

دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر (المحفطي) في سوق العراق للأوراق المالية
للمدة (2007-2018)

The role of indirect foreign investment in Iraq stock exchange for the period(2007-2018)

م.بان ياسين مكي

Ban Yaseen Maki

جامعة البصرة /كلية الادارة والاقتصاد

**Basra University / College of
Administration and Economics**

banmaki40@yahoo.com

م.فايزة حسن مسجت

Faiza Hassan Mosachet

جامعة البصرة /كلية الادارة والاقتصاد

**Basra University / College of
Administration and Economics**

Hfaiza69@yahoo.com

الملخص

يهدف البحث الى بيان واقع الاستثمار الاجنبي غير المباشر (المحفطي) في سوق العراق للأوراق المالية وذلك للدور الذي يؤديه الاستثمار بتمويل المشاريع في جميع القطاعات الاقتصادية عن طريق جذب المدخرات وتحويلها للاستثمار في الاوراق المالية سواء كانت اسهم ام سندات، وقد ركز البحث على العديد من المؤشرات لتوضيح هذا الواقع كحجم التداول الاجنبي وعدد الاسهم المتداولة من قبل المستثمرين الاجانب بيعا وشراء وعدد الشركات الاجنبية المتداولة وعدد العقود المنفذة فضلا عن الاهمية النسبية لصافي الاستثمار الاجنبي، ومن البيانات المتوفرة التي جرى الحصول عليها من التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2018) توصل البحث الى انه كان هناك دور مؤثر للاستثمار الاجنبي في سوق الاوراق المالية العراقية فقد بلغت الاهمية النسبية لصافي الاستثمار الاجنبي (14%) وهي نسبة مقبولة نظرا لصغر حجم سوق العراق للأوراق المالية، وقد اوصى البحث الى ضرورة اقرار قوانين وتشريعات من شأنها تسهيل دخول المستثمرين الاجانب فضلا عن منحهم المزايا والحوافز التي تساعد على جذبهم الى السوق وذلك للأهمية الكبيرة لهذا الاستثمار في تحقيق تطوير وتنمية للاقتصاد الوطني.

الكلمات المفتاحية: سوق العراق للأوراق المالية- الاستثمار الأجنبي- الاستثمار المحفطي- البيئة الاستثمارية- صافي الاستثمار.

Abstract

The research aimed to clarify the reality of foreign direct investment in the Iraqi market for securities, because of this role in financing projects in all economic sectors, by attracting savings and transferring them to investment in securities, the research focused on indicators that illustrate this reality such as the volume of foreign trading and the number Shares traded by foreign investors selling and buying, the number of foreign companies traded and the number of contracts executed, as well as the relative importance of net foreign investment, and from the data available in the annual reports of the Iraq Stock Exchange for the period (2007-2018) the study reached to The influential role of foreign investment in the Iraqi stock market, the relative importance of the net foreign investment has reached (20%), and the study recommended that laws and legislation should be enacted to facilitate the entry of foreign investors and grant them benefits and incentives, due to the importance of this investment in developing the national economy.

المقدمة

يعدّ الاهتمام بمصادر التمويل من ابرز واهم العوامل التي أدت الى الاهتمام الواضح و المتزايد بالأسواق المالية وتطويرها بهدف ايجاد اسواق مالية فعالة تتكيف و تتلاءم مع التطورات والتغيرات المستمرة التي تحدث بالاقتصاد العالمي، إن هذا الاهتمام ينبع من الدور الذي تلعبه تلك الاسواق في تحقيق التنمية الاقتصادية عن طريق ما توفره من رؤوس الاموال سواء كانت محلية ام اجنبية اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية فضلا عن ايجاد فرص للتوظيف الفعال لأصحاب الفائض المالي، ولهذا فان اسواق الاوراق المالية لها دور كبير وفعال في كفاءة الاداء الاقتصادي عن طريق استقطاب راس المال الاجنبي، حيث تسهم الاستثمارات الاجنبية في دور كبير في تحقيق التطور الاقتصادي والتنموي لجميع الدول خاصة الدول النامية التي ينقصها رأس المال، بسبب انخفاض معدلات الادخار في تلك الدول، هذا الامر ادى الى اتجاه الكثير من هذه الدول لربط اسواقها المالية بالأسواق الدولية مما ادى الى زيادة تدفق رؤوس الاموال اليها بشكل استثمار في الاوراق المالية كالأسهم والسندات وبذلك اتضحت العلاقة بين الاستثمار الاجنبي غير المباشر وسوق الاوراق المالية.

اهمية البحث

تأتي عن طريق معرفة دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي) في سوق العراق للأوراق المالية نظرا للنقص في مصادر التمويل المحلية، الامر الذي يشكل ضرورة واجبه وملحة للبحث عن مصادر خارجية للتمويل بهدف النهوض بمستويات التنمية الاقتصادية.

هدف البحث

يهدف البحث الى معرفة اهم المزايا التي يوفرها الاستثمار الاجنبي غير المباشر ومدى اسهامه في تنشيط سوق الاوراق المالية، فضلا عن العمل على تقييم قدرة سوق العراق للأوراق المالية على جذب الاستثمارات الاجنبية وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.

مشكلة البحث

تتمحور مشكلة البحث حول الاجابة على السؤال الاتي:

هل اسهمت الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة في تطوير اداء سوق العراق للأوراق المالية؟

فرضية البحث

ادت الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة دورا مؤثرا في تنشيط سوق العراق للأوراق المالية .

هيكلية البحث

اشتمل البحث على ثلاث محاور اساسية، تناول المحور الاول الاطار المفاهيمي للاستثمار الاجنبي غير المباشر ودوره في تنشيط سوق الاوراق المالية، اما المحور الثاني فقد تطرق الى تحليل دور الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة في سوق العراق للأوراق المالية، في حين تناول المحور الثالث اهم الاستنتاجات التي توصل اليها البحث فضلا عن تقديم بعض التوصيات.

الحدود المكانية: سوق العراق للأوراق المالية

الحدود الزمانية: 2007-2018

المحور الاول: الاطار المفاهيمي للاستثمار الاجنبي غير المباشر

اولا: مفهوم الاستثمار الاجنبي غير المباشر

يعرف الاستثمار الاجنبي غير المباشر بأنه "المشاركة في توظيف الاموال في مشاريع استثمارية خارجية من دون ان يكون لصاحب هذه الاموال او المستثمر الحق في ادارة موجودات الشركة ومن دون أن يكون له الحق في الرقابة والسيطرة في ادارة هذا المشروع" ، ويكون الهدف الرئيس لهذا النوع من الاستثمار هو الحصول على الارباح وذلك لغرض الاستفادة من فرق السعر فضلا عن تقليل المخاطرة عن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية عن طريق الاسواق المالية بالوساطة (صالح وعلي، 2013: 67). كما يعرف ايضا بأنه " الاستثمار الذي يتخذ احد الشكليات اما شراء الاجانب لاسهم الشركة او اعطاء قروض للشركة او الحكومة على شكل سندات واذونات الخزينة التي يقوم المستثمر الاجنبي بشرائها" (احمد وخضير، 2010: 80)، او هو عبارة عن قيام المستثمر الاجنبي بالتعامل في انواع عديدة و مختلفة من الاوراق المالية سواء كانت حقوق ملكية ام حقوق دين (اندوراس، 2005: 95).

كما يمكن أن نعرفه على أنه الاستثمار الذي لا يترتب عليه شيء سوى انتقال الملكية للسلع الرأسمالية من طرف لآخر دون أن يؤدي ذلك الى احداث زيادة في الطاقة الانتاجية للمجتمع كسواء الاسهم والسندات وغيرها من الاوراق المالية، او هو امتلاك احد الافراد او المؤسسات في بلد ما لأصول مؤسسات تعمل في بلد اخر بحيث لا يسمح للأجانب حق اتخاذ القرارات او الرقابة او ادارة المشروع في حين يكون لهم الحق في الحصول على عائد معين نظير مشاركتهم وهو بذلك يختلف عن الاستثمار الاجنبي المباشر في أنه استثمار قصير الاجل يقتصر على انتقال عنصر رأس المال فقط (عواد، 2016: 114). كذلك هو حق امتلاك الاوراق المالية العديد من الاسهم والسندات التي يحتفظ بها المستثمر ويكون الهدف من ذلك هو توزيع المخاطر وتحقيق مزيج من الاستثمار بما يحقق له ارباح سواء كانت قصيرة الاجل ام طويلة الاجل اذا توقع أنه سيكون هناك ارتفاع في القيمة على المدى الطويل (محمد و احمد، 2013: 105). وبذلك فان الاستثمار الاجنبي غير المباشر او المحفظي كما يطلق عليه هو عملية يجري عن طريقها شراء الاسهم والسندات او سندات الدين العام والخاص فضلا عن شهادات الايداع المصرفية في دوله اخرى دون ان يكون لهذا المستثمر حق في ادارة هذه المشاريع ويكون الهدف دائما من ذلك هو توزيع المخاطر عن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية فضلا عن الحصول على الارباح.

ثانيا: مزايا الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الاسواق المالية

للاستثمار الاجنبي غير المباشر مزايا واهمية كبيرة عن طريق الدور الكبير الذي يؤديه في الاسواق المستثمر فيها وتتبع هذه الاهمية عن طريق ما يأتي:

1- يعود الاستثمار المحفظي بالنفع والفائدة الكبيرة على القطاع الحقيقي للاقتصاد بما يوفره من مصادر تمويل خاصة في الدول النامية ذات رؤوس الاموال القليلة، لذا فإن قدوم هذا النوع من الاستثمارات يحسن معدل الاستثمار لما يوفره من النقد الاجنبي الى البلدان النامية، فضلا عن انه يقلل من ضغوط العملات الاجنبية لأقل البلدان نموا الامر الذي يجعل الاستيرادات من السلع الاستثمارية سهلة المنال بالنسبة لهم، لهذا فان تلك التدفقات قد تؤدي الى معدلات اعلى من النمو الاقتصادي (ابراهيم وامين، 2019: 134).

2- يؤدي الاستثمار الاجنبي غير المباشر او كما يطلق عليه بالمحفظي ايضا الى تحقيق الانضباط والخبرة في اسواق رأس المال المحلية، حيث إنه في سوق اوسع و اعلم فإن المستثمرين لديهم حوافز ورغبة كبيرة لتخصيص وانفاق الموارد في البحث عن الفرص الاستثمارية الجديدة، فضلا عن أن الشركات ستتنافس للحصول على هذا النوع من التمويل وبذلك فانهم سيواجهون مطالب من اجل تحسين المعلومات سواء من حيث النوع او الكم (علي ومحمد، 2015: 71).

3- إنض توجه الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة الى سوق الاوراق المالية يؤدي الى زيادة حركة رؤوس الاموال الى تلك البلد، الامر الذي سيزيد الطلب على العملة وهذا الامر سيؤدي الى رفع سعرها في الاسواق وهذا سيساعد على زيادة عرض العملات التي تخرج منها رؤوس الاموال وبالنتيجة هبوط اسعارها وهذا يدل على ارتفاع قيمة العملة المحلية عندما يجري مقارنتها مع العملات الأجنبية (علوان، 2010: 261).

4- يزيد هذا النوع من الاستثمار من سيولة اسواق الاوراق المالية المحلية، كما أنه يساعد على تطوير كفاءة السوق ايضا، وذلك لأنه يجعل الاسواق اكثر سيولة كما أنه يجعلها اوسع واكثر عمقا والمقصود بالسيولة هنا السهولة التي يجري بها تحويل هذه الاستثمارات الى شكل نقدي او التي تمكن المستثمرين من شراء تلك الاوراق دون أن تأثر بشكل كبير على الاسعار، حيث إن وجود عدد كبير من المشترين و البائعين يضمن توافر هذه السيولة للأوراق المالية حيث تسمح اسواق الاوراق المالية السائلة للمستثمرين باستبدال محافظهم الاستثمارية بسهولة وبكلفة اقل مما يجعل هذا الاستثمار اقل مخاطرة وهذا يدل على أن السوق المالي الاكثر سيولة تشجع على زيادة الادخار والاستثمار وهذا بدوره يساعد على زيادة جذب الاموال وتوجيهها نحو الاستثمارات سواء في الاسواق الاولى ام الثانوية (عبدالني، 2006: 49).

ما ذكر انفاً يعد من اهم المميزات التي يمكن أن يتميز بها الاستثمار الاجنبي غير المباشر او الاستثمار المحفظي في سوق الاوراق المالية والذي تتضح عن طريقه اهمية هذه الاستثمارات الا ان هذه الاستثمارات لا تخلو من السلبيات والتي من ابرزها هي صعوبة تحكم الاسواق المالية المضيفة لمثل هذه الاستثمارات وضبطها، وذلك لأنها قد تتسحب بشكل مفاجئ و بشكل موجات بيع نتيجة العديد من العوامل مما يؤثر سلبا على استقرار السوق في البلد المضيف، كما حصل في الازمة المالية العالمية كما أن هذا النوع من الاستثمار لا يؤثر بشكل مباشر في تنمية الاقتصاد الوطني، عن طريق رفع الطاقة الانتاجية وزيادة معدلات النمو وتخفيض معلات البطالة لأنه يتمثل باستثمارات في الادوات المالية ولا يأخذ بالضرورة الاولويات الاقتصادية الكلية (خضير، 2015: 109). ومن سلبياته ايضا هي حالة الزيادة في تدفق رؤوس الاموال للاستثمار في المحفظة، حيث يترتب على هذه الزيادة ان الحجم الاكبر من رؤوس الاموال التي تدخل الى البلد من اسواق رأس المال المحلية ستؤدي الى التوسع في حجم الاصول المالية المحلية وزيادة الطلب على السلع المحلية وما قد يتبع ذلك من تسارع في معدلات التضخم وتبعاً لنظام سعر الصرف، اما حدوث انخفاض في اسعار الفائدة او ارتفاع في سعر العملة المحلية فارتفاع سعر العملة الحقيقي سيؤدي الى عرقلة اصلاحات التجارة فضلا عن تدهور القدرة التنافسية للبلد ومن ثم فان احتمال تقاوم حالة عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ستجعل من تدفقات رؤوس الاموال نفسها غير مستقرة (مصطفى، 2014: 773).

ثالثا: اشكال وقنوات الاستثمار الاجنبي غير المباشر

يقصد بأشكال او قنوات الاستثمار الاجنبي غير المباشر الطرق التي يمكن للمستثمر عن طريقها الوصول والدخول الى الاسواق المالية سواء كانت داخل البلد ام في الخارج، ومن هذه القنوات ما يأتي:

1- المحافظ المشتركة، وهي عبارة عن شركات استثمارية مستقلة تؤسس من قبل مصارف تجارية او مؤسسات مالية مثل شركات التأمين او صناديق التقاعد والضمان الاجتماعي، التي تستثمر الاموال التي يجري تجميعها بدلا من انفاقها مباشرة وتعتمد على ثقة المساهمين بإدارة تتولى اعمالها في الداخل والخارج في اسواق منتظمة وغير منتظمة، فالمحافظ المشتركة تتلخص اعمالها في اعادة استثمار حصص المساهمين في الاسواق المالية سواء كانت محلية ام خارجية (صالح وعلي، 2013: 68).

2- الاستثمار المباشر بالأوراق المالية، اذ يقوم المستثمر الاجنبي بشراء وبيع الاوراق المالية التي تصدرها دولة ما بشكل مباشر في السوق المحلية لها وبالعملة المحلية (النجار، 1999: 151) بحيث لا تتعدى مساهمة هذا المستثمر في

الشركة عن (10%) لان تجاوز هذه النسبة تحوله الى استثمار اجنبي مباشر تتيح له فرصة السيطرة على الشركة (عواد، 2016: 47).

3- صناديق الاستثمار الدولية، ويقصد بها أن يجري جمع الاموال من المستثمرين لغرض استثمارها في العديد من الاسواق الخارجية ويمكن أن نجد منها صناديق دولية او اقليمية وهذا الاستثمار له العديد من المزايا والفائدة للمستثمر او الشركات المستثمر بها في البلد الام، فهي تسمح وتعطي فرصة للتوزيع في اسهم دولية وبكف منخفضة وهذا سيؤدي الى انخفاض درجة المخاطرة التي من الممكن أن يتعرض لها المستثمر خصوصا اذا كانت هذه المحفظة تدار من قبل مديرين أكفاء ومتخصصين، أما فائدتها بالنسبة للشركات المحلية فأنها تتبع من كونها تتيح لها فرصة النفاذ الى الاسواق العالمية فضلا عن خفض تكلفة الحصول على رأس المال (عبدالعال، 2013: 84).

4- صناديق راس المال المخاطر : أن هذا النوع من الاستثمار يتطلب توفر بيئة اقتصادية مستقرة وسوق مالي يتميز بالنشاط والسيولة واطر قانوني يتصف بالشفافية، تعمل هذه الصناديق على تقديم الخبرات الادارية والفنية والتمويل للشركات التي لم تسجل بالبورصة خاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة التي يطبق عليها برنامج الخصخصة لكن بشرط أن يتوقع لها معدل نمو جيد في المستقبل يحقق عن طريقه الصندوق ارباحه (مصطفى، 2014: 779).

5- الاصدارات العالمية، هو الاستثمار بما يعرف بالإصدارات العالمية او الدولية للأوراق المالية وهي اوراق يجري تشغيلها بأسواق الاوراق المالية العالمية مما يسمح بتداولها في العديد من الدول و تتطلب هذه الاصدارات توفر شروط معينة للتسجيل في الاسواق المالية العالمية مثل نسب استغلال الطاقة الانتاجية و حجم الانتاج والمبيعات فضلا عن مدى التزام سياسات ومبادئ الافصاح والشفافية واتباع معايير المحاسبة الدولية وغيرها، ويؤدي تسويق هذه الاصدارات عالميا الى توسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الاقليمية فضلا عن خفض تكلفة رأس المال، ومن امثلة هذه الاصدارات العالمية شهادات الايداع الدولية، شهادات الايداع الامريكية وشهادات الايداع الاوربية (صالح وعلي، 2013: 68).

رابعا: مخاطر الاستثمار الاجنبي غير المباشر

تعرف المخاطرة في الاستثمار المالي بانها حالة عدم التأكد من أن الاستثمار قد يحقق المعدل المتوقع من العائد عن تلك الاستثمارات اذ إنه كلما زاد التذبذب في العوائد المتوقعة اصبح الاستثمار اكبر مخاطرة (خضير، 2015: 119)، ومن اهم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار الاجنبي غير المباشر ما يأتي:

1- مخاطر منتظمة: هي المخاطر التي تؤثر على العائد والارباح المتوقعة من الاستثمار في جميع الاوراق المالية المتداولة في السوق المالي، و تحدث عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها مثل حدوث حرب او تغيرات سياسية في البلد (مطوع، 2001: 368). تنعكس هذه المخاطر على جميع الاوراق المالية والادوات الاستثمارية التي يجري تداولها بصورة عامة ولا يقتصر تأثيرها على قطاع معين او شركة معينة وتختلف درجة التأثير بها بدرجات متفاوتة وذلك حسب طبيعة الصناعة او الخدمة او القطاع الذي ينتمي له المشروع فضلا عن درجة حساسية الاستثمار لهذه التغيرات وتظهر بشكل تقلبات سعرية (حنفي، 2004: 75).

2- مخاطر غير منتظمة: هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق قطاع معين او بشركة معينة، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل وقد تحدث بسبب ظهور منافسة او اختراعات جديدة او بسبب الحملات الاعلانية من قبل المنافسين فضلا عن ظهور قوانين جديدة تؤثر على عمل تلك الشركات او هذا القطاع، ويستطيع المستثمر أن يحمي نفسه من هذا النوع من المخاطر عن طريق تنويع استثماراته وذلك بالاستثمار في أنواع عديدة من الاوراق المالية والتي من الممكن أن لا تتأثر بتلك المخاطر بنفس الوقت وهذا ما يعرف بتنويع المخاطر الاستثمارية (عتر، 2010: 4).

خامساً: محددات الاستثمار الاجنبي غير المباشر

هناك نوعين من المحددات التي تؤثر في دخول المستثمر الاجنبي الى الاسواق المالية يطلق عليها عوامل الدفع والجذب والتي يمكن ايجازها بما يأتي :

1- عوامل الدفع و يقصد بها العوامل الخارجية التي تحدث في البيئة الاقتصادية العالمية ويكون لها اثر كبير في الاستثمار في سوق الاوراق المالية ومنها (عواد، 2016: 116):

أ- الاستفادة من مزايا التنويع الدولي اذ انه كلما زاد حجم المحفظة المالية ادى ذلك الى انخفاض المخاطرة الكلية، ومن هنا تظهر اهمية التنويع الدولي الذي غالبا ما يتحكم المستثمر الاجنبي عن طريقه في مخاطر السوق عن طريق تكوين محفظة استثمارية تضم اصول مالية متنوعة او عن طريق ممارسة نشاطه في دول مختلفة.

ب- انخفاض اسعار الفائدة في الاسواق العالمية حيث إن انخفاض معدلات الفائدة يحفز المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في اسواق الاوراق المالية الناشئة ذات العائد المرتفع على الاستثمار في الاوراق المالية. هذا الامر يجعل من الاسواق الناشئة مصدر مهم لجذب الكثير من الاستثمارات وذلك لما تحققه من قدره على تحقيق مكاسب مرتفعة.

2- عوامل الجذب وهي تشمل كل العوامل الداخلية المتعلقة بالهيكل الاقتصادي لهذه الدول ومنها ما يأتي (عيساوي، 2016: 16-17):

أ- الارتفاع في معدلات النمو الاقتصادي الامر الذي له تأثير ايجابي في سوق الاوراق المالية اذ يساعد على زيادة حركة التعامل فيها.

ب- استقرار سعر الصرف، اذ إن تقلبات سعر الصرف تؤثر بشكل سلبي في تدفق رأس المال الاجنبي حيث تتأثر تعاملات الاجانب به بشكل كبير ومن اجل جذب هذه الاستثمارات الى السوق المالية تحاول الدول دائما الحفاظ على سعر صرف ثابت ومستقر نوعا ما عن طريق سياسات التثبيت والتكيف الهيكلي.

ج- الخصخصة، أن وجود سوق نشطة للأوراق المالية مطلب اساسي لدعم ونجاح اساليب الخصخصة بهدف جذب المدخرات سواء كانت محلية ام اجنبية والاتجاه نحو القطاع الخاص يعمل على تنشيط الاوراق المالية ولذلك فان العلاقة بين الاستثمار المحفظي وسياسة الخصخصة هي علاقة تبادلية.

د- الحوافز الضريبية، استخدمت غالبية الدول الحوافز الضريبية لتشجيع الاستثمار الاجنبي سواء بتخفيض نسبة الضريبة او الاعفاء الكامل منها كما اتجهت هذه السياسات الى اجراء التخفيف من القيود المفروضة على الملكية فضلا عن السماح للأجانب بالتملك للمشروعات بنسبة 100% لجذب الاستثمارات الاجنبية.

هـ- هيكل سوق رأس المال، وهو من العوامل التي لها تأثير بارز في جذب المستثمر الاجنبي عن طريق تنظيم السوق والعمل بمبدأ الافصاح والشفافية وتنوع الادوات والاوراق المالية المتوفرة في السوق فضلا عن وجود قطاع الوسيط الماليين وقد خطت الكثير من الدول وخاصة النامية خطوات ايجابية فيما يتعلق بتطوير اسواقها المالية وتحسين اليات عمل الاسواق.

المحور الثاني: تحليل واقع الاستثمار المحفظي في سوق العراق للأوراق المالية

أولاً: سوق العراق للأوراق المالية

تأسس سوق العراق للأوراق المالية عام 1992 وكان يطلق عليه في بداية تأسيسه بسوق بغداد للأوراق المالية بموجب القانون رقم (24) لسنة 1991، وبعد العام 2003 جرى تغيير الاسم ليصبح سوق العراق للأوراق المالية، وكان سوقا حكوميا استطاع في ذلك الوقت ادراج 113 شركة عراقية مساهمة خاصة ومختلطة، ثم جرى اغلاقه بعد ذلك بقرار من مجلس ادارته بتاريخ 2003/3/19، و بعد ذلك وبتاريخ 2004/4/18 صدور القانون المؤقت رقم (74) ليؤسس مؤسستين

مهمتين في قطاع رأس المال وهما، سوق العراق للأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية العراقية، وقد تأسست السوق في حزيران من عام 2004 وتعمل تحت اشراف هيئة الأوراق المالية العراقية، وهي هيئة مستقلة جرى تأسيسها على غرار الهيئة الامريكية للأوراق المالية والبورصات، فضلا عن انها هيئة ذاتية التنظيم (حسين، 2013: 19). عقدت اول جلسة تداول بتاريخ 24 حزيران في العام 2004 بأسلوب التداول اليدوي والتسجيل على لوحات بلاستيكية اذ خصصت لوحة لكل شركة مساهمة يجري التداول على اسمها وبأسلوب المزايدة العلنية المكتوبة والذي استمر لغاية 19 نيسان 2009 وهذا الشكل من التداول ساد جميع البورصات في العالم قبل اعتماد النظم الالكترونية، وبعد انتهاء اعمال ومتطلبات العمل باليات التداول الالكتروني عقدت اول جلسة تداول الكتروني في سوق العراق للأوراق المالية يوم الاحد الموافق 2009/4/19 وبذلك بدأ عهد جديد للتداول، حيث يعرف التداول الالكتروني على انه "نظام اتصالات بين اطراف التداول، يبدأ بقبول رسائل المتداولين في شكل اوامر بيع وشراء وجمعها في سجل الاوامر ويثبتها في صورة عروض وطلبات وتنفيذها في ظل قواعد اوليه واضحه، وينهي تسوية الصفقات المنفذة عن طريق اجهزة الكمبيوتر الموجودة في مكاتب شركات الاوراق المالية" (عبدالحكيم ودلول، 2016: 253)، عند افتتاح السوق في عام 2004 كانت هناك 15 شركة فقط مدرجة في السوق اما في الوقت الحالي فقد وصلت عدد الشركات المدرجة الى 104 مؤسسة مالية و شركة من مختلف القطاعات الاقتصادية في عام 2018 (الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية).

ثانيا: اهداف سوق العراق للأوراق المالية

- يهدف سوق العراق للأوراق المالية الى تحقيق العديد من الاهداف وكما يأتي (<http://www-isx.com>):
- 1- تنظيم العضوية والمحافظة على المعايير المعترف بها للشركات بطريقة تتناسب مع أهداف المستثمرين وتعزيز ثقة المستثمر في السوق.
 - 2- تنظيم وتسهيل التعامل العادل ، الكفاء والمنظم في السندات ، ومن ضمنها تصفية وتسوية مثل هذه المعاملات.
 - 3- المساعدة في زيادة رأس مال الشركات المدرجة او التي تنوي أن تدرج نفسها في قائمة السوق.
 - 4- تعزيز مصالح المستثمرين في الأسواق الكفوءة، الموثوق بها، التنافسية ، الشفافة والصادقة.
 - 5- تنظيم التعامل للأعضاء في الخدمات التي تخص السندات وكذلك المعاملات الإجرائية وتحديد الحقوق والالتزامات للجهات المعنية وكذلك الوسائل لحماية مصالحهم القانونية.
 - 6- إنشاء ودعم الاتصالات مع أسواق الأوراق المالية في الأسواق العربية والعالمية والمفيدة في تنمية أسواق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق المجازة.
 - 7- القيام بخدمات وفعاليات أخرى ضرورية لدعم أهدافها.
 - 8- جمع وتحليل ونشر إحصائيات ومعلومات ضرورية لتحقيق الأهداف المنصوص عليها في هذا القانون.
 - 9- المشاركة ، إن كان ذلك مناسبا في برامج تعليمية استثمارية لاطلاع المستثمرين الكفوئين على فرص الاستثمار في سوق الأوراق المالية .

ثالثا: واقع البيئة الاستثمارية في سوق الاوراق المالية العراقي

البيئة الاستثمارية هي التي تتوفر فيها مستلزمات الاستثمار التي يسمح عن طريقها للمستثمرين امكانية استثمار اموالهم في افضل فرصة استثمارية، وتتأثر هذه البيئة لأي دولة بما يحيط بها من ظروف اقتصادية وسياسية في هذه الدول فضلا عن الدول المحيطة بها اذ ان هذه الظروف اما أن تكون محفزة ومشجعة للاستثمار او على العكس من ذلك كان تكون عوامل سلبية على الاستثمار، وتتفق اغلب الدراسات على أنه توجد اوجه نقص كثيرة في سوق العراق للأوراق المالية والتي يمكن أن نلخصها بما يأتي (محمد، 2011: 27):-

- 1- عدم وجود اصدارات ومنحى عائد مرجعي مستمر ويجسد ذلك من جانب حالة التشتت في ادوات الدين العام والإصدارات من جانب ومن جانب اخر قلة او محدودية الاصدارات لفترات ذات اجال طويلة.
- 2- نقص او غياب للوساطة المتخصصة في الاوراق المالية الحكومية ويعود السبب في ذلك لقلّة او ضعف اهتمام المصارف في تنشيط سوق هذه الاوراق.
- 3- يوجد نقص كبير في المعلومات والافصاح عن اسواق الاوراق المالية الحكومية بالشكل الذي يساهم في زيادة التعريف والوعي بهذه الاسواق على أن لا يجري الافصاح بوضوح ببرامج وخطط هذه الاوراق من جانب فضلا عن أنه لا تتوفر المعلومات بصورة سريعة على التعاملات بهذه الاوراق.
- 4- تقتصر التعاملات فيه على الصفقات الفورية اذ لا يجري التعامل بالصفقات الآجلة ومن ثم يؤدي ذلك الى صغر حجم السوق.
- 5- هناك استخدام محدود لممارسات التسعير وفقا للسوق التي تساهم في تنشيط السوق الثانوية ويعود السبب في ذلك لنقص التشريعات التي تلزم المؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين والمؤسسين بتسعير محافظهم في الاوراق المالية وفقا لآلية السوق.

ونستخلص مما ذكر ان البيئة الاستثمارية في سوق العراق للأوراق المالية لا يمكن عدها بيئة تنافسية وذلك للأسباب التي ذكرت أنفاً.

رابعاً: مؤشرات اداء الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق العراق للأوراق المالية

بدأ تداول الاجانب في سوق العراق للأوراق المالية في عام 2007 في شهر اب بعد تفعيل قانون الاستثمار رقم (13) لسنة 2006 الذي جاء في المادة (11) ثانياً السماح لغير العراقيين بالتداول بالأسهم بيعة وشراء في سوق العراق للأوراق المالية فضلاً عن السماح لهم بإنشاء محفظة استثمارية، وشهد هذا العام تداول (7) مليار سهماً وبحجم تداول بلغ (17) مليار دينار خلال فترة خمسة اشهر فقط، وذلك بعد تفعيل القانون الذي كان من أبرز أهدافه لتشجيع الاستثمارات ونقل التقنيات الحديثة والمساهمة في عملية التنمية وتشجيع القطاع الخاص العراقي والاجنبي عن طريق توفير التسهيلات اللازمة لذلك، وقد ساهم هذا القانون في تنشيط البيئة الاستثمارية في العراق بما يتناسب مع حاجات العراق الاستثمارية في المجالات المالية للنهوض بالواقع الاقتصادي في العراق (الجنابي وعيسوي، 2016: 76). وسيجري تداول اهم مؤشرات اداء الاستثمار الاجنبي غير المباشر التي كان لها الاثر في تطور السوق ومن اهم هذه المؤشرات ما يأتي:

1- حجم التداول الاجنبي

يقصد بحجم التداول قيمة الاسهم المتداولة في السوق والتي يمكن الحصول عليه عن طريق ضرب عدد الاسهم المتداولة في اسعارها خلال مدة زمنية معينة، وعن طريق الجدول (1) نلاحظ أن حجم التداول الاجنبي شراء بلغ (10110) مليون دينار عراقي عام 2007 بينما كان حجم التداول بيعة (7011) مليون دينار وهذا العام كان بداية التداول للأجانب في سوق العراق للأوراق المالية وذلك بعد أن جرى تفعيل قانون الاستثمار الاجنبي الذي سمح فيه بدخول رؤوس الاموال الاجنبية الى البلد وتداول مختلف اسهم الشركات الاجنبية، واستمرت الزيادة في حجم التداول (شراء) عام 2009 حتى وصلت الى (105710) وبمعدل تغير سنوي بلغ (62.9%) عن السنة التي سبقت هذا العام كما كان هناك تحسن في حجم التداول (بيعة) اذ وصل الى (82262) مليون دينار لنفس العام وبمعدل تغير (703.4%)، ويعود السبب في هذه الزيادة الى بدء التداول الالكتروني الذي ساعد بشكل كبير على ارتفاع حجم التداول فضلاً عن تحسن الظروف الاقتصادية.

ثم انخفض حجم التداول (شراء) وبمعدل تغير سالب بلغ (40.5%) في حين ارتفع حجم التداول (بيعة) ولكن بنسبة قليلة بلغت (1.13%) عام 2010، وقد ادى تحسن الاوضاع الامنية في عام 2011 الى زيادة حجم التداول للاسهم المشتركة (176499) مليون دينار وبمعدل تغير بلغ (180%) في الوقت الذي انخفض فيه حجم التداول للاسهم المباشرة وبنسبة

سالبة بلغت (41.3%) الا ان هذه القيمة عادت وارتفعت عام 2012 بنسبة (14.8%) في حين انخفض حجم التداول للاسهم المشترية من قبل الاجانب وبنسبة سالبة بلغت (69.4%) وكان السبب وراء هذا الانخفاض هو عدم الاستقرار في الوضع الاقتصادي والذي ادى الى دفع المستثمرين الاجانب الى بيع اسهمهم بشكل اكبر، اما في عام 2013 فنلاحظ ارتفاع حجم التداول للاسهم المشترية حيث كان معدل التغير السنوي (2582.4%) وهو اعلى مستوى وصل اليه حجم التداول الاجنبي في السوق وكان السبب وراء ذلك هو ادراج اسهم شركة اسيا سيل للاتصالات في هذا العام وتداول اسهمها بشكل كبير، ولكن هذا الارتفاع لم يستمر اذ عاد وانخفض عام 2014 وذلك بسبب الظروف الاقتصادية والسياسية غير المستقرة في العراق بسبب الحرب على داعش فضلا عن انخفاض اسعار النفط عالميا وكان لذلك الاثر الكبير على حجم التداول للمستثمرين الاجانب في السوق وقد استمر التذبذب في حجم التداول سواء أ كان شراءً ام بيعاً حتى وصلت الى معدل تغير سنوي بلغ (12.3%) للاسهم المشترية ومعدل تغير سنوي (-40.3%) للاسهم المباعة عام 2018.

جدول (1) حجم التداول الاجنبي (بيع- شراء) في سوق العراق للأوراق المالية
(مليون، %)

السنة	حجم التداول/شراء مليون دينار	معدل التغير %	حجم التداول/بيع مليون دينار	معدل التغير %
2007	10110	-	7011	-
2008	14489	43.3	10239	46.04
2009	105710	62.9	82262	703.4
2010	62888	- 40.5	83193	1.13
2011	176499	-180.6	48848	- 41.2
2012	54048	- 69.4	56085	14.02
2013	1149809	258.2	169655	202.5
2014	112548	- 90.2	82483	- 51.4
2015	73201	- 35.0	113501.7	- 37.6
2016	53835	- 26.5	38126.4	- 66.4
2017	41480	- 22.9	46569.1	22.1
2018	46592	12.3	27824.7	- 40.3

المصدر: التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2018).

* معدل التغير السنوي من اعداد الباحثان.

وإذا ما اردنا تتبع الاهمية النسبية لحجم التداول الاجنبي في السوق بالنسبة لحجم التداول الاجمالي نلاحظ أن هناك تذبذب خلال سنوات الدراسة حيث كانت هذه النسبة ترتفع احيانا ثم تعود للانخفاض احيانا اخرى ويرجع السبب في هذا التذبذب الى العديد من الامور. من الجدول (2) بلغت الاهمية النسبية لحجم التداول (4.00%) وهي بداية التداول للمستثمر الاجنبي في سوق العراق للأوراق المالية بعد اقرار قانون الاستثمار الجديد كما اشرنا سابقا، وانخفض حجم التداول الاجمالي في عام 2008 وذلك بسبب تداعيات الازمة المالية التي كان لها اثر على اداء سوق العراق للأوراق المالية الا انها عادت وارتفعت من جديد عام 2009 بما فيها حجم التداول الاجنبي حيث بلغ حجم التداول (187972) مليون دينار وباهمية نسبية وصلت الى (45.6%) عام 2009 من اجمالي التداول ومن الاسباب التي ادت الى هذه الزيادة اجراء العديد من التعديلات والتشريعات التي منها استبدال التداول اليديوي بالتداول الالكتروني، وعلى الرغم من زيادة حجم التداول الاجنبي حيث بلغ (131946) الا ان الاهمية النسبية له كانت (4.64) ويعود السبب في انخفاض الاهمية النسبية لحجم التداول

الاجنبي على الرغم من زيادة حجم التداول الى الارتفاع الكبير الذي حصل في حجم التداول الاجمالي حيث وصل الى (2840220) مليون دينار عراقي عام 2013 ويعود السبب في هذا الارتفاع الى ادراج شركات قطاع الاتصالات فضلا عن انطلاق رقم قياسي جديد والذي كان الهدف منه استبعاد الشركات الضعيفة والمشطوبة من التداول، كما كان لنشاط العديد من المحافظ الاستثمارية لعدد من المستثمرين الاجانب وصناديق الاستثمار غير العراقية انعكس ايجابيا على حجم السيولة في السوق وتوسيع اليمّة السوقية له، استمر حجم التداول بالتذبذب في الارتفاع والانخفاض خلال المدة (2014-2018) اذ اثرت التطورات سواء أ كانت اقتصادية ام سياسية او محلية والدولية على العديد من قرارات المساهمين المستثمرين سواء كانوا عراقيين او اجانب باستمرار ذلك أن العراق جزء لا يتجزأ من التطورات السياسية والامنية وبالأخص في مواجهة الارهاب الامر الذي انعكس على انخفاض الاستثمارات الاجنبية في سوق العراق للأوراق المالية الامر الذي ادى الى انخفاض حجم التداول الاجنبي حيث وصلت الاهمية النسبية الى (31.98%) في هذا العام.

جدول (2) الاهمية النسبية لحجم التداول الأجنبي
(مليون، %)

الاهمية النسبية %	حجم التداول الاجنبي مليون دينار	حجم التداول الاجمالي مليون دينار	السنة
4.00	17121	427367	2007
8.20	24728	301350	2008
45.6	187972	411928	2009
36.4	146081	400359	2010
23.9	225347	941198	2011
12.3	110133	893825	2012
4.64	131946	2840220	2013
21.7	195031	898315	2014
40.92	186702	456179	2015
21.54	91961	426788	2016
22.75	88049	386879	2017
31.98	74416	232681	2018

المصدر: التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2018-2007).

* الاهمية النسبية من اعداد الباحثان.

2- عدد الاسهم المتداولة

يقصد بها عدد الاسهم التي يجري تداولها في قاعة السوق، من الجدول (3) نجد أنّ عدد الاسهم المشتريات عام 2007 (4152) سهم أما عدد الاسهم المباعة فقد بلغ (2811) سهم وهو العام الذي بدأ فيه تداول المستثمرين الاجانب في سوق العراق للأوراق المالية بعد تفعيل قانون الاستثمار الجديد، ثم استمر الارتفاع في عدد الاسهم المتداولة ببيعاً وشراءً حتى وصل الى (46107) سهم مشتمل وبمعدل تغير سنوي بلغ (398.4%) عام 2009 و (32619) سهم مباع وبمعدل تغير سنوي بلغ (432.9%) ويعود السبب في هذا الارتفاع الكبير الى بدء التداول الالكتروني كما ذكر سابقاً حيث اصبحت عملية البيع والشراء اكثر سهولة وشفافية الامر الذي ادى الى زيادة المستثمرين الاجانب خاصة على شراء الاسهم.

جدول (3) عدد الاسهم المتداولة للأجانب في سوق العراق للأوراق المالية
(عدد، %)

السنة	عدد الاسهم المشتريات سهام	معدل التغير %	عدد الاسهم المباعة سهام	معدل التغير %
2007	4152	-	2811	-
2008	9251	122.8	6120	117.7
2009	46107	398.4	32619	432.9
2010	36690	- 20.4	58501	79.3
2011	82723	125.5	18723	- 67.9
2012	28476	- 65.6	36086	92.7
2013	100249	252	40554	12.3
2014	76575	- 23.6	562912	38.8
2015	72202	- 5.7	182286	223.8
2016	74919	3.7	59413	- 67.4
2017	59406	- 20.7	45832	- 22.9
2018	26518	- 55.3	38524	- 15.9

المصدر: التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2018).

* معدل التغير السنوي من اعداد الباحثان.

أما العام 2010 ونتيجة لسوء الأوضاع الاقتصادية في البلد الأمر الذي أدى إلى انخفاض عدد الاسهم المشتريات وبمعدل تغير سنوي سالب بلغ (20.4%) في حين زاد عدد الاسهم المباعة وبمعدل تغير سنوي بلغ (79.3%). استمر بعد ذلك التذبذب في عدد الاسهم المتداولة سواء كان شراء ام بيعا الى أن وصل عام 2013 الى (100249) سهم مشتريات وبمعدل تغير سنوي (252%) وكان السبب وراء هذه الزيادة في شراء الاسهم هو ادراج اسهم شركة اسيا سيل في السوق النظامي وزيادة الاقبال على شراء اسهمها، انخفضت بعد ذلك عام 2014 وبمعدل سنوي سالب بلغ (23.6%) في حين ارتفع عدد الاسهم المباعة بمعدل تغير وصل الى (38.8%) وكان السبب وراء عزوف المستثمرين الاجانب على شراء الاسهم تدهور الوضع الأمني في البلد بسبب حرب داعش فضلا عن انخفاض اسعار النفط عالميا الأمر الذي انعكس بشكل واضح على عملية بيع الاسهم في هذا العام. استمر بعدها التذبذب في عملية شراء وبيع الاسهم ارتفاعا وانخفاضا، اذ يلاحظ من الجدول انخفاض عدد الاسهم المتداولة بيعا ليصل الى (59413) سهم وبمعدل تغير سنوي سالب (67.4%) عام 2016، انخفض بعد ذلك عدد الاسهم المتداولة بشكل واضح عام 2018 ليصل الى (26518) سهم متداول شراء وبمعدل تغير سنوي (- 55.3%) اي انخفض الى النصف تقريبا مقابل انخفاض الاسهم المتداولة بيعا ولكن بنسبة اقل في هذا العام.

3- عدد العقود المنفذة من قبل المستثمرين الاجانب

يقصد بها العقود التي يجري تنفيذها من قبل الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية بنوعها سواء أكانت شراء ام بيع، من الجدول (4) الذي يبين عدد العقود المنفذة خلال مدة الدراسة فقد كان عدد العقود في بداية التداول للمستثمر الاجنبي عام 2007 (189) عقد شراء و(148) عقد بيع ارتفعت بعد ذلك عام 2008 بشكل كبير ويرجع السبب في هذا الارتفاع الى زيادة جلسات التداول من جلستين الى ثلاث جلسات اسبوعيا، بعد ذلك ارتفعت عقود الشراء حيث بلغت عام 2009 (5072) عقد وبمعدل تغير سنوي بلغ (191.1%) اما عقود البيع في هذه السنة فقد بلغت (300) عقد وبمعدل تغير سنوي

سالب بلغ (77.6%) حيث كانت اغلب العقود المنفذة في هذا العام هي عقود شراء ويعود السبب في ذلك وكما جرى ذكره سابقا هو بدء التداول الالكتروني في السوق، واستمرت بعدها بالارتفاع سواء أكانت عقود بيع ام شراء حيث وصلت عقود الشراء عام 2011 الى اعلى مستوى لها خلال مدة الدراسة اذ بلغ عدد عقود الشراء (22549) عقد وبمعدل تغير سنوي (268.4%) بينما كان عدد البيع (3985) عقد وبمعدل تغير (403.1%) ويرجع هذا الارتفاع الى زيادة الاستثمار في اسهم القطاع المصرفي فضلا عن تحسن الظروف السياسية والاقتصادية في البلد.

جدول (4) عدد العقود المنفذة (بيع- شراء) للأجانب في سوق العراق للأوراق المالية

(عدد، %)

السنة	عدد العقود المشتراة	معدل التغير	عدد العقود المباعة	معدل التغير
2007	189	-	148	-
2008	1742	821.7	1342	806.7
2009	5072	191.1	300	- 77.6
2010	6121	20.7	792	164
2011	22549	268.4	3985	403.1
2012	10658	- 52.7	6780	70.1
2013	16580	55.5	7981	17.7
2014	10229	- 38.3	9027	13.1
2015	8191	- 19.92	9277	2.76
2016	7913	- 3.39	11014	18.72
2017	7823	- 1.13	6649	-39.63
2018	9699	23.98	7410	11.44

المصدر: التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2018-2007).

* معدل التغير السنوي من اعداد الباحثان.

وفي العام 2012 انخفض عدد عقود الشراء وبمعدل غير سنوي (52.7%) بينما ارتفع عدد عقود البيع بمعدل تغير (70.1%) حيث يلاحظ ان عقود بيع الاسهم اكبر من عقود الشراء في هذا العام.

أما في العام 2013 فنلاحظ ارتفاع في عقود البيع والشراء ويرجع السبب في ذلك الى الاستثمار في اسهم شركة اسيا سيل للاتصالات التي جرى ادراج اسهما في السوق في هذا العام، نلاحظ بعد ذلك وللمدة (2014-2017) انخفاض في عدد عقود الشراء خلال هذه المدة بينما نلاحظ زيادة في العقود المنفذة بيعا خلال نفس المدة ويرجع السبب في ذلك الى عزوف المستثمرين عن شراء الاسهم بسبب سوء الوضع الامني بسبب الحرب على الارهاب وسوء الاوضاع الاقتصادية بسبب انخفاض اسعار النفط الامر الذي ادى الى اتجاه المستثمرين الاجانب الى ابرام عقود البيع للاسهم التي يملكونها بشكل كبير خلال هذه المدة، أما في العام 2018 فنلاحظ تحسن واضح في عدد عقود الشراء والبيع على حد سواء اذ بلغت عقود الشراء (9699) عقد وبمعدل تغير سنوي (23.98%) أما عدد عقود البيع فقد بلغت (7410) عقد وكان معدل التغير السنوي (11.44%).

وإذا اردنا تتبع الاهمية النسبية لإجمالي العقود المنفذة من قبل المستثمرين الاجانب الى إجمالي العقود المنفذة في السوق نلاحظ من الجدول (5) أن الاهمية النسبية لإجمالي العقود المنفذة ارتفع تدريجيا خلال مدة الدراسة اذ بلغت عام 2007 (1.09%) وهي بداية التداول الاجنبي بالسوق بعد اقرار قانون الاستثمار العراقي وهذه النسبة هي لخمسة اشهر فقط من بدء التداول.

جدول (5) الأهمية النسبية للعقود المنفذة من قبل الأجانب
(عدد، %)

الاهمية النسبية %	العقود الاجنبية المنفذة	اجمالي العقود المنفذة	السنة
1.09	337	30885	2007
9.91	3084	31108	2008
10.88	5372	49339	2009
9.63	6913	71722	2010
20.01	26534	132574	2011
12.81	17438	136039	2012
19.40	24561	126570	2013
18.41	19256	104566	2014
14.43	17468	120978	2015
16.86	18927	112230	2016
15.23	14472	94994	2017
19.55	17109	87512	2018

المصدر: التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2018).

* الأهمية النسبية من اعداد الباحثان.

ارتفعت بعدها حتى وصلت عام 2009 الى (5372) عقد منفذ وبأهمية نسبية (10.88%) بعد بدء التداول الالكتروني استمر بعدها عدد العقود المنفذة بشكل واضح الى أن وصل عام 2011 الى (26534) عقد وبأهمية نسبية (20.01%) وهي اعلى نسبة وصل اليها الاستثمار الاجنبي خلال مدة الدراسة ويرجع السبب في ذلك الى تحسن الاوضاع الامنية في البلد انخفضت بعدها عدد العقود عام 2012 الا إنها عادت وارتفعت من جديد وذلك بعد ادراج اسهم قطاع جديد وهو قطاع الاتصالات الامر الذي ساهم بشكل واضح في زيادة حجم الاستثمارات الاجنبية في هذا العام حيث بلغ عدد العقود المنفذة (24561) عقد وبأهمية نسبية (19.40%). انخفض بعد ذلك عدد العقود المنفذة على مستوى اجمالي العقود في السوق فضلا الى العقود المنفذة من قبل المستثمرين الاجانب ويرجع السبب في هذا الانخفاض الى سوء الاوضاع الامنية في العراق بسبب حروب داعش الارهابية فضلا عن الانخفاض الي حدث بأسعار النفط عالميا والذي انعكس على الاوضاع الاقتصادية في البلد والذي ادى الى تخوف المستثمر الاجنبي من الاستثمار في سوق الاوراق المالية لهذه الاسباب، استمر بعدها التذبذب في عدد العقود المنفذة خلال المدة المتبقية بين الارتفاع والانخفاض حتى وصل عدد هذه العقود الى (17109) عقد وبأهمية نسبية (19.55%) عام 2018.

4- عدد الشركات المتداولة

يوضح الجدول (6) عدد الشركات الاجنبية المتداولة في سوق الاوراق المالية العراقي، اذ جرى ادراج (94) شركة اجنبية تداول منها بحدود (40) شركة فقط قسمت (25) شركة تداولت اسهمها شراء مقابل (15) شركة تداولت بيعا، وقد كان اغلب هذه الشركات يعود الى القطاع المصرفي بواقع (17) شركة و (12) شركة عائد للقطاع الصناعي.

جدول (6) الشركات الاجنبية المتداولة (شراء - بيع) في سوق العراق للأوراق المالية
(عدد، %)

السنة	عدد الشركات المتداولة شراء	معدل التغير %	عدد الشركات المتداولة بيع	معدل التغير %
2007	25	-	15	-
2008	40	60	20	33.3
2009	67	67.5	44	120
2010	73	9.95	60	36.4
2011	79	8.2	73	21.7
2012	69	- 12.7	66	- 9.6
2013	66	- 4.3	60	- 9.09
2014	67	1.5	63	5
2015	57	- 14.9	56	- 11.1
2016	42	- 26.3	43	- 23.2
2017	53	26.1	53	23.2
2018	38	- 28.30	34	- 35.8

المصدر: التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2018).

* معدل التغير السنوي من اعداد الباحثان.

استمر بعدها ارتفاع عدد الشركات المتداولة سواء أ كان شراء ام بيع لغاية عام 2011 اذ بلغ عدد الشركات المتداولة شراء (79) شركة بمعدل تغيرا سنوي (8.2%) في حين بلغ عدد الشركات المتداولة بيعا (73) وبمعدل تغير سنوي (21.7%)، ومن اهم الاسباب التي ادت الى زيادة عدد الشركات المتداولة خلال هذه المدة هو تطبيق نظام التداول الالكتروني عام 2009 الذي شجع الشركات الاجنبية على تداول اسهمها في السوق، انخفض بعد ذلك عدد الشركات الى أن وصل عام 2013 الى (66) بمعدل تغير سنوي سالب (4.3%) للشركات المتداولة شراء مقابل (60) شركة تداولت بيعا بمعدل تغير سنوي سالب (9.09%).

ويعود السبب في هذا الانخفاض في عدد الشركات المتداولة خلال المدة (2012-2013) الى شطب بعض الشركات من السوق لإخلالها وذلك لعدم التزامها بقوانين وتعليمات السوق التي فرضها عليها فضلا عن انطلاق مؤشر السوق **ISX Price Index 37** الذي جرى عن طريقه استبعاد العديد من الشركات الضعيفة من التداول الامر الذي انعكس على عدد الشركات المتداولة. ارتفع بعد ذلك عدد الشركات عام 2014 ليصل الى (67) شركة متداولة شراء و (63) شركة متداولة بيعا وذلك بسبب ادراج عدد من الشركات الاجنبية في السوق في هذا العام الامر الذي انعكس على زيادة عدد الشركات المتداولة بشكل عام. عاد بعدها عدد الشركات بالانخفاض ليصل الى (42) شركة متداولة شراء بمعدل تغير سنوي (26.3 - %) و (43) شركة متداول بيعا وبمعدل تغير سنوي (23.2 - %) عام 2016، وكان السبب وراء هذا الانخفاض الى ايقاف تداول بعض الشركات لعدم التزامها بقواعد الإفصاح عامي 2015 و 2016. ارتفع بعدها عدد الشركات وذلك لإدراج شركات جديدة في السوق عام 2017 ثم عاد وانخفض عدد الشركات عام 2018 ليصل الى (38) شركة متداولة شراء وبمعدل تغير سنوي (28.30%) كما انخفض عدد الشركات المتداولة بيعا ليبلغ (34) شركة بمعدل تغير سنوي (35.8%) لنفس العام ويرجع الامر الى انخفاض اسعار الاسهم بشكل كبير في هذا العام الامر الذي انعكس على عدد الشركات الاجنبية المتداولة في هذا العام.

5- صافي الاستثمار الاجنبي

يعرف صافي الاستثمار بأنه القيمة الناتجة من طرح قيمة حجم التداول المباع من قيمة حجم التداول المشتراة ويعد من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس حجم التعاملات الأجنبية. بلغ صافي الاستثمار الاجنبي عام 2007 (3099) مليون دينار وهي بداية التداول الاجنبي في السوق بعد تفعيل قانون الاستثمار الجديد ارتفع بعدها بشكل مستمر حتى وصل الى (127651) مليون دينار عام 2011 اذ يلاحظ الارتفاع الواضح لصافي الاستثمار خلال هذه المدة ويمكن أن نرجع سبب هذا الارتفاع التدريجي لعدة اسباب اهمها بدء التداول الالكتروني عام 2009 والذي كان له الاثر الواضح في تنشيط حركة التداول والاستثمار بشكل كبير، فضلا عن ارتفاع عدد جلسات التداول حيث اصبحت (5) جلسات اسبوعياً اعتباراً من 2009/11/11 وادراج أسهم شركة مصرف دجلة والفرات في الشهر الخامس من عام 2010 انخفض بعد ذلك صافي الاستثمار عام 2012 حيث بلغ (2038) مليون دينار وبمعدل تغير سنوي سالب (101.5%) وكان السبب وراء هذا الانخفاض الكبير الى توقف التداول على اسهم مصرف دجلة والفرات بسبب عدم اكمال اجراءات زيادة رأسماله وكذلك لم يجري التداول على اسهم شركة الخيمة للاستثمارات المالية فضلا عن الخروج الواضح للمستثمرين الاجانب من السوق ومنها شركة مصرف كردستان الامر الذي انعكس سلبياً على صافي الاستثمار الأجنبي. ارتفع بعدها صافي الاستثمار الاجنبي عام 2013 وذلك بسبب زيادة التداول على اسهم شركة اسيا سيل اذ وصل الى (980154) مليون دينار وبمعدل تغير سنوي (48.22%)، نلاحظ بعد ذلك تراجع في صافي الاستثمار عام 2014 وبمعدل تغير سنوي سالب (96.9%) وكان السبب وراء هذا التراجع بسبب سوء الاوضاع الامنية بسبب الحرب على الارهاب الامر الذي انعكس على خروج بعض الشركات الاجنبية مثل مصرف الشمال ومصرف المنصور ومصرف الخليج. ارتفع بعدها عام 2015 اذ بلغ (40301) مليون دينار وبمعدل تغير (34.04%) وكان لإدراج اسهم (17) شركة الاثر الواضح على زيادة التداول الاجنبي الامر الذي انعكس على ارتفاع صافي الاستثمار.

جدول (7) صافي الاستثمار الاجنبي

(مليون دينار، %)

السنة	صافي الاستثمار الاجنبي مليون دينار	معدل التغير %
2007	3099	-
2008	4250	86.3
2009	23449	541.74
2010	54569	132.7
2011	127651	133.9
2012	2038	-101.5
2013	980154	48.22
2014	30065	- 96.9
2015	40301	34.04
2016	15708	- 61.02
2017	5089	- 67.60
2018	18766	268.75

المصدر: التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007-2018).

* معدل التغير السنوي من اعداد الباحثان.

انخفض بعدها صافي الاستثمار خلال عامي (2016-2017) وبمعدل تغير سنوي سالب بلغ (61.02%) و(67.60%) على التوالي ويرجع هذا الانخفاض الى عدة اسباب ففي عام 2016 حيث كان التأخر في اصدار التعديلات المطلوبة لعدد من القوانين النافذة وعدد من تعليمات وقواعد تحفيز الاستثمار في الأوراق المالية الاثر الواضح لانخفاض اسعار الاسهم المتداولة فضلا عن استمرار تأثير انخفاض اسعار النفط عالميا على الاقتصاد العراقي، أمّا العام 2017 فان استمرار الانخفاض يرجع الى انخفاض شراء الاجانب للاسهم الامر الذي ادى الى انخفاض صافي الاستثمار الاجنبي، عاد بعد ذلك صافي الاستثمار بالارتفاع عام 2018 اذ بلغ (18766) مليون دينار وبمعدل تغير سنوي (268.75%) ويعود السبب في هذا الارتفاع الكبير الى تحسن الاوضاع الامنية بعد انتهاء الحرب على داعش وعودة المستثمرين الاجانب الى تداول الاسهم بشكل كبير في سوق العراق للأوراق المالية.

المحور الثالث: الاستنتاجات والتوصيات

اولا: الاستنتاجات

- 1- تُعدُّ البيئة العراقية بيئة غير جاذبة للاستثمار وذلك بسبب عدم الاستقرار الامني والاقتصادي الامر الذي يحد من رغبة المستثمرين الاجانب في الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
- 2- إنّ اغلب الاستثمارات في سوق الأوراق المالية هو الاستثمار في القطاع المصرفي يأتي بعده القطاع الصناعي مع تراجع الاستثمار في بقية القطاعات ، إنّ الاستثمار يتركز في قطاعات معينة الامر الذي يؤدي الى ضعف فعالية السوق في جذب المستثمرين في السوق.
- 3- يعدُّ سوق الأوراق المالية من اهم القنوات التي تسهم في جذب المدخرات سواء أ كانت محلية ام اجنبية والتي تسهم بشكل كبير في تمويل المشاريع الاستثمارية وتوسيعها بما يخدم الاقتصاد في البلد.
- 4- ساعد العمل بنظام التداول الالكتروني عام 2009 الى زيادة الاستثمار الاجنبي بشكل واضح حيث اصبح بإمكان المستثمرين الاجانب بالدخول الى السوق والتداول عن بعد الامر الذي ادى الى زيادة حجم التداول بشكل واضح.
- 5- كان هناك تذبذب في قيمة صافي الاستثمار الاجنبي خلال مدة البحث ويرجع ذلك الى العديد من الاسباب الاوضاع الاقتصادية والامنية في العراق التي اثرت بشكل كبير على قرارات الاستثمار في الاسهم في السوق.
- 6- كان هناك انخفاض في عدد الشركات الاجنبية المتداولة سواء أ كان شراء ام بيع بسبب انطلاق مؤشر السوق **ISX Price Index** عام 2013 و مؤشر السوق **ISX60 UHL 2015** والذي ادى الى شطب العديد من الشركات الضعيفة من التداول.
- 7- بين البحث أنّ الاستثمارات الاجنبية في سوق العراق للأوراق المالية اثرت بشكل كبير في مؤشرات السوق اذ وصلت الاهمية النسبية لحجم التداول الى (14.01%) من حجم التداول الاجمالي في السوق وتعدُّ هذه النسبة مقبولة اذا ما نظرنا الى صغر حجم سوق العراق للأوراق المالية والاوضاع الامنية في العراق.

ثانيا: التوصيات

- 1- العمل بشكل دائم على تطوير القوانين والتشريعات التي تُنظم الاستثمار وتزيج العوائق امام الاستثمارات الاجنبية وتسمح لها بالدخول الى الاسواق بسهولة.
- 2- تطوير هيئات الاستثمار التي تقدم المعلومات الدقيقة حول الفرص الاستثمارية المتوفرة والمثالية عن طريق الافصاح والشفافية التي تشجع المستثمر الاجنبي على الاقبال في الدخول الى السوق المالي.
- 3- منح الحوافز والمزايا من اجل زيادة جذب المستثمرين الاجانب ذلك أنّ المستثمر يبحث دائما عن الدول التي تمنحه مزايا مثل تحويل الارباح فضلا عن الاعفاءات الضريبية.

- 4- توفير المناخ الاستثماري الملائم والذي يشجع على زيادة الاستثمارات سواء أ كان اقتصاديا او امنيا.
5- العمل على زيادة الخصخصة عن طريق السوق العراقية للأوراق المالية مما ينعكس بشكل ايجابي على حجم الاصدارات الذي يؤدي الى تشجيع المستثمرين على الاستثمار في هذه الاصدارات.

المصادر

- 1- ابراهيم، طرابيش و بربري محمد الامين (2019)، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الاوراق المالية - دراسة حالة سوق الاوراق المالية بمصر (2004-2017)، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد(7)، العدد(2).
2- احمد، موفق و حلا سامي خضير (2010)، الاستثمار الاجنبي واثره في البيئة الاقتصادية (نظرة تقييمية لقانون الاستثمار العراقي)، مجلة الادارة والاقتصاد، العدد(80).
3- اندوراس، عاطف وليم (2005)، السياسة المالية واسواق الاوراق المالية خلال فترة التمويل لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية.
4- التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة(2007-2018).
5- الجنابي، نبيل مهدي و حنان خالد حنش عيساوي(2016)، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط سوق العراق للأوراق المالية، مجلة جامعة القادسية للعلوم الاقتصادية، العدد(50).
6- حسين، ميسون علي (2013)، الاوراق المالية واسواقها مع الاشارة الى سوق العراق للأوراق المالية- تأطير نظري، مجلة جامعة بابل للعلوم الانسانية، المجلد(21)، العدد(1).
7- حنفي، عبدالغفار(2004)، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004.
8- خضير، عقبة(2015)، اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اداء سوق العراق للأوراق المالية- دراسة حالة سوق الدوحة- قطر للأوراق المالية خلال الفترة(2008-2013)، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة خضير بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير.
9- صالح، مفتاح و بوعبدالله علي(2016)، واقع الاستثمار الاجنبي في اسواق الاوراق المالية العربية، مجلة ابحاث اقتصادية وادارية، العدد(14)، 2013.
10- عبدالحكيم، هشام طلعت و عماد عبد الحسين دلول، نظام التداول الالكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق العراق للأوراق المالية - دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، العدد(92)، المجلد(92).
11- عبدالعال، علا عادل علي(2013)، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، بحوث اقتصادية عربية، العدد(63).
12- عبدالنبي، كريم(2006)، اهمية الدور الاقتصادي للأسواق المالية مع التركيز على السوق العراقية للأوراق المالية، مجلة المنصور، العدد(9).
13- عتر، عمر و عثمان عتر(2010)، تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في اسواق المال باختلاف نوعية هذه الاسواق (ناشئة- متقدمة)، مجلة علوم انسانية، العدد(45).
14- علوان، غفران حاتم واخرون(2010)، اثر الازمة المالية العالمية على كفاءة نشاط سوق العراق للأوراق المالية(دراسة قياسية) للمدة(2006-2008)، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد(19)، العدد(71).
15- علي، فلاق وياصور محمد(2015)، الاستثمار الاجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الاوراق المالية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد(3).

- 16- عواد، فاضل جويد(2016)، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تفعيل اسواق الاوراق المالية في البلدان النامية للمدة 1996-2010 (السوق المالية في مصر انموذجا)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد(47)
- 17- العيساوي، حنان خالد حنش(2016)، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة: سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان انموذجا، رسالة ماجستير غير منشورة، مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد، جامعة لقادسية، قسم الاقتصاد.
- 18- محمد، اياد ظاهر و صلاح حسن احمد(2013)، الاستثمار الاجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الاسهم العادية- دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية.
- 19- محمد، حاكم محسن(2011)، تحليل البيئة الاستثمارية للاستثمار المالي الاجنبي في العراق، مجلة جامعة اهل البيت عليهم السلام، العدد(6).
- 20- مصطفى، سميرة عبدالله(2014)، الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق الاوراق المالية العراقي (دراسة مقارنة)، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية.
- 21- مطاوع، سعد عبدالحميد(2001)، الاسواق المالية المعاصر، مكتبة ام القرى، الإسكندرية.
- 22- الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية <http://www-isx.com>
- 23- النجار، فريد(1999)، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة سباب الجامعة، الإسكندرية.