



**Tikrit Journal of Administrative
And Economics Sciences**
مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية

ISSN: 1813-1719 (Print)



**Impact of indirect foreign investment on the market value and the
real value of shares: An analytical study in the Iraqi Stock Exchange**

Researcher: Baheer Saadoon Hasan
College of Administration and Economics
University of Baghdad

basheer.saadoun1203a@coadec.uobaghdad.edu.iq

Prof. Dr. Ayad Taher M.Al-Jubouri
College of Administration and Economics
University of Baghdad

ayad_tahir@coadec.uobaghdad.edu.iq

Abstract

The research aims to study the level of influence of the ratio of trading and foreign ownership on the real market value of the shares of the researched companies. The study population was represented by the Iraq Stock Exchange, and the study sample, which was chosen in an intentional and conditional manner, included (13) companies listed in the Iraq Stock Exchange. (2014-2020). The researcher also adopted financial methods and statistical methods. The financial methods represented trading volumes, ownership, market value of the share, earnings per share, the required rate of return and the real value of the share, while the statistical methods represented the arithmetic mean, standard deviation, coefficient of variation, and percentage change, as well as methods of inferential statistics represented by linear regression. (SPSS V.26, Excel 2010) to test research hypotheses. The researcher reached several results, most notably the presence of a significant effect of foreign trading on the market value of company shares, and the absence of a significant effect of trading and foreign ownership on the real value of the shares of the research sample companies.

Keywords: Indirect foreign investment - the market value of the share - the real value of the share.

**تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر في القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأسهم:
دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية**

أ.م.د. أياد طاهر محمد الجبوري
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة بغداد

الباحث: بشير سعدون حسن
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة بغداد

المستخلص

يهدف البحث الى دراسة مستوى تأثير نسبة التداول والتملك الاجنبي في القيمة السوقية والحقيقية لاسهم الشركات المبحوثة. وتمثل مجتمع الدراسة بسوق العراق للأوراق المالية واما عينة الدراسة والتي تم اختيارها بطريقة قصدية مشروطة وضمت (13) شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وتم جمع البيانات والمعلومات عن طريق القوائم المالية الصادرة عن شركات عينة الدراسة والتقارير المالية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2014-2020).

كما اعتمد الباحثان الاساليب المالية والاساليب الاحصائية وتمثلت الاساليب المالية بأحجام التداول والتملك والقيمة السوقية للسهم وربحية السهم الواحد ومعدل العائد المطلوب والقيمة الحقيقية للسهم، فيما تمثلت الاساليب الاحصائية بالوسط الحسابي والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف ونسبة التغير، فضلاً عن اساليب الاحصاء الاستدلالي والتمثلة بالانحدار الخطي البسيط عبر التطبيقات (SPSS V.26, Excel 2010) لاختبار فرضيات البحث. وقد توصل الباحثان الى عدة نتائج كان من أبرزها وجود تأثير معنوي للتداول الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم الشركات، وعدم وجود تأثير معنوي للتداول ولتملك الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار الاجنبي غير المباشر – القيمة السوقية للسهم/ القيمة الحقيقية للسهم.

المقدمة

ساعد تكامل عولمة الاسواق المالية الى تدفق رؤوس الاموال الاجنبية، وتزايد الاعتراف بان هذه التدفقات ذات فائدة للمستثمرين والشركات المحلية وبالتالي انعكاسه ايجاباً على البلدان المضيفة، وان الاستثمار الاجنبي غير المباشر يأخذ شكل الاستثمار في الموجودات المالية عن طريق عمليات شراء وبيع الاسهم والسندات، اذ ان الاستثمار الاجنبي غير المباشر احد العوامل المهمة التي تدخل بصورة مباشرة في تحريك قيم الاسهم في الاسواق المالية، لذا دفعت هذه الاسباب الى دراسة المتغيرات المتمثلة (الاستثمار الاجنبي غير المباشر، والقيمة السوقية للسهم، والقيمة الحقيقية للسهم) للوقوف على مدى تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر في القيمة السوقية والحقيقية لاسهم، وجاءت اهمية البحث من خلال تسليط الضوء على الدور الرئيسي للاستثمار الاجنبي غير المباشر في تحفيز وتطوير سوق العراق للأوراق المالية اذ يعمل على زيادة سيولة واسعار الاسهم في السوق نتيجة توسع قاعدة المستثمرين، وتوجيه انظار الشركات الى زيادة الاهتمام بالإدارة المالية والتي تختص بدراسة العوامل المؤثرة على قيم الاسهم. وأعد الباحثان عدد من الفرضيات المنبثقة من مشكلة وتساؤلات الدراسة ووضع لها الانموذج الفرضي وتم اختبار الفرضيات عبر الاساليب الاحصائية، عن طريق دراسة المؤشرات المالية الخاصة بشركات عينة البحث للمدة (2014-2020).

ولتحقيق هدف البحث تم تقسيمه الى أربع مباحث، اذ تناول المبحث الاول منهجية البحث وبعض الدراسات السابقة، كما وُحُصص المبحث الثاني للإطار النظري، فيما تناول المبحث الثالث الجانب العملي والذي وُحُصص لتحليل البيانات ومناقشة النتائج، واما المبحث الاخير فخصص لذكر أبرز الاستنتاجات.

المبحث الاول: منهجية البحث وبعض الدراسات السابقة

اولاً. منهجية البحث: تُمثل المنهجية الركيزة الاساسية لأي بحث علمي، اذ تعد المنهجية خارطة الطريق التي تُرشد الباحثان الى المسار السليم لترتيب الخطوات وتنظيم المعلومات لكي يتم عرضها بشكل منطقي ويتنسيق متصل، وتضمنت منهجية البحث مشكلة البحث والاهمية والاهداف والفرضيات والمخطط الفرضي ومجتمع وعينة البحث والاساليب الاحصائية التي تم استخدامها.

١. مشكلة البحث: يلعب الاستثمار الاجنبي غير المباشر دوراً مهماً في تحفيز وتطوير الاسواق المالية المحلية، اذ يؤدي التداول الاجنبي الى زيادة فعالية السوق مما يجعل السوق أكثر سيولة ويُحرك اسعار الاسهم نتيجة توسيع قاعدة المستثمرين، فضلاً عن مساهمة الاستثمار الاجنبي غير المباشر بصورة مباشرة في عملية تمويل الشركات المحلية ويكون من خلال المشاركة بالملكية عن طريق شراء أسهم تلك الشركات، وتتأثر قيم اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

بمجموعة من العوامل، وقد تكون بعض هذه العوامل لها انعكاسات ايجابية او سلبية على قيم اسهم هذه الشركات، اذ يعد الاستثمار الاجنبي غير المباشر احد العوامل المهمة في تنشيط الاستثمار بالأسهم العادية، وبالتالي يحاول الباحثان تحديد مدى تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر في قيم الاسهم في الاسواق المالية سواء كانت القيمة السوقية او القيمة الحقيقية. لذا تتجسد مشكلة البحث في التساؤلات الآتية:

أ. هل ان زيادة حجم التداول والتملك الاجنبي يؤدي الى الزيادة في القيمة السوقية لاسهم شركات عينة البحث؟

ب. هل ان زيادة حجم التداول والتملك الاجنبي يؤدي الى الزيادة في القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث؟

٢. أهمية البحث: وجاءت أهمية البحث من خلال تسليط الضوء على الدور الرئيسي للاستثمار الاجنبي غير المباشر في تحفيز وتطوير سوق العراق للأوراق المالية اذ يعمل على زيادة سيولة واسعار الاسهم في السوق نتيجة توسع قاعدة المستثمرين، وايضاً توجيه انظار الشركات الى زيادة الاهتمام بالإدارة المالية والتي تختص بدراسة العوامل المؤثرة على قيم الاسهم فضلاً عن تعظيم قيمة الشركة.

٣. أهداف البحث: ويسعى البحث الى تحقيق الاهداف الآتية:

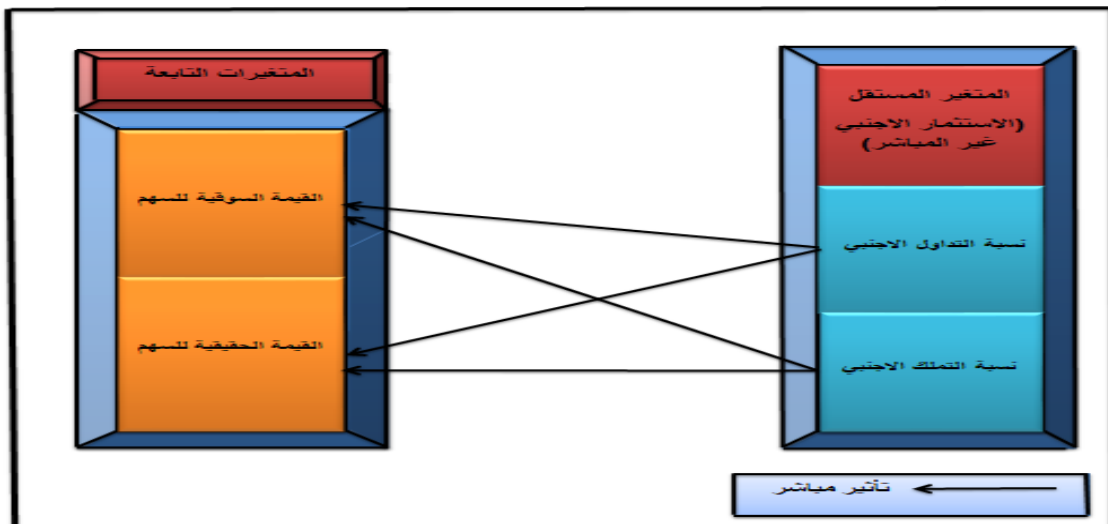
أ. الاسهام في اغناء الجانب المعرفي لمتغيرات البحث (الاستثمار الاجنبي غير المباشر، قيمة الاسهم السوقية والحقيقية) فضلاً عن الجوانب التحليلية والتطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية.

ب. الوقوف على مستوى تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر على الشركات عينة البحث من حيث القيمة السوقية والحقيقية للأسهم.

ج. اثاره اهتمام الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بصورة عامة بهذه الموضوعات الحيوية، فضلاً عن تقديم بعض التوصيات الملائمة.

د. يحاول البحث التوصل الى نتائج يمكن من خلالها تعزيز الاهتمام بالاستثمار الاجنبي غير المباشر وقيم أسهم الشركات عينة البحث.

٤. المخطط الفرضي:



الشكل (١): المخطط الفرضي للبحث

٥. فرضيات البحث: أعد الباحثان عدد من الفرضيات المنبثقة من مشكلة الدراسة ومخططها الفرضي وكالاتي:

أ. الفرضية الاولى: يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التداول الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم شركات عينة البحث.

ب. الفرضية الثانية: يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التداول الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث.

ج. الفرضية الثالثة: يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التملك الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم شركات عينة البحث.

د. الفرضية الرابعة: يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التملك الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث.

٦. مجتمع وعينة البحث: يُمثل سوق العراق للأوراق المالية مجتمعاً للبحث، فيما شملت عينة البحث (١٣) شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وقد تم انتقاء العينة بحسب معايير معينة تلبي متطلبات البحث والفترة (2014-2020) والموضحة في الجدول رقم (١) وكما يلي:

الجدول (١): عينة البحث

القطاع	ت	الشركات	الرمز المختصر	تاريخ التأسيس	راس المال عند التأسيس	تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية	راس المال عند الادراج	راس المال الحالي
الصناعة	1	بغداد للمشروبات الغازية	المشروبات	18/7/1989	70,000,000	15/6/2004	10,000,000,000	204,335,333,333
	2	الخيطة الحديثة	الخيطة	12/9/1988	6,000,000	8/7/2004	900,000,000	2,000,000,000
	3	الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية	الكندي	10/1/1990	15,000,000	25/7/2004	360,000,000	5,940,000,000
	4	العراقية للسجاد والمفروشات	السجاد	2/10/1989	5,000,000	25/7/2004	500,000,000	500,000,000
التأمين	5	الامين للتأمين	الامين	31/7/2000	150,000,000	38054.000	150,000,000	3,819,312,000
	6	الخليج للتأمين	الخليج	1/9/2004	1,000,000,000	39489.000	1,000,000,000	7,000,000,000
الخدمات	7	المعمورة للاستثمارات العقارية	المعمورة	19/1/1993	75,000,000	15/6/2004	2,700,000,000	22,780,000,000
	8	بغداد العراق للنقل العام	النقل العام	27/7/1987	10,000,000	8/7/2004	160,000,000	1,000,000,000
سياحة وفنادق	9	فندق بابل	بابل	10/4/1990	45,000,000	4/9/2004	300,000,000	2,000,000,000
	10	فندق بغداد	بغداد	1/8/1989	20,000,000	8/7/2004	180,000,000	3,844,800,000
	11	الوطنية للاستثمارات السياحية والمشاريع	الوطنية	8/5/1978	40,000,000	8/7/2004	432,000,000	6,253,175,025
زراعة	12	العراقية لانتاج وتسويق اللحوم	اللحوم	13/6/1987	40,000,000	3/8/2005	1,000,000,000	5,000,000,000
اتصالات	13	اسيا سيل للاتصالات	اسيا سيل	2/11/2011	270,012,000,000	5/12/2012	270,012,000,000	310,000,000,000

المصدر: من أعداد الباحثان بالاعتماد على المعلومات المنشورة في دليل الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة (٢٠٢١).

٧. الاساليب المالية والاحصائية:

أ. المؤشرات المالية:

❖ **حجم تداول الاسهم العادية:** وهو العدد الكلي للأسهم المتداولة لشركة ما في السوق المالي خلال مدة زمنية معينة، وهو المقياس الأكثر استخداماً في الابحاث التي تناولت علاقة حجم التداول بأسعار أسهم تلك الشركة (المشعل وآخرون، ٢٠١٥: ٤٣٩).

❖ **معدل العائد المطلوب:** (Frank & Shen, 2016: 17)

$$r_e = r_f + \beta_e (r_m - r_f)$$

اذ ان:

r_e = معدل العائد على الموجودات المالية، r_f = معدل العائد الخالي من المخاطرة، β_e = بيتا وتمثل المخاطر النظامية، r_m = معدل العائد على محفظة السوق.

وعن طريق استخدام البيانات التاريخية لعوائد السهم والسوق يتم اشتقاق مقياس بيتا: (Rossi, 2016: 607)

$$B_{im} = \frac{COV(R_i, R_M)}{\sigma^2(R_M)}$$

اذ ان:

B_{im} = معامل بيتا، $COV(R_i, R_M)$ = التباين المشترك (بين عائد السهم وعائد محفظة السوق)، $\sigma^2(R_M)$ = تباين معدل عائد محفظة السوق.

❖ **ربحية السهم الواحد:** (Atrill, 2017: 109)

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{الأرباح المتاحة للمساهمين العاديين}}{\text{عدد الاسهم العادية المصدرة}}$$

❖ **قيم السهم:** اذ تظهر تقارير سوق العراق للأوراق المالية اسعار اغلاق الاسهم والذي يمثل القيمة السوقية لاسهم الشركات، أما قيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث فيتم احتسابها وفق المعادلة الاتية: (Gitman & Zutter, 2015: 593)

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{\text{ربحية السهم الواحد}}{\text{معدل العائد المطلوب}}$$

ب. **المؤشرات المالية:** تم الاعتماد على الاساليب الاحصائية في تحليل العلاقات بين متغيرات البحث عن طريق استخدام برامج (Microsoft Excel 2010, SPSS V.26)، وذلك لحساب المتوسط الحسابي والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، ومن اجل اختبار العلاقات بين متغيرات البحث تم استخدام الانحدار الخطي البسيط، ولقياس التأثير بين متغيرات البحث تم استخدام اختبار (F) واختبار (T) والقيمة المعنوية (sig).

ثانياً. دراسات السابقة: اذ تعد الدراسات السابقة مرتكز اساسي يثري البحث وتُمثل نقطة انطلاق اولي، وسيتم عرض مجموعة من الدراسات العربية والاجنبية السابقة بهدف الاطلاع على آراء الباحثين بقدر تعلق الامر بموضوع البحث الحالي، وقد تم تصنيف هذه الدراسات بحسب تسلسلها الزمني.

أ. دراسة (Anayochukwu, 2012): عنوان الدراسة (تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر على عوائد سوق الأوراق المالية في نيجيريا)

The impact of foreign portfolio investment on stock market returns in Nigeria

تمثلت مشكلة الدراسة بالتساؤل فيما هل للاستثمار الاجنبي غير المباشر تأثير على عوائد سوق نيجيريا للأوراق المالية؟، وهدفت الدراسة الى الوقوف على مستوى تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر على عوائد سوق الأوراق المالية في نيجيريا، فيما تمثل مجتمع الدراسة بسوق نيجيريا للأوراق المالية، أما عينة الدراسة فهي تداولات المستثمرين الاجانب للفترة (1990-2009). وتم اعتماد مجموعة من الاساليب المالية والاحصائية تمثلت بأحجام التداول والقيمة السوقية للأسهم ونموذج الانحدار الخطي البسيط، ونموذج الانحدار الخطي (OLS)، وتوصل الباحثان الى مجموعة من الاستنتاجات من أبرزها وجود تأثير ايجابي للاستثمار الاجنبي غير المباشر على عوائد سوق نيجيريا للأوراق المالية.

ب. دراسة (مهدي، ٢٠١٤): عنوان الدراسة (أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر في بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية (دراسة تحليلية خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٣)

تمحورت مشكلة الدراسة بالتساؤل الاتي، ما هو مستوى تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر في مؤشرات تداول سوق العراق للأوراق المالية؟، وهدفت الدراسة الى الوقوف على مستوى تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر على مؤشرات (عدد الاسهم المتداولة وعدد العقود المنفذة) لسوق العراق للأوراق المالية، فيما تمثل مجتمع الدراسة بسوق العراق للأوراق المالية، أما عينة الدراسة فهي تداولات المستثمرين غير العراقيين للفترة (2007-2013)، واعتمد الباحثان على مجموعة من الاساليب المالية والاحصائية تمثلت بأحجام التداول والانحدار الخطي البسيط، وتوصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات كان من أبرزها وجود تأثير معنوي لمؤشرات التداول الاجنبي في مؤشرات التداول الرئيسية للسوق.

ج. دراسة (Haider et al, 2016)، عنوان الدراسة (محددات الاستثمار الاجنبي غير المباشر وآثارها على الصين)

Determinants of foreign portfolio investment and its effects on China

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على العوامل الاقتصادية التي تجذب الاستثمار الاجنبي غير المباشر الى الدولة المضيفة (الصين كنموذج)، فضلاً عن تحديد مستوى تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر على النمو الاقتصادي للدولة المضيفة، وذلك عن طريق تساؤل مثل مشكلة الدراسة، ماهي محددات الاستثمار الاجنبي غير المباشر وآثارها على هيكل الاقتصاد الصيني؟، وتمثل مجتمع الدراسة بسوق الصين للأوراق المالية، أما عينة الدراسة فهي تداولات المستثمرين الاجانب للفترة (1997-2014). وشملت الاساليب الاحصائية نموذج الانحدار المتعدد ونموذج الانحدار الذاتي الشريطي غير متجانس التباين (ARCH)، وقد تم استنتاج هناك تأثير للناتج المحلي الاجمالي وسعر الصرف على الاستثمار الاجنبي غير المباشر، فضلاً عن ان الاستثمار الاجنبي غير المباشر له تأثير ايجابي على النمو الاقتصادي والرخاء الاجتماعي وتحسين الظروف المعيشية لمواطني البلد.

د. دراسة (Shabbir & Muhammad, 2019): عنوان الدراسة (التأثير الديناميكي للاستثمار الاجنبي غير المباشر على اسعار الاسهم في باكستان)

The dynamic impact of foreign portfolio investment on stock prices in Pakistan

ان هذه الدراسة هدفت الى دراسة العلاقة الديناميكية قصيرة الاجل وطويلة الاجل بين الاستثمار الاجنبي غير المباشر واسعار الاسهم في سوق باكستان للأوراق المالية، وذلك للتوصل الى اجابة عن مشكلة الدراسة المتمثلة بالتساؤل الاساسي، هل يؤثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اسعار اسهم الشركات المدرجة في سوق باكستان للأوراق المالية؟، وذلك من خلال اعتماد سوق باكستان للأوراق المالية مجتمعاً للدراسة فيما تمثلت عينة الدراسة بالشركات المدرجة في سوق باكستان للأوراق المالية والتي تم التداول فيها من قبل الاستثمار الاجنبي غير المباشر للفترة (1984-2016). وتم استخدام نموذج الانحدار الذاتي الموزع (ARDL) ونموذج الانحدار التلقائي المتجه (VAR) كأساليب احصائية لاختبار فرضيات الدراسة، وتم التوصل الى وجود تأثير للاستثمار الاجنبي غير المباشر في اسعار الاسهم في سوق باكستان للأوراق المالية على المدى القصير، وعدم وجود تأثير للاستثمار الاجنبي غير المباشر في اسعار الاسهم في سوق باكستان للأوراق المالية على المدى الطويل.

وتميزت الدراسة الحالة عن سابقتها من خلال الجوانب الاتية:

١. شمولية البحث الحالي عن البحوث السابقة لتناوله الاستثمار الاجنبي غير المباشر من حيث نسب التداول ومن حيث نسب التملك، فضلاً عن عدم تطرق الدراسات السابقة لتأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر على القيمة الحقيقية للأسهم.
٢. مجتمع البحث تمثل بسوق العراق للأوراق المالية فضلاً عن حداثة الفترة الممتدة من 2014 الى 2020.

المبحث الثاني: الإطار النظري

اولاً. الاستثمار الاجنبي غير المباشر:

١. مفهوم الاستثمار الاجنبي غير المباشر: ويسمى ايضاً بالاستثمار الاجنبي المحفظي (FPI) (Foreign Portfolio Investment)، اذ يعمل الاستثمار الاجنبي غير المباشر على تحسين السيولة في سوق الاوراق المالية وتقليل المخاطرة عن طريق توزيع المخاطرة على قاعدة كبيرة من المستثمرين (Makoni, 2020: 101). وان الاستثمار الاجنبي غير المباشر يأخذ شكل التداول في الاسهم والسندات وهكذا نوع من الاستثمارات يفتقر فيه المستثمرون الى السيطرة او التأثير على الشركات المستثمر فيها عكس الاستثمار الاجنبي المباشر الذي يكون فيه المستثمرون عادةً لهم دور كبير في ادارة الشركة او المشروع الاستثماري، ولكن العامل المحفز للاستثمار الاجنبي غير المباشر هو الحصول على فوائد او عوائد مناسبة من هذه الاوراق المالية (Onyali & Okafor, 2014: 9)، فضلاً عن ان عملية انتقال اصول الاوراق المالية أكثر سرعة ومرونة (Ordu-Akkaya & Soytaş, 2020: 3). ويتميز الاستثمار في سوق الاوراق المالية عن غيره من الاستثمارات في العديد من العوامل، منها التغيير في معدل العائد بين فترة واخرى، ويوجد نوعين من عوائد الاوراق المالية وهي عوائد دورية وتسمى عوائد إيرادية والاخرى عوائد رأسمالية ناتجة عن التغيير بين سعر الشراء وسعر البيع، ويتميز هذا النوع من الاستثمارات

بإمكانية تخفيض درجة المخاطرة الاجمالية من خلال تنويع ادوات المحفظة الاستثمارية -AI- (Abedallat, 2012: 132). وايضاً فان الاستثمار الاجنبي غير المباشر يعمل على تنمية وتطوير الحياة الاقتصادية للدولة المضيفة، وتعتمد العديد من الدول على تشجيع مثل هكذا نوع من الاستثمارات بسبب حاجتها الى العملات الاجنبية، وبالتالي ينبغي ان توفر الدولة المضيفة قرارات مناسبة لجذب هذه استثمارات (Jelilov et al., 2020: 166). وعرف الاستثمار الاجنبي غير المباشر على انه ذلك الاستثمار عبر الحدود الدولية ويكون في الاوراق المالية بأنواعها المختلفة، وهدفه تنويع المخاطرة وتحقيق عوائد قصيرة وطويلة الاجل (Nwafor, 2020: 1). وايضاً عرف الاستثمار الاجنبي غير المباشر هو عملية تداول المستثمر الاجنبي بالأوراق المالية محلية (أسهم، سندات، ادوات مالية اخرى)، وتكون هذه الاوراق المالية صادرة ومضمونة من قبل حكومة البلد المضيف (AKINTOYE, 2021: 197).

٢. مميزات الاستثمار الاجنبي غير المباشر: ويتمتع الاستثمار الاجنبي غير المباشر بمجموعة من المميزات وكالاتي (صالح وعلي، ٢٠١٣: ٦٧) (ليبب، ٢٠١٩: ٩)

(Thapa & Poshakwale, 2012: 190) (Parashar, 2020: 45) (Taonezvi, 2019: 56) (Gong & Kim, 2011: 220) (Wanaguru, 2020: 207):

أ. امكانية الدخول والخروج بسهولة الى الاسواق المالية في البلد المضيف، ولا يحتاج الى مبالغ نقدية كبيرة للبدء في الاستثمار.

ب. صعوبة التحكم في مثل هذه الاستثمارات، وبالتالي فان خروج رؤوس الاموال بكميات كبيرة يؤدي الى زعزعة استقرار كل من الاسواق المالية والاقتصاد بشكل عام.

ج. يعد أحد الوسائل المهمة لتمويل البلدان المضيفة عندما تكون معدلات المدخرات المحلية قليلة، فضلاً عن تمويل الشركات المحلية عن طريق شراء أوراقها المالية.

د. محدد بالتجارة والمبادلة بالأوراق المالية الاجنبية.

هـ. ان الدخول الكثيف للمستثمرين الاجانب يؤدي الى زيادة عدد المشترين والبائعين للأوراق المالية وبالتالي يؤدي الى زيادة سيولة وعمق وكفاءة وتكامل الاسواق المالية المحلية بما يصب في تحفيز النمو الاقتصادي بشكل أفضل.

و. عادةً تكون هذه الاستثمارات قصيرة الاجل ولأغراض المضاربة وتكون امكانية خروجها بسهولة، وبالتالي تؤدي الى خفض اسعار الاوراق المالية بصورة مفاجئة.

ز. ان زيادة حركة رؤوس الاموال ما بين دخولها وخروجها يؤثر على قيمة العملة المحلية ايجاباً وسلباً، فعند دخول المستثمرين الاجانب يزداد الطلب على العملة المحلية فيرفع قيمتها، وعند خروج المستثمرين الاجانب يزداد الطلب على العملات الاجنبية فتتخفض قيمة العملة المحلية.

ثانياً. **الاسواق المالية:** تحتل الاسواق المالية مركز حيوي في النظم الاقتصادية المعاصرة، اذ تعد الاسواق المالية أحد العوامل الرئيسية لتحقيق الكفاءة الاقتصادية من خلال استغلال الموارد المالية، وذلك عن طريق تحويل الفائض من الاموال الموجودة كمخدرات متراكمة الى استخدامات انتاجية، وبالتالي تؤدي الى عملية توسيع القاعدة الانتاجية، وهذه الزيادة في الانتاجية تؤدي الى زيادة في توفير الفرص للعمالة وايضاً زيادة الدخل القومي وهذا كله يؤدي الى تحقيق التنمية الاقتصادية للبلد (Hondroyiannis et al., 2005: 6). ويتم في الاسواق المالية طرح الموجودات المالية المصدرة من قبل الحكومات والمؤسسات المالية والشركات بأنواعها المختلفة، وتتم داخل هذه

الاسواق عمليات المتاجرة بهذه الموجودات وتشمل أوراق المديونية (السندات) وأوراق الملكية (الاسهم العادية والممتازة) والمشتقات وغيرها، وهناك تصنيفات عديدة للأسواق المالية منها سوق النقد وسوق راس المال، وداخل كل تصنيف توجد تصنيفات أخرى منها اسواق فورية واسواق آجلة ومنها سوق اولي وسوق ثانوي (Kürthy et al., 2018: 48). والاسواق المالية هي البيئة التي تتم فيها عمليات تداول الأوراق المالية، حيث توفر هذه الاسواق المكان المناسب للمشتريين والبائعين المحتملين لأجراء عمليات تبادل الأوراق المالية (الاسهم والسندات والعملات والمشتقات المالية) اذ ان المشتقات تعد ادوات مالية مرتبطة بأصل اساسي، وفي هذه الاسواق يتم طرح اسعار الأوراق المالية في شاشات التداول، اذ تحتوي على سعر الطلب وسعر العرض، فسعر الطلب هو السعر الذي يرغب المشتري بدفعه لشراء الورقة المالية وبالمقابل فان سعر العرض هو السعر الذي يكون فيه البائع على استعداد لبيع الورقة المالية، وتختلف اسعار العرض والطلب بمرور الوقت بحسب المؤشرات الاقتصادية والمالية، وعندما تتطابق هذه الاسعار (العرض والطلب) تحدث الصفقة (Calesso et al., 2020: 3). وتُعرف الاسواق المالية على انها إطار تنظيمي يُمكن من خلاله شراء وبيع الادوات المالية (Howells & Bain, 2007: 17). كما عُرِفَت الاسواق المالية على انها الاماكن التي يجتمع فيها مجموعة من المشتريين والبائعين الذين يتداولون بالادوات المالية ويعقدون الصفقات، وتكون هذه الاسواق على عدة اشكال مادية او افتراضية او مختلطة (KULAL et al., 2020: 9).

ثالثاً. الاسهم العادية: الاسهم هي اداة ملكية وهي أكثر الأوراق المالية وضوحاً في المشهد المالي (Kidwell et al., 2012: 302). وتمنح الاسهم العادية لمالكيها مطالبات بتدفقات دخل مستقبلية متغيرة، والتي تُدفع من ارباح الشركة وتعرف بأرباح او توزيعات الاسهم، وبالمقابل لا يشترط على الشركات القيام بتوزيعات ارباح لحملة الاسهم العادية، اذ قد يتخذ مجلس الادارة احتجاز جميع الارباح لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة او تعديل الهيكل المالي للشركة او لأسباب أخرى (Howells & Bain, 2007: 304). وان امتلاك أسهم الشركة لا تجعل المستثمر مسؤولاً عن عمليات الشركة ولكنه يُمنح بعض التحكم بقدر الاسهم التي يمتلكها (KULAL et al., 2020: 57). وتُعرف الاسهم العادية على انها حقوق ملكية بدون اولوية في توزيعات الارباح او في حالة الافلاس (Ross et al, 2017: 215). وايضاً عُرِفَت الاسهم العادية على انها أوراق مالية صادرة عن الشركة تخول مالكيها الحصول على حصة في ملكية الشركة ويترتب على هذه الملكية حقوقاً معينة للمساهمين (Munk, 2018: 2).

وتتمتع الاسهم العادية بأنواع مختلفة من القيم، منها ما يستخدم في سجلات الشركة التاريخية وبعضها يستخدم بحسب ظروف واداء الشركة وظروف السوق المالية ونوجز كل نوع منها بالآتي:

١. **القيمة الاسمية:** القيمة الاسمية للأسهم العادية تم انشاؤها لأغراض قانونية في الميثاق الخاص بالشركة، وتكون هذه القيمة منخفضة وغالباً اقل من القيمة السوقية او القيم الأخرى (Gitman, 2006: 310)، وفي حالة بيع الشركة أسهم عادية جديدة يتم تسجيلها في الميزانية العمومية بالقيمة الاسمية والمبلغ الذي يزيد عن القيمة الاسمية يسجل باسم (اضافي راس المال المدفوع) ومن مزايا هذا التسجيل في انه في اي وقت يمكن العثور على العدد الاجمالي للأسهم العادية (Besley & Brigham, 2008: 267).

٢. **قيمة الاصدار:** تشير قيمة الاصدار الى السعر الذي يتم اصدار الاسهم به، وعادةً يتم اصدار الاسهم بسعر اعلى من القيمة الاسمية (KULAL et al., 2020: 61).
٣. **القيمة الدفترية:** تشير القيمة الدفترية الى سعر السهم في السجلات المالية للشركة (Baker & Powell, 2005: 104). ويتم حساب القيمة الدفترية للسهم الواحد من خلال قسمة حقوق الملكية على عدد الاسهم في التداول (Ross et al, 2003: 373).
٤. **القيمة السوقية:** هو سعر السهم الذي يتم تداوله في السوق المالي، وبمعنى اخر هو السعر الذي يقبل فيه المشتري شراء السهم ويقبل البائع فيه بيع السهم، وتمتاز هذه القيمة بعدم استقرارها لأنها تتقلب بشكل مستمر في الاسواق المالية، ويتم تحديد القيمة السوقية للسهم بحسب العرض والطلب، ويتأثر بعوامل عديدة منها توزيعات الارباح وإمكانية نمو الشركة وحجم الشركة وغيرها من العوامل (KULAL et al., 2020: 61). وتتمثل ثروة المساهمين في القيمة السوقية لأسهمهم في اي وقت، اذ ينبغي ان تؤدي القرارات المالية والاستثمارية التي تتخذها الشركة الى زيادة سعر السهم في السوق وبالتالي زيادة ثروة مساهميها (McMenamin, 2005: 140).
٥. **القيمة الحقيقية (العادلة):** تعتمد القيمة الحقيقية للسهم على التدفقات النقدية المتوقعة من السهم ومخاطر السهم ومعدل العائد المطلوب للمستثمر، وهذه القيمة مهمة بشكل خاص للمستثمرين لاستخدامها في قرارات الاستثمار (Melicher & Norton, 2017: 277). ويتم حساب القيمة الحقيقية من قبل المختصين والمحللين الماليين ومقارنتها بقيمة السهم في الاسواق المالية لاتخاذ قرار الشراء او البيع. (Subramanyam & Venkatachalam, 2007: 463) وقد تكون القيمة الجوهرية متساوية مع القيمة السوقية او غير متساوية، على الرغم من أنه ينبغي ان تكون متساوية في الاسواق المالية الكفوءة (McMenamin, 2005: 273).
٦. **قيمة التصفية:** وهو المبلغ الفعلي المدفوع لكل سهم من الاسهم العادية بعد تصفية الشركة، وتتم تصفية الشركة عن طريق تعيين وصي للأشرف على تصفية موجودات الشركة من خلال مزاد وتستخدم عائدات التصفية لتسديد جميع الالتزامات والديون والسندات والاسهم الممتازة والمبلغ المتبقي يُقسم على الاسهم العادية في التداول (Berk & DeMarzo, 2011: 587). وهذا المقياس أكثر واقعية من القيمة الدفترية لأنه يعتمد على القيمة السوقية الحالية لموجودات الشركة (Gitman & Zutter, 2015: 340).

المبحث الثالث: الجانب العملي (تحليل البيانات ومناقشة النتائج)

أولاً. تحليل البيانات:

- أ. نسب التداول الاجنبي: تشير نسبة التداول الاجنبي الى قسمة اجمالي التداول الاجنبي الناتج عن عمليات بيع وشراء المستثمرين الاجانب في أسهم الشركة على مجموع التداول الكلي للشركة خلال الفترة، ويوضح الجدول (٢) نسب التداول الاجنبي السنوي للشركات عينة البحث للفترة (2020-2014).

الجدول (٢): نسب التداول الاجنبي السنوي (%) لشركات عينة البحث للمدة (2020-2014)

القطاع	ت	الشركات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	المتوسط	الانحراف المعياري
الصناعة	1	المشروبات	79.48	74.82	60.69	82.99	83.62	87.81	57.56	75.28	10.89
	2	الخباطة	1.34	0.14	0.11	0.02	1.15	0.66	0.44	0.55	0.49
	3	الكندي	33.79	1.60	13.22	0.15	1.94	3.32	8.38	8.91	11.01
	4	السجاد	16.34	2.01	0.12	1.04	1.01	0.11	0.35	3.00	5.48
التأمين	5	الامين	6.42	1.20	0.98	0.48	46.05	13.63	0.84	9.94	15.40
	6	الخليج	5.23	71.37	23.13	2.70	2.06	3.08	2.73	15.76	23.74
الخدمات	7	المعمورة	75.80	47.82	67.47	30.08	76.73	57.60	51.34	58.12	15.51
	8	النقل العام	0.14	0.03	2.70	1.21	0.47	0.57	0.57	0.81	0.85
سياحة وفنادق	9	بابل	26.71	30.41	19.08	37.94	36.47	27.69	52.09	32.92	9.78
	10	بغداد	0.60	0.08	0.10	1.06	2.76	1.63	0.15	0.91	0.92
	11	الوطنية	0.06	5.20	0.01	0.07	15.33	0.02	0.14	2.98	5.35
زراعة	12	اللحوم	20.34	29.70	16.99	0.09	0.43	1.99	0.14	9.95	11.31
اتصالات	13	اسيا سيل	40.93	91.33	43.61	47.55	57.43	14.93	10.79	43.79	25.04
المعدل العام			23.63	27.36	19.09	15.80	25.03	16.39	14.27	20.23	10.44

المصدر: من أعداد الباحثان باستخدام برنامج Excel.

اذ يُظهر الجدول (٢) المعدل العام لنسبة التداول الاجنبي بمقدار (20.23%) وبانحراف معياري بلغ (10.44%). وحققت شركة بغداد للمشروبات الغازية أعلى متوسط تداول اجنبي بنسبة (75.28%) نتيجةً لتحقيقها أعلى نسب تداول اجنبي من بين شركات عينة البحث في السنوات (2014) و(2017) و(2018) و(2019) و(2020) وكانت النسب على التوالي (79.48%) و(82.99%) و(83.62%) و(87.81%) و(57.56%)، في حين ان أدنى متوسط نسب التداول الاجنبي بلغ (0.55%) لشركة الخباطة الحديثة ويرجع ذلك الى نسب التداول الاجنبي المنخفضة في اغلب فترات البحث، ويرجع الفرق الكبير بين أعلى وأقل نسبة متوسط تداول اجنبي الى اختلاف تفضيلات المستثمرين الاجانب في اعتمادهم على معايير مختلفة منها نسب ربحية الشركة ومعدلات نموها والافصاح عن المعلومات بدقة ومدى نجاح الشركة في القطاع الذي تعمل فيه. وسجلت شركة اسيا سيل للاتصالات أعلى نسبة انحراف معياري من بين شركات عينة البحث بنسبة (25.04%) نتيجةً لتباين القيم على طيلة فترات مدة البحث (2020-2014). وحققت كل من شركة بغداد للمشروبات الغازية وشركة المعمورة للاستثمارات العقارية وفندق بابل وشركة اسيا سيل للاتصالات متوسط نسب تداول اجنبي أعلى من متوسط المعدل العام بمقدار (75.28%) و(58.12%) و(32.92%) و(43.79%) وبانحراف معياري (10.89%) و(15.51%) و(9.78%) و(25.04%) على التوالي. وبلغ مدى المعدل العام لنسب التداول الاجنبي (13.09%)

وهو يشير الى الفرق بين اعلى معدل تداول أجنبي (27.36%) في سنة (2015) وأدنى معدل تداول أجنبي (14.27%) في سنة (2020).

ب.نسب التملك الاجنبي: نسب التملك الاجنبي تحكمها قيود متفاوتة عبر قوانين تُشرعها الحكومات المحلية لتنظيم آلية ونسب تملك المستثمرين الاجانب، اذ تشير نسبة التملك الاجنبي الى اجمالي ملكية المساهمين غير العراقيين في حقوق ملكية شركة محلية سواء كانوا اشخاص طبيعيين او معنويين. ويوضح الجدول (٣) نسبة التملك الاجنبي في شركات عينة البحث للفترة (2020-2014).

الجدول (٣) نسب التملك الاجنبي (%) للشركات عينة البحث للمدة (2020-2014)

القطاع	ت	الشركات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	المتوسط	الانحراف المعياري
الصناعة	1	المشروبات	51.43	52.83	65.90	63.58	64.90	62.78	62.68	60.59	5.90
	2	الخياطة	0.85	0.84	0.84	0.84	0.71	0.80	0.52	0.77	0.12
	3	الكندي	12.87	12.72	5.71	5.69	4.71	4.04	3.64	7.05	4.00
	4	السجاد	0.66	0.42	0.42	0.27	0.16	0.17	0.16	0.32	0.19
التأمين	5	الامين	6.57	6.79	6.75	6.74	9.51	3.33	3.40	6.16	2.16
	6	الخليج	16.48	11.30	4.35	4.62	4.77	4.64	1.33	6.78	5.22
الخدمات	7	المعمورة	57.29	59.58	59.63	60.98	62.95	63.82	64.91	61.31	2.71
	8	النقل العام	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.03	0.01
سياحة وفنادق	9	بابل	16.00	17.14	16.53	18.70	20.80	21.02	21.44	18.80	2.30
	10	بغداد	0.28	0.28	0.28	0.26	0.23	0.21	0.22	0.25	0.03
	11	الوطنية	0.57	0.52	0.52	0.52	0.09	0.09	0.09	0.34	0.24
زراعة	12	الحوم	3.12	1.22	0.30	0.31	0.26	0.14	0.15	0.79	1.10
اتصالات	13	اسيا سيل	15.61	15.55	15.81	15.54	15.92	15.79	15.57	15.68	0.15
المعدل العام			13.98	13.79	13.62	13.70	14.23	13.61	13.40	13.76	1.86

المصدر: من أعداد الباحثان باستخدام برنامج Excel.

اذ يُظهر الجدول (٣) المعدل العام لنسبة التداول الاجنبي بمقدار (13.76%) وبانحراف معياري بلغ (1.86%). وحقت شركة المعمورة للاستثمارات العقارية اعلى متوسط نسب تملك أجنبي بمقدار (61.31%) وبانحراف معياري (2.71%)، فيما سجلت شركة بغداد العراق للنقل العام أدنى متوسط نسب تملك أجنبي بمقدار (0.03%) فضلاً عن تسجيلها لأدنى نسبة تملك طيلة فترة البحث وبمقدار (0.02%) و(0.03%) و(0.03%) و(0.03%) و(0.03%) و(0.04%) و(0.04%) على التوالي وبانحراف معياري (0.01%) وهو أدنى انحراف من بين شركات عينة البحث كنتيجة لتقارب القيم طيلة مدة البحث (2020-2014). فيما سجلت كل من الشركات الآتية بغداد للمشروبات الغازية والمعمورة للاستثمارات العقارية وفندق بابل واسيا سيل للاتصالات متوسط نسب تملك أجنبي اعلى من المعدل العام وبمقدار (60.59%) و(61.31%) و(18.8%) و(15.68%) على التوالي وبانحراف معياري بلغ (5.9%) و(2.71%) و(2.30%) و(0.15%) على التوالي. وان مدى المعدل العام لنسبة التملك الاجنبي بلغ (0.84%) ويشير الى الفرق بين اعلى معدل نسبة تملك أجنبي (14.23%) في سنة (2018) وأدنى معدل نسبة تملك أجنبي (13.40%) في سنة (2020).

ج. قيمة الاسهم في الاسواق المالية: تظهر القيمة السوقية لاسهم الشركات في تقارير سوق العراق للأوراق المالية ويُمثل سعر الاغلاق في نهاية الفترة القيمة السوقية للسهم الواحد. ويوضح الجدول (٤) سعر اغلاق الاسهم لشركات عينة البحث والذي يمثل القيمة السوقية للسهم خلال مدة البحث (2020-2014).

الجدول (٤): القيمة السوقية السنوية للسهم (دينار) لشركات عينة البحث للمدة (2020-2014)

القطاع	ت	الشركات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	المتوسط	الانحراف المعياري
الصناعة	1	المشروبات	2.260	2.940	2.500	2.680	3.590	3.290	4.150	3.059	0.66
	2	الخياطة	3.500	2.800	4.140	4.900	3.990	6.500	6.680	4.644	1.47
	3	الكندي	1.280	1.110	0.790	0.760	1.250	1.690	1.370	1.179	0.33
	4	السجاد	4.250	4.280	5.150	8.100	7.980	8.850	10.000	6.944	2.34
التأمين	5	الامين	1.420	0.770	0.680	0.470	0.300	0.540	0.570	0.679	0.36
	6	الخليج	0.690	0.360	0.480	0.530	0.580	0.680	0.720	0.577	0.13
الخدمات	7	المعمورة	4.880	3.870	0.320	1.900	1.860	1.760	3.070	2.523	1.52
	8	النقل العام	27.500	15.000	12.850	14.800	15.810	18.050	18.500	17.501	4.82
سياحة وفنادق	9	بابل	80.000	36.000	32.500	37.500	44.500	75.000	77.600	54.729	21.68
	10	بغداد	10.850	6.950	10.000	8.450	8.550	8.400	8.000	8.743	1.29
	11	الوطنية	18.500	9.000	8.500	6.500	7.000	9.100	7.760	9.480	4.10
زراعة	12	اللحوم	7.880	4.650	3.680	7.940	4.990	4.750	4.600	5.499	1.70
	13	اسيا سيل	13.000	7.160	6.350	5.250	7.700	8.650	7.310	7.917	2.48
المعدل العام			13.539	7.299	6.765	7.675	8.315	11.328	11.564	9.498	3.30

المصدر: من أعداد الباحثان باستخدام برنامج Excel.

اذ يظهر الجدول (٤) ان المعدل العام للقيمة السوقية لاسهم شركات عينة البحث بلغت (9.498) دينار للسهم الواحد وبمعدل انحراف معياري (3.3%). كما وحقق فندق بابل اعلى متوسط قيمة سوقية لأسهمها بالمقارنة مع شركات عينة البحث بمقدار (54.729) دينار خلال سنوات مدة البحث (2020-2014) وبانحراف معياري بلغ (21.68%) وهو اعلى انحراف من بين شركات عينة البحث وذلك لتباين القيم طيلة فترة الدراسة (2020-2014) ويمكن تفسير ذلك الى ان الفندق من الشركات الرباحة وينسب نمو مقبولة وان الفندق لم يطرح اسهم جديدة في الاسواق لتخفيض قيمة الاسهم الحالية وبالتالي ترتفع القيمة السوقية لاسهم الفندق بسبب الاقبال على شرائها وعددها المحدود والبالغ (2,000,000,000) طيلة السنوات (2020-2015) من مدة البحث، فيما سجلت شركة الخليج للتأمين ادنى متوسط سعر اغلاق للسهم الواحد وبمقدار (0.577) دينار وبانحراف معياري بلغ (0.13%) وهو ادنى انحراف معياري بالمقارنة بشركات عينة البحث كنتيجة لتقارب القيم طيلة مدة الدراسة (2020-2014) فيما حققت كل من شركة بغداد العراق للنقل العام وفندق بابل متوسط قيمة سوقية اعلى من المعدل العام وبمقدار (17.501) و(54.729) دينار للسهم على التوالي وبانحراف معياري بلغ (4.82%) و(21.68%) على التوالي، وبلغ مدى المعدل العام (6.770) دينار وهو يشير الى الفرق بين اعلى معدل قيمة سوقية للسهم (13.540) دينار في سنة (2014) وادنى معدل قيمة سوقية للسهم (6.760) دينار في سنة (2016).

د. القيمة الحقيقية للأسهم: ويطلق على القيمة الحقيقية ايضاً القيمة الجوهرية او القيمة العادلة، وتمثل القيمة الحقيقية للسهم القيمة الحالية للتدفق النقدي المستقبلي المتوقع للسهم ومخاطر السهم، وان تعظيم ربحية الشركة لا يؤدي بالضرورة الى تعظيم ثروات المالكين، لذلك تم استخدام نموذج القيمة الحقيقية لسهم الشركة المبني على قسمة ربحية السهم الواحد على معدل العائد المطلوب الذي يمثل كلفة التمويل الممتملك، ويوضح الجدول (٥) القيمة الجوهرية لاسهم شركات عينة الدراسة للفترة (2014-2020).

الجدول (٥): القيمة الحقيقية (دينار) لشركات عينة البحث لمدة البحث (2014-2020)

القطاع	ت	الشركات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	المتوسط	الانحراف المعياري
الصناعة	1	المشروبات	2.248	1.995	1.934	3.898	1.487	1.746	3.204	2.359	0.81
	2	الخطاطة	1.655	2.645	0.753	5.173	4.772	3.441	3.057	3.071	1.46
	3	الكعدي	0.266	0.124	0.066	1.144	0.071	1.765	0.042	0.497	0.63
	4	السجاد	3.977	4.057	7.387	5.614	4.419	14.401	22.613	8.924	6.54
التأمين	5	الاميين	1.315	0.916	0.505	0.178	0.304	0.105	0.935	0.608	0.42
	6	الخليج	0.601	0.357	0.580	1.029	1.213	0.136	0.222	0.591	0.37
الخدمات	7	المعمورة	0.765	0.152	0.114	0.009	0.758	0.010	0.013	0.260	0.32
	8	النقل العام	4.182	9.321	13.656	29.866	16.929	17.455	32.727	17.734	9.59
سياحة وفنادق	9	بابل	0.110	4.305	2.999	8.989	9.526	28.763	8.478	9.025	8.69
	10	بغداد	3.442	4.622	4.463	7.368	5.078	7.133	2.829	4.991	1.59
	11	الوطنية	1.948	0.689	1.305	1.205	1.181	2.793	4.298	1.917	1.16
زراعة	12	البحر	0.571	0.518	0.022	0.655	0.838	2.908	0.095	0.801	0.90
تقارير	13	اسيا سيل	16.248	2.882	1.049	2.223	2.840	4.819	7.318	5.340	4.83
المعدل العام			2.871	2.506	2.679	5.181	3.801	6.575	6.603	4.317	2.87

المصدر: من أعداد الباحثان باستخدام برنامج Excel

اذ يُظهر الجدول (٥) ان المتوسط العام للقيمة الحقيقية لشركات عينة الدراسة بلغ (4.317) دينار للسهم وبمعدل انحراف معياري مقداره (2.87%). وقد حققت شركة بغداد العراق للنقل العام اعلى متوسط قيمة جوهرية للسهم الواحد بواقع (17.734) دينار وبانحراف معياري (9.59%) وهو اعلى انحراف معياري من بين شركات عينة الدراسة نتيجة التباين في القيمة الحقيقية لسهم الشركة طيلة سنوات مدة الدراسة (2014-2020). بينما حققت شركة المعمورة ادنى متوسط قيمة حقيقية للسهم الواحد بالمقارنة مع شركات عينة الدراسة بمقدار (0.260) دينار وبأدنى انحراف معياري من بين شركات عينة الدراسة وبنسبة (0.32%) ويرجع ذلك لتقارب القيم العادلة لسهم الشركة خلال فترات البحث، فيما حققت الشركات الاتية العراقية للسجاد والمفروشات وبغداد العراق للنقل العام وفندق بابل وفندق بغداد واسيا سيل للاتصالات معدل قيمة جوهرية للسهم الواحد اعلى من المعدل العام وبمقدار (8.924) و(17.734) و(9.025) و(4.991) و(5.340) دينار للسهم على التوالي وبانحراف معياري بلغ (6.54%) و(9.59%) و(8.69%) و(1.59%) و(4.83%) على التوالي، وسجل المعدل العام اعلى متوسط قيمة جوهرية في سنة (2020) بواقع (6.603) دينار فيما كان ادنى متوسط قيمة جوهرية للمعدل العام في سنة (2015) بواقع (2.506) دينار وبذلك يكون مدى المعدل العام للقيمة الحقيقية (4.096) خلال مدة البحث (2014-2020).

ثانياً: مناقشة النتائج: تهدف هذه الفقرة لاختبار علاقات متغيرات الدراسة الرئيسية المستقلة (نسب التداول والتملك الاجنبي) في المتغيرات المعتمدة (قيمة الاسهم بالأسواق المالية، والقيمة الحقيقية للأسهم)، ولهذا الغرض وظف الباحثان وسائل الاحصاء الاستدلالي والمتمثلة بالانحدار الخطي البسيط وقد اعتمد الباحثان بالقيمة المعنوية ($\text{sig}=0.05$) وبقيمة (T) الجدولية (1.96) وبقيمة (F) الجدولية (3.841) لغرض مقارنة النتائج المحسوبة بواسطة البرامج (SPSS V.26) بغية قبول الفرضيات او رفضها، وقد صاغ الباحثان خمسة فرضيات رئيسية وكالاتي:

أ. الفرضية الاولى: يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التداول الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم شركات عينة البحث.

ويوضح الجدول (٦) قيم ومعاملات تأثير نسبة التداول الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة البحث.

الجدول (٦): قيم ومعاملات تأثير نسبة التداول الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة البحث

المستقل (نسبة التداول الاجنبي السنوي)						المتغيرات
المؤشرات الاحصائية						
F (F>3.841)	R²	Sig.(P.V <0.05)	β	T-test (1.96)	a	المعتمد (القيمة السوقية السنوية للاسهم)
5.143	0.008	0.041	0.017	2.287	9.047	

المصدر: من أعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS V.26)

اذ يتضح من الجدول (٦) ان قيمة (R^2) والبالغة (0.008) وهذا يعني انها فسرت (0.8%) من التغيرات التي تطرأ من اسهامات التداول الاجنبي السنوي في القيمة السوقية السنوية لشركات عينة البحث، اما النسبة المتبقية والبالغة (99.2%) فتعزى الى اخطاء عشوائية او اسهامات لمتغيرات اخرى لم يتناولها الانموذج المختبر. اما قيمة (T-test) وقيمة اختبار (F) المحسوبة والتي بلغ كلاهما (2.287) و(5.143) على التوالي فقد كانتا أكبر من قيمهما الجدولية والبالغة (1.96)، (3.841) على التوالي. أما معنوية معلمة الانموذج فقد كانت قيمتها (0.041) وهي أصغر من مستوى المعنوية والبالغة (0.05) بحدود ثقة (0.95) مما يؤشر ان الانموذج معنوي. اما قيمة الميل الحدي (β) فقد بلغت (0.017) والذي يساوي قيمة تأثير نسبة التداول الاجنبي السنوي في القيمة السوقية السنوية للأسهم وهذا يعني انه كلما ازدادت نسبة التداول الاجنبي السنوي بوحدة واحدة تزداد نسبة القيمة السوقية السنوية لاسهم شركات عينة البحث بنسبة (1.7%)، واخيراً بلغت قيمة الحد الثابت (a) مقدار (9.047). ومما ذكر اعلاه تُقبل فرضية الوجود (يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التداول الاجنبي السنوي في القيمة السوقية السنوية لاسهم شركات عينة البحث).

ب. الفرضية الثانية: يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التداول الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث.

ويوضح الجدول (٧) قيم ومعاملات تأثير نسبة التداول الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم الشركات عينة البحث

الجدول (٧): قيم ومعاملات تأثير نسبة التداول الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم الشركات
عينة البحث

المستقل (نسبة التداول الاجنبي)						المتغيرات
المؤشرات الاحصائية						
F (F>3.841)	R ²	Sig.(P.V <0.05)	β	T-test (1.96)	a	المعتمد (القيمة الحقيقية للاسهم)
2.563	0.028	0.163	-0.035	-1.386	5.131	

المصدر: من أعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS V.26).
ويتضح للباحثين من الجدول (٧) ان قيمة (R^2) والبالغة (0.028) وهذا يعني انها فسرت (2.8%) من التغيرات التي تطرأ من اسهامات التداول الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث، اما النسبة المتبقية والبالغة (97.2%) فتعزى الى اخطاء عشوائية او اسهامات لمتغيرات اخرى لم يتناولها الانموذج المختبر. اما قيمة (T-test) المحسوبة فقد كانت قيمتها (-1.386) وهي اقل من قيمتها الجدولية (T-test=1.96)، وان قيمة اختبار (F) المحسوبة قد بلغت (2.563) وهي أصغر من (F) الجدولية البالغة (3.841). أما معنوية معلمة الانموذج فقد كانت قيمتها (0.163) وهي أكبر من مستوى المعنوية والبالغة (0.05) بحدود ثقة (0.95) مما يؤشر ان الانموذج غير معنوي. اما قيمة الميل الحدي (β) فقد بلغت (-0.035) والذي يساوي قيمة تأثير نسبة التداول الاجنبي في القيمة الحقيقية للأسهم وهذا يعني انه كلما ازدادت نسبة التداول الاجنبي بوحدة واحدة تقل نسبة القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث بنسبة (3.5%)، واخيراً بلغت قيمة الحد الثابت (a) مقدار (5.131). ومما ذكر اعلاه تُرفض فرضية الوجود وتُقبل فرضية العدم (لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التداول الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث).

ج. الفرضية الثالثة: يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التملك الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم شركات عينة البحث.

ويوضح الجدول (٨) قيم ومعاملات تأثير نسبة التملك الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة البحث.

الجدول (٨): قيم ومعاملات تأثير نسبة التملك الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة البحث

المستقل (نسبة التملك الاجنبي)						المتغيرات
المؤشرات الاحصائية						
F (F>3.841)	R ²	Sig.(P.V <0.05)	β	T-test (1.96)	a	المعتمد (القيمة السوقية للاسهم)
0.132	0.001	0.609	-0.040	-0.514	9.875	

المصدر: من أعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS V.26).
اذ يتضح للباحثين من الجدول (٨) ان قيمة (R^2) والبالغة (0.001) وهذا يعني انها فسرت (0.1%) من التغيرات التي تطرأ من اسهامات نسبة التملك الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم شركات عينة البحث، اما النسبة المتبقية والبالغة (99.9%) فتعزى الى اخطاء عشوائية او

اسهامات لمتغيرات اخرى لم يتناولها الانموذج المختبر. اما قيمة (T-test) المحسوبة فقد كانت قيمتها (-0.514) وهي اقل من قيمتها الجدولية (T-test=1.96)، وان قيمة اختبار (F) المحسوبة قد بلغت (0.132) وهي أصغر من (F) الجدولية والبالغة (3.841). أما معنوية معلمة الانموذج فقد كانت قيمتها (0.609) وهي أكبر من مستوى المعنوية والبالغة (0.05) بحدود ثقة (0.95) مما يوشر ان الانموذج غير معنوي. اما قيمة الميل الحدي (β) فقد بلغت (-0.040) والذي يساوي قيمة تأثير نسبة التملك الاجنبي في القيمة السوقية للأسهم وهذا يعني انه كلما ازدادت نسبة التملك الاجنبي بوحدة واحدة تقل نسبة القيمة السوقية لاسهم شركات عينة البحث بنسبة (4%)، واخيراً بلغت قيمة الحد الثابت (a) مقدار (9.875). ومما ذكر اعلاه تُرفض فرضية الوجود وتُقبل فرضية العدم (لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التملك الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم شركات عينة البحث).

د. الفرضية الرابعة: يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التملك الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث.

ويوضح الجدول (٩) قيم ومعاملات تأثير نسبة التملك الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم الشركات عينة البحث

الجدول (٩): قيم ومعاملات تأثير نسبة التملك الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم الشركات عينة البحث

المستقل (نسبة التملك الاجنبي)						المتغيرات
المؤشرات الاحصائية						
F (F>3.841)	R ²	Sig.(P.V <0.05)	β	T-test (1.96)	a	المعتمد (القيمة الحقيقية للاسهم)
2.367	0.003	0.128	-0.050	-1.529	5.372	

المصدر: من أعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS V.26).

ويتضح للباحثين من الجدول (٩) ان قيمة (R^2) والبالغة (0.003) وهذا يعني انها فسرت (0.3%) من التغيرات التي تطرأ من اسهامات التملك الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث، اما النسبة المتبقية والبالغة (99.7%) فتعزى الى اخطاء عشوائية او اسهامات لمتغيرات اخرى لم يتناولها الانموذج المختبر. اما قيمة (T-test) المحسوبة فقد كانت قيمتها (-1.529) وهي أصغر من قيمتها الجدولية (T-test=1.96) وان قيمة اختبار (F) المحسوبة قد بلغت (2.367) وهي أصغر من (F) الجدولية والبالغة (3.841). أما معنوية معلمة الانموذج فقد كانت قيمتها (0.128) وهي أكبر من مستوى المعنوية والبالغة (0.05) بحدود ثقة (0.95) مما يوشر ان الانموذج غير معنوي. اما قيمة الميل الحدي (β) فقد بلغت (-0.050) والذي يساوي قيمة تأثير نسبة التملك الاجنبي في القيمة الحقيقية للأسهم وهذا يعني انه كلما ازدادت نسبة التملك الاجنبي وحدة واحدة تقل نسبة القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث بنسبة (5%)، واخيراً بلغت قيمة الحد الثابت (a) مقدار (5.372). ومما ذكر اعلاه تُرفض فرضية الوجود وتُقبل فرضية العدم (لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التملك الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث).

ويوضح الجدول (١٠) خلاصة لنتائج فرضيات البحث.

الجدول (١٠): خلاصة الفرضيات

تسلسل الفرضية	الفرضية	سبب القبول
الفرضية الفرعية الاولى	يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التداول الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم شركات عينة البحث	مستوى معنوية الاختبار اقل من 0.05
الفرضية الفرعية الثانية	لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التداول الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث	مستوى معنوية الاختبار اكبر من 0.05
الفرضية الفرعية الثالثة	لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التملك الاجنبي في القيمة السوقية لاسهم شركات عينة البحث	مستوى معنوية الاختبار اكبر من 0.05
الفرضية الفرعية الرابعة	لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لنسبة التملك الاجنبي في القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث	مستوى معنوية الاختبار اكبر من 0.05

المصدر: من أعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج فرضيات البحث.

المبحث الرابع: الاستنتاجات

يتضمن المبحث الحالي أهم الاستنتاجات التي توصل اليها الباحثان من خلال التحليل المالي والاحصائي لهذا البحث، إذ أظهرت النتائج اسهام نسبة التداول الاستثمار الاجنبي غير المباشر بتأثير ايجابي على قيمة السهم في السوق المالي، مما يؤدي الى تعظيم القيمة السوقية للسهم وجعله أكثر استقراراً في السوق وبالتالي تنخفض تقلبات عوائد السهم والتي تُخفض من مخاطر السهم مما ينعكس على تخفيض معدل العائد المطلوب الذي يمثل كلفة التمويل الممتمك وهذا يؤدي الى انخفاض الكلفة الكلية لتمويل الشركات وبما يصب في تعظيم قيمة الشركة. وأظهر الجانب الاحصائي عدم وجود تأثير معنوي لنسبة تملك الاستثمار الاجنبي غير المباشر على قيم الاسهم السوقية والحقيقية للشركات المبحوثة، مما يعطي مؤشر للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وخاصةً شركة بغداد للمشروبات الغازية وشركة المعمورة للاستثمارات العقارية بعدم تجاوز النسبة المسموح بها (49%) والتي اقرها القانون العراقي رقم (17) لسنة (2019) المادة (12) ثانياً. واتضح من الجانب العملي تركيز المستثمرين الاجانب على التداول في أسهم الشركات التي تحقق نمو في صافي ارباحها بوتيرة متصاعدة مثل شركة بغداد للمشروبات الغازية وشركة اسيا سيل، فضلاً عن ان تلك الشركات تقوم بتوزيعات ارباح في اغلب فترات مدة البحث (2014-2020). ويتضح ان هناك تأثير لربحية السهم في القيمة الحقيقية لاسهم الشركات بحسب الانموذج المستخدم لقياس القيمة الحقيقية للسهم، إذ تشير نتائج التحليل المالي بعدم توظيف ربحية السهم في تعظيم القيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث. وكما يُفسر التباين بين القيم السوقية والحقيقية للأسهم عن ضعف رشد المستثمرين في السوق المالي، فضلاً عن عدم كفاءة السوق المالي كنتيجة لعدم انعكاس المعلومات بسرعة على اسعار الاسهم في السوق.

المصادر

اولاً. المصادر العربية:

- المشعل، ياسر وبقلة، سهير والدكي، رنيم، (٢٠١٥)، أثر تقلبات عائد الأسهم على حجم التداول في الأسواق المالية: دراسة تطبيقية في سوق دمشق المالي، مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، ٣٧(٤).
- لبيب، عامر احمد، (٢٠١٩)، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر على سوق رأس المال – دراسة حالة دولة قطر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر – بسكرة، الجزائر.

٣. مهدي، محمد فوزي، (٢٠١٤)، أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر في بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية / دراسة تحليلية للفترة ٢٠٠٧-٢٠١٣، رسالة ماجستير في علوم إدارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، بغداد.

٤. صالح، مفتاح وعلي، بو عبدالله، (٢٠١٣)، واقع الاستثمار الاجنبي في اسواق الاوراق المالية العربية، ابحاث اقتصادية وادارية ٦٥-٨٦.

ثانياً: المصادر الاجنبية

1. Atrill, P., (2017), Financial management for decision makers, Eighth Edition, Pearson Education Limited.
2. Anayochukwu, O. B., (2012), The impact of foreign portfolio investment on stock market returns in Nigeria, IOSR journal of Business and Management, 2(4), 10-19.
3. Al-Abedallat, A. Z., & Al, S. D., (2012), Impact of the investment and gross domestic product on the Amman Stock Exchange index. Investment management and financial innovations, (9, Iss. 3), 130-136.
4. AKINTOYE, O. T., (2021), Effect of Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment on Foreign Exchange Rate in Nigeria.
5. Berk, J., & DeMarzo, P., (2011), Corporate Finance, fourth edition. Essex: Person Education Limited.
6. Besley, S., & Brigham, E. F, (2008), Essentials of managerial finance, 14e, Thomson Higher Education.
7. Baker, H. K., & Powell, G.E., (2005), Understanding financial management: A practical guide. Blackwell Publishing.
8. Calesso, A., Conti, M., & Grasselli, M., (2020, August). CyberWolf: assessing vulnerabilities of ICT-intensive financial markets, In Proceedings of the 15th International Conference on Availability, Reliability and Security (pp. 1-7).
9. Frank, M. Z., & Shen, T., (2016). Investment and the weighted average cost of capital. Journal of Financial Economics, 119(2), 300-315.
10. Gitman, L. J. (2006). Introduction to Managerial Finance, tenth edition.
11. Gitman, L. J., & Zutter, C. J., (2015), Principles of managerial finance, fourteenth edition, published by Pearson Education.
12. Gong, J. S., & Kim, C. H., (2011), The Characteristics of Foreign Portfolio Investment, Journal of the Korea Academia-Industrial cooperation Society, 12(1), 216-221.
13. Haider, M. A., Khan, M. A., & Abdulahi, E., (2016), Determinants of foreign portfolio investment and its effects on China. International Journal of Economics and Finance, 8(12), 143-150.
14. Hondroyannis, G., Lolos, S., & Papapetrou, E., (2005), Financial markets and economic growth in Greece, 1986-1999, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 15(2), 173-188.
15. Howells, P., & Bain, K., (2007), Financial markets and institutions, Pearson Education.
16. Jelilov, G., Celik, B., & Adamu, Y., (2020), Foreign Portfolio Investment Response to Monetary Policy Decisions in Nigeria: A Toda-Yamamoto Approach. International Business Research, 13(3), 166-166.
17. Kürthy, G., Varga, J., Pesuth, T., Vidovics-Dancs, Á., Sebestyén, G., Sztanó, G., & Varga, E., (2018), Basics of Finance.

18. KULAL, G., KAMIŞLI, S., KAMIŞLI, M., YALAMAN, A., SAYILIR,Özlem, ERTUĞRUL, M. & KARAASLAN, I., (2020), Financial Markets & Institutions, Copyright by Anadolu University.
19. Kidwell, D. S., Blackwell, D. W., Whidbee, D. A., & Sias, R. W., (2012), Financial institutions, markets, and money, John Wiley & Sons.
20. Makoni, P. L., (2020), Foreign Portfolio Investments, Exchange Rates and Capital Openness: A Panel Data Approach, International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA), 8(2), 100-113.
21. Munk, C., (2018), Financial markets and investments, Copenhagen, Denmark: Lecture notes.
22. Melicher, R. W., & Norton, E. A., (2017), Introduction to finance: Markets, investments, and financial management, John Wiley & Sons.
23. McMenamin, J., (2005), Financial management an introduction.
24. Nwafor, P. K., (2020), Foreign Portfolio Investment and Human Capital Development Evidence from Nigeria 1987-2019.
25. Onyali, C. I., & Okafor, T., (2014), Foreign direct investment and the Nigerian economy: Vision 2020 mission, International Journal of Business and Finance Management Research, 2, 8-16.
26. Ordu-Akkaya, B. M., & Soytaş, U., (2020), Does foreign portfolio investment strengthen stock-commodity markets connection? Resources Policy, 65, 101536.
27. Parashar, S., (2020), Foreign Portfolio Investment (FPI): An Opportunistic Approach for India.
28. Rossi, M., (2016), The capital asset pricing model: a critical literature review, Global Business and Economics Review, 18(5), 604-617.
29. Ross, S. A., Westerfield, R., & Jaffe, J. F., (2003). Corporate finance, Sixth Edition, Irwin/McGraw-Hill.
30. Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D., (2017), Essentials of corporate finance, McGraw-Hill/Irwin.
31. Shabbir, M. S., & Muhammad, I., (2019), The dynamic impact of foreign portfolio investment on stock prices in Pakistan, Transnational Corporations Review, 11(2), 166-178.
32. Subramanyam, K. R., & Venkatachalam, M., (2007), Earnings, cash flows, and ex post intrinsic value of equity, The Accounting Review, 82(2), 457-481.
33. Thapa, C., & Poshakwale, S. S., (2012), Country-specific equity market characteristics and foreign equity portfolio allocation, Journal of International Money and Finance, 31(2), 189-211.
34. Taonezvi, Lovemore, (2019), elasticity of the south African economy towards portfolio investments in brics countries, doctor of philosophy (economics), faculty of business and economic sciences, department of economics, nelson Mandela university.
35. Wanaguru, N. D., (2020), Effectiveness of Foreign Portfolio Investment with regard to Multinational Corporations in the Long Run.