



اسم المقال: أثر الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية - أسواق الأوراق المالية العربية أنموذجًا

اسم الكاتب: أوس محمد علي ادهام الخطاب، بشار أحمد العراقي

رابط ثابت: <https://political-encyclopedia.org/library/3758>

تاريخ الاسترداد: 2025/05/14 10:13 +03

الموسوعة السياسية هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.

لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسية - Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسية - Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام

المتاحة على الموقع <https://political-encyclopedia.org/terms-of-use>

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الراذدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسية مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكرية ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي يتضمن المقال تحتها.





Journal of

TANMIYAT AL-RAFIDAIN (TANRA)

A scientific, quarterly, international, open access, and peer-reviewed journal

Vol. 41, No. 133
March. 2022

© University of Mosul |
College of Administration and
Economics, Mosul, Iraq.



TANRA retains the copyright of published articles, which is released under a "Creative Commons Attribution License for CC-BY-4.0" enabling the unrestricted use, distribution, and reproduction of an article in any medium, provided that the original work is properly cited.

Citation: Idham, Awse M. A., AL-Iraqi, Bashar A. (2022). "The effect of taxes on the performance of the stock market-Arab stock markets as a model". *TANMIYAT AL-RAFIDAIN*, 41 (133), 244 -263, <https://doi.org/10.33899/tanra.2021.131009.1115>

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

Research Paper

The Effect of Taxes on the Performance of the Stock Market-Arab Stock Markets as A Model

Awse M. A. Idham¹; Bashar A. AL-Iraqi²

^{1&2}Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics

Corresponding author: Awse M. A. Idham, Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics, Awse.bap221@student.uomosul.edu.iq

DOI: <https://doi.org/10.33899/tanra.2021.131009.1115>

Article History: Received: 4/8/2021; Revised: 20/8/2021; Accepted: 30 /8/2021;
Published: 1/3/2022.

Abstract

The research aims to provide a comprehensive and in-depth picture of the theoretical frameworks and empirical studies that framed and explained the mechanism of transmission of direct and indirect influence through which taxes can play an important and prominent role in interpreting the performance of the stock market, as well as building a quantitative model capable of clarifying the size and direction of the impact of taxes. And some other controlling variables (inflation, interest rate, economic growth, money supply, government spending, public debt) as illustrative variables, in the performance indicators of the stock market, which was expressed by the market index, and the turnover rate as response variables, for a sample of Arab countries (Egypt, Jordan, Morocco, Oman, Tunisia, Lebanon, Bahrain) for the period (1997-2019). To achieve this, we relied on the aggregate regression methodology (PRM), the fixed-effect model (FEM), and the random effect model (REM), which are based on the balanced double data (Balanced Panel Data), to obtain results closer to reality and reach an analysis It can be used in investment decisions, and the results revealed the contribution of taxes to the positive impact on the performance indicators of the stock market for the sample countries.

Keywords:

Interest Rate, Inflation, Money Supply, Stock Market Performance Indicators, Balanced Panel Data.



ورقة بحثية أثر الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية - أسواق الأوراق المالية العربية أنموذجاً

أوس محمد علي ادهام الخطاب^١ ، بشار أحمد العراقي^٢
^{٢&١} قسم العلوم المالية والمصرفية - كلية الإدراة والاقتصاد - جامعة الموصل

المؤلف المراسل: أوس محمد علي ادهام الخطاب ، قسم العلوم المالية والمصرفية - كلية الإدراة
والاقتصاد- جامعة الموصل

Awse.bap221@student.uomosul.edu.iq

DOI: <https://doi.org/10.33899/tanra.2021.131009.1115>

تاريخ المقالة: الاستلام: ٤/٨/٢٠٢١؛ التعديل والتقييم: ٣٠/٨/٢٠٢١؛ القبول: ٢٠/٨/٢٠٢١.
النشر: ٢٠٢٢/٣/١.

المستخلص

يهدف البحث إلى تقديم صورة شاملة وعميقة عن الأطر النظرية والدراسات التجريبية التي أطربت وفسرت آلية انتقال التأثير المباشر وغير المباشر التي يمكن من خلالها أن تؤدي الضرائب دوراً مهماً وبارزاً في تفسير أداء سوق الأوراق المالية، فضلاً عن بناء أنموذج كمي قادر على توضيح حجم واتجاه تأثير الضرائب وبعض المتغيرات الضابطة الأخرى (التضخم، سعر الفائدة، النمو الاقتصادي، عرض النقد، الإنفاق الحكومي، الدين العام) كونها متغيرات توضيحية، في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية والتي عبر عنها بمؤشر السوق، ومعدل دوران الأسهم كونها متغيرات استجابة، لعينة من الدول العربية (مصر،الأردن، المغرب، عمان، تونس، لبنان، البحرين) وللمدة (1997-2019)، ولتحقيق ذلك تم الاعتماد على منهجية الانحدار التجميعي (PRM) وأنموذج الأثر الثالث (FEM)، وأنموذج الأثر العشوائي (REM)، والتي تستند في ذلك إلى البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data)، بهدف الحصول على نتائج أقرب إلى الواقع والوصول إلى تحليل يمكن استعماله في القرارات الاستثمارية. وافصحت النتائج عن مساهمة الضرائب في التأثير الإيجابي في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية للدول عينة الدراسة.

الكلمات الرئيسية

سعر الفائدة، التضخم، عرض النقد، مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، البيانات المزدوجة المتوازنة.

مجلة تنمية الرافدين

(TANRA): مجلة علمية، فصلية، دولية، مفتوحة الوصول، محكمة.

المجلد (٤١)، العدد (١٣٣)،
آذار ٢٠٢٢

© جامعة الموصل |

كلية الإدراة والاقتصاد، الموصل، العراق.



تحتفظ (TANRA) بحقوق الطبع والنشر للمقالات المنشورة، والتي يتم إصدارها بموجب ترخيص (Creative Commons Attribution) لـ (CC-BY-4.0) الذي يتيح الاستخدام، والتوزيع، والاستنساخ غير المقيد وتوزيع المقالة في أي وسيلة نقل، بشرط اقتباس العمل الأصلي بشكل صحيح.

الاقتباس: الخطاب، أوس محمد علي ادهام، العراقي، بشار احمد (٢٠٢٢). "أثر الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية - أسواق الأوراق المالية العربية أنموذجاً" *تنمية الرافدين*، ٤١، (١٣٣)، ٢٤٤-٢٦٣، <https://doi.org/10.33899/tanra.2021.131009.1115>

P-ISSN: 1609-591X

e-ISSN: 2664-276X

tanmiyat.mosuljournals.com

المقدمة

تؤدي الأسواق المالية وبحسب ما اجمعـت عليه بعض الـآدبيات المـالية والـاقتصادـية، ومن خـلال فـدرتها عـلـى تـعـبـة المـدـخـرات من وـحدـاتـ الفـائـضـ المـالـيـ وإـعادـة تـوجـيهـها نحوـ الوـحدـاتـ الـاـقـتصـادـيـ ذاتـ العـزـزـ المـالـيـ وبـما يـضـمـنـ التـخـصـيـصـ الـأـمـثلـ لـتـلـكـ المـوـارـدـ، وـتـوزـيعـ وـادـارـةـ المـخـاطـرـ، دـورـاـ بـالـغـ الـأـهـمـيـةـ فـيـ رـفـعـ مـعـدـلاتـ النـمـوـ الـاـقـتصـادـيـ للـبـلـادـ الـمـتـقـدـمـةـ وـالـنـامـيـةـ، بـالـاـضـافـةـ إـلـىـ تـحـفيـزـ الـوـحدـاتـ الـاـقـتصـادـيـ نحوـ تـحـقـيقـ مـسـتـوـيـاتـ مـرـتـقـةـ مـنـ التـطـوـرـ وـالـتـنـمـيـةـ.

ويتأثر سوق الأوراق المالية بالعديد من المتغيرات والعوامل المحيطة به والتي ترك اثارها على دينامية عمل السوق، فتعمل على عدم استقراره، والمتمثل بارتفاع مخاطر تقلبات اسعار الأوراق المالية، ولغرض الحد من هذه التقلبات يتطلب الامر التعرف على العوامل المسببة لتلك التقلبات، وما هي الآلية التي تنقل اثارها إلى السوق. وتعد السياسة الضريبية أحدى أبرز العوامل المؤثرة على القطاع المالي بصورة عامة وسوق الأوراق المالية بصورة خاصة، فهي تمتلك القدرة على المساهمة في معالجة الاختلالات الاقتصادية لغرض تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي، ومن ذلك الاستقرار بترت أهمية الضرائب في التأثير على سوق الأوراق المالية، إذ يتجسد الاستقرار المالي في أداء وعمل سوق الأوراق المالية، وعلاقة تلك الأسواق بحركة الاقتصاد ككل، إذ أن استقرار هذه الأسواق سيسيهم في الاستقرار الاقتصادي والمالي.

• أهمية البحث.

في ضوء ما نقدم، ومن خلال ما يمكن أن تتركه الضرائب، بوصفها أحد متغيرات الاقتصاد الكلي، من تأثير على أداء القطاع المالي بصورة عامة وأداء سوق الأوراق المالية بصورة خاصة، جاءت الدراسة لتحليل وتفسير طبيعة ذلك الأثر في الدول عينة الدراسة، ولتعطي مؤشرات للمستثمرين ومتخذي القرار تساعدهم في التخطوـتـ وـأـوـ الاستـفـادـةـ منـ التـغـيـرـاتـ الـحـاـصـلـةـ فـيـ الـضـرـائـبـ فـيـ تعـظـيمـ قـيمـ مـوـجـودـاتـهـمـ اوـ تـقـلـيـصـ حـجمـ خـسـائـرـهـمـ.

• مشكلة الدراسة

يعد سوق الأوراق المالية من مكونات الاقتصاد القومي التي تؤثر وتأثر بمعظم المتغيرات الاقتصادية الكلية ومنها الضرائب، وبالتالي فإن التغييرات الحاصلة بها يمكن أن تتعكس في مؤشرات أداء الأسواق المالية، وعليه فقد جاءت مشكلة الدراسة لتجسد بالتساؤل الآتي:

- ما طبيعة وآلية وحجم التأثير الذي يمكن ان تمارسه الضرائب في أداء سوق الأوراق المالية للدول العربية

عينة الدراسة؟

• فرضية الدراسة

في ضوء مأطـرـ منـ تـسـاؤـلـ فـيـ مشـكـلـةـ الـدـرـاسـةـ صـيـغـتـ فـرـضـيـةـ الـدـرـاسـةـ،ـ بـالـشـكـلـ الـآـتـيـ:ـ تـمـارـسـ الـضـرـائـبـ تـأـثـرـاـ سـلـبـيـاـ ذـاـ أـهـمـيـةـ كـبـيـرـاـ فـيـ مـؤـشـرـاتـ أـدـاءـ سـوقـ الـأـورـاقـ الـمـالـيـ للـدـوـلـ عـيـنةـ الـدـرـاسـةـ.

• هدف البحث

سعت الدراسة إلى عرض صورة شاملة وواضحة عن الأطر النظرية والدراسات الاقتصادية والمالية التي تم من خلالها تحليل وتفسير آليه وقنوات التأثير المباشرة وغير المباشرة التي يمكن ان تتركها الضرائب في أداء سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى بناء نموذج كمي يعكس حجم واتجاه تأثير الضرائب في أداء سوق الأوراق المالية للدول العربية عينة الدراسة وللفترة (1997-2019).

• منهجية الدراسة

رغبة في بلوغ اهداف الدراسة واختبار فرضياتها، تم الاعتماد على منهجية مستندة من جانب إلى المنهج الوصفي القائم على الأطر النظرية التي تتناول تأثير الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية، ومن جانب آخر اعتماد منهج الاقتصاد القياسي الحديث والمتمثلة بالبيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) ومن خلال منهجة الانحدار التجميعي (PRM) وأنموذج الأثر الثابت (FEM)، وأنموذج الأثر العشوائي (REM)، لغرض تقدير وتحليل أثر الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية في الدول عينة الدراسة.

• حدود الدراسة

١. الحدود المكانية

تناولت الدراسة عينة من الدول العربية وهي (الأردن، مصر، عمان، لبنان، المغرب، تونس، البحرين) باعتبارها بلدان تمتلك معدلات مقاربة من النمو والتطور في قطاعاتها المالية بصورة عامة وبأسواقها المالية بصورة خاصة، التي حققت فيها تطورات ملحوظة خلال فترة نشاطها، بالإضافة إلى اعتماد بعض دول عينة الدراسة على الضرائب بنسبة كبيرة من الإيرادات العامة وباعتباره متغيراً أساسياً في الدراسة. كما أنها تميزت بكونها من البلدان المتبنية لبرامج الإصلاحات الاقتصادية، وانتهاجها سياسات مالية تهدف إلى استقرار النشاط الاقتصادي عن طريق التحكم في الإنفاق الحكومي ومحاولة السيطرة على عجز الموازنة وتشريع قوانين ضريبية تحد من التهرب الضريبي.

٢. الحدود الزمنية

تشتمل مدة الدراسة الفترة (1997-2019) كونها فترة شهدت العديد من الأحداث الاقتصادية سواء الإقليمية أو العالمية. كما اتسمت فترة الدراسة بشمولها لمعظم سنوات نشاط سوق الأوراق المالية في البلدان العربية واستقرار أدائها، فضلاً عن كونها فترة اتسمت بتوفّر البيانات.

اولاً-مراجعة الآدبيات ذات العلاقة

لم يكن اهتمام الأطر النظرية والدراسات الاقتصادية والمالية الأكademie والتجريبية الحديثة بعيدة عن تشخيص وتحديد طبيعة واتجاه الأثر الذي تتركه السياسة الضريبية على أداء سوق الأوراق المالية، فقد اجريت العديد من الدراسات التي تناولت ذلك الأثر ومنها:

دراسة بسيوني (2012) بعنوان "أثر السياستين النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية لسوق مصر والولايات المتحدة الأمريكية"، استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار الخطي متعدد المراحل لمدة



(1991-2010)، وأظهرت نتائجها مرونة مؤشر معدل دوران الأسهم لسوق مصر للأوراق المالية للتغيرات الحاصلة في متغيرات (سعر الفائدة، وسعر الصرف، والإنفاق العام، والإيرادات الضريبية) مما يعني تركز تأثير السياسة النقدية والمالية على هذا المؤشر، كما توصلت الدراسة إلى أن مؤشرات سوق نيويورك للأوراق المالية تكون مرنة للتغيرات الحاصلة في الإيرادات العامة. (Bassionl, 2012, 133-200)

اهتمت دراسة الصمادي وملاوي (2016) بعنوان "أثر الضرائب الحكومية على أداء بورصة عمان"، استخدمت الدراسة اختبار سكون السلسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بتطبيق اختبار ديكى فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس بيرون (PP)، وتم تطبيق اختبار كوزوم (CUSUM test) لاختبار استقرارية معلمات الأنماذج، كما تم اختبار التكامل المشترك باعتماد طريقة الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة (ARDL) من خلال أسلوب اختبار الحدود، واختبار جرينجر للسيبية وللفترة (1980-2012)، وأظهرت النتائج وجود أثر سلبي للضرائب على مؤشرات بورصة عمان الثلاثة المؤشر العام لأسعار الأسهم وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم، علاوة على وجود علاقة سلبية طويلة الأجل بين متغيرات الأنماذج. (Smadi & Malawi, 2015, 203-244) في دراسة باش والقرشي (2017) حول "أثر السياسة المالية في مؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية"، وباستخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي متعدد المراحل وللفترة (2004-2014)، أظهرت النتائج تأثير متغيرات السياسة المالية (النفقات العامة، الضرائب، الدين العام) في مؤشرات أداء السوق تأثيراً ضعيفاً، كما أن مؤشر حجم التداول هو الأكثر تأثراً بالسياسة المالية، بينما مؤشر الشركات هو الأقل تأثراً بالسياسة المالية. (Bash & AlQuraishi, 2017, 186-207).

وتناولت دراسة Arin et al (2009) "أثار السياسة الضريبية على الأسواق المالية: أدلة من الولايات المتحدة واليابان والمانيا"، وباستخدام أنماذج الانحدار الذاتي وللمدة (1967-2005)، أظهرت النتائج، ان اختيار الحكومة للسياسة الضريبية له تأثير كبير على عوائد سوق الأوراق المالية، حيث يظهر تأثير الضرائب غير المباشرة بشكل سلبي أكبر من غيرها، في حين لا ينتج عن ضرائب دخول الشركات استجابة كبيرة. (Arin et al, 2009, 33-46)

تناقش دراسة Nwaogwugwu (2018) "أثار السياسة النقدية والمالية على سوق الأوراق المالية في نيجيريا"، وباستخدام منهجة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL وللفترة (1970-2016)، أظهرت النتائج أن عرض النقد وسعر الفائدة لهما تأثير ذو دلالة احصائية على سوق الأسهم في الأجل القصير والطويل، وبالمثل فإن للإنفاق الحكومي والضرائب لهما تأثير ذو دلالة احصائية في الأجل الطويل والقصير على سوق الأوراق المالية. (Nwaogwugwu, 2018, 79-85)

ثانياً: الإطار النظري لأنثر الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية.

اتجهت معظم الابحاث الاقتصادية والمالية نحو تفسير قدرة الضرائب في التأثير الفعال المباشر وغير المباشر في القطاع المالي بصورة عامة والأسواق المالية بصورة خاصة، فهي تؤدي دوراً مباشراً في التأثير على عوائد الموجودات المالية وعلى أرباح الشركات، ومن ثم على اسعار الأسهم، كما يمكن ان تؤدي دوراً غير مباشر

من خلال تأثيرها في المتغيرات الاقتصادية مثل النمو الاقتصادي والاستثمار والتضخم ومن ثم على الأسواق المالية. (Kanaan & Aljashi, 2018, 265-283)

وينطلق الفكر المالي والاقتصادي في تفسيره للعلاقة بين ضريبة الدخل وسوق الأوراق المالية من خلال ماتحدثه التغيرات في مستويات الضريبة على أسواق الأوراق المالية. اذ ان انخفاض ضرائب الدخل المفروضة على دخول الشركات، عادة ما تترك آثارها الإيجابية على أرباحها الصافية وبالتالي تزيد من حجم وقيمة توزيعاتها المقدرة، الامر الذي يدفع باتجاه زيادة الطلب على أسهمها مسببة ارتفاعاً في اسعارها، فضلاً عن تشطيط حركة تداولها، التي تتعكس على أداء سوق الأوراق المالية فيرفع من مستويات نموها وتطورها (Alasrag, 2002,163). كما ان انخفاض ضرائب الدخل على الوحدات الاقتصادية والأفراد قد يظهر تأثيراً إيجابياً غير مباشر ومن خلال ما يحدثه من ارتفاع قوتها الشرائية الذي يدفعها باتجاه زيادة الطلب على السلع والخدمات، ومن ثم زيادة أرباح الشركات، وارتفاع معدلات توزيع الأرباح، في عمليات التداول في سوق الأوراق المالية فيرفع من مستويات تطورها (Bassionl, 2012, 133-200). وبالاتجاه المقابل فان ارتفاعها سيؤثر على قدرة الأفراد على الانفاق بسبب الانخفاض في دخولهم المخصصة سواء للإنفاق الاستثماري أو الاستهلاكي، ويشكل ذلك عاملاً لانخفاض الطلب على السلع والخدمات، وانخفاض في الانتاج وأرباح الشركات، الامر الذي يتربّط عليه انكماس في عمليات التداول في سوق الأوراق المالية (Al-Daami, 2016,93-94).

اما الضرائب غير المباشرة والمتمثلة بضريبة القيمة المضافة والضرائب الكمركية، فتؤدي الاولى عند تطبيقها إلى ارتفاع الاسعار، وهي بذلك تسهم بشكل سلبي في الطلب على السلع والخدمات من قبل الأفراد والوحدات الاقتصادية (Hdeweh, 2013,124) الامر الذي يسبب انكماساً في أرباح الشركات المصدرة للأسهم، ومن ثم هبوط قيمتها السوقية، مما يحدث انخفاضاً في الطلب على الأسهم، ومن ثم التأثير بشكل سلبي في عمليات التداول في سوق الأوراق المالية (Taha & Al-Iraqi, 2019,117-136). كما وبصورة غير مباشرة في سوق الأوراق المالية من خلال قدرتها في التأثير على مفاضلة الأفراد مابين الاستهلاك والادخار، فارتفاع مستوىاتها يدفع باتجاه رفع معدلات الادخار عموماً والادخار الاجباري خصوصاً، على حساب أنواع الانفاق الاستهلاكي المختلفة، فاتساع نطاق فرض ضريبة القيمة المضافة واعيتها يسهم في رفع معدلات الادخار الاجباري وبالتالي توجيه الزيادة في المدخرات نحو الاستثمار الإنتاجي، مما يساعد في زيادة حجم الانتاج القومي (Hdeweh, 2013,124). الذي يكون له تأثير إيجابي على سوق الأوراق المالية . فزيادة النشاط الاقتصادي يزيد من حركة تداول الأسهم ومن ثم الارتفاع في اسعارها وتداولها في سوق الأوراق المالية (Alasrag, 2002,163). وينعكس تأثير الثانية من خلال أنواعها، إذ يظهر تأثير ضرائب الاستيراد من خلال ماتتركه من أثر مهم في ارتفاع أسعار السلع الأجنبية وانخفاض الطلب عليها، ومن ثم زيادة الطلب على السلع المحلية، فضلاً عن تأثيرها في ارتفاع أرباح الشركات المحلية نتيجة لزيادة الطلب على السلع المحلية. (Taleb,2016,99-113) وكذلك يؤثر الانخفاض أو الإعفاء من ضرائب الاستيراد على الالات ومستلزمات الانتاج الأولية في انخفاض تكاليف الانتاج للسلع المحلية، وزيادة الطلب عليها محلياً ودولياً، فضلاً عن الزيادة بالأرباح (Sulayman,2016,33)

التي تؤثر إيجابياً في القيمة السوقية للأسهم، فتبقى المستثمرون بوجود ارتفاع في الأرباح سيفوزهم على شراء الأسهم وبذلك ترتفع القيمة السوقية للأسهم وتزداد عملية التداول (Sadiq, 2018,221-248 & Mashkor, 2013,106). أما ضرائب الصادرات تساهم في انخفاض سعر السلع في السوق المحلي، ويرفع من سعر السلع في الأسواق العالمية وهو بذلك يقلل من حجم الطلب على السلع في الأسواق العالمية، الامر الذي يساهم في انخفاض الأسعار، مما يعكس على أرباح الشركات المصدرة للأسهم بالانكماش، وانخفاض في القيمة السوقية للأسهم والذي بدوره يؤدي إلى انكمash التداول في سوق الأوراق المالية (Tsagkanos & Siriopoulos, 2013,106).

118).

وفي اتجاه آخر، تبينت الآراء إلى حد كبير حول تأثير ضريبة المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية. إذ يؤكد المناصرون فرضها على إمكانية عدّها أداة لحد من تقلب أسعار الأوراق المالية وتحسين كفاءة الأسواق المالية علاوة على زيادة الإيرادات الضريبية وأداة ل إعادة التوزيع العادل للثروة الاجتماعية (Zhang, 2001,1-33). ويرى المعارضون عكس ذلك، إذ إن زيادة تكاليف المعاملات المالية من شأنه أن يخفض من قيمة الأوراق المالية، ويقلل من سيولة الأسواق المالية، علاوة على تحديد كفاءة السوق، كما يشيرون إلى أن ارتفاع الإيرادات المتولدة نتيجة ضرائب المعاملات المالية غير مؤكدة (Schwert & Seguin, 1993,27-35).

ويظهر تأثير الضرائب على مصادر التمويل وسوق الأوراق المالية من خلال التمييز بين معدل الضرائب المفروض على مصادر التمويل من التمويل بالديون أو التمويل بالملكية، فإذا استطاعت الضرائب التخلص من التشوهات الناتجة عن معدل الضرائب المفروض على الأسهم في مواجهة أدوات الدين، فإن ذلك يسهم في ازدهار سوق الأسهم وكذلك زيادة في عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، مما يؤثر بالإيجاب عليه (Andrews, 2005,135).

وأخيراً يسهم الاعفاء الضريبي في عملية توجيه الاقتصاد باتجاه معين، ويتم ذلك من خلال تأثيره على قرارات الاستهلاك والاستثمار والانتاج، ويختلف تأثير الاعفاء الضريبي باختلاف الدول، ففي الدول المتقدمة يكون الهدف ضمان الاستثمار في النمو والاستقرار الاقتصادي، أما في الدول النامية فيكون تأثير الاعفاء الضريبي من خلال تخطي المشاكل التنموية المتمثلة في نقص رؤوس الأموال، وضيق الأسواق المحلية، أي إن الغرض من الاعفاء الضريبي هو تحفيز التراكم الرأسمالي والحد من الاستهلاك وتشجيع الادخار (Sulayman, 2016,34)، إن قيام المشرع الضريبي بتقديم اعفاءات ضريبية إلى شركات معينة أو مناطق جغرافية معينة سواء كان هذا الاعفاء الضريبي اعفاء تاماً أو لفترة زمنية معينة سيعمل على تشجيع صناعات محددة أو العمل في مناطق جغرافية معينة، أما الاعفاء الجزئي على السلع المصدرة فيكون الغرض منه زيادة الطاقة الإنتاجية، وهذه الاعفاءات كافة تشجع على زيادة الطلب على الأسهم وينعكس ذلك بالإيجاب على سوق الأوراق المالية (Bash & Al-Quraishi, 2017,186-208). كما تعمل الضرائب التمييزية والاعفاءات الضريبية على عوائد التداول بالأوراق المالية مقارنة بالاستثمارات الأخرى، على تشجيع الطلب على الأوراق المالية وتسهم في تنشيط حركة السوق. (Dardori et al, 2018,109-122).

ثالثاً: المنهجية التجريبية (Empirical Methodology)

استناداً إلى الأطر النظرية والتجريبية للدراسات الاقتصادية والمالية، ولغرض تأكيد فرضيات الدراسة وتحقيق أهدافها، وبغية تصميم أنموذج كمي لمصفوفة الضرائب فضلاً عن بعض المتغيرات الاقتصادية الضابطة الأخرى (المتغيرات المستقلة) وأثرها في أداء سوق الأوراق المالية ومؤشراته (المتغير المعتمد) لعينة من الدول العربية (البحرين، عمان،الأردن، تونس، المغرب، مصر، لبنان)، وباعتماد مايعرف بأسلوب البيانات المزدوجة Panal Data وللفترة (1997-2019) ليصبح عدد المشاهدات (161) مشاهدة، فقد تم اتباع الخطوات الآتية:

١. مصادر البيانات

اعتمدت قاعدة بيانات التنمية المالية العالمية Global Financial Development Database المصادرية عن البنك الدولي، وقاعدة بيانات الاقتصاد العالمي The Gglobal Economy للحصول على البيانات الخاصة بالمتغيرات التوضيحية (الضرائب، النمو الاقتصادي، التضخم، عرض النقد، سعر الفائدة). بينما المتغيرات المعتمدة المتمثلة في (مؤشر السوق، معدل دوران الأسهم) تم الحصول عليها من التقارير السنوية للأسواق المالية لدول عينة الدراسة وتقارير البنك الدولي وصندوق النقد العربي.

٢. متغيرات الأنماذج:

أ. المتغيرات المستقلة: تعبر المتغيرات المستقلة والتي تعرف أيضاً بالمتغيرات التوضيحية عن متغير الضرائب وبعض المتغيرات الاقتصادية الضابطة الأخرى التي يمكن أن تؤثر في أداء سوق الأوراق المالية بعده المتغير المعتمد، وبين الجدول (3) ملخص للمتغيرات المستقلة المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية وطبيعة تأثيرها.

جدول (٣): العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية

التأثير المتوقع	الدراسات	المؤشر	المتغيرات	ت
+	Eyo (2016), Hu et al(2018) Adeleke & Oyeleke (2021)	الإنفاق الحكومي / GDP	الإنفاق الحكومي SP	١
-	الصمامي ومدي (2015)، فرات والفيزانى (2018)، كنان والجشى (2018)، Nwaogwugwn(2018)	الضرائب / GDP	الإيرادات الضريبية T	٢
-	Hsing (2013) , Eyo (2017) ، Bash and Alfarisi (2016)	الدين العام / GDP	عجز الموازنة D	٣
+	صالح (2017) ، العراقي وطه (2019)، يونس وعماد الدين (2009)، بسيوني (2012)	معدل التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك	التضخم IF	٤
+	Prazak (2017) ، صالح (2017)، العراقي (2018)، Acikalin et al (2016)	معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي	النمو الاقتصادي G	٥
+	خليل (2015)، العراقي (2017)، صالح (2018)، العراقي (2012)	GDP/M2	عرض النقد M2	٦
-	بسيني (2012)، العراقي وطه (2019).	سعر الفائدة على الودائع	سعر الفائدة R	٧

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بناء على الأطر النظرية والدراسات السابقة



بـ. المتغيرات المعتمدة: تتضمن المتغيرات المعتمدة مجموعة من مؤشرات أداء الأسواق المالية للدول عينة الدراسة، والتي من خلالها يمكن الحكم على نشاط سوق الأوراق المالية، وهي:

١. معدل دوران الأسهم % (TU): يعبر عن النسبة المئوية لتداول أسهم الشركات، ويستخدم في الغالب كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما يعتمد للتعبير عن نشاط السوق، لذا يعتبر مكملاً لمؤشر القيمة السوقية، ويفسر ارتفاع قيمة معدل الدوران إلى دخول السوق في حالة من النشاط الكثيف في حركة تداول الأسهم. الصمادي ومدي (2016)، باش والقريشي (2017) ، البطاط (2017).
٢. مؤشر السوق (المؤشر المركب) IN: ويعبر عن أداء الأسواق المالية العربية، ويحتسب من قبل صندوق النقد العربي وللأسواق المالية العربية مجتمعة، بالإضافة إلى احتساب مؤشر خاص بكل سوق، ويرجح المؤشر عادة بالقيمة السوقية وباستخدام رقم باش المتسلسل ويقدر على أساس سنة الأساس. مفید وعماد الدين (2009)، الحسيني (2005).

إشارة إلى ما نقدم، يمكن صياغة أنموذج التقدير على شكل داللين رياضية يتم الاستعانة بهم في بناء معادلتين قياسية، تختلفان في متغيرهما المعتمد وتنماذلان في متغيراتهما المستقلة، إذ تعكس المعادلة الأولى أثر الإيرادات الضريبية والإنفاق الحكومي والدين العام والتضخم وسعر الفائدة وعرض النقد والنمو الاقتصادي على مؤشر السوق (IN)، والمعادلة الثانية فتوحض الأثر على مؤشر معدل دوران الأسهم (TU)، وكما يلي:

$$IN = F \{SP, T, D, IF, G, M2, R\} \quad (1)$$

$$TU = F \{SP, T, D, IF, G, M2, R\} \quad (2)$$

$$IN = \beta_0 + \beta_1 SP + \beta_2 T + \beta_3 D + \beta_4 IF + \beta_5 G + \beta_6 M2 + \beta_7 R + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$TU = \beta_0 + \beta_1 SP + \beta_2 T + \beta_3 D + \beta_4 IF + \beta_5 G + \beta_6 M2 + \beta_7 R + \varepsilon_i \quad (2)$$

٣. منهجية تقيير الأنماذج:

بهدف الحصول على نتائج أكثر دقة وواقعية، والوصول إلى تحليل سليم ومنطقي لأثر متغير الضرائب والمتغيرات الضابطة الأخرى على أداء سوق الأوراق المالية في الدول عينة الدراسة، يستخدم في اتخاذ القرارات الصائبة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية، اعتمدت الدراسة على أسلوب البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) والتي تتميز بقدرتها على أن تجمع ما بين خصائص البيانات المقطعة والسلسل الزمنية في ذات الوقت. ويتم التعامل مع هذه الآثار الزمنية والمقطعة وفقاً لثلاثة نماذج:

أ. أنموذج الانحدار التجميعي (PRM) (Pooled Regression Model)

يعد أنموذج الانحدار التجميعي من أبسط نماذج تحليل البيانات المزدوجة، إذ تكون فيه جميع المعلومات ثابتة ولجميع الفترات الزمنية أي يقوم الأنماذج باهتمال أي تأثير للزمن. (Algamal, 2012, 266-285)

ب. أنموذج الأثر الثابت (FEM) (Fixed Effect Model)

يكون الهدف في أنموذج الأثر الثابت هو معرفة وتحديد سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعة على حدة، وذلك من خلال جعل معلمة المقطع متغيرة من مجموعة (دول، اشخاص، شركات) إلى أخرى، وذلك للسماح لمعلمة المقطع من التغير بين المجاميع المقطعة (Al-Ahmad & asaad, 2016, 247-266) (Dabbagh, 2020, 78-79)

ت. أنموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model) (REF)

يتم التعامل وفق أنموذج الأثر العشوائي مع الآثار المقطعة والآثار الزمنية كونها معلمات عشوائية وليس معلمات ثابتة، أي يفترض الأنموذج أن العينة المستخدمة محسوبة بشكل عشوائي مما يسهم في أن تمثل معلمات انحدار الأنموذج العينة جميعها. ويعبر الأنموذج عن الحالة التي تكون فيها الفروقات الفردية غير مترابطة بقوة مع متغيرات الأنموذج، مما يلزم نمذجتها من خلال توزيع عشوائي بين الوحدات المقطعة، (Al-Ahmad & asaad,2016,247-266

ولغرض المفاضلة بين النماذج الثلاثة في التحليل يتم الاستعانة باختبار Fisher لغرض المفاضلة بين أنموذج الأثر التجمعي (PRM)، وأنموذج الأثر الثابت (FEM)، وعند معنوية أنموذج الأثر الثابت (FEM) بوصفه الأنموذج المناسب في اختبار Fisher، يتم الاختيار بينه وبين أنموذج الأثر العشوائي (REM)، لغرض تحديد الأنموذج المناسب النهائي لبيانات الدراسة، ويتم ذلك من خلال اختبار Hausman (1978).

رابعاً: تقدير الأنموذج وتحليل النتائج:

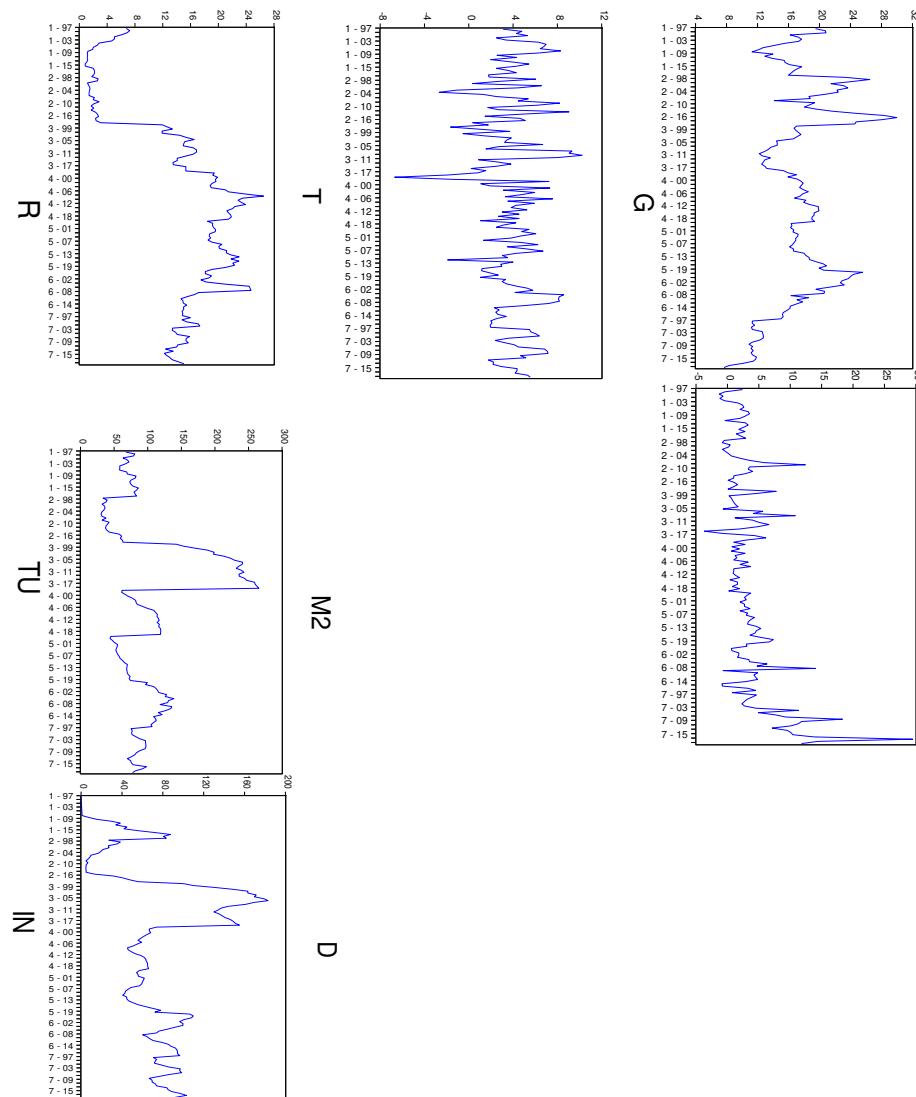
لغرض الحصول على قيم كمية يمكن من خلالها تفسير وتحليل طبيعة واتجاه وحجم الأثر الذي يمكن ان تتركه المتغيرات المستقلة الممتلئة بمتغير الضرائب، وبعض المتغيرات الضابطة الأخرى (النمو الاقتصادي، التضخم، سعر الفائدة، عرض النقد، الإنفاق الحكومي، الدين العام)، على المتغيرات المعتمدة الممتلئة في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (مؤشر السوق ، معدل دوران الأسهم) في الدول العربية عينة الدراسة (البحرين، عمان، المغرب، تونس، الاردن، لبنان، مصر) وللفترة (1997-2019)، وبالتالي اثبات فروض الدراسة أو نفيها.

وللوصول إلى نتائج وتقديرات لأثر الضرائب على أداء سوق الأوراق المالية في البلدان العربية عينة الدراسة وللفترة (1997-2019) تبتعد عن احتمالية اتهام أقيامها بالزييف والتضليل تم اعتماد اختبارات استقرارية البيانات المزدوجة الخاصة بمتغيرات الدراسة وبصيغتها الخطية واللوغاريتمية، والتي عكستها الرسوم البيانية في الشكل (1) للصيغة الخطية والشكل (2) للصيغة اللوغاريتمية، للتأكد من عدم احتوائها على جذر الواحدة، وباستخدام اختبار Levin-Lin-Chu (2002) وعند مستوى معنوية 5% والذي تم إدراج نتائجه في الجدولين (5) و(6). حيث يوضح الجدول (5) ما عكسته نتائج اختبار Levin-Lin-Chu (2002) لاستقرارية البيانات المزدوجة Panel Data لمتغيرات الدراسة وبصيغتها الخطية عدم استقرارية جميع متغيرات الدراسة G, IF, SP, D, T, (, M2, R, TU , IN)، عند المستوى، إذ فشل اختبار Prob. في الانخفاض عن حاجز الـ 5% سواء بوجود حد ثابت او بوجود اتجاه زمني او عدم وجود حد ثابت واتجاه زمني، وعند اعادة الاختبار عند الفرق الاول ظهرت النتائج بعدم تجاوز قيم Prob. الـ 5% لمتغيرات الدراسة المذكورة آنفاً، مما يدل على استقراريتها عند وجود حد ثابت او وجود حد ثابت واتجاه زمني او بدونهما.



الخطاب والعرافى

الشكل (2) الأشكال البيانية د لنتائج الدراسة وباصيحة الخطيبة Panel Data (2) لبيانات الدراسة وباصيحة الخطيبة



● المصدر: الشكل من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 10

الجدول (5): نتائج اختبار Levin-Lin-Chu, 2002 لاستقرارية بيانات الـ Panel Data لمتغيرات الدراسة بصيغتها الخطية

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
G Prob.	-212592 0.0168	-1.59169 0.0557	-2.33366 0.0098	-13.9846 0.0000	-10.6779 0.0000	-9.31333 0.0000
IF Prob.	-0.9876 0.1617	-2.17174 0.0149	-3.26029 0.0006	-17.2864 0.0000	-12.6908 0.0000	-9.65895 0.0000
Sp Prob.	-0.33224 0.3699	-0.05509 0.478	0.77196 0.7799	-11.1952 0.0000	-9.15068 0.0000	-8.55589 0.0000
D Prob.	0.04433 0.5177	0.27118 0.6069	1.1945 0.8839	-7.06171 0.0000	-2.81156 0.0025	-2.44992 0.0071
T Prob.	-0.03069 0.4878	-1.7098 0.0437	0.48498 0.6862	-11.2956 0.0000	-9.55368 0.0000	-7.98174 0.0000
M2 Prob.	3.9435 1	-3.26223 0.0006	-1.06366 0.1437	-8.97919 0.0000	-7.16854 0.0000	-6.87223 0.0000
R Prob.	-3.98404 0.0000	-4.40473 0.0000	-0.95191 0.1706	-7.38115 0.0000	-4.36173 0.0000	-4.12567 0.0000
Tu Prob.	-3.7673 0.0001	-2.50715 0.0061	-0.9703 0.1659	-14.0812 0.0000	-10.9501 0.0000	-7.26782 0.0000
In Prob.	0.25498 0.6006	-0.05267 0.4790	1.43128 0.9238	-8.37718 0.0000	-4.51207 0.0000	-3.5124 0.0002

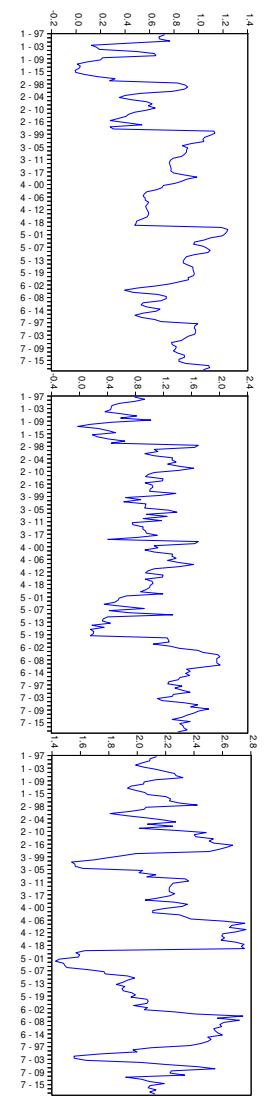
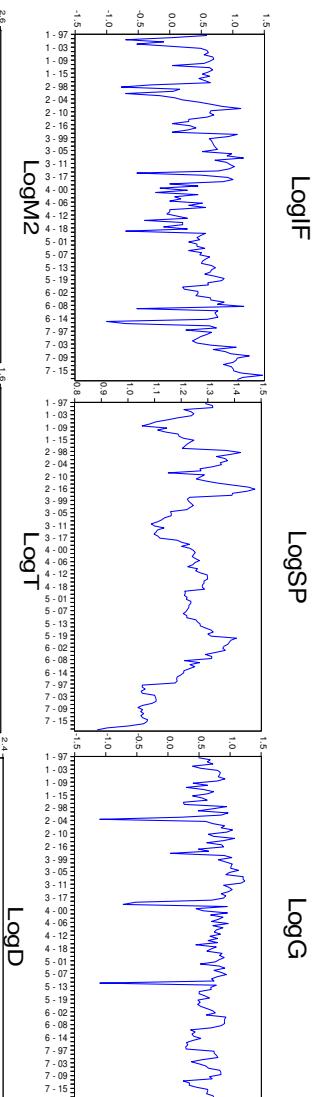
المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews 10

من جانب آخر فقد وضح الجدول (6)، الذي عكس نتائج اختبار Levin-Lin-Chu (2002) لاستقرارية البيانات المزدوجة Panel Data لمتغيرات الدراسة وبصيغتها اللوغاريتمية عند مستوى معنوية 5% أن جميع متغيرات الدراسة لم تحقق استقراريتها وأثبتت معنويتها عند المستوى، إذ تجاوز اختبار Prob. قيمة الـ 5% سواء بوجود حد ثابت أو بوجود اتجاه زمني أو عدم وجودهم، وعند إعادة الاختبار عند الفرق الأول ظهرت النتائج بعدم تجاوز قيم Prob. لحاجز الـ 5% للمتغيرات باستثناء المتغيرات (LogM2, LogD) كانت قيم Prob. أعلى من 5% لذلك تم الاعتماد على الاختبار عند الفرق الثاني الذي أثبت استقراريتها عند وجود حد ثابت او بوجود حد ثابت واتجاه زمني او بدونهما.

أثر الصرائب على أداء سوق الأوراق المالية.....

الخطاب والعرافى

المشكل (3) الأشكال البيانية لـ متغيرات الدراسة وبالصيغة اللوغاريمية



المصدر: الشكل من إعداد الباحثين بلاعتماد على نتائج برنامج Eviews 10



الجدول (٦) : نتائج اختبار Levin-Lin-Chu, 2002 لاستقرارية بيانات الـ Panel Data لمتغيرات الدراسة
بصيغتها اللوغارitmية

Variables	Level			1ST Difference			2ND Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
LogG	-1.693	1.6574	1.5919	-11.26	-3.67	-3.2482			
Prob.	0.0452	0.9513	0.9443	0.0000	0.0001	0.0006			
LogIF	-0.623	-1.1202	-0.33	-11.63	-5.29	-3.241			
Prob.	0.2665	0.1313	0.3707	0.0000	0.0000	0.0006			
LogSP	0.3616	0.0447	1.5904	-7.031	-3.842	-3.1366			
Prob.	0.6412	0.5178	0.9441	0.0000	0.0001	0.0009			
LogD	0.1762	-1.4071	0.1222	-5.425	-0.261	1.1603	-9.8721	0.0401	2.916
Prob.	0.5699	0.0797	0.5486	0.0000	0.3971	0.8770	0.0000	0.5160	0.9982
LogT	0.7699	-1.1662	0.4362	-8.557	-5.215	-4.105			
Prob.	0.7793	0.1218	0.6687	0.0000	0.0000	0.0000			
LogM2	2.7806	-4.7798	-2.416	-6.261	-1.8	-0.6829	-13	-5.576	-3.317
Prob.	0.9973	0.0000	0.0078	0.0000	0.0359	0.2473	0.0000	0.0000	0.0005
LogR	-2.008	-3.5542	-1.044	-7.521	-4.141	-3.7407			
Prob.	0.0223	0.0002	0.1483	0.0000	0.0000	0.0001			
LogTu	-1.552	-1.2339	0.4055	-9.86	-5.537	-3.4804			
Prob.	0.0603	0.1086	0.6574	0.0000	0.0000	0.0003			
LogIn	1.2329	0.0712	1.4833	-7.229	-3.789				
Prob.	0.8912	0.5284	0.931	0.0000	0.0001				

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews 10
من خلال ماقدم من معطيات، وبالاعتماد على نتائج اختبار Chow-Test (1960) والذي انعكست نتائجه في الجدول (٣)، والتي تشير إلى ضرورة تفضيل أنموذج الأثر الثابت (FEM) على أنموذج الأثر التجمعي (PRM) في تحليل البيانات المزدوجة للأنموذجين.

الجدول (٣): اختبار Chow-Test للأنماذجين

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects
IN للأنموذج الأول Chow-Test اختبار
Effects Test Statistic d.f. Prob.
Cross-section F 38.310693 (6,149) 0.0000
Cross-section Chi-square 150.250256 6 0.0000
TU للأنموذج الثاني Chow-Test اختبار
Effects Test Statistic d.f. Prob.
Cross-section F 30.176254 (6,150) 0.0000
Cross-section Chi-square 127.456753 6 0.0000

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10
وبالاعتماد على اختبار Hausman والمعروضة نتائجه في الجدول (٤)،لعرض المفضلة بين أنموذج الأثر الثابت (FEM) وأنموذج الأثر العشوائي (REM)، فقد تبين إلى قبول فرضية عدم للأنموذج الأول و اختيار



أنموذج الأثر الثابت (FEM)، وقبول الفرضية البديلة لأنموذج الثاني، الأمر الذي يدفع باتجاه اختيار منهجية الأثر العشوائي (REM).

الجدول (4): اختبار Hausman للأنموذجين

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
لأنموذج الأول Hausman اختبار				
Test Summary	Summary	Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random		13.292705	5	0.0208
لأنموذج الثاني Hausman اختبار				
Test Summary	Summary	Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random		8.637654	4	0.0708

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10
ووفقاً لذلك، تم اعتماد أنموذج الأثر الثابت (FEM) المعروضة نتائجه في الجدول (5)، لأنموذج الاول مؤشر السوق (IN).

جدول (5): نتائج تقدير أثر متغير الضرائب والمتغيرات الضابطة في مؤشر السوق وفقاً لأنموذج الأثر الثابت (FEM)

Method: Panel least squares (Cross-section fixed effects)				
Dependent Variable: LogIn				
Sample: 1997 2019				
Periods included: 23				
Cross-sections included: 7				
Total panel (balanced) observations: 161				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LogT	0.493242	0.118303	4.169311	0.0001
LogSP	-1.308318	0.248553	-5.263731	0.0000
LogM2	1.543103	0.237696	6.491918	0.0000
LogR	-0.259030	0.109971	-2.355435	0.0198
LogIF	0.095132	0.037040	2.568330	0.0112
C	0.424271	0.487312	0.870635	0.3854
Cross- section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.772876	F-statistic		46.09363
Adjusted R-squared	0.756109	Prob. (F-statistic)		0.000000
Durbin-Watson stat	0.709204			

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10
ويتبين من الجدول (5) ما يأتي:

- جاء الأثر الإيجابي لمؤشر الضرائب (T)، في مؤشر السوق (IN)، مخالفًا للمنطق الاقتصادي، والذي يشير إلى أن ارتفاع الضرائب بمعدل 100% سيعمل على ارتفاع مؤشر السوق بمعدل %49.3243

وبالاتجاه نفسه، وربما يعود ذلك إلى أن القوانين الضريبية في البلدان النامية وعينة الدراسة تحتوي على الكثير من التناقضات التي تعمل على إعاقة الاستثمار، وعدم استقرار النظام الضريبي وكثرة التعقيدات والتعديلات التي جعلت من القانون الضريبي غامض وصعب الفهم.

- يشير الأثر السلبي لمؤشر الإنفاق الحكومي (SP)، في مؤشر السوق (IN)، المنافق للمنطق الاقتصادي، إلى أن ارتفاع معدل الإنفاق الحكومي بمعدل 100% سيعمل على تغيير مؤشر السوق بمعدل 130.8318% بعكس اتجاه التغير في الإنفاق الحكومي، ويعود السبب في ذلك إلى كون الإنفاق الحكومي جزءاً من مكونات الطلب الكلي، وأي انخفاض أو ارتفاع في الإنفاق الحكومي سيسمح في تغيير هيكل الطلب الكلي والذي يختلف بحسب التزاحم بين إنفاق القطاع الخاص والإنفاق الحكومي، وماينتج عن ذلك من ضعف قدرة القطاع الخاص على الاستثمار نتيجة لأثر المزاحمة والتي تنص على أن الزيادة في الإنفاق الحكومي سيسمح في ارتفاع أسعار الفائدة والتي بدورها تؤثر سلباً على أداء سوق الأوراق المالية.
 - توافق الأثر الإيجابي لمؤشر عرض النقد (M2)، في مؤشر السوق (IN)، مع المنطق الاقتصادي والدراسات التي أطرت لهذه العلاقة، والتي اشارت إلى أن ارتفاع معدل عرض النقد بمعدل 100% سيسمح في تغيير معدل مؤشر السوق بمعدل 154.3103% وبالاتجاه نفسه.
 - أظهر تقدير الدور السلبي لمؤشر سعر الفائدة (R)، على مؤشر السوق (IN) توافقاً مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي درست تلك العلاقة، وبمعامل مرونة 0.259030.-.
 - توافق الأثر الإيجابي لمؤشر التضخم (IF) في مؤشر السوق (IN)، مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية ذات العلاقة، والتي تشير إلى أن زيادة معدل التضخم بمعدل 100% سيعمل على رفع مؤشر السوق بمعامل مرونة 0.09513.
 - تعد المتغيرات المتمثلة بالإيرادات الضريبية (T)، والإنفاق الحكومي (SP)، وعرض النقد (M2)، وسعر الفائدة (R)، والتضخم (IF)، هي المتغيرات الأكثر تأثيراً في مؤشر السوق (IN)، للدول عينة الدراسة خلال الفترة 1997-2019، فقد فسر التغير في هذه العوامل ما نسبته 77.2876% من التغير في مؤشر السوق فشلت المتغيرات المتمثلة، بالدين العام (D)، والنمو الاقتصادي (G)، في إثبات تأثيرها المعنوي في أنموذج مؤشر السوق (IN) للبلدان عينة الدراسة.
- واستكمالاً لما تقدم، تم الاعتماد على أنموذج الأثر العشوائي المعروضة نتائجه في الجدول (6) لأنموذج الثاني والمتمثل في مؤشر معدل دوران الأسهم (TU).



الجدول (15): نتائج تقدير أثر متغير الضرائب والمتغيرات الضابطة في مؤشر معدل دوران الأسهم وفقاً لأنموذج الأثر العشوائي (REM)

Method: Panel least squares (Cross-section random effects)

Dependent Variable: TU

Sample: 1997 2019

Periods included: 23

Cross-sections included: 7

Total panel (balanced) observations: 161

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D	-0.136464	0.057432	-2.376097	0.0187
SP	-0.949583	0.456224	-2.081398	0.0390
T	1.511493	0.468326	3.227440	0.0015
G	1.036676	0.455876	2.274032	0.0243
C	20.84250	10.65026	1.956994	0.0521
Cross- section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.173987	F-statistic		8.214753
Adjusted R-squared	0.152807	Prob. (F-statistic)		0.000005
Durbin-Watson stat	0.218988			

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

وتوضح النتائج الموضحة في الجدول (15) ما يأتي:

* معنوية التأثير لكل من الدين العام (D)، والضرائب (T)، الإنفاق الحكومي (SP)، والنمو الاقتصادي (G)، في مؤشر دوران الأسهم (TU).).

* توافق الأثر السلبي لمتغير الدين العام (D)، في مؤشر معدل دوران الأسهم مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي بينت هذه العلاقة في مؤشر معدل دوران الأسهم (TU) والتي تشير إلى أن انخفاض الدين العام بمعامل واحد صحيح سينعكس على مؤشر دوران الأسهم بعكس اتجاه التغير في معامل الدين العام.

* توافق الأثر الإيجابي لمتغير النمو الاقتصادي (G)، في مؤشر معدل دوران الأسهم (TU) مع المنطق الاقتصادي، إذ تشير إلى أن ارتفاع النمو الاقتصادي بمقابل واحد صحيح سيؤدي إلى ارتفاع مؤشر معدل الدوران الأسهم بمقدار 1.036.

* جاء الأثر السلبي لمتغير الإنفاق الحكومي (SP) مناقضاً للمنطق الاقتصادي، والذي أشار إلى أن انخفاض الإنفاق الحكومي بمقدار واحد صحيح سيعمل على زيادة دوران الأسهم بمعامل 0.949، وربما جاء ذلك متماشياً مع الزيادة في الإنفاق الحكومي في الدول النامية وعينة الدراسة سيسهم في زيادة عجز الموازنة، والتي تجأ في تمويلها إلى الاقتراض، ومع محدودية عرض الأموال المتاحة فوق مستوى الزيادة في الإنفاق سينعكس ذلك في زيادة أسعار الفائدة ومراحمة الإنفاق الخاص وبالتالي سيؤثر ذلك سلباً على مؤشر دوران الأسهم.



- * جاء الأثر الإيجابي لمتغير الضرائب (T) في مؤشر معدل دوران الأسهم (TU)، مناقضاً للمنطق الاقتصادي، إذ يشير إلى أن ارتفاع الضرائب بمقدار واحد صحيح سينعكس على مؤشر دوران الأسهم بمعامل 1.115 وبالاتجاه نفسه. ويرجع عدم وجود علاقة عكسية بين الضرائب ومؤشر دوران الأسهم في البلدان عينة الدراسة إلى مجموعة من العوامل أهمها شيوخ التهرب الضريبي وكثرة التعديلات الضريبية.
- * أظهرت نتائج التحليل أن المتغيرات (الدين العام ،الضرائب، الإنفاق الحكومي، النمو الاقتصادي) قد أسهمت في تفسير مانسبته 17.39% من التغييرات الحاصلة في معدل دوران الأسهم في دول العينة، وهذا ما أشارت آلية قيمة معامل التحديد حيث بلغت (0.1739).
- * فشلت المتغيرات التضخم (IF)، سعر الفائدة (R)، عرض النقد (M2)، في إثبات تأثيرها المعنوي على مؤشر معدل دوران الأسهم للبلدان عينة الدراسة وللفترة 1997-2019.

خامساً: الخاتمة

شكلت دراسة الأثر الذي يمكن أن تتركه الضرائب في أداء سوق الأوراق المالية الهدف الأساسي للبحث، متخذًا من أسواق الأوراق المالية العربية أنموذجاً وللفترة (1997-2019)، كأنموذج لغرض إثبات ذلك، إذ تم استعراض أهم النظريات والدراسات التجريبية ذات العلاقة التي أطرت لتلك العلاقة، وذلك من خلال استخدام الأدوات القياسية الاقتصادية الحديثة والمتمثلة بالبيانات المزدوجة المتوازنة ((Balanced Panel Data))، إذ عكست النتائج على ترك الضرائب الأثر الإيجابي على مؤشر السوق ومؤشر معدل دوران الأسهم، مما يشير إلى وجود قانون ضريبي شامل غير فعال في الدول عينة الدراسة، إذ لا يحد من عمليات التهرب والازدواج الضريبي، بالإضافة إلى عدم مساحتها الفعالة في الحد من عجز الموازنة. إذ ينبغي على مشرعى القانون الضريبي نحو وضع قانون ضريبي شامل وفعال من شأنه تقليل عمليات التهرب الضريبي والازدواج الضريبي، وأن يكون عاملاً مساعداً في توجيه الموارد باتجاه القطاعات المناسبة، وبما يسهم في تخفيض عجز الموازنة وتخفيف الأعباء التي تقع على الحكومة عند تمويل ذلك العجز من جهة، ومساهمته في تطوير أسواق الأوراق المالية وزيادة الدور الذي يؤديه في تحقيق ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، وذلك عن طريق تداول السندات لتمويل العجز من جهة أخرى.

Referenc

- Ahmad, Zeina & asaad Yara,2016, The Impact of Firm Characteristics on the Level of Its Social Responsibility Disclosure (An Applied Study on Firms Subject to the Regulations of the Syrian Commission on Financial Markets and Securities), Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series,38 (1): 247-266.
- Alasrag, Hussien,2002, Role of the Egyptian securities market on saving development, Master Thesis, Zagazig University.



- Al-Daami, Abbas Kazem, 2010, monetary and financial policies and the performance of the stock market, first edition, Dar Al-Safa Publishing and Distribution, Amman.
- Al-Dabbagh, Nawar Kanaan Hussein, 2020, The Main Factors Affecting the Development of the Financial Sector "The Countries of the Gulf Cooperation Council are a Model", Master Thesis, University of Mosul.
- Algamil, Zakariya Y, 2012, Selecting Model in Fixed and Random Panel Data Models, Iraqi Journal of Statistical Sciences, (21):266-285.
- Andrews, Atef William, 2005, Financial Policy and Stock Markets During the Period of Transition to a Market Economy, Youth University Foundation, Alexandria.
- Bash, Ayad Muhammad Ali & Al-Quraishi, Muhammad Jassim Shahid, 2017, Effect fiscal policy in Iraq stock market performance indicators for the period (2004 – 2014), The Administration & Economic College Journal For Economics & Administration & Financial Studies, 9 (2): 186-207.
- Bassionl, Mohamed Saeed, 2012, The impact of monetary and fiscal polcy in the indicators of the performance of the stok market in Egypt and the United States of America (1991- 2010), Journal Contemporary Egypt, 104 (505): 133-200.
- Dardori, Lahcen et al., 2018, Financial Policy and Elements of Securities Market Development, Al-Manhal Economic Journal, 1(2):109-122.
- Hdeweh, Nada Salem, Value added tax and its impact of economics and society in Syrian, degree of doctorate, University of Damascus.
- Kanaan, Ali & Aljashi, Mohamad, 2018, The Effect Of Monetary And Fiscal Policies On The Volatility Of Stock Prices In Turk, Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies, 40 (4):265-283.
- Mashkor, Sood Jaeed & Sadiq, Zohoer Abd Al Sallam, 2018, The relationship between dividend policy and the market value of the stock and its impact on determining The value of the company "applied research in a sample of banks registered in the Iraqi market." Securities", The Journal of the Kufa Studies Center: A refereed quarterly journal , (50):221-248.
- Schwert, G. W., & Seguin, P. J. , 1993, Securities transaction taxes: an overview of costs, benefits and unresolved questions, Financial Analysts Journal, 49(5):27-35.
- Sulayman, Muhamad Ealaa Sulayman Hiam, 2016, Effect of Indirect Taxes Exemptions on Encouraging Investment in Sudan (2001-2013), Master Thesis, Sudan University of Science and Technology.
- Taha, Israa Abdl-Qader&, Al-Iraqi, Bashar Ahmed, 2019, The impact of fluctuations in the exchange rate of the Iraqi dinar in some of the indicators of Iraqi market forsecuritiws, Kirkuk University Journal of Administrative Sciences, 9 (2):117-136.
- Taleb, Dalila, 2016, The Impact of Trade Openness on Economic Growth: The Case of Algeria (1980-2013), The Jordanian Journal of Economic Sciences, 3 (2):99-113.



- Tsagkanos, A., & Siriopoulos, C. ,2013, A long-run relationship between stock price index and exchange rate: A structural nonparametric cointegrating regression approach, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money,)25(: 106-118.
- Zhang, L. ,2001, The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence from an emerging market. M.S. Research Paper, Department of Economics, East Carolina University