

دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط سوق العراق للأوراق المالية *

بإشراف
الاستاذ الدكتور
نبيل مهدي الجنابي

اعداد
حنان خالد حنش عيساوي

المستخلص .

يتطرق البحث الحالي لدراسة دور لاستثمار الاجنبي غير المباشر في تفعيل مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية من خلال تحليل بعض المؤشرات الاجنبية المتداولة في السوق المالية العراقية وبيان اثرها بمؤشرات السوق الرئيسية وتوصل البحث الى عدد من الاستنتاجات الا ان اكثرها اهمية هي اثبات نتائج تقدير النماذج القياسية واثار الاستثمار الاجنبي غير المباشر المتمثل بصافي الاستثمار الاجنبي وحجم التداول الاجنبي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية المتمثلة بمؤشر اسعار الالههم وحجم التداول والقيمة السوقية .

The role of foreign indirect investment in stimulating the market Iraq Stock Exchange

Abstract.

Addresses current research to study the role of foreign investment is direct in activating the Iraq Stock Exchange indices through some of the indicators of foreign traded in Iraqi financial market analysis and the statement of the track key market indicators and research found to a number of conclusions, but the most important is to prove the results of estimating standard models and the impact of investment foreign indirect net of foreign investment and the size of foreign trading on the Iraqi market indicators Securities of the most important indicator of prices and trading volume and market value.

المقدمة .

تؤدي اسواق الاوراق المالية دوراً هاماً في توفير الموارد اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية وكذلك ايجاد فرص التوظيف الفاعل لأصحاب الفوائض المالية فهي اداة مهمة لتعبئة المدخرات الاشخاص الاعتياديين وتوجيه هذه المدخرات من الوحدات ذات الفوائض الى الوحدات ذات العجز لتلبية احتياجاتها الفردية من الموارد المالية واقامة المشاريع الاستثمارية عن طريق جذب رؤوس الاموال المحلية والاجنبية لاذان فان تطوير وتنشيط سوق الاوراق المالية مرتبط بشكل مباشر بتشريع عملية النمو الاقتصادي ولاسيما في ظل العولمة المالية التي ادت الى اتجاه اغلب الدول لربط اسواقها بالأسواق المالية العالمية ومنها البلدان النامية مما ادى الى زيادة التدفقات المالية الى هذه البلدان وكانت اغلب تلك التدفقات في صورة استثمارات في الاوراق المالية ومن هنا برز مفهوم الاستثمار المحفظي (غير المباشر) القائم على شراء الاسهم والسندات في البلد الحقيقي بقصد المضاربة والاستفادة من فروقات الاسعار بشرط ان لا يكون للمستثمر الاجنبي اي سيطر على ادارة المشروع ، وعليه فان سوق العراق للأوراق المالية يعتبر من الاسواق الجاذبة للاستثمارات الاجنبية غير المباشرة التي تكون عرضة للتقلبات والتذبذبات الناتجة من قرارات المستثمر الاجنبي والتي تؤثر بشكل مباشر على اداء السوق .

* بحث مستل من رسالة الماجستير (دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان نموذجاً للدراسة).

اهمية البحث:

- 1- تتبع اهمية الاسواق المالية من خلال الدور الذي تقوم به وهو تهيئة المدخرات وتوظيفها من خلال الاستثمار كذلك تعد اداة فعالة للاقتصاد الوطني من خلال التأثير في مختلف جوانب الاقتصاد مما يخلق اثارا جديدة بالاضافة الى أثرها تقوم بتوفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات عن طريق اعادة بيع الاسهم والسندات التي تم طرحها .
- 2- ان الاستثمار الاجنبي غير المباشر من العوامل التي ساهمت في تطوير الاسواق المالية ونالت اهتمام الكثير من الدول لجذب رؤوس الاموال الاجنبية الى تلك الدول بغية تسريع عجلة التنمية الاقتصادية المنشودة لذا قمنا بالبحث في اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر ودراسة ما اذا كانت التداولات الاجنبية للاسهم في سوق العراق للاوراق المالية تؤثر على اداء السوق .

مشكلة البحث :

- تتمثل مشكلة البحث بمدى تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اداء سوق العراق للاوراق المالية من خلال الاجابة على التساؤلات التالية .
- 1- هل يعد سوق العراق للاوراق المالية من الاسواق الجاذبة للاستثمارات الاجنبية غير المباشرة .
 - 2- هل كان للاستثمار الاجنبي غير المباشر دور فاعل في مؤشرات سوق العراق للاوراق المالية .

هدف البحث :

- يهدف البحث الى تحقيق الاهداف المترابطة والتي يمكن ايجازها كما يأتي:
- 1- توضيح مفهوم الاستثمار الاجنبي غير المباشر والتعرف على اهميته .
 - 2- التركيز على دور سوق العراق للاوراق المالية في جذب الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة .

4- فرضية البحث:

يستند البحث على فرضية مفادها ((للشركات الاجنبية المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية دورٌ مهمٌ في تنشيط البورصة)) .

خطة البحث:

- تحقيقاً للأهداف المنشودة من البحث ورداً على الاسئلة المطروحة يمكن ان نقسم خطة الدراسة الى النقاط الرئيسة الآتية:
- 1- استعراض الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق الاوراق المالية وتناول اهم المزايا والمخاطر التي تتعرض لها هذه الاستثمارات.
 - 2- مفهوم سوق الاوراق المالية ومكوناتها .
 - 3- دراسة اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على تنشيط سوق العراق للأوراق المالية من خلال دراسة قياسية لاثر بعض المؤشرات الاجنبية على اداء السوق خلال المدة (2007-2014) وفي النهاية استعراض اهم النتائج والتوصيات .

المبحث الاول

الاستثمار الاجنبي غير المباشر وسوق الاوراق المالية (مدخل نظري)

اولاً : اساسيات الاستثمار الاجنبي غير المباشر .

1- مفهوم الاستثمار الاجنبي : Foreign Investment

يعرف الاستثمار الاجنبي بأنه كل استثمار يتم خارج موطنه بحثاً عن دولة مضيفة سعياً وراء تحقيق حزمة من الاهداف الاقتصادية والمالية والسياسية سواء لهدف مؤقت او لاجل محدد او لاجال طويلة الامد ⁽¹⁾ .

كما يعرف بأنه تملك الاصول والممتلكات الاجنبية مقابل الحصول على عائد مالي معين مثل الفوائد والارباح ⁽²⁾ .

وعرفه آخرون بأنه استخدام الاموال الفائضة في الادوات الاستثمارية والفرص المتاحة في الاسواق الاجنبية أي إنه استثمار يتم خارج الحدود الاقليمية لدولة المستثمر المقيم مهما كانت طبيعة هذه الاستثمارات فردية او جماعية او بصورة مباشرة او غير مباشرة ⁽³⁾ .

ونستنتج من المفاهيم السابقة ان الاستثمار الاجنبي هو مجموع الاستخدامات من الموارد المالية التي تجري خارج البلد الام وتشكل في الاخير حركات دولية لرؤوس الاموال لغرض تحقيق الاهداف الاقتصادية والسياسية سواء كانت هذه الاستثمارات مالية او حقيقية ويقسم الاستثمار الاجنبي على شكلين رئيسيين هما الاستثمار الاجنبي المباشر والاستثمار الاجنبي غير المباشر او ما يعرف بالاستثمار المحفظي .

2- انواع الاستثمار الأجنبي

Foreign Direct Investment (FDI)

أ- الاستثمار الأجنبي المباشر :

يعد الاستثمار الاجنبي المباشر واحداً من اكثر اشكال الاستثمار اثاراً للجدل وذلك لانه يلاقي اهتماماً وتفضيلاً كبيراً من قبل الدولة المضيفة له نظراً للأثار الناشئة من تحقيقه للنتائج المرغوبة للبلد المضيف وتحريك عجلة التنمية الاقتصادية ، ويمكن تعريف الاستثمار الاجنبي المباشر بأنه الاستثمار الذي يسمح للمستثمرين من خارج الدولة لتملك اصول ثابتة بغرض التوظيف الاقتصادي في المشروعات المختلفة أي تأسيس شركات او دخول شركاء في شركات لتحقيق عدد من الاهداف الاقتصادية المختلفة .

وعرفه (جيل برتان) بأنه الاستثمار الذي يستلزم السيطرة (الاشراف) على المشروع بأخذ هذا المشروع شكل انشاء مؤسسة من قبل المستثمر وحده او بالمشاركة المتساوية او غير المتساوية كما انه يأخذ ايضا شكل اعادة شراء كلي او جزئي لمشروع قائم ⁽⁴⁾ ويعرف كذلك بأنه: الاستثمارات التي يمتلكها ويديرها المستثمر الاجنبي اما بسبب ملكيته الكاملة لها او لملكيته لنصيب منها يكفل له حق الادارة ⁽⁵⁾ .

وبناء على ما تقدم نستنتج ان الاستثمار الاجنبي المباشر هو استثمار حقيقي طويل الاجل يقوم به شخص طبيعي او معنوي يقيم في بلد ما ويستثمر امواله في بلد اخر وقد يكون هذا المستثمر فرداً او مؤسسات وهذا يعني ان المستثمر الاجنبي يمارس درجة مهمة وذات تأثير مباشر على ادارة المشروع المقام في البلد المضيف للاستثمار والذي يتميز بدرجة عالية من الاستقرار الاقتصادي والسياسي من اجل نجاح الهدف الرئيس للاستثمار وهو تحقيق أقصى الإرباح .

ب- الاستثمار الأجنبي غير المباشر :

Foreign Indirect Investment (FPI)

ان موضوع الاستثمار الأجنبي غير المباشر من الموضوعات التي نالت اهتماماً واسعاً من قبل الباحثين إذ تمثل إحدى الإشكالات الرئيسية لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم ويدعى هذا النوع ايضا بالاستثمار الأجنبي المحفظي (Foreign Direct Investment FPI) والمشتقة من الاستثمار الأجنبي في المحافظ الاستثمارية فالاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية

يتعلق بتحركات رؤوس الأموال متوسطة وقصيرة الأجل بين دول العالم المختلفة ويعني شراء بعض الأوراق المالية من اسهم وسندات لمؤسسات وطنية في دولة ما عن طريق مقيمي دولة أخرى ويعطي هذا الاستثمار للمستثمر الحق في نصيب من ارباح الشركات التي قامت باصدار الاسهم الا انه لا يترتب عليه - وخلافا للاستثمار المباشر - حقوقاً للرقابة او المشاركة في ادارة هذه الشركات⁽⁶⁾.

ويعرف كذلك بأنه الاستثمار الذي يتخذ احد شكلين اما شراء الأجانب لاسهم الشركة او اعطاء قروض للشركة او الحكومة على سندات او اذونات الخزينة التي يقوم المستثمر الاجنبي بشرائها ويعرف كذلك بأنه قيام المستثمر الاجنبي بالتعامل في انواع مختلفة من الاوراق المالية سواء كانت حقوق ملكية (اسهم) او حقوق دين (سندات)⁽⁷⁾.

ومما سبق نستخلص ان الاستثمار الاجنبي غير المباشر يمكن تعريفه على انه تملك الاجانب اوراقاً مالية وعلى وجه الخصوص اسهماً وسندات في السوق المحلي وذلك بهدف تحقيق عائد معين ويقتصر دور المستثمر الاجنبي فيه على تقديم رأس المال الى جهة معينة دون ان يكون للمستثمر أي نوع من الرقابة او الاشراف او المشاركة في ادارة المشروع الاستثماري .

3- مزايا وسلبيات الاستثمار الاجنبي غير المباشر :

تتجسد اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر من خلال تحديد اهم المزايا التي تتمتع بها الدول المضيفة له والوسائل التي تتبعها في سبيل جذب رؤوس الاموال الاجنبية وخاصة نحو الدول النامية ومنها الدولة العربية حيث ازدادت حركة الاستثمارات الاجنبية (غير المباشرة) في السنوات الاخيرة بسبب عولمة الاسواق المالية والنمو السريع لحركة الاستثمارات والتي اثرت على اقتصادات الدول المختلفة وعلى النظام النقدي العالمي وكذلك اثرت على قدرة الدول في الحصول على مصادر التمويل في اسواق التمويل الدولية ويمكن توضيح اهم المزايا التي ساهمت في زيادة الاقبال على الاستثمار المحفطي وخاصة في الدولة النامية منها .

أ- مزايا الاستثمار الاجنبي غير المباشر :

1- تعمل الاستثمارات المحفطية على زيادة سيولة اسواق الاوراق المالية المحلية وتساعد ايضاً في تطوير كفاءة الاسواق اذ تجعل الاسواق المالية اكثر عمقا وسيولة⁽⁸⁾، والمقصود بالسيولة هنا السهولة التي يتم بها تحويل الاستثمارات الى سيولة نقدية او التي يمكن للمستثمرين من خلالها شراء الاوراق المالية دون تأثير كبير على الاسعار وفي سوق الاوراق المالية يعد وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين للاوراق المالية عاملاً لتوفير السيولة النقدية بشكل اكبر⁽⁹⁾.

2- ان توجيه الاستثمارات الاجنبية الى اسواق الاوراق المالية المحلية يعني زيادة حركة رؤوس الاموال الى ذلك البلد وهذا من مزاياه انه يزيد من الطلب على العملة التي تتجه اليها العملات ويرفع سعرها في الاسواق ويؤدي الى زيادة عرض العملات التي تخرج منها رؤوس الاموال وبالنتيجة هبوط اسعارها .

ب- سلبيات الاستثمار الاجنبي غير المباشر :⁽¹⁰⁾

من ابرز سلبيات الاستثمار المحفطي هو صعوبة التحكم في الاسواق المالية المضيفة لهذه الاستثمارات وضبط ايقاعها اذ قد تنسحب هذه الاستثمارات بصورة مفاجئة وفي شكل موجات بيع نتيجة عدة عوامل مما يؤثر سلباً في استقرار سوق الاوراق المالية في البلد المضيف كما حصل في الازمة المالية العالمية الاخيرة فضلاً عن ذلك فان هذا النوع من الاستثمارات الاجنبية قد لا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني من خلال تخفيض معدلات البطالة ورفع الطاقة الانتاجية وزيادة معدلات النمو وذلك لانه يتمثل باستثمار الادوات المالية المدرجة في سوق الاوراق المالية ولا يأخذ بالضرورة الأولويات الاقتصادية الكلية .

4- مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر

Risk of Forgn Indirect Investment

يتعرض الاستثمار الاجنبي غير المباشر الى مخاطر عديدة نوجزها بما يأتي :

1- المخاطر السياسية : " Political Risk "

تعد المخاطر السياسية احد انواع المخاطر غير النظامية بالنسبة للمستثمر الاجنبي اذ ترتبط بدولة معينة ويمكن تجنبها من خلال الاستثمار في مجموعة متنوعة من الاسواق المالية في بلاد العالم المختلفة⁽¹¹⁾ ، وتعزى المخاطر السياسية الى التغيرات في الظروف السياسية والتي تؤثر في اسهم الشركات وسنداتها فمثلا عند تدخل الدولة في القطاع الخاص واعادة تقويم العملة وتغيير الحكومة والضرائب على الدخل فكل جانب من هذه الجوانب تأثيره على ارباح الشركة وبصفة عامة فانه من السهل تجنب الاستثمار في الشركات التي توجد في الدول المضطربة سياسيا ولكن يكون من الصعب التنبؤ بالإحداث السياسية التي يحتمل ان تؤثر على اسعار الاسهم⁽¹²⁾ .

2- مخاطر التضخم (Inflation Risk)

تتأثر الاصول المالية جميعا بالتضخم المتمثل بالارتفاع المستمر في الاسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقد اذ تنخفض قيمتها الحقيقية ونظرا لان العائد يتحقق في المستقبل فان القيمة الزمنية للنقد تتغير لصالح الحاضر لذلك على المستثمر الاجنبي تحديد العائد الذي يمكنه من حماية امواله ازاء مخاطر التضخم فضلا عن تحقيق ارباح مناسبة⁽¹³⁾ .

3- مخاطر سعر الفائدة (Interest Rate Risk)

تتمثل مخاطر اسعار الفائدة بالتغير في معدل الفائدة السوقي فهو يؤثر على كل الاستثمارات إذ يؤثر على اسعار الاسهم العادية ولكن بدرجة اقل من التأثير على الاوراق المالية ذات الدخل الثابت إذ إن ارتفاع معدلات الفائدة السوقية يؤثر ايجابيا على اسعار الاسهم في معدلات الفائدة ويدفع الكثير من المستثمرين الى بيع الاسهم والاتجاه نحو سوق السندات للاستفادة من ارتفاع معدل الفائدة للسندات وعندما تتجه معدلات الفائدة الى الانخفاض فان الكثير من المستثمرين يتجهون الى سوق الاسهم أي التحول من سوق السندات واسواق النقد الى سوق الاسهم.

4- مخاطر الضرائب (Tax Risks)

المستثمرون على الاغلب يفضلون الاستثمار في البلد الذي تكون فيها الضرائب على ايرادات الفوائد أو توزيعات الارباح من الاستثمارات منخفضة نسبياً وذلك بتقييم الارباح المحتملة بعد الضريبة من الاستثمارات في الاوراق الاجنبية اذ يلاحظ ان الضرائب تستقطع جزءاً من الدخل ، إذ تخضع توزيعات الارباح والفوائد التي يحصل عليها المستثمر للضرائب عند حصول المستثمر عليها بينما تخضع الارباح الرأسمالية لمعدل ضريبة اقل مقارنة بالعوائد الاخرى للاستثمارات فمثلاً في الولايات المتحدة الامريكية فان اعلى معدل للضريبة على الدخل الشخصي يساوي 39.6% بينما معدل الضريبة على الارباح الرأسمالية 20%⁽¹⁴⁾ .

ثانياً : مفهوم الاسواق المالية وانواعها :

1- مفهوم سوق الأوراق المالية Stock Market

هناك عدة تعريفات لسوق الاوراق المالية نستعرض منها ما يأتي :

تعرف سوق الاوراق المالية بأنها ((السوق التي تتعامل بالاوراق المالية من اسهم وسندات وقد تكون منظمة او غير منظمة ففي الاولى تتم صفقات بيع وشراء الاوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة . اما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب ، كما ان هذه الاسواق قد تكون محلية او عالمية ففي الاولى تتداول الاوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية ، اما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الاجانب وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول اجنبية⁽¹⁵⁾ .

وبناءً على ما تقدم نستنتج ان سوق الاوراق المالية عبارة عن مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الاجل مثل الاسهم والسندات إذ يتم بيع وشراء هذه الاوراق من قبل المتخصصين في هذا النوع من المعاملات وبالتالي فان هذه السوق تكون مكان لارتقاء رغبات البائع والمشتري وتحدد الاسعار وفقاً لقانون الطلب والعرض .

2- وظائف سوق الاوراق المالية :

- يمكن تلخيص وظائف سوق الاوراق المالية فيما يأتي :
- أ- ايجاد حلقة اتصال بين البائعين والمشتريين الأمر الذي يسهل سبل الاستثمار وتمويل الاقتراض .
 - ب- تشجيع الادخار وذلك عن طريق فتح المجالات الواسعة لصغار المدخرين لاجاد فرص استثمارية ملائمة .
 - ت- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية ، الأمر الذي يضمن عائداً ملائماً للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي .
 - ث- وجود السوق المالية يساعد راسمي السياسة النقدية والمالية على تحقيق اهداف تلك السياسات في الرفاهية والتنمية الاقتصادية .
 - ج- توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن اختيار وسائله الاستثمارية وتمكينه من اعادة النظر في استثماراته لما يعود عليه بالنفع والفائدة⁽¹⁶⁾ .

3- تقسيمات سوق الأوراق المالية :

أ- السوق الأولي Primary Market (سوق الإصدار) :

تختص هذه السوق في التعامل مع الاصدارات الجديدة سواءً لتمويل مشروعات جديدة او التوسع في مشروع قائم ، وذلك من خلال زيادة رأسمالها وهذا يعني ان المنشآت تحتاج الى أموال يمكنها اصدار عدد من الاوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواءً كان في اكتتاب عام او خاص وهذا يعطي فرصة لجميع الافراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الاموال⁽¹⁷⁾ .

ب- (السوق الثانوي) سوق التداول Secondary Market

سوق التداول او السوق الثانوية تعبر عن المكان الذي تتم فيه جميع التعاملات المالية بيعاً وشراءً والتي يترتب عليها نقل ملكية الاوراق المالية (الاسهم والسندات) من البائع الى المشتري بعد مرحلة اصدارها في السوق الاولى وتقوم السوق الثانوية بتوفير المكان والقوانين لتنظيم تبادل الاوراق المالية بين المستثمرين وايجاد السيولة اللازمة لتحويل الاوراق المالية الى نقد⁽¹⁸⁾ ، وللسوق الثانوية شكلان :

أولاً : السوق المنظمة : Organized Market

وهي السوق التي يتم فيها تداول الاوراق المالية المدرجة فيها وبمواعيد دورية وتتميز هذه السوق بوجود موقع او مكان محدد لتداول الاوراق المالية المختلفة وبموجب اجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيات محددة بقانون السوق ومحاط بشفافية للافصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر ، ويمتاز هذا السوق بهيكلة التنظيمي والمؤسسي المنظم ويدار السوق من قبل لجنة تسمى لجنة البورصة او لجنة السوق وتتكون من اعضاء وممثلين عن الشركات المسجلة في السوق والوسطاء مثل بورصة نيويورك ، بورصة لندن ، وبورصة طوكيو ... وغيرها .

ثانياً : السوق غير المنظمة Unorganized Exchange Market

وهي سوق عُرفية ليس لها اطار مؤسسي او هيكل تنظيمي محدد وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً (حدود السوق) وتتداول فيها الاوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري اساس آلية السعر⁽¹⁹⁾ ، وتدار السوق المنظمة من قبل مجموعة من التجار يرتبطون بشبكة اتصالات قوية (هاتفية او حاسوب وغيرها) تمكنهم من تحديد افضل الاسعار ويعد هؤلاء التجار بمثابة صناع

السوق (Market Manekr) للجملة او المفرد وغالبا ما ينظم المتعاملون في هذه السوق بجمعية او رابطة تسمى بالجمعية الوطنية لتجارة الاوراق المالية (NasD) كما هو الحال في امريكا (20) ، وهي تنقسم بدورها الى انواع:

4- انواع الاوراق المالية.

1- الاسهم العادية Comment Stocks :

تمثل اداة الملكية في الشركات المساهمة العامة وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة الدفترية للتداول في بورصة الاوراق المالية بالطرق التجارية إذ تمثل مشاركة في رأس مال احدى الشركات ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي ساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموعة من الحصص سواء كانت حصة نقدية او عينية وتمر الاسهم العادية بمرحلتين في التعامل ، في المرحلة الاولى يجري الاكتتاب العام عليها في الاسواق الاولى ولذلك فإنها تعد اضافة حقيقية الى رأسمال الشركة وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الاسهم كأداة استثمارية تعرض في الاسواق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب ، ومن ثم فان هذه المرحلة لا تمثل اي اضافة الى رأسمال الشركة ، بل هي مجرد عملية تداول بين البائعين والمشتريين والوسطاء ونقل حقوق الملكية من شخص الى اخر وبذلك فان المستثمر يحصل على اسهم الشركات في كل من الاسواق الاولى والاسواق الثانوية (21) ، ويتمتع حامل الاسهم العادية بمجموعة من الحقوق من اهمها (22).

- 1- الحق في الحصول على حصة من اصول الشركة بقيمة (نسبة) ما يملكه من الاسهم .
- 2- الحق في تحويل ملكية الاسهم من شخص الى اخر .
- 3- الحق في الحصول على الارباح التي يتقرر توزيعها .
- 4- الحق في الاطلاع على دفاتر الشركة .
- 5- الحق في حضور الجمعيات العمومية للمساهمين .

2- الأسهم الممتازة Preferred Stocks

وهي ادوات مالية تجمع بين سمات الاسهم العادية والسندات وهي تمثل حقوق ملكية في الشركات التي تصدرها ، لكن لا يشارك اصحاب هذه الاسهم في الارباح الزائدة عن النسبة المقررة كما لا يشاركون في الادارة وتدفع ارباح الاسهم الممتازة بغض النظر عن نتائج الاعمال وعادة ما تؤخذ بنسبة يتفق عليها مسبقاً (23) وللأسهم الممتازة مجموعة خصائص وتتميز عن غيرها من الاسهم بما يلي:

أ- تصدر الاسهم الممتازة بقيمة اسمية مثبتة بشهادة السهم وهي قيمة ملزمة على اساسها تحسب الارباح الممتازة وليس هناك قيمة اسمية محددة او قد يصدر السهم الممتاز بفئات

ب- للأسهم الممتازة أسبقية في موجودات الجهة المصدرة عند التصفية قبل حملة الاسهم العادية .

ت- يجب ان يحصل السهم الممتاز على مقسومه قبل حملة الأسهم العادية وقد يتراكم هذا المقسوم للسنوات اللاحقة في حال عدم دفعه الا اذا نص على خلاف ذلك.

ث- يعد السهم الممتاز من ادوات الملكية فليس له تاريخ استحقاق معين الا اذا تضمن شروط إضافية قبل الاستدعاء او الإخفاء (24) .

3- السندات Bonds

هي صكوك مديونية تصدرها الشركات الضخمة او الحكومة تدفع قيمتها مع الفوائد في موعد لاحق محدد مسبقاً والسند قابل للتداول ويتميز بدرجة عالية من السيولة ويقوم البنك المركزي في أي دولة بالتحكم في السيولة النقدية عن طريق الموافقة على اصدار السندات الحكومية، والسندات هي جزء من المديونية بمعنى ان من يشتري سنداً فهو دائن للشركة ويجعل على القيمة الاسمية للسند في تاريخ محدد مسبقاً بغض النظر عن اداء الشركة لذا فان حملة السندات يحصلون على عائد بسيط ومخاطر بسيطة (25) .

ثالثاً: تأثير الاستثمار المحفزي على الاقتصاد الوطني :

1- التأثير من خلال سوق الأوراق المالية :

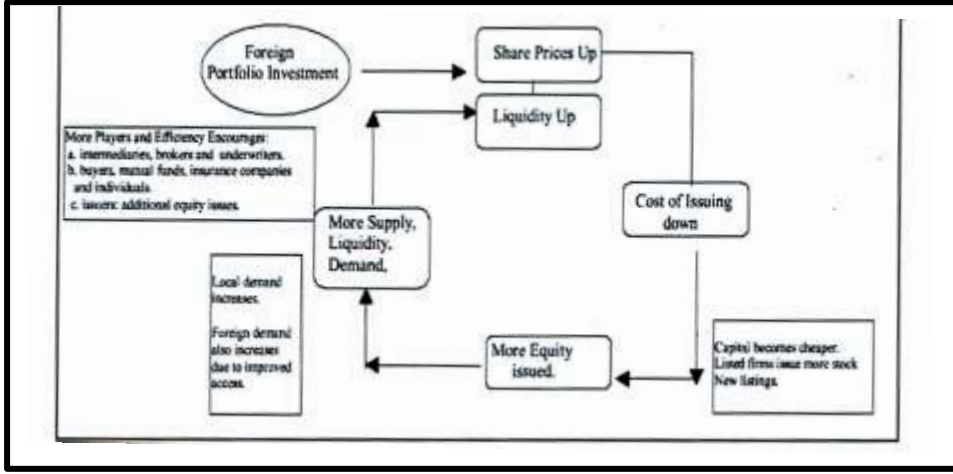
يؤثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على الاقتصاد من خلال ارتباطه بسوق الأوراق المالية المحلية إذ إن الاستثمار المحفزي يعطي الاتجاه التصاعدي لسوق الاسهم المحلية وهذا له تأثير على نسبة الربح / سعر الشركات (P/E) فارتفاع هذه النسبة يؤدي الى انخفاض تكلفة التمويل وهذا بدوره يمكن ان يؤدي الى كمية اكبر من الاستثمار فضلاً عن انخفاض تكلفة رأس المال وارتفاع حصتها في السوق المزدهر يمكن ان تشجع قضايا المساواة وارتفاع اقساط التأمين ومع ذلك فانه يجب توضيح ان تلك الاستثمارات في الاسهم قد لا تؤدي دائماً الى زيادة في الاستثمار الحقيقي في القطاع الخاص وذلك لان معظم مشتريات الأوراق المالية هي في السوق الثانوي بدلاً من شراء الاسهم المحررة حديثاً.

الاثار الاول هو ان زيادة سعر السهم بدلاً من التدفق لاموال الشركات التي ترغب في زيادة الاستثمار أو ان زيادة الثروة من المستثمرين المحليين قد تزيد في الواقع الاستهلاك وبهذه الطريقة فان تدفق رأس المال يمكن ان يكون توجه نحو الاستهلاك وهذه الميزات السلبية للاستثمار الاجنبي غير المباشر يمكن تقليلها الى الضعف ،لان عادة ما يكون هناك جزء كبير من الاستثمار يأخذ شكل ارباح رأس المال بدلاً من ان تكون عبء على الاجانب على المدى القصير وعلى المدى المتوسط (26)

2- التأثير من خلال تطوير سوق الاسهم المحلية.

يعمل الاستثمار الاجنبي غير المباشر على تطوير سوق الاسهم المحلية من خلال المنافسة مع المؤسسات المالية الاجنبية وهذه المنافسة تحتم استيراد التكنولوجيا المالية الاكثر تطوراً والتكيف مع التكنولوجيا في البيئة المحلية وزيادة الاستثمار في معالجة المعلومات والخدمات المالية مزيد وكانت نتائج هذا التطور زيادة الكفاءة في تخصيص رأس المال وتقاسم المخاطر وان تطوير كفاءة رأس المال يجعل السوق المالية اكثر سيولة الامر الذي يؤدي الى انخفاض تكلفة رأس المال الاجنبي لان المحافظ الاجنبية تكون اكثر تنوعاً من المحافظ الوطنية وهي بذلك تكون اكثر كفاءة في تقليل المخاطر الخاصة بكل بلد مما أدى الى انخفاض علاوة المخاطر . وان وجود سوق اسهم متطورة يؤثر على جانب الطلب ايضاً إذ يوفر للمستثمرين مجموعة واسعة من الاصول وبدرجات متفاوتة من المخاطر والعائد والسيولة وهذه الزيادة في الاصول ووجود سوق للأوراق المالية توفر للمدخرين المزيد من السيولة والخيارات ومن ثم تحملها المزيد من المدخرات مما أدى الى زيادة المنافسة من المؤسسات المالية الاجنبية وهذا بدوره مهد الطريق ايضاً لسوق المشتقات كل هذا جاء وفقاً للاعتقاد السائد في تشجيع المدخرات في الصكوك ذات الصلة بالأسهم مما يؤدي بدوره الى زيادة معدل الادخار المحلي ويحسن تكوين رأس المال ويوضح المخطط الآتي كيف تؤثر استثمارات المحافظ الاجنبية على الاقتصاد من خلال اسواق الاسهم .

مخطط توضيحي عن كيفية تشجيع رأس المال الأجنبي في السوق المالية الرئيسية والثانوية



Source : Adapted from " Investment funds in Emerging market" IFC lesson of Experienc series July 1996. International Finance corporation , washing ton D.C. USA.

المبحث الثاني

واقع سوق العراق للأوراق المالية

أولاً : سوق العراق للأوراق المالية (المفهوم - الاهداف)

1- مفهوم سوق العراق للأوراق المالية :

هو مؤسسة ذات نفع عام لا تستهدف الربح في اعمالها تمويل ذاتيا ويتولى ادارتها مجلس المحافظين الذي يمثل مختلف الشرائح الاقتصادية في البلد وتعتبر الاعمال التي يقوم بها السوق في علاقته التجارية فيما لا يتعارض مع احكام سوق العراق للأوراق المالية .

2- أهداف سوق العراق للأوراق المالية (27).

يهدف سوق العراق للأوراق المالية الى تحقيق الاهداف الآتية :

- 1-تنظيم وتدريب اعضائه والشركات المدرجة بطريقة تتناسب مع هدف حماية وتعزيز ثقة المستثمرين به .
- 2- تعزيز مصالح المستثمرين بسوق حرة يوثق بها ، أمانة ، فعالة ، تنافسية وتنسم بالشفافية .
- 3- تنظيم وتبسيط تعاملات الاوراق المالية بصورة عادلة وفعالة ومنظمة وبضمنها عمليات المقاصة والتسوية لهذه المعاملات .
- 4- تنظيم تعاملات اعضائه بكل ما له صلة بشراء وبيع الاوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الاطراف ووسائل حماية مصالحهم المشروعة .
- 5- تطوير سوق المال في العراق بما يخدم الاقتصاد الوطني ويساعد الشركات في بناء رؤوس الاموال اللازمة للاستثمار .
- 6- توعية المستثمرين العراقيين والاجانب بشأن فرص الاستثمار في السوق .
- 7- جمع وتحليل ونشر الاحصاءات والمعلومات الضرورية لتحقيق الاهداف المنصوص عليها في النظام .
- 8- التواصل مع اسواق الاوراق المالية في العالم العربي والاسواق العالمية بهدف تطوير السوق.
- 9- القيام بخدمات ونشاطات ضرورية اخرى لدعم اهدافه .

ثانياً : الأهمية النسبية للاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (2007-2014)

1- الأهمية النسبية لحجم التداول

يتضح من جدول (1) ان الأهمية النسبية لحجم التداول الاجنبي في سوق العراق للأوراق المالية متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض فبعد أن كانت أهمية التداول المشتراة للأجانب في عام 2007 (2.30%) ارتفعت هذه النسبة في عام 2008 الى 4.6 % بينما بلغت الأهمية النسبية لحجم التداول المباعة (1.6. %) و (3.39%) للسنوات نفسه وارتفعت هذه النسبة بشكل ملحوظ في عام 2009 حيث بلغت الأهمية النسبية لقيمة التداول المشتراة للأجانب (25.6 %) و (19.9 %) لقيمة التداول المباع للأجانب وجاءت هذه الأهمية بعد تحسن الظروف واجراء العديد من التعديلات والتشريعات ومنها استبدال التداول اليدوي بالتداول الالكتروني في هذا العام ، وفي عام 2010 بلغت أهمية التداولات الاجنبية المشتراة (15.7 %) وكانت أهمية التداولات المباعة بلغت (2.07%) ونلاحظ ارتفاع أهمية حجم التداولات الاجنبية (بيع وشراء) بشكل واضح في عام 2013 حيث بلغت الأهمية النسبية لقيمة التداولات المشتراة (40.4 %) بينما بلغت أهمية التداولات المباعة (5.9%) وجاءت هذه الأهمية المرتفعة نتيجة زيادة حجم الاستثمارات الاجنبية في القطاعات الاقتصادية المختلفة وبشكل خاص قطاع الاتصالات الذي تم ادراجه في هذا العام وزيادة اقبال المستثمرين على شراء اسهم شركة اسياسيل وبلغت أهمية التداولات الاجنبية المشتراة في عام 2014 (12.5) في حين كانت أهمية التداولات المباعة (9.18%).

جدول (1) الأهمية النسبية لحجم التداول الاجنبي (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (2007 - 2014)

المدة	حجم التداول شراء	الأهمية النسبية %	حجم التداول بيع	الأهمية النسبية %
2007	* 10110	2.36	7011	1.64
2008	*14489	4.6	10239	3.39
2009	105710	25.6	82262	19.96
2010	62888	15.7	83193	2.07
2011	176499	18.7	48848	5.18
2012	54048	6.04	56085	6.27
2013	114980	40.48	169655	5.9
2014	112548	12.52	824832	9.18

المصدر : سوق العراق للاوراق المالية ، التقارير السنوية لسنوات متفرقة
* تم تقدير بيانات البيع والشراء لسنة 2007 ، 2008 ، لعدم نشر البيانات المتعلقة بالبيع والشراء من قبل السوق

2_ عدد الشركات

يتضح من جدول (2) ان أهمية الشركات المدرجة والمتداولة للأجانب في السوق اخذت بالارتفاع التدريجي خلال مدة البحث حيث بلغت في عام 2007 (17.6 %) لشركات البيع 29.4 % لشركات الشراء وفي عام 2008 بلغت أهمية الشركات المتداولة لشراء الأجانب (45.9%) بينما بلغت أهمية الشركات المتداولة لبيع (22.9%) وحققت الشركات المتداولة للأجانب ارتفاعاً ملحوظاً في عام (2009- 2010) إذ شكلت الأهمية النسبية للشركات المتداولة (بيع وشراء) (45.4) (75.2%) على التوالي بسبب تحسن ظروف البلاد الامنية والاقتصادية وزيادة الافصاح عن المعلومات والشفافية في التعاملات وفي عام 2011 بلغت أهمية الشركات المتداولة لبيع (72.2 %) (87.9 %) شراء ونلاحظ انخفاض عدد الشركات المتداولة (بيع وشراء) في عام (2013) إذ بلغت الأهمية النسبية لشركات البيع (75.9%) بعد ان كانت (82.5%) في العام السابق وذلك نتيجة شطب وابعاد الشركات الضعيفة التداول بعد اطلاق

مؤشر السوق isx price I(ndex في حين بلغت اهمية الشركات المتداولة لشراء الاجانب (83.5%) بعد ان كانت (86.2%) في العام 2012 وارتفعت هذه النسبة بشكل طفيف في عام 2014 وبلغت اهمية الشركات المتداولة (بيع وشراء) (80.7%) و (85.8%) على التوالي .
جدول (2) الأهمية النسبية للشركات المتداولة (بيع وشراء) في سوق العراق للأوراق المالية

(2014 - 2007)

المدة	الشركات المتداولة (بيع)	الأهمية النسبية * %	الشركات المتداولة شراء	الأهمية النسبية * %
2007 *	* 15	17.64	25	29.41
2008 *	* 20	22.9	40	45.97
2009	44	49.4	67	75.2
2010	60	72.28	73	87.95
2011	73	87.95	79	95.2
2012	66	82.5	69	86.3
2013	60	75.9	66	83.5
2014	63	80.8	67	85.89

* تم تقدير عدد الشركات المتداولة (بيع وشراء) في عامي 2007 و 2008 لعدم توفر بيانات خاصة بالبيع والشراء في السوق .

المصدر : بالاعتماد على تقارير وبيانات سوق العراق للأوراق المالية لسنوات متفرقة .
* الأهمية النسبية من اعداد الباحثة .

3- عدد العقود المنفذة

يلاحظ من جدول(3) ان عدد العقود التي نفذتها الشركات الاجنبية في سوق العراق للأوراق المالية في عام 2007 بلغ 189 الف عقد شراء و 148 عقد بيع وبلغت الأهمية النسبية لعقود الشراء 0.61% في حين شكلت عقود البيع (0.05%) وشهد عام 2005 تنفيذ 1742 الف عقد وبلغت الأهمية النسبية لعقود الشراء (5.6%) وكانت الأهمية النسبية لعقود البيع (4.3%) وشكلت أهمية العقود المنفذة للاجانب (بيع وشراء) نسبة (0.10%) (0.06%) في عام 2009 واستمرت أهمية العقود المنفذة من قبل الاجانب بالارتفاع والانخفاض في السنوات (2010- 2012) إذ بلغت أهمية عقود الشراء (0.08%) (0.17%) (0.07%) على التوالي بينما بلغت أهمية عقود البيع المنفذة من قبل الاجانب (0.01%) (0.03%) على التوالي وجاء هذا الارتفاع نتيجة لتحسن نشاط سوق العراق للأوراق المالية وشهد عام 2013 أهمية نسبية كبرى لعقود الشراء إذ بلغت أهمية عقود الشراء المنفذة (0.13%) و (0.06%) لعقود البيع وجاء هذا الارتفاع نتيجة اقبال المستثمرين على شراء اسهم شركة اسياسيل للاتصالات بشكل كبير في حين بلغت أهمية العقود المنفذة لشراء الاجانب (0.9%) وبلغت أهمية عقود البيع (0.08%) في عام 2014.

جدول(3) الأهمية النسبية للعقود المنفذة للأجانب (بيع وشراء) في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2014 - 2007)

المدة	العقود المنفذة (شراء)	الاهمية النسبية * %	العقود المنفذة (بيع)	الاهمية النسبية * %
2007	* 189	0.61	148	0.5
2008	* 1742	5.6	1342	4.3
2009	5072	10.2	300	0.60
2010	6121	8.5	792	1.10
2011	22549	17.0	3985	3.04
2012	10658	7.8	6780	4.9
2013	16580	13.0	7981	6.3
2014	10229	9.7	9027	8.6

* تم تقدير عقود البيع والشراء لسنة (2007- 2008) لعدم وجود بيانات خاصة بالبيع والشراء من قبل السوق .
المصدر : بالاعتماد على بيانات وتقارير سوق العراق للاوراق المالية لسنوات متفرقة .
* الاهمية النسبية من اعداد الباحثة .

المبحث الثالث

قياس وتحليل أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2014-2007) .

اولاً : قياس وتحليل أثر صافي الاستثمار الاجنبي (FIN) وحجم التداول الاجنبي (TVF) في مؤشر اسعار الاسهم (isx) .
اظهرت نتائج النموذج القياسي وباستخدام برنامج (Gretl) الآتي :

$$INISX=0.145+0.131InFin+ 0.252InTVF$$

$$S.E \quad 0.212 \quad 0.079 \quad 0.136$$

$$t \quad 0.120 \quad 3.653 \quad 2.836$$

$$P. value \quad 0.012 \quad 0.046 \quad 0.033$$

$$F= \quad 8.069 \quad p-value \quad F=R^2=0.81 \quad 0.042$$

$$R^2=0.738$$

$$D.W=1.77$$

يتبين من النتائج اعلاه :

- معنوية النموذج ككل من الناحية الاحصائية بدلالة قيمة اختبار F والتي بلغت (8.069) التي كانت معنوية احصائياً بمستوى 0.95 ويظهر ذلك من خلال قيمة P-value(F) التي كانت مساوية الى (0.042) وهي أقل من (0.05) كما يظهر معنوية (F) أي إن القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الجدولية ، مما يعني قبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم ، أي إن كلا من صافي الاستثمار الاجنبي (FIN) وحجم التداول الاجنبي (TVF) يؤثران على المتغير التابع (مؤشر اسعار الاسهم) (ISX) في سوق العراق للاوراق المالية .

- ويظهر اختبار (T) للمتغيرين الذي بلغ (3.65) و (2.83) لكل من صافي الاستثمار الاجنبي وحجم التداول الاجنبي .

- ان معلمة المتغيرين معنوية بدلالة (P-value (t) والتي بلغت (0.046) و (0.033) على الترتيب وهما أقل من (0.05) .

ويعني هذا ان ارتفاع صافي الاستثمار الاجنبي بنسبة (100%) يؤدي الى ارتفاع مؤشر اسعار الاسهم في سوق العراق بنسبة 13% وزيادة حجم التداول الاجنبي بنسبة (100%) يؤدي الى ارتفاع المؤشر في سوق العراق بنسبة 25% .

وتؤكد قيمة الخطأ المعياري القريبية من الصفر جودة خط الانحدار وبلغ معامل التحديد المعدل (R^2) (73.8) ويعكس مقدار التغيرات الحاصلة في المتغيرات التابعة وتم تفسيرها من قبل المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج .

وبلغت قيمة احصائه ($D.W=1.77$) ، مما يؤكد خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي المتعدد للمتغيرات العشوائية عند مستوى دلالة (1%) اذ إنها تقع في منطقة الحسم ($dL < D.W < du$) .

ويشير اختبار (Klein) الى خلو النموذج المقدر من مشكلة التعدد الخطي التام بين المتغيرات المستقلة اذ إن ($r < R^2$) ($0.63 < 0.73$) .

فضلاً عن ان التحليل اللوغارتمي المزدوج للنموذج المقدر من الانتشار الاسي للبيانات الى الانتشار الخطي يقلل من احتمالية تباعد التباين عن خط الانحدار في المجتمعات الفرعية ، ومن ثم يمكن اعتماد معلمات النموذج المقدر .

ثانياً: قياس وتحليل أثر صافي الاستثمار الاجنبي (FIN) وحجم التداول الاجنبي (TVF) في حجم التداول الكلي (TV) .

وكانت النتائج على النحو الاتي :

INTV=	7.905	+ 0.144	INFin	+ 0.622	In TVF
S.E	3.939	0.257		0.444	
t	2.00	1.959		2.39	
p-value (t)	0.138	0.0249		0.041	
F=	9.057				p-value F= 0.038
R^2 =	0.772				
D.W =	1.57				

- ان اشارة المعلمات الموجبة تتطابق مع النظرية الاقتصادية بوجود علاقة طردية بين كل من صافي الاستثمار الاجنبي وحجم التداول الاجنبي مع حجم التداول الكلي .

- معنوية النموذج ككل من الناحية الاحصائية بدلالة قيمة اختبار (F) والتي بلغت (9.057) وكانت مقبولة احصائياً بمستوى 0.95 ويظهر ذلك من خلال قيمة (F) **P-value** التي كانت (0.038) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني ان القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الجدولية مما يعني قبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم أي ان صافي الاستثمار الاجنبي (FIN) وحجم التداول الاجنبي (TVF) يؤثران في المتغير التابع (حجم التداول الكلي) في سوق العراق للأوراق المالية .

وتظهر احصاءة **t** لمعلمتي المتغيرين المستقلين (FIN) و (TVF) والتي بلغت (1.95) و (2.39) على الترتيب ، معنوية بدلالة (**P-value (t)**) والتي بلغت (0.024) و (0.041) على التوالي وهما اقل من (0.05) وهذا يعني ان زيادة صافي الاستثمار الاجنبي في سوق العراق للأوراق المالية بنسبة (100%) يؤدي الى ارتفاع حجم التداول الكلي بنسبة (14%) وزيادة حجم التداول الاجنبي بنسبة (100%) يترتب عليه ارتفاع حجم التداول الكلي في سوق العراق للأوراق المالية بنسبة (62%) .

وبلغ معامل التحديد المعدل (R^2) (77.2%) ويعني ان النموذج يفسر (77%) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والنسبة المتبقية هي لمتغيرات لم تدخل في النموذج واخرى تدخل في المتغير العشوائي .

اما فيما يتعلق باختبار (Durbin Watson) فانها تقع بين $dL < D.W < du$ وعليه فانها في منطقة الحسم وبالتالي قبول الانموذج كونه خال من مشكلة الارتباط الذاتي (The Autocorrelation problem).

اما اختبار (klein) يشير خلو النموذج المقدر من مشكلة التعدد الخطي التام بين المتغيرات اذ إن $(r < R^2)$ ($0.68 < 0.77$).

ثالثاً: قياس وتحليل أثر صافي الاستثمار الاجنبي (Fin) وحجم التداول الاجنبي (TVF) في القيمة السوقية (Mc).

كانت نتائج الانموذج القياسي على النحو الآتي :

$$\ln Mc = 10.4.3 - 0.012 \ln Fin + 0.433 \ln TVF$$

$$S.E \quad 2.222 \quad 0.1455 \quad 0.2309$$

$$t \quad 4.68 \quad (2.085) \quad 3.726$$

$$P\text{-value} \quad 0.018 \quad 0.337 \quad 0.022$$

$$F = 7.288 \quad P\text{-value} = 0.049$$

$$R^2 = 0.720$$

$$D.W = 1.355$$

- معنوية النموذج ككل من الناحية الاحصائية بدلالة قيمة اختبار (F) والتي بلغت (7.288) وكانت مقبولة احصائية ويظهر ذلك من خلال قيمة (F) $P\text{-value}$ التي كانت (0.049) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني ان قيمة (F) المحسوبة اكبر من القيمة الجدولية مما يعني قبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم أي إن صافي الاستثمار الاجنبي (FIN) وحجم التداول الاجنبي (TVF) يؤثران على القيمة السوقية الاجمالية لسوق العراق للأوراق المالية (المتغير التابع).

- وتظهر احصائية (t) لمعلمة صافي الاستثمار الاجنبي (Fin) معنوية احصائياً بدلالة ($P\text{-value } t$) لكن اشارة المعلمة سالبة أي ان العلاقة عكسية بين صافي الاستثمار الاجنبي (FIN) والقيمة السوقية وهذا يتعارض مع المنطق الاقتصادي بوجود علاقة موجبة (طردية). اما احصائية (t) لمعلمة حجم التداول الاجنبي (TVF) فكانت مقبولة اقتصادياً ومعنوية احصائياً اذ بلغت (3.726) و ($P\text{-value}$) (0.337) وهي اقل من (0.05).

وهذا يعني ان زيادة حجم التداول الاجنبي في سوق العراق للأوراق المالية بنسبة (100%) يؤدي الى زيادة القيمة السوقية الاجمالية بنسبة (43%) وبلغ معامل التحديد المعدل (R^2) (0.728) أي ان النموذج يفسر (72.8%) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والنسبة المتبقية هي المتغيرات لم تدخل ضمن النموذج او تدخل ضمن المتغير العشوائي.

وبلغت قيمة احصاءه (D.W) (1.35) مما يؤكد خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي المتعدد للمتغيرات العشوائية عند مستوى دلالة (1%) اذ انها تقع في منطقة الحسم $dL < D.W < du$.

اما اختبار (Klein) يشير خلو النموذج المقدر من مشكلة التعدد الخطي التام بين المتغيرات المستقلة اذ إن ($0.66 < 0.72$).

الاستنتاجات :

- 1- اثبتت نتائج تقدير النماذج القياسية تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر الممثل بصافي الاستثمار الاجنبي وحجم التداول الاجنبي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وهي المؤشر العام لأسعار الاسهم ، وحجم التداول الاجنبي والقيمة السوقية .
- 2- تمثل سوق الاوراق المالية اهم القنوات الرئيسة لجذب المدخرات المحلية والاجنبية إذ تعمل على توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية والتي تساعد بشكل كبير في تطوير وتوسيع المشروعات الاستثمارية
- 3- ساهم العمل بنظام التداول الالكتروني في سوق العراق للأوراق المالية في عام 2009 بشكل واسع وفعال في زيادة الاستثمار الاجنبي في السوق إذ إن الية الانتقال من التداول اليدوي الى التداول الالكتروني مكنت المستثمرين الاجانب من الدخول في السوق والتداول فيها عن بعد وهم خارج السوق وهذا من شأنه ان يزيد من اقبال المستثمرين على التداول ويؤدي الى زيادة حجم التداول .
- 4- ينجم عن الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة القصيرة الاجل عدم الاستقرار الاقتصادي للبلد المضيف له وذلك لاحتمال ان يتخذ المستثمر قرارا مفاجئا بالمغادرة لذلك يطلق على هذا النوع من الاستثمارات عادة اسم الاموال الساخنة .
- 5- للاستثمارات غير المباشرة دورٌ مهمٌ في تفعيل مؤشرات السوق متمثلا بزيادة الاهمية النسبية لهذه الاستثمارات إذ اوضحت هذه النسبة مدى مساهمة الاستثمار في تنشيط حركة البورصة .

التوصيات :

- 1- تحديد سوق الاوراق المالية وربطها بالأسواق العالمية وذلك من اجل جذب الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة لسوق الاوراق المالية وذلك بتوفير الاموال اللازمة لإقامة وتوسيع المشاريع الاستثمارية للمساهمين وتطوير السوق مع الالتزام بالقيود التي تجعل من هذا الانفتاح لا يتعارض مع السياسات الاقتصادية للدولة .
- 2- ضرورة تحسين مستوى الافصاح والشفافية عن المعلومات وكشف الشركات المدرجة في البورصة عن واقع ادائها من اجل جذب المزيد من المستثمرين الاجانب .
- 3- العمل على منح الحوافز والمزايا التفضيلية من اجل جذب المزيد من الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة إذ نجد ان المستثمر الاجنبي يبحث دائما عن الاستثمار في الدول التي تقدم له افضل الحوافز والمزايا وخاصة المتعلقة بالإعفاءات الضريبية .
- 4- العمل على تطوير القوانين والتنظيمات المنظمة للاستثمار وجعلها تتميز بالوضوح والشفافية والعمل على تطوير الهيئات الاستثمارية وذلك من اجل ضمان يقدم المعلومات الدقيقة حول الفرص الاستثمارية المتاحة .

الهوامش :

- 1-د. فريد النجار ، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، 2000 ، ص23.
- 2- Daniels , John D , Radebagy , LeeH , " Internatricanl Business Environments and operations " th Edition Prentice Hall , Australia , 2001 , p 11 .
- 3-د. دريد كامل آل شبيب ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 2009 ، ص50.
- 4-جيل برتان ، عن ترجمة مقلد علي ، الاستثمار الدولي ، منشورات عويدات ، بيروت ، ط2 ، 1982 ، ص11.
- 5-نزيه عبد المقصود مبروك ، الاثار الاقتصادية للاستثمارات الاجنبية ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، 2007 ، ص31.
- 6- د. اباد طاهر محمد ، صلاح حسن احمد ، الاستثمار الاجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الاسهم العادية ، دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية ، بحث منشور ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، 2013 ، ص105.
- 7-اميرة حسب الله محمد ، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية ، دراسة مقارنة ، تركيا ، كوريا الجنوبية ، مصر ، الدار الجامعية ، مصر ، 2005 ، ص44.
- 8-Evnas , Kimberly " Foreign Portfolio and Direct Investment complete tavity , Differences and Integration " International Economist , office of International Investment US. Department of the Trashy , Shanghai , 2002 , p.2
- 9-د. أمين السيد أحمد لطفي ، التحليل المالي لاغراض تقييم ومراجعة لأداء الاستثمار في البورصة ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، 2007 ، ص 475.
- 10-د. محمد كمال أبو عمشة ، الاستثمار في اسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الاجنبية ، دراسة حالة بورصة قطر ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العدد – 61-62 ، 2013 ، ص75.
- 11-د. محمد الحساوي ، ونهال فريد مصطفى ، مبادئ وأساسات الاستثمار ، المكتب الجامعي الحديث ، 2006 ، ص 243.
- 12-د. عبد الغفار حنفي ، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، أسهم سندات ، وثائق الاستثمار - الخيارات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2007 ، ص 204.
- 13-محمود محمد الداغر ، الاسواق المالية ، مؤسسات – اوراق – بورصات ، ط1 ، دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 2005 ، ص 189.
- 14-د. ضياء مجيد موسوي ، البورصات (اسواق المال وادواتها) ، الاسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، 2005 ، ص 6-7.
- 15-د. جمال جويدان الجمل ، الاسواق المالية والنقدية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 2002 ، ص38.
- 16-عصران جلال عصران ، الاستثمار غير المباشر في محافظ الاوراق المالية ، دار التعليم الجامعي ، الاسكندرية ، مصر ، 2010 ، ص 276.
- 17-بشير هادي وآخرون ، الأسواق المالية : الاطار العام ومقومات النجاح ، مجلة الادارة والاقتصاد ، جامعة البصرة ، المجلد 2 ، العدد 4 ، 2008 ، ص 166-169.
- 18-فيصل محمود الشاورة ، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية (الأسس النظرية والعملية) ، ط1 ، دار وائل للنشر ، 2008 ، ص57.
- 19-محمد صالح الحساوي وجلال ابراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ، الاسكندرية ، 2005 ، ص 60-70.
- 20-محمد عوض عبد الجواد ، وعلي ابراهيم الشريقات ، الاستثمار في البورصة (اسم – سندات – اوراق مالية) ، ط1 ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 2006 ، ص88-89.
- 21-محمد صالح الحناوي وآخرون ، اسواق المال والمؤسسات المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، 2004 ، ص10.
- 22-فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، مصر ، 1999 ، ص151.
- 23-أرشد فؤاد التميمي واسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية ، ط1 ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 2004 ، ص 67.

- 24-د. محمد محمود عبد ربه ، مخاطر الاعتماد وعلى البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، 2000 ، ص 8.
- 25-Parthapratimepal " foreign portfolio investment stock market and Economic Development A case study of India " Draft paper submitted for the Annual conference on Development and change mission : promoting Development in a Globalize world , Sao Paulo , Brazil , November 18-20-2006 , p 2-5
- 26-سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الخامس ، 2008 ، ص 7-8 .

المصادر .

- 1-النجار فريد ، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، 2000 .
- 2- Daniels , John D , Radebagy , LeeH , " Internatricanl Business Environments and operations " th Edition Prentice Hall , Australia , 2001.
- 3-آل شبيب دريد كامل ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 2009 .
- 4-جيل برتان ، عن ترجمة مقلد علي ، الاستثمار الدولي ، منشورات عويدات ، بيروت ، ط2 ، 1982 .
- 5-مبروك نزيه عبد المقصود ، الاثار الاقتصادية للاستثمارات الاجنبية ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، 2007 .
- 6- محمد اياد طاهر ، صلاح حسن احمد ، الاستثمار الاجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الاسهم العادية ، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية ، بحث منشور ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، 2013.
- 7-محمد اميرة حسب الله ، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية ، دراسة مقارنة ، تركيا ، كوريا الجنوبية ، مصر ، الدار الجامعية ، مصر ، 2005 .
- 8-Evnas , Kimberly " Foreign Portfolio and Direct Investment complete tavity , Differences and Integration " International Economist , office of International Investment US. Department of the Trashy , Shanghai , 2002.
- 9-لطفي أمين السيد أحمد ، التحليل المالي لاغراض تقييم ومراجعة لأداء الاستثمار في البورصة ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، 2007 .
- 10-أبو عمشة محمد كمال ، الاستثمار في اسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الاجنبية ، دراسة حالة بورصة قطر ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العدد — 61-62 ، 2013 .
- 11-الحسناوي محمد ، ونهال فريد مصطفى ، مبادئ وأساسات الاستثمار ، المكتب الجامعي الحديث ، 2006.
- 12-حنفي عبد الغفار ، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، أسهم سندات ، وثائق الاستثمار - الخيارات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2007 .
- 13-الداغر محمود محمد ، الاسواق المالية ، مؤسسات - أوراق - بورصات ، ط1 ، دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 2005 .