إلى باقي الاستثمارات لا سيما في الأصول الحقيقية، بقابليته للسيولة فحائز الورقة المالية المقيدة في تسعيرة البورصة يمكنه بيعها إلى مستثمر آخر في أقصر مدة ممكنة حيث أن هذه الأوراق المالية ما هي إلا عبارة عن صكوك تقابلها عقارات وأدوات ومعدات في المؤسسة وبالتالي فالمستثمر أو المساهم في المؤسسة يعتبر مال لجزء من يلك العقارات فإذا أراد التنازل عن حقه في المؤسسة فلا يقوم ببيع العقارات ليأخذ حقه، ولكن يمكنه بيع قيمة مساهمته عن طريق بيع الأوراق المالية التي يمتلكها في السوق المالية. (أحمد، 2001: 12)

5- وسيلة لقياس قيمة الأموال: يتم الإعلان يوميا في السوق المالية عن أسعار الأوراق المالية، هذه الأخيرة تعكس الصحة المالية للمؤسسة، وعليه فالسوق المالية أداة لقياس قيمة المؤسسات ذات الأحجام المختلفة، كما يمكن توقع قيمة هذه الأخيرة في المستقبل عن طريق صياغة فرضيات تتعلق بالتطورات الاقتصادية المستقبلية والحالة التي يمكن أن تكون عليها المؤسسة آنذاك. فالسوق المالية تعتبر أحد الركائز الأساسية لإقامة اقتصاد السوق وبالتالي فإن الأسعار اليومية المعلن عنها في البورصة بالإضافة إلى تقنيات التقييم المعتمدة من طرف المحللين (تحليل الميزانيات، التحليل المالي والتجاري، أفاق المؤسسة في السوق)، تشكل منهجية لتقييم المؤسسات معترف بها من طرف المؤسسات المالية والإدارة الجبائية.



المبحث الثالث - الإطار التطبيقي

تحليل ومناقشة مؤشرات تنافسية سوق العراق للأوراق المالية مع عينة الدراسة بعدما تطرقنا في المبحث السابق الإطار المعرفي للدراسة سيتم هنا تناول الإطار التطبيقي للدراسة من خلال تحليل ومناقشة المعايير والمؤشرات التي توضح لنا مدى قدرة تنافسية سوق العراق مقارنة مع الأسواق الأخرى.

3-1 : الشكل القانوني لأسواق الأوراق المالية العربية:

لقد مرت سوق العراق للأوراق المالية بمرحلتين مهمتين امتدت الأولى منذ عام 1993 ولغاية 2003 وكانت تسمى آنذاك بسوق بغداد للأوراق المالية، أما المرحلة الثانية فقد بدأت منذ عام 2004 وسميت سوق العراق للأوراق المالية (عبدالسلام، 564، 2006). وتم تأسيس سوق بغداد للأوراق المالية بموجب القانون رقم 24 لسنة 1991 وتم تداول الأسهم والسندات والشركات المساهمة العراقية وحوالات الخزينة، وقد باشر السوق المالية في آذار 1992، وارتفع عدد الشركات من 64 شركة عام 1992 إلى 97 عام 2000. (الصائغ، الغزالي، 2007: 89).

ففي نيسان من عام 2004 تأسست سوق العراق للأوراق المالية بموجب قرار سلطة الائتلاف المرمق 74 وباشر السوق نشاطه في أول جلسة في 24 حزيران/ يونيو 2004، ويهدف السوق إلى تنظيم وتدريب أعضائه والشركات المدرجة وحماية الثقة وتعزيزها من خلال سوق حرة وفعالة تتسم بالشفافية وتنظيم التعامل بالأوراق المالية وتوعية المستثمرين ونشر الإحصاءات والمعلومات الضرورية، وتطوير سوق المال في العراق بما يخدم الاقتصاد الوطني ومساعدة الشركات في بناء رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار وتوعية المستثمرين العراقيين والأجانب بشأن فرص الاستثمار في السوق فضلاً على التواصل مع اتحاد أسواق الأوراق المالية بهدف تطوير السوق وفي مجال التعامل مع الاتحاد الآسيوي الأوربي للبورصات (The Federation Euro-Asian Stock exchange) الذي يضم 30 بورصة آسيوية وأوروبية وعربية مع توقيع اتفاقية الانضمام إلى قاعدة مؤشر Dow Jones Index وبإشراف من الاتحاد وقيام قسم العلاقات العامة بتزويد الاتحاد بالبيانات والإحصاءات الدورية المطلوبة (سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي الخامس، 2008). وقد انتقلت سوق العراق للأوراق المالية من التداول اليدوي إلى التداول الإلكتروني بالاتفاق مع هيئة الأوراق المالية لغرض تحديد موعد بدء تطبيق الأنظمة الإلكترونية في تاريخ 2014/4/19 حيث كان أول يوم للتداول الإلكتروني وفق نظام التداول Horizon وأصبحت عملية نقل الملكية تتم في نفس اليوم وفق نظام Equator. كذلك تسعى السوق المالية العراقية إلى أن يكون لها دور أساسي في تنفيذ عمليات خصخصة شركات القطاع العام، وكذلك تطوير وسائل الإفصاح ونشر المعلومات وإصدار التقارير والنشرات والإحصاءات فضلاً على إصدار دليل الشركات المساهمة العراقية، ومفاتيح هيئة الأوراق المالية والبنك المركزي لغرض الموافقة على إيداع السندات الحكومية وشبه الحكومية في مركز الإيداع وتداولها على وفق أسلوب التداول الإلكتروني. (سوق العراق للأوراق المالية التقرير السنوي الرابع، 2007).



وتأسست هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة بموجب القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000 ومقرها الرئيس عاصمة الدولة، وللهيئة أن تنشئ فروعاً ومكاتب لها مباشرة والإشراف عليها ومراقبتها، وتتمتع بكافة الصلاحيات الرقابية والإشرافية والتنفيذية بممارسة مهامها وفقاً لأحكام القانون لدعم حماية الاستثمار في أسواق رأس المال وتعزيز الاستقرار الوطني، وتضم الهيئة سوق أبو ظبي وسوق دبي. إذ تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون رقم 3 لسنة 2000 وأصبح السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة وظيفته أن ينشئ فروعاً أخرى خارج أمانة أبو ظبي وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 15 تشرين الثاني 2000. (سوق الإمارات للأوراق المالية، التقرير السنوي، 2008، 3)، ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في السوق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني وكذلك تنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه الادخارات إلى القطاعات المنتجة من أجل المساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء تم تعيينهم بمرسوم أميري وتكون ثلاث سنوات وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة بموجب المرسوم الأميري رقم 8 لسنة 2000. (هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي، 2007)

ويعمل سوق أبو ظبي على نظام التداول الإلكتروني حيث تظهر البيانات أوتوماتيكياً على شاشات العرض وقد اتجهت معظم الأسواق المالية حالياً إلى استخدام نظام التداول الإلكتروني بالنظر للمزايا العديدة التي يتمتع بها هذا النظام من ناحية الشفافية والسيولة وعرض أسعار التداول، وكان سوق أبو ظبي يسعى إلى التعاون مع أشهر الخبراء لتصميم يلبي متطلبات العدالة والكفاءة والشفافية للمستثمرين ويتماشى مع أهدافها الاقتصادية ويوفر السوق مكاتب خاصة للوسطاء المعتمدين في قاعة التداول في سوق مجهزة بأجهزة التداول والفاكس والبريد الإلكتروني التي تمكنهم من الاتصال بعملائهم وإنجاز معاملاتهم بسهولة وسرعة. (www.adx.ae/arabic/)

أما سوق دبي فقد تم تأسيسها بوصفها مؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 عام 2000 وتعمل سوق دبي بوصفها سوقاً ثانوياً للتعامل بالأوراق المالية الصادرة من الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومة محلية ووحدات صناديق الاستثمار وأية أوراق مالية سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي، وقد بدأ السوق مزاولته نشاطه بتاريخ 26 آذار/ مارس 2000، وقرار المجلس التنفيذي لإمارة دبي لتحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال قدره 8 مليارات درهم وتم طرح نسبة 20% من رأس مال السوق للاكتتاب العام، وقد شهد الاكتتاب العام إقبالا واسعا فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 2.1 مليار درهم، ويعد سوق دبي أول مالي يطرح للاكتتاب في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة، ويهدف سوق دبي إلى خلق مناخ استثماري بما يحقق المصلحة العامة للاقتصاد الوطني، كذلك تنظيم عملية بيع الأوراق المالية وشراؤها بما يضمن حماية المستثمرين وتحقيق أعلى درجات السيولة من خلال السماح لقوى العرض والطلب والتفاعل الحر والعادل فيما يستثمر، وكذلك تنظيم عملية انتقال الأوراق



المالية من خلال إدارة الإيداع والتقصا والتسوية ونظمها الالكترونية الحديثة التي تتولى العملية بسرعة واقتدار، فضلا على ترسيخ قواعد السلوك المهني والانضباط بين الوسطاء وموظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات الاستقامة وتوفير اللازم لهم. (سوق دبي للأوراق المالية، التقرير السنوي، 3، 2008-4). وقد شهدت الأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية تطورات كبيرة في مؤشرات أدائها، إذ شهد مؤشر القيمة السوقية وحجم التداول ومؤشر عدد الشركات وعدد الأسهم المتداولة ارتفاعات كبيرة في تلك الأسواق منذ بداية تأسيسها وحتى عام 1994 .

اما السوق السعودي فقد وافق مجلس الوزراء في الجلسة المنعقدة يوم الاثنين 29 صفر 1428هـ، الموافق 19 مارس 2007م، على تأسيس شركة السوق المالية السعودية (تداول). ويأتي هذا القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بتأسيس تداول باعتبارها شركة مساهمة.

وتعد السوق المالية السعودية (تداول) الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق للأوراق المالية ("السوق") في المملكة العربية السعودية، حيث تقوم بإدراج الأوراق المالية وتداولها. يوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30)، وتاريخ 02 جمادى الآخرة 1424هـ، الموافق 16 يونيو 2003م ("النظام") الوضع القانوني والأهداف والمسؤوليات المنوطة بالسوق ومركز إيداع الأوراق المالية. وتعتبر السوق المالية المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالسوق. ويبلغ رأس مال تداول (1,200,000,000) ريال سعودي مقسم إلى (120,000,000) سهم، جميعها متساوية القيمة وتبلغ القيمة الاسمية لكل منها 10 ريالات سعودية، وجميعها أسهم نقدية اكتتب فيها كلها صندوق الاستثمارات العامة. بالإضافة إلى ذلك، انضمت تداول كعضو منتسب في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية وكعضو في الاتحاد الدولي للبورصات. (www.tadawul.com.sa). ولكونها أكبر سوق مالية من حيث السيولة والقيمة السوقية في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، تقدم شركة السوق المالية السعودية (تداول) للمستثمرين فرصاً تمكنهم من تنمية رؤوس أموالهم بثقة من خلال تسهيل تداول الأوراق المالية المتنوعة مثل الأسهم وأدوات الدين وصناديق المؤشرات المتداولة .

اما سوق الكويت المالي فقد تم تعديل اطاره القانوني وتحديثه وفق رؤية جديد، ففي شهر أبريل من عام 2014 ، تأسست شركة بورصة الكويت كشركة خاصة من أجل استلام وإدارة سوق المال الكويتي ونقل عملياته تدريجياً بشكل شفاف، فعال وسهل الوصول اليه. حصلت شركة بورصة الكويت على الترخيص الرسمي في 5 أكتوبر 2016 . وتركز استراتيجية شركة بورصة الكويت على تطوير أدوات الاستثمار، إعادة تنظيم السوق لخلق سوق تنافسي، العمل على زيادة السيولة وتوسعة قاعدة المستثمرين بهدف اصدار الاكتتاب العام للمواطنين الكويتيين .

من حيث الشكل القانوني للسوق المالي يبقى سوق دبي المالي الوحيد بين أسواق المال العربية الذي يتخذ صيغة شركة مساهمة عامة مدرجة أسهمها في السوق المالي نفسه، في حين أن سوق العراق للأوراق المالية هو شركة مساهمة عامة وسوق عمان المالي وبورصة القاهرة والاسكندرية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية هي مؤسسات عامة ذات نفع عام.



3-2: التنافسية من حيث الهيكل التشغيلي للسوق :

يعد الهيكل التشغيلي للسوق المالي من أهم المعايير التي توضح مدى تطور وتنظيم السوق وإدارته للعمليات المالية وإتمام صفقات بيع وشراء الأدوات المالية المتداولة في السوق كالأسهم والسندات وغيرها. ولكي نبين مدى تنافسية سوق العراق للأوراق المالية مع بقية الأسواق المالية العربية المدروسة من حيث تطور الهيكل التشغيلي للأسواق وتم تصميم جدول يحتوي على أهم المؤشرات التنظيمية للعمليات المالية في تلك الأسواق. حيث بين الجدول رقم (1) أن سوق العراق لديه سوق أولي وثانوي إلى جانب كل من مصر والاردن والإمارات بينما سوق عمان فهناك سوق أولي وثانوي وثالث لاستيعاب الشركات المساهمة وفقا لاستيفائها لمتطلبات الإدراج في كل من الأسواق الثلاثة.

الجدول (1) هيكلية الأسواق المالية

السوق	فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي	وجود سوق أولي وثانوي	سوق ثانوي فقط	مركز الإيداع والتحويل منفصل عن السوق المالي	مدة التسوية
العراق	نعم	نعم	-	منفصل	T+0
مصر	نعم	نعم	-	منفصل	T+1
الإمارات	نعم	نعم	-	تابع	T+2
السعودية	نعم	نعم	-	منفصل	T+2
عمان	نعم	نعم	-	منفصل	T+2
الكويت	نعم	نعم	-	تابع	T+2

المصدر: من أعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للأسواق المدروسة.

3-2-1: مركز التحويل والإيداع:

تشير المعايير الدولية ذات العلاقة بأسواق المال وتحديدًا الأوراق المالية IOSCO إلى ضرورة فصل مركز الإيداع والتحويل كوحدة مستقلة عن السوق المالي. وفي هذا السياق يشير الجدول رقم (1) إلى تبعية مركز الإيداع والتحويل في كل من أسواق دبي وأبو ظبي إلى السوق المالية، حيث يعتبر مركز الإيداع والتحويل أحد الأقسام أو الوحدات الإدارية في هذه الأسواق، في حين نجد أنه في كل من أسواق العراق وعمان ومصر فإن مركز الإيداع والتحويل هي وحدة مستقلة غير تابعة للسوق المالي، حيث تقوم شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي وهي شركة مساهمة مصرية بمهام القيد والإيداع المركزي، في حين أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية في الأردن كمؤسسة ذات نفع عام بموجب قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، وبدأ المركز مهامه في شهر أيار من عام 1999، ويتمتع المركز بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري كما يخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية الأردنية وإشرافها. (سوق عمان المالي، التقرير السنوي، 2000)

أما من حيث الخدمات التي يقدمها مركز الإيداع والتحويل فيلاحظ أنها متشابهة إلى حد ما في جميع الأسواق محل الدراسة ومن أهمها:

- 1- تنفيذ عمليات التسوية والتقص للاوراق المالية ونقل ملكية الاسهم واستخراج تقارير التقاص.
- 2- إصدار شهادات إثبات الملكية بناء على طلب المستثمرين.
- 3- وضع وفك إشارة الرهن على الأوراق المالية لصالح الجهة المرتهنة.



4- تحويل ملكية الأوراق المالية من حساب إلى آخر وذلك نتيجة للتحويلات العائلية والارثية والقضائية.

3-2-2 : تنافسية بيئة العمل الالكترونية:

يتشابه سوق العراق للأوراق المالية مع الأسواق الأخرى محل الدراسة في استخدام أحدث التقنيات المستخدمة في أسواق المال من حيث بيئة التداول الالكترونية، حيث يتم تنفيذ التداول في قاعة التداول داخل السوق، إضافة إلى استخدام التداول الالكتروني E-trading إلا أنه لا يزال يختلف عن باقي الأسواق العربية في عملية التداول الالكتروني عن بعد دون الحاجة إلى التواجد الفعلي في قاعة التداول. ويقوم سوق العراق وبالتنسيق مع الهيئة بمتابعة آخر التطورات في أنظمة العمل الالكترونية، وكان آخرها استخدام نظام التداول Horizon واصبحت عملية نقل الملكية تتم في نفس اليوم وفق نظام Equator. لمراقبة التداول وهو برنامج مستخدم بشكل واسع في غالبية أسواق المال المتقدمة والناشئة حول العالم. أما من حيث ارتباط الأسواق بنظم التداول العالمية ماعدا سوق العراق وهذا مما يؤثر سلباً على سوق العراق، نجد أن أغلب الأسواق المالية قد ارتبطت بتلك النظم ولكن بسنوات متفاوتة، وكذلك نجد أغلب الأسواق منضمة إلى الاتحاد الدولي للبورصات ومنظمة الأوراق المالية الدولية (IOSCO) ماعدا سوق عمان وسوق العراق للأوراق المالية، وكما يوضحه الجدول رقم (2).

الجدول (2) مؤشرات بيئة العمل الالكترونية داخل الأسواق المالية العربية

السوق	المؤشرات	الارتباط بنظم التداول العالمية	الانضمام إلى الاتحاد الدولي للبورصات	الانضمام إلى منظمة الأوراق المالية Iosco	استخدام التداول الالكتروني
سوق عمان للأوراق المالية	✓	1999	—	1998	—
سوق البحرين للأوراق المالية	✓	—	2004	1999	—
سوق الأسهم السعودية	✓	2002	2007	1990	—
سوق الكويت للأوراق المالية	✓	1999	—	1996	—
سوق الدوحة للأوراق المالية	✓	2007	2006	2003	—
سوق الإمارات للأوراق المالية	✓	2003	2007	2003	—
بورصتي القاهرة والإسكندرية	✓	—	2007	1994	—
سوق مسقط للأوراق المالية	✓	1999	2007	1998	—
بورصة بيروت للأوراق المالية	✓	2008	—	1999	—
سوق العراق للأوراق المالية	X	—	—	2008	—

المصدر: من اعداد ابحاث بالاستناد على التقارير السنوية للأسواق المالية العربية، اعداد متفرقة.

3-3: التنافسية من حيث أدوات الاستثمار

إن أدوات الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية تنحصر في الأسهم فقط، بخلاف الأسواق الأخرى محل الدراسة، حيث يشير الجدول رقم (3) إلى أدوات الاستثمارية المتاحة في كل من أسواق عمان ومصر والإمارات (أبو ظبي ودبي) والتي تتنوع ما بين الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار إضافة إلى الصكوك الإسلامية. أما السوق المالي الكويتي عرف نوعين أساسيين من الأوراق المالية تم النص عليها في قانون الشركات التجارية رقم (15) لسنة 1960 وهما الأسهم والسندات. وانطلاقاً من تنوع أدوات الإستثمار المتداولة في السوق فقد صدر المرسوم الأميري رقم (31) لسنة 1990 والخاص بتداول الأوراق المالية



وإنشاء صناديق الاستثمار، حيث سمح ذلك القانون بالتعامل في الأسهم الكويتية من خلال شهادات الاستثمار التي تطرحها الصناديق الاستثمارية المسجلة في السوق. ويعتبر تنوع أدوات الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية من الأمور المهمة يؤدي إلى زيادة التنافسية ويؤدي إلى جذب الاستثمار الاجنبي وجذب المستثمرين.

(<http://www.boursakuwait.com.kw/A/BoursaKuwait/Page.aspx?PAGE=30>)

ومن جهة أخرى، فإن محدودية أدوات الاستثمار كما في سوق العراق يحد من جاذبية السوق للشركات على الإدراج ويضعف من الدور الرئيسي المفترض للسوق المالي وهو تجميع المدخرات ومساعدة الشركات المساهمة العامة في الحصول على التمويل اللازم وذلك من خلال الاصدارات الأولية والثانوية بشتى أنواعها سواء أدوات الملكية أو الدين الامر الذي يؤدي إلى تعزيز جانب العرض في السوق المالي والذي يعتبر من العوامل الاساسية في تنشيط التداول وزيادة الخيارات الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين ويؤدي إلى زيادة عمق وسيولة السوق.

جدول (3) أدوات الاستثمار المتداولة في أسواق الأوراق المالية المدروسة

السوق	الاسهم العادية	الاسهم الممتازة	السندات الحكومية	سندات الشركات	الصكوك الإسلامية	صناديق الاستثمار
العراق	✓					
عمان	✓	✓	✓	✓		
مصر	✓	✓	✓	✓	✓	✓
الكويت	✓		✓	✓		✓
ابو ظبي	✓	✓	✓	✓		
دبي	✓	✓	✓	✓	✓	✓
السعودية	✓	✓	✓	✓	✓	✓
الدوحة	✓	✓	✓	✓	✓	✓

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للأسواق المدروسة.

3-4: التنافسية من حيث تشجيع الاستثمار الاجنبي

تعتبر عملية تشجيع الاستثمار الاجنبي ومدى مشاركة الاجانب في تملك الشركات المحلية من الأمور التي تساعد على جذب الاموال من الخارج الى الداخل واستثمارها وزيادة النشاط الاقتصادي للبلاد من خلال توفير التمويل المطلوب لتوسعة الشركات لانشطتها مما ينعكس بالاثار الايجابية على النمو الاقتصادي للبلاد وتشغيل العاطلين من خلال خلق فرص عمل جديدة نتيجة لتشجيع الاستثمار الاجنبي.

فيما يتعلق بالاستثمار الاجنبي في أسواق المال العربية، تأثرت استثمارات الاجانب ايجابياً في بداية ومنتصف العام (2015) مع ادراج أسواق الامارات وقطر في مؤشرات الاسواق الناشئة، والبدء بالسماح للمستثمرين الاجانب بالتداول في السوق السعودي، الا انها عادت لتشهد تراجعاً خلال الشهور الأخيرة من العام. حيث وصلت مشتريات الأجانب في أسواق المال العربية خلال عام 2015 الى حوالي 60.6 مليار دولار، فيما بلغت مبيعاتهم حوالي 60.1 مليار دولار للعام نفسه. لتسجل بذلك استثمارات الأجانب صافي تدفق موجب عن عام 2015، بلغ 540 مليون دولار. يمثل تراجعاً بالمقارنة مع الارقام التي سجلتها الاستثمارات الاجنبية في الأسواق العربية عن العام السابق 2014، حين وصلت مشتريات



الأجانب الى نحو 108 مليار دولار ومبيعاتهم نحو 103.6 مليار دولار، بصافي تدفق موجب بلغ 4.4 مليار دولار. بلغت حصة تعاملات الأجانب من إجمالي التداول في الأسواق العربية مجتمعة نحو 12.0 في المائة عن عام 2015، مقابل 12.7% عن عام 2014. تجدر الإشارة الى أن نسبة تعاملات الأجانب، تصل أعلاها بين الأسواق العربية لدى سوقي دبي وأبوظبي، تليهما بورصتي البحرين ومصر. حيث يوضح الجدول (4) مدى تنافسية الأسواق العربية في تشجيع الاستثمار الاجنبي من خلال نسبة امتلاك الأجانب في الشركات المساهمة ونسبة خصخصة الشركات ومدى تشجيع الاستثمار الاجنبي في الأسواق العربية. اذ نلاحظ ان افضل الأسواق من حيث تشجيع الاستثمار الاجنبي من خلال مؤشر نسبة تملك الأجانب في الشركات المحلية كانت سوق السعودية والبحرين وسوق الامارات ومسقط على التوالي وازضعف الأسواق في هذا المؤشر كان بورصة القاهرة والدوحة. اما من حيث نسبة خصخصة الشركات كانت اسواق الامارات والدوحة بنسبة (80%) ومن بعدها تأتي الكويت والسعودية والبحرين بنفس النسبة وهي (75%) وسوق عمان (70%)، وبورصة القاهرة والاسكندرية بنسبة (60%) وسوق مسقط (50%)، اما سوق العراق فكان الاقل بنسبة (15%) مقارنة بالاسواق الأخرى.

جدول (4) مؤشرات تنافسية الأسواق المالية لتشجيع الاستثمار الاجنبي

المؤشرات	نسبة امتلاك الأجانب في الشركات	نسبة خصخصة الشركات (%)	تشجيع الاستثمار الاجنبي
سوق عمان للأوراق المالية	49%	70	✓
سوق البحرين للأوراق المالية	100-49%	75	✓
سوق الأسهم السعودية	—	75	✓
سوق الكويت للأوراق المالية	49%	75	✓
سوق الدوحة للأوراق المالية	24%	80	✓
سوق الإمارات للأوراق المالية	100%	80	✓
بورصتي القاهرة والإسكندرية	27%	60	✓
سوق مسقط للأوراق المالية	65-49%	50	✓
سوق العراق للأوراق المالية	—	15	✓

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للأسواق المالية العربية، اعداد متفرقة.

3-5: التنافسية من حيث حجم السوق Market Size

يعتبر سوق العراق للأوراق المالية هو من بين الأسواق المالية العربية الكبيرة وفقاً لمقياس الحجم الامر الذي يجعله مناسب للاستثمار بحيث كبر السوق يؤثر على السيولة للسوق بحيث تبقى هذه العوامل احد الامور التي يقاس بها درجة خطورة السوق وبالعكس من هذا، فان صغر حجم السوق يجعله عرضة للهزات العنيفة ويزيد من درجة تركيز السوق Concentration Market والمقصود بعمق السوق هو إمكانية تنفيذ الصفقات الكبيرة من الاسهم دون التأثير القوي على الاسعار صعوداً أو هبوطاً الذي يجعل أو يعطي انطباعاً أحياناً أن فئة محدودة يمكنها التأثير على مجريات التداول في السوق سواء وهذا الامر يعتبر في غاية الاهمية لانه في غالب الاحيان يمكن معالجته من قبل الجهة صعوداً أو هبوطاً المنظمة أو



المراقبة للقطاع، حيث وإن توافرت الانظمة والتعليمات اللازمة لضبط ومراقبة وحماية حقوق المستثمرين الا انها لاتضمن بالضرورة عدم حدوث هزات وتأثيرات سعرية على الاسهم المدرجة لان هذا الامر نابع من صغر حجم السوق وعدم وجود عدد كبير من المستثمرين مما يقلل من الاثر النسبي لبعض الصفقات على أسعار الاسهم، مع ضرورة الإشارة إلى أن هذه الصفقات تتم وفقاً للأنظمة والتعليمات وتتوافق معها وبالتالي ليس باستطاعة المراقب أو المنظم إيقافها أو الاعتراض عليها، بل يتم معالجتها من خلال سياسات طويلة الاجل تؤدي إلى زيادة عمق السوق واتساعه وبالتالي انحسار الاثر النسبي لبعض الصفقات على أسعار الأوراق المالية وأحجام التداول. وبالرجوع الى مقاييس الحجم والتي من اهمها القيمة السوقية للشركات المدرجة، يشير الجدول (5) الى القيمة السوقية في كل من اسواق العراق وعمان ومصر والكويت وابو ظبي ودبي خلال سنة 2016 . متباعدة فيما بينها لكن يلاحظ ان ادنى قيمة سوقية كانت من حصة سوق العراق للأوراق المالية والتي بلغت (2,920.000) دولار مقارنة مع اسواق السعودية وقطر حيث بلغت (385,045.40) و (385,045.40) مليون دولار، و(155,267.32) مليون دولار.

جدول (5) مؤشرات حجم السوق لعينة الاسواق المبحوثة في سنة 2016

السوق	القيمة السوقية (\$)	عدد الشركات المدرجة
العراق	2,920.000	54
ابوظبي	77,291.910	66
دبي	55,090.350	60
الكويت	96,269.43	196
عمان	30,829.590	262
مصر	84,102.970	373
السعودية	385,045.40	178
البحرين	16,220.98	44
قطر	155,267.32	44
مسقط	28,481.35	120

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير الاحصائية السنوية للأسواق العربية.

3-6 : سيولة السوق Market Liquidity

تعتبر سيولة السوق من أهم العوامل التي تدخل في إتخاذ القرار الاستثماري للمستثمر سواء أكان الاستثمار فردي أو مؤسسي محلي أو اجنبي، كما تلعب دوراً محورياً في تحديد كفاءة السوق السعرية Pricing Efficiency، وبالتالي تعتبر السيولة من المحاور الرئيسية التي تدخل في تحديد درجة المخاطر التي يتميز بها هذا السوق عن الأخرى، أو هذا السهم عن أي من الاسهم الأخرى المدرجة. وضعف السيولة في السوق المالي يؤدي إلى إحجام المستثمرين وهروبهم إلى أسواق أخرى أو أسهم أخرى في نفس السوق بحيث يمكنهم ذلك من تعديل مراكزهم الاستثمارية متى رغبوا دون تكبد تكاليف باهظة. وهناك العديد من المؤشرات التي تقيس سيولة السهم أو سيولة السوق المالي بشكل عام. وبعض هذه المؤشرات مثل قيمة الاسهم المتداولة وعدد الاسهم المتداولة ومعدل دوران الاسهم. وكما موضحة في الجدول (6).



جدول (6) مؤشرات سيولة الاسواق العربية للأوراق المالية لسنة 2016

الاسواق	قيمة الأسهم المتداولة (مليون \$)	قيمة الأسهم المتداولة %	نسبة دوران الأسهم (%)	عدد الأسهم (مليون سهم)
ابو ظبي	7,603.74	-	-	17,049.09
سوق دبي	488,202.428	57.99%	39.40%	1,299,122
السعودية	308,529.900	36.65%	68.79%	27,273,685
قطر	18,901.120	2.25%	12.24%	997,482
الكويت	9,411.781	1.12%	10.71%	719,196
المصرية	10,312.420	1.22%	32.03%	5,975,028
عمان	3,285.566	0.39%	13.43%	786,156
البحرين	136.32	-	-	252.84
مسقط	934.43	-	-	1,710.69
العراق	430.000	0.05%	5.52%	112,230

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد على تقارير الاسواق المالية العربية لسنة 2016.

(-): البيانات غير متوفرة حين اعداد الدراسة.

حيث تشير قيمة وعدد الاسهم المتداولة والواردة في الجدول (6) ولسنة 2016 إلى أن سوق العراق للأوراق المالية يعاني من ضعف في السيولة مقارنة مع الاسواق المالية العربية الاخرى محل الدراسة حيث لم يتعدى عدد الاسهم المتداولة 112.230 مليون سهم وبقيمة إجمالية 430 مليون دولار في نهاية 2016، في حين بلغت عدد الاسهم المتداولة في سوق السعودية حوالي (27,273,685) مليار دولار ومن بعدها تأتي سوق دبي المالي (1,299,122) مليار سهم تقريبا وبقيمة إجمالية (488,202.428) مليار . اما السوق المصرية فقد كان عدد الاسهم المتداولة (5,975,028) مليون دولار . اما فيما يخص معدل دوران الاسهم جاء السوق السعودي ايضا متصدرا للاسواق العربية بنسبة (68.79%) ومن بعدها تأتي سوق دبي بنسبة (39.40%) ومصر (32.03%) ومن ثم تأتي كل من سوق عمان وقطر والكويت بنسب (13.43%) و(12.24%) و(10.71%) على التوالي. بينما سوق العراق كانت الاقل نسبة في معدل دوران الاسهم وهي (5.52%) مما يشير الى ضعف سيولة السوق العراقي مقارنة بالاسواق الاخرى.

ويلاحظ ان حصول تراجع حاد في معدل حجم التداول للجلسة الواحدة في 2016، يعود بالدرجة الرئيسية إلى تدني أسعار الاسهم، وتشير الارقام الواردة في الجداول اعلاه إلى حجم مشكلة السيولة التي يعاني منها سوق العراق لأوراق المالية بل ويدق ناقوس الخطر أمام الجهات القائمة على قطاع الأوراق المالية كالهيئة والسوق المالي، الامر الذي قد يهدد بعزوف المستثمرين المحليين عن الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية وبالتأكيد يضعف الجهود التي تبذل لاقناع المستثمرين الاجانب ببناء مراكز إستثمارية لهم في سوق العراق للأوراق المالية.

الخاتمة:

من خلال هذه الدراسة تم تحليل العوامل التي تؤثر في القدرة التنافسية لسوق العراق للأوراق المالية من حيث جاذبيته للاستثمار سواء المحلي أو الاجنبي أفرادا ومؤسسات، وذلك مقارنة مع بعض الاسواق العربية المجاورة والتي يمكن اعتبارها منافس حقيقي لسوق العراق للأوراق المالية حيث لوحظ ازدياد جذب



هذه الاسواق للمستثمرين المحليين العراقيين، لما تحقّقه هذه الاسواق من فرص استثمارية واعدة وذلك نتيجة المستوى الجاذب الذي وصلت إليه أسعار الاسهم والسندات المدرجة في هذه الاسواق وهي السعودية وسوق عمان المالي وبورصة مصر وسوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي وسوق البحرين وقطر. وتم تحليل عوامل ومحددات القدرة التنافسية أسواق المال محل الدراسة مثل أنشطة التداول، الحجم، السيولة، تكاليف العمليات الهيكلية وغيرها من الخصائص التي تمتاز بها هذه الاسواق.

وتشير نتائج الدراسة إلى ضعف القدرة التنافسية لسوق العراق للأوراق المالية في مقابل أسواق كل من الاردن ومصر والامارات العربية المتحدة والسعودية والبحرين وقطر، وتعتبر هذه النتائج متوقعة بل تكاد تكون ملموسة بشكل عام لدى العاملين في قطاع الأوراق المالية. إذ إن هذه الدراسة قدمت وبصورة تفصيلية العوامل الأساسية التي تضعف من تنافسية السوق المالي العراقي وإلى أي مدى تؤثر هذه العوامل في الحد من تنافسيته مع الاسواق الاخرى.

ولكن السؤال المهم هنا: ما هو المطلوب من قبل القائمين على قطاع الأوراق المالية وتحديدًا هيئة الأوراق المالية وإدارة السوق لتعزيز القدرة التنافسية لسوق العراق للأوراق المالية؟

حيث وكما هو معروف هناك جهود حثيثة تبذل من قبل هيئة الأوراق المالية وإدارة السوق المالي لجذب الاستثمارات الأجنبية لسوق العراق للأوراق المالية، انه لا بد من الاشارة والتنبيه إلى أنه وفي ظل المؤشرات والظروف الحالية لسوق العراق للأوراق المالية فانه قد تتولد عوامل طارئة للمستثمرين المحليين في العراق وتدفعهم للاستثمار في الاسواق المجاورة والتي تعتبر وبناء على نتيجة الدراسة منافس قوي لسوق العراق للأوراق المالية، خصوصاً وأن هذه الاسواق توفر في الوقت الحالي فرص استثمارية واعدة في ظل انخفاض أسعار الاسهم المدرجة وإمكانية تحقيق عوائد مجزية على المدى القصير.. ومن أهم التوصيات التي توردها هذه الدراسة ما يلي:

1. ضرورة الاخذ بعين الاعتبار البيئة السياسية والاقتصادية التي يعمل في ظلها سوق العراق للأوراق المالية، على الرغم من أن هذا الامر يعتبر بديهياً وهو حاضر في ذهن متخذي القرار باستمرار، لان إغفال هذا الامر يؤدي أحياناً إلى رفع سقف التوقعات عند رسم السياسات واتخاذ القرارات، فالبيئة التي يعمل في ظلها سوق العراق تختلف كلياً عن البيئة التي يعمل في ظلها اي من الاسواق المالية العربية الاخرى الامر الذي يحد من هامش المناورة أمام متخذي القرار، علماً ان البيئة السياسية والاقتصادية المحيطة بسوق العراق قد تعتبر المسبب الرئيسي للعديد من المشاكل المفصلية التي يعاني منها سوق العراق.

2. ضرورة الاخذ بعين الاعتبار المشاكل الرئيسية التي يعاني منها سوق العراق للأوراق المالية، ومن اهمها ضعف أنشطة السوق من حيث أحجام التداول وتركز السوق، ففي حال تم تفعيل حجم النشاط في سوق العراق للأوراق المالية فان العديد من المشاكل الفرعية التي يعاني منها السوق سوف تنتهي تلقائياً مثل ضعف السيولة ودرجة التركيز وقلة التداول.



3. محاولة تقليل تكاليف العمليات (التكاليف الصريحة) في سوق العراق للأوراق المالية وفي حال تعذر ذلك، فإنه يجب على الأقل البقاء عليها في وضعها الحالي مع ضرورة التركيز على تقليل التكاليف الضمنية.
4. التركيز على تطوير دور الوساطة المالية في العراق وعدم إقتصارها على عمليات السمسرة فقط، بل يجب أن تتعداه إلى تقديم خدمات مالية جديدة. حيث قد يكون من أسباب جاذبية الأسواق المجاورة للمستثمرين العراقيين توافر بيوت خبرة في تلك الدول، وتنوع الخدمات التي تقدمها شركات الوساطة في تلك الدول وتقديم الاستشارات المالية المبنية على دراسات تحليلية لأسهم الشركات المدرجة (على الأقل القيادية منها) لدرجة أن بعض شركات الوساطة في الأردن تقدم دراسات تحليلية عن بعض الشركات المدرجة في السوق وهذا الأمر يجذب المستثمرين العراقيين والعرب والأجانب للاستثمار في أسواق الدول المجاورة وتحديداً الأردن ومصر والإمارات العربية المتحدة، وذلك لسهولة وتوافر قنوات الاتصال وتوافر المعلومات المبنية على تحليلات علمية، مما يسهل على المستثمر الحصول على المعلومة اللازمة دون الحاجة للتواجد الفعلي في تلك الدول، ودون تكبد تكاليف باهظة للحصول على المعلومات الضرورية.
5. العمل على تنويع أدوات الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية وعدم إقتصارها على الأسهم والسندات.
6. ضرورة تركيز حملات التوعية الاستثمارية واستهدافها لفئات محددة كإدارات الشركات المساهمة العامة إضافة إلى حملات التوعية التي تستهدف جمهور المستثمرين، وتركيزها على مواضيع محددة، مثل أهمية استناد القرارات الاستثمارية على المعلومات الدقيقة الموثوقة وعدم اتخاذ القرارات الانفعالية.
7. إصدار قانون سوق رأس المال في العراق مع المجموعة الكاملة للتعليمات والقواعد وفقاً للمعايير الدولية للأسواق المالية وتطوير مشاركة القطاع الخاص في تنمية الاقتصاد.
8. إصدار قواعد حوكمة الشركات المساهمة اعتماداً على مبادئ الإفصاح والشفافية.
9. إصدار تعليمات إدارة المحافظ الاستثمارية. وتعديل نظام شركات الاستثمار المالي بهدف تحويلها إلى صناديق استثمار.
10. تطوير قانون الشركات بإصدار قواعد الطرح العام (IPO) Initial Public Offering وتطوير آليات الطرح العام عند تسويق الشركة الجديدة للأسهم أو الشركات القائمة عند زيادة رؤوس أموالها بهدف جذب رؤوس الأموال الوطنية والأجنبية من خلال تأسيس الشركات المساهمة وزيادة مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد العراقي.
11. ضرورة مراقبة وتقييم الاداء التشغيلي للشركات المساهمة ومناقشة تقارير الاداء السنوي لإدارات هذه الشركات في اجتماعات الهيئات العامة مع الجهات القطاعية ومع المستثمرين.
12. ضرورة تقديم خدمة الحافظ الأمين Custodian Bank من قبل المصارف العراقية للمستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية.



الهوامش والمصادر

1. ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، 2003، ص: 05.
2. مصييح أحمد، مرجع سابق، 2002، ص: 06.
3. حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 136.
4. صلاح الدين حسن السبيسي، بورصة الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتاب، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص: 16.
5. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1999، ص: 70.
6. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، 2000، ص: 277.
7. صلاح الدين جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، الطبعة الأولى، 2000، ص: 24.
8. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 275.
9. مصييح أحمد، مرجع سابق، 2001، ص: 12.
10. حفيز عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص: 50.
11. عبد النافع الزرري، غازي فرح، مرجع سابق، 2001، ص: 23.
12. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص: 66.
13. محمد جبار الصائغ وفاضل راضي الغزالي، المصدر السابق، ص 91-95.
14. طه احمد عبد السلام، العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية: دراسة تحليلية عن أسهم القطاعين المصرفي والصناعي 2006، دراسات وبحوث، بيت الحكمة، العدد 564 ، 2006 .
15. محمد جبار الصائغ ، فاضل راضي الغزالي، استراتيجية تفعيل آلية الأسواق والمؤسسات المالية والمصرفية في عصر العولمة، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، مجلد 5، العدد 17 ، 2007 ، ص 89.
16. موقع سوق أبو ظبي على شبكة المعلومات الدولية متوفر على الرابط <http://www.adx.ae/arabic/aboutadx/pages/marketestablishment.aspx>.

تم الاطلاع في 2009/6/17

المصادر

1. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة الدار الجامعية، مصر، 2006.
2. جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى 2003.



3. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
4. جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، دون سنة نشر.
5. ناجي جمال، إدارة المحفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع بيروت، الطبعة الأولى، 1998.
6. صلاح الدين جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، الطبعة الأولى، 2000.
7. فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك، مدخل كمي واستراتيجي معاصر دار وائل للنشر، الأردن، 2000.
8. صلاح الدين حسن السيبي، بورصة الأوراق المالية - الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح عالم الكتاب، الطبعة الأولى، مصر، 2003.
9. حامد العربي الحضيبي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000.
10. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية شركات التأمين شركات استثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2000.
11. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
12. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
13. عبد النافع الزرري، وغازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2001.
14. محمد صالح الحناوي، وجلال إبراهيم العبد ونهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي و الفني)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
15. محمد صالح الحناوي، وجلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
16. محمد جبار الصائغ ، فاضل راضي الغزالي، استراتيجية تفعيل آلية الأسواق والمؤسسات المالية والمصرفية في عصر العولمة، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، مجلد 5، العدد 17 ، 2007 ، ص 89.
17. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.



18. طه احمد عبد السلام، العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية دراسة تحليلية عن أسهم القطاعين المصرفي والصناعي 2006، دراسات وبحوث، بيت الحكمة، العدد 564 ، 2006 .

19. ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، 2003.

20. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مطبعة دار هومة، الجزائر الطبعة الأولى، 2002.

21. محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.

22. حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، الأردن 2001.

23. محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحفظة الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.

التقارير والنشرات الإحصائية:

- اتحاد البورصات العربية، التقارير الإحصائية للسنوات 2014-2016.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، 2015 و 2016.
- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2015،
- سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي 2015.
- سوق الكويت للأوراق المالية.
- سوق مصر للأوراق المالية.
- سوق الدوحة للأوراق المالية.
- سوق عمان للأوراق المالية.
- سوق ابو ظبي للأوراق المالية.
- سوق دبي للأوراق المالية.

المصادر الأجنبية:

1. Anthony Saunders_ Marcia Millon Cornett-Financial Markets and Institutions-McGraw-Hill Education (2011).
2. Fabozzi, Frank J. Modigliani, Franco, Jones Frank (2003), Capital Markets: Institutions & Instruments, 3rd edition, Prentice Hall, USA, 2003.
3. Jeff Madura-Financial Markets and Institutions, 12th Edition-South-Western College Pub. (2014).
4. Keith Pilbeam, Finance & Financial Market, Palgrave, Macmillan, 3^{ed}. 2011.