



Tikrit Journal of Administrative and Economics Sciences

مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية

EISSN: 3006-9149

PISSN: 1813-1719



Measuring and analyzing the impact of portfolio investment on the trading volume index of the Iraq Stock Exchange for the period 2012-2022

kawthar younis mayoof*, Abdul Razzaq Hamad Hussein

College of Administration and Economics/ Tikrit University

Keywords:

Volume Index, (ARDL), Non-Iraqis Trading Volume, Net Portfolio Investment

ARTICLE INFO

Article history:

Received 13 May. 2024
Accepted 23 May. 2024
Available online 30 Sep. 2024

©2023 THIS IS AN OPEN ACCESS ARTICLE UNDER THE CC BY LICENSE

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



*Corresponding author:



kawthar younis mayoof

College of Administration and Economics/
Tikrit University

Abstract: The study aims to measure and analyze the role of portfolio investment in the trading volume index of the Iraqi securities market. The descriptive and analytical approach and the standard economics approach were used in building the model based on the EViews 13 program, as well as the use of the self-degradation model of distributed time gaps (ARDL).

The study concluded that the statistically significant impact of portfolio investment on Iraq's short-term and long-term stock exchange volume index was demonstrated the study found that portfolio foreign investment is an important element of the economy. However, the Iraqi economy is an environment that is not attractive to investment because of the conditions of security and economic instability, which adversely affects foreign investors' willingness to invest and trade in the market. This is illustrated by the indicators during the course of the study, whether as regards the volume of non-Iraqis' trading or net portfolio investment and its impact on the volume index on the Iraq stock market. The study recommended the granting of many advantages and tax incentives to attract foreign investors to financial markets because of the great importance of portfolio investment in development and the development of the national economy as well as providing the right investment climate and working to diversify and develop new types of securities

قياس وتحليل أثر الاستثمار المحفظي في مؤشر حجم التداول لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 2012-2022

عبد الرزاق حمد حسين

كوثر يونس معيوف

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة تكريت

المستخلص:

يهدف البحث إلى قياس وتحليل دور الاستثمار المحفظي في مؤشر حجم التداول لسوق العراق للأوراق المالية، وقد تم استخدام المنهج الوصفي والتحليلي فضلاً عن الأسلوب القياسي في بناء الانموذج بالاعتماد على برنامج (Eviwes13)، وكذلك استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL).

خلص البحث إلى اثبات التأثير ذي الدلالة الإحصائية المعنوية للاستثمار المحفظي في مؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية في الأجلين القصير والطويل، وتوصل البحث إلى أن الاستثمار الأجنبي المحفظي من العناصر المهمة في الاقتصاد إلا أن الاقتصاد العراقي يعد بيئة غير جاذبة للاستثمار بسبب ظروف عدم الاستقرار الأمني والاقتصادي مما يعكس سلباً على رغبة المستثمرين الأجانب في الاستثمار والتداول في السوق وهذا ما وضحته المؤشرات خلال مدة البحث سواء فيما يخص حجم تداول غير العراقيين أو صافي الاستثمار المحفظي وأثرها في مؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية، وأوصى البحث بمنح العديد من المزايا والحوافز الضريبية لجذب المستثمرين الأجانب إلى الأسواق المالية وذلك للأهمية الكبيرة للاستثمار المحفظي في تحقيق التنمية وتطوير الاقتصاد الوطني، فضلاً عن توفير المناخ الاستثماري المناسب والعمل على تنويع واستحداث أنواع جديدة من الأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: حجم التداول، (ARDL)، حجم تداول غير العراقيين، صافي الاستثمار المحفظي.

المقدمة:

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم الأسواق لسوق المال وتتميز بكونها استثماراً طويلاً الأجل إذا ما تم مقارنتها بالسوق النقدية، ويعد الاهتمام بمصادر التمويل من أبرز وأهم العوامل التي أدت إلى الاهتمام الواضح والمتزايد بالأسواق المالية وتطويرها بهدف إيجاد أسواق مالية فعالة لتكثيف وتنشيط مع التطورات والتغيرات المستمرة التي تحدث في الاقتصاد العالمي، وتؤدي الأسواق المالية دوراً مهماً في توفير الموارد اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية، فهي أداة مهمة لتعبئة المدخرات وتوجيهها من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات التي تعاني من العجز المالي، وكذلك تعمل على إيجاد فرص التوظيف الفاعل لأصحاب الفوائض المالية، والهدف منها هو تلبية الاحتياجات من الموارد المالية وإقامة المشاريع المالية.

وكل ذلك يتم عن طريق استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وفي ظل العولمة المالية فإن تنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية مرتبط بشكل مباشر بتسريع عجلة النمو الاقتصادي التي أدت إلى اتجاه أغلب الدول لربط أسواقها بالأسواق المالية الدولية، مما أدى ذلك إلى زيادة التقارب فيما بينها وانتهاج التحرر المالي، وكانت أغلب تلك العلاقات في صورة استثمارات في الأوراق

المالية الأمر الذي قاد إلى زيادة التدفقات المالية إلى البلدان النامية بسبب انخفاض معدلات الادخار في تلك الدول، ومن هنا يبرز مفهوم الاستثمار المحفظي والذي يستند إلى شراء الأسهم والسندات في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من فروقات الأسعار بشرط أن لا يكون للمستثمر الحق في إدارة المشروع أو الإشراف عليه، ولتحقيق هدف البحث تم تقسيم البحث على أربعة مباحث يتضمن الأول منها منهجية البحث، فيما يتناول المبحث الثاني الاطار المفاهيمي للاستثمار المحفظي والأسواق المالية والعلاقة بين الاستثمار المحفظي ومؤشر حجم التداول أما المبحث الثالث فقد ركز على قياس وتحليل دور الاستثمار المحفظي في مؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية، ويتناول المبحث الرابع مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات.

المبحث الأول: منهجية البحث

أولاً. مشكلة البحث: يلعب الاستثمار المحفظي دوراً مهماً في تنشيط وزيادة حجم التداول في الأسواق المالية في الدول المضيفة إذ يؤدي إلى زيادة فعالية الأسواق مما يجعل الأسواق أكثر سيولة وعمقا، ويحرك أسعار الأوراق المالية نتيجة توسيع قاعدة المستثمرين، لذا تمثل مشكلة البحث الرئيسية الرئيسية (ما مدى انعكاس تأثير الاستثمار المحفظي في مؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية) من خلال الأسئلة الآتية:

1. هل سوق العراق للأوراق المالية يعتبر سوقاً جاذباً للاستثمارات الأجنبية المحفظية؟
 2. هل هناك علاقة بين الاستثمار المحفظي ومؤشر حجم التداول؟
 3. هل للاستثمار المحفظي دوراً في مؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية؟
- ثانياً. أهمية البحث:** ترجع أهمية هذه البحث إلى أن الأسواق المالية تلعب دوراً مهماً كمصدر مهم للتمويل، حيث تجذب عدداً كبيراً من المستثمرين الأجانب الذين يرغبون في تنويع محافظهم الاستثمارية لتقليل المخاطر، وكذلك أهمية الاستثمار المحفظي والذي يعد مصدر تمويل مهم للاقتصاد العراقي، وكيف يؤثر في مؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية.
- ثالثاً. اهداف البحث:** يهدف البحث إلى تحقيق عدد من الأهداف، من أهمها:
1. التنبؤ بتأثير الاستثمار الأجنبي المحفظي في مؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية، والذي يمكن من خلاله التنبؤ بتأثير مؤشر حجم التداول في الاقتصاد العراقي.
 2. معرفة أهم المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي المحفظي.
- رابعاً. فرضية البحث:** تنطلق البحث من فرضية مفادها أن للاستثمار الأجنبي المحفظي دور إيجابي في مؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية.
- خامساً. مجتمع وعينة البحث:** يمثل مجتمع البحث بسوق العراق للأوراق المالية بوصفها عينة بحثية، إذ اعتمدت البحث على تحليل البيانات المالية السنوية للسوق في المدة الممتدة (2012-2022)، إذ يمثل المتغير المستجيب بمؤشر حجم التداول والمتغيرات المفسرة تمثلت بالاستثمار الأجنبي المحفظي والذي تم تمثيله بمؤشر حجم التداول الأجنبي بيعاً وشراءً وصافي الاستثمار المحفظي.
- سادساً. منهج البحث:** تم استخدام المنهج الوصفي لعرض وبيان الجانب النظري للدراسة، فضلاً عن استخدام الأسلوب القياسي بواسطة البرنامج الإحصائي (Eviews13) لبيان علاقة التأثير فيما بين متغيرات البحث.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للاستثمار المحفظي والأسواق المالية والعلاقة بينهما أولاً. الإطار النظري للاستثمار المحفظي:

1. مفهوم الاستثمار المحفظي: إن الاستثمار المحفظي من أهم الموضوعات التي نالت اهتماماً واسعاً من قبل الباحثين كونها من أهم الأشكال الرئيسية لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم، ويشمل الاستثمارات الموجهة إلى شراء الأوراق المالية الصادرة عن هيئات عامة أو خاصة في البلدان النامية والمتقدمة، ونجد أنه لا يحق للأجانب إدارة المشروع أو اتخاذ القرارات أو المراقبة، بينما يحق لهم الحصول على عائد لمشاركتهم، ولذلك فإنه يختلف عن الاستثمار الأجنبي المباشر من حيث أن التحويل يقتصر عادة على عنصر رأس المال فقط، ويعتبر استثماراً قصيراً الأجل إذا قارناه بالاستثمار الأجنبي المباشر (Jwaid & Hamdan, 2021: 5)، ويمكن تعريف الاستثمار المحفظي بأنه قيام شخص معنوي أو طبيعي من خارج البلد (غير مواطن) بالاستثمار في أسواق الأوراق المالية من خلال عمليات شراء الأوراق المالية المختلفة بقصد الاستفادة من فرق الأسعار والحصول على الأرباح نتيجة استثماراتهم ويكون هذا الاستثمار قصيراً الأجل ولا يحق للمستثمر الأجنبي السيطرة على المشروع وتكون ملكية المستثمر الأجنبي كحد أقصى 10% فإذا زادت أصبح استثمار أجنبي مباشر.

2. مزايا وسلبيات الاستثمار الأجنبي المحفظي (FPI): تتجسد أهمية الاستثمار الأجنبي المحفظي من خلال تحديد أهم المزايا التي تتمتع بها الدول المضيفة له والوسائل المتعددة التي تتبعها لجذب رؤوس الأموال الأجنبية وخاصة تحول الدول النامية ومنها الدول العربية حيث ازدادت الاستثمارات الأجنبية في السنوات الأخيرة بسبب عولمة الأسواق المالية والنمو السريع لحركة الاستثمارات والتي لها تأثير على اقتصاديات الدول المختلفة وعلى النظام العالمي، مما كان لها تأثير على قدرة الدول في الحصول على مصادر تمويل في أسواق التمويل الدولية، ويمكن إدراج أهم المزايا التي ساهمت في الإقبال الكبير على الاستثمار المحفظي وخاصة في البلدان النامية بالآتي:

أ. المزايا: يمكن توضيح المزايا المتحققة للبلدان المستقبلة للاستثمار الأجنبي المحفظي بالآتي (سلمان، 2020: 171-172)، (يوسف وآخرون، 2021: 49)، (حسن، 2022: 388):

1. الاستثمار الأجنبي المحفظي يزيد من سيولة وعمق سوق الأوراق المالية.
2. الاستثمار الأجنبي المحفظي يؤدي إلى تحقيق المزيد من الخبرة والنظام في الأسواق المحلية في الدول المضيفة.
3. التكلفة المنخفضة في المتاجرة بالأوراق المالية بالمقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى.
4. التجانس بين وحدات الأصول المالية مما يؤدي إلى وجود أسواق منظمة عالية التنظيم للتعامل بالأصول المالية واقتراب خصائص هذه الأسواق من خصائص سوق المنافسة الكاملة وابتعادها عن خصائص الأسواق الاحتكارية.
5. سهولة الدخول والخروج من وإلى الدول المضيفة.
6. زيادة حركة رؤوس الأموال الأجنبية ما بين دخولها وخروجها سوف يؤثر على قيمة العملة المحلية، فعند دخول المستثمرين الأجانب يزداد الطلب على العملة المحلية فترتفع قيمتها.
7. يؤدي إلى زيادة كفاءة الأسواق المالية المحلية وذلك لحصول اتصال بالمؤسسات الأجنبية التي تمتلك خبرة وتكنولوجيا مالية حديثة وأساليب متطورة تساعد على جذب العديد من التدفقات وزيادة المعرفة بتلك الأسواق ومن ثم يؤدي إلى تشجيع الاستثمارات الأجنبية.

- ب. السلبيات:** بجانب العديد من المزايا للاستثمار المحفظي هناك بعض السلبيات أو الأضرار التي تترتب على هذا النوع من الاستثمارات منها (ليبب، 2019: 20):
1. صعوبة تحكم الأسواق المالية أو المضيفة في مثل هذا النوع من الاستثمار وذلك لسهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المالية، إذ قد تنسحب هذه الاستثمارات بصورة مفاجئة نتيجة عوامل عدة ويسعى المستثمر الأجنبي إلى تعديل مراكزهم الاستثمارية، أي إن هناك احتمال أن يتخذ المستثمرون الأجانب قرارا مفاجئا بمغادرة البلد الذي يستثمرون فيه، حيث يمكن أن تكون بالغة الضرر من حيث أحداث تقلب كبير في أسعار الصرف أو أسعار الفائدة أو كليهما.
 2. إن هذا النوع من الاستثمار لا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني لأنه يتمثل بالاستثمار بالأدوات المالية المدرجة في السوق المالية ولا يأخذ بالضرورة بالأوليات الاقتصادية الكلية.
 3. إن زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية ستؤدي إلى زيادة تدفقات رأس المال إلى الأسواق المالية المحلية ونتيجة هذه الزيادة تؤدي إلى توسع الأصول المالية المحلية والذي يؤدي إلى زيادة الطلب على المنتجات المحلية وارتفاع في سعر صرف العملة المحلية، ومن ثم زيادة معدلات التضخم وذلك يزيد من عدم الاستقرار الاقتصادي.
- 3. أشكال الاستثمار الأجنبي المحفظي:** هناك أشكال عدة للاستثمار الأجنبي المحفظي ينظر إليها من خلال طريقة الحصول على الأصول المالية وهي (إبراهيم وامين، 2019: 135)، (كمال وطلحي، 2021: 21)، (إبراهيم وطرايش، 2019: 136):
- أ. **شراء الأوراق المالية مباشر من البورصة:** ويتم من خلال التعامل المباشر للمستثمرين الأجانب بشراء وبيع الأوراق المالية في بورصات الأوراق المالية سواء في الأسواق الأولية أو الثانوية، بشرط لا تتعدى مساهمه المستثمر الأجنبي في الشركة 10 % لأن تجاوز هذه النسبة يعني تحول هذا الاستثمار إلى الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يتيح للمستثمر الأجنبي فرصة السيطرة على الشركة.
 - ب. **صناديق الاستثمار الدولية:** فهي تجمع الأموال من المستثمرين للاستثمار في أسواق عديدة خارج الدولة الأم، ونجد منها ما هو دولي وما هو إقليمي، ولهذا النوع العديد من الإيجابيات للمستثمرين الأجانب أو الشركات المحلية في الدولة الأم، فهي تتيح للمستثمر الأجنبي فرصة التنوع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة، ومن ثم تقليل المخاطرة التي يتعرض لها، اما بالنسبة للشركات المحلية فهي تتيح لها فرصة النفاذ إلى الأسواق العالمية وتخفيض تكلفة الحصول على رأس المال.
 - ج. **الإصدارات الدولية من الأوراق المالية:** وتعرف بأنها أوراق يتم تسجيلها في الأسواق المالية العالمية ويسمح بتداولها في دول كثيرة، وتتطلب هذه الإصدارات توفر شروط معينة للتسجيل في أسواق الأوراق المالية العالمية مثل حجم الإنتاج والمبيعات، نسب استغلال القدرة الإنتاجية، ومدى اتباع معايير المحاسبة الدولية ومدى الالتزام بسياسات ومبادئ الإفصاح والشفافية وغيرها من العوامل الخاصة بالسندات كالجدارة الائتمانية والوضع الاقتصادي للبلدان المصدرة في حالة السندات الحكومية.
 - د. **القروض:** وهي التي تقدم من قبل الأشخاص والمؤسسات أو الهيئات الأجنبية الخاصة والتي تقدم للبلدان لمساعدتها للحصول على السلع والخدمات والتي تقدم بشكل تسهيلات مصرفية لغرض تغطية العجز في النقص الأجنبي.
 - هـ. **صناديق رأس المال المخاطر:** يقصد بها الصناديق التي يوفر من خلالها المستثمرين الأجانب التمويل والخبرة الإدارية والفنية لشركات غير مقيدة في سوق الأوراق المالية المحلية أو المشاريع ذات

المخاطر العالية تهدف الى تحقيق معدلات نمو مرتفعة وأرباح مستقبلية متزايدة، وإن الغرض من هذا التمويل هو المشاركة في الأرباح المستقبلية.

ثانياً. الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية

1. مفهوم الأسواق المالية: يمكن أن يعرف بأنه المكان الذي يتم فيها تداول الأدوات المالية بيعاً وشراء ويخضع المتعاملون بها إلى رقابة سلطات السوق التي تعمل على خلق توازن السوق وإشاعة الشفافية وضمان مبدأ المساواة بين المتعاملين، كما تعرف الأسواق المالية على أنها المكان الذي يتم فيه تداول الأصول المالية، وإنها موجودة لتمكين التدفق السلس لرأس المال بين أولئك الذين يدخرون الأموال وأولئك الذين يحتاجون إلى التمويل (7: 2021، Kyal & Trivedi)، ومما تقدم يمكن أن تعرف الأسواق المالية بأنها الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراء وكذلك تمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي، وكذلك تسمح بتحريك الادخار الفردي.

2. وظائف الأسواق المالية: يمكن توضيح اهل الوظائف من خلال ما يأتي (دلال، 2018: 60)، (الدليمي والهيبي، 2018: 55)، (الغالي وعدنان، 2019: 36)، (الحراني، 2022: 32):

أ. زيادة معدلات النمو الاقتصادي: إن الأسواق المالية تساهم في تعبئة رؤوس الأموال وتوجيهها إلى الاستثمارات المحلية في كافة أوجه النشاط الاقتصادي الحقيقي، وبذلك تساهم بصورة مباشرة في رفع معدلات النمو الاقتصادي الحقيقي ومن ثم دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

ب. تحفيز وتوجيه الادخار: تقوم هذه الوظيفة بتشجيع المؤسسات والأفراد على الاستثمار، وذلك من خلال تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على عائد مالي محدد، وحسب المخاطر المحتملة.

ج. زيادة الوعي الاستثماري: تساهم الأسواق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات.

د. توفير المعلومات: وذلك من خلال توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق المالية الإفصاح عنها لحاملي الأدوات المالية ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية.

هـ. المساهمة في دعم الائتمان الخارجي والداخلي: إن عمليات البيع والشراء في الأسواق المالية تعد مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا زادت مظاهر الائتمان لتشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية وبهذا يمكن أن تقبل هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية

و. مؤشر للحالة الاقتصادية: تعد الأسواق المالية مؤشراً لحالة الاقتصاد الوطني مستقبلاً، وذلك لأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق هي مرآة للحالة الاقتصادية المستقبلية، وتكون بمثابة انذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات الصحيحة عندما يلزم الأمر.

ثالثاً. العلاقة بين الاستثمار المحفظي ومؤشر حجم التداول: يمثل الاستثمار الأجنبي المحفظي أحد أهم العناصر التي تؤدي إلى حدوث تقلبات في أداء سوق الأوراق المالية، وذلك بسبب وجود جهات فاعلة في كل من الأسواق المحلية والأسواق الخارجية، وهذا ما يحدد مصير سوق الأوراق المالية إلى حد كبير، وقد أكتسب الاستثمار الأجنبي المحفظي أهمية كبيرة في الأسواق المالية بعد الإصلاحات الاقتصادية التي شهدتها البلدان النامية وكذلك عمليات التحرير لرؤوس الأموال، وإن الاستثمار في المؤسسات الأجنبية يندرج ضمن فئة المستثمرين الأكثر تطوراً وذلك لمشاركتهم الكبيرة في الأوراق المالية المختلفة، إذ يلعب المستثمرون دوراً مهماً في الاستثمار الأجنبي المحفظي إذ إن النسبة الأكبر من الأوراق المالية تصبح تحت وصايتهم، وبذلك يصبحون أحد الأسباب الرئيسية

لتقلبات الأسعار في مؤشرات سوق الأسهم، وبهذا يُعزى التطور والنمو الحاصل في الأسواق المالية إلى المستثمرين الأجانب، وإن هذه التدفقات من رؤوس الأموال تساعد اقتصاديات الدول على تحقيق أعلى مستوى من النجاح وذلك من خلال المساهمة في احتياطات النقد الأجنبي.

وقد كشفت بعض الدراسات أن تقلبات سوق الأوراق المالية ارتفعت بسبب دخول الأموال الأجنبية لتلك الأسواق، وكما وجدت بعض الدراسات نتيجة جرانجر السببية (Granger Causality) أن سوق الأوراق المالية في الدول المتقدمة لا يؤثر فقط على حركة سوق الأسهم ولكنه يتسبب كذلك في حدوث تغيير في حركة تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية في سوق رأس المال، ويتلخص ذلك في أنه يجب على منظمي أسواق رأس المال أن يراقبوا عن كثب أنشطة المستثمرين المؤسسيين حيث إن انماط تداولهم يمكن أن يؤثر على أداء سوق الأوراق المالية، وبذلك لابد من دراسة العلاقة السببية بين الاستثمار الأجنبي المحفظي وسوق الأوراق المالية بشكل مكثف لأنها ستكون مفيدة لصياغة السياسات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية والمتعلقة بحدود الاستثمار، وإن فهم العلاقة السببية على نطاق واسع ستكون مفيدة بشكل كبير للمستثمرين والأفراد وكذلك تكون مفيدة في تصميم استراتيجيات الاستثمار الخاصة بهم، ويظهر مؤشر حجم التداول السيولة المالية للسوق، وذلك لأنه يعبر عن قيمة الأسهم المتداولة في اثناء فترة زمنية محددة، وعليه يوضح هذا المؤشر التبادل الحقيقي الحاصل في الأسهم المكتتب بها، وهو بذلك يقدم دلالات حول احتمالية صعود أو هبوط السوق ومدى قوته وإن أي زيادة في الاستثمار الأجنبي المحفظي من شأنها أن تنعكس ايجابياً على حجم التداول، ويساهم المستثمرين الأجانب بشكل كبير في رفع حجم التداول مما يؤدي إلى رفع درجة السيولة (Sharma & Mittal, 2019: 250-255).

المبحث الثالث: قياس وتحليل دور الاستثمار المحفظي في مؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية

أولاً. وصف متغيرات البحث للدول عينة البحث:

1. مسوغات اختيار العينة: - عينة قصدية لسوق العراق للأوراق المالية لكونها سوقاً تتفاوت في مستوى تطورها، وتعمل في بيئات اقتصادية وسياسية واجتماعية مختلفة، وهي تُعد دولة ريعية تعتمد في اقتصادها على النفط، فضلاً عن إمكانية الحصول على البيانات من التقارير والنشرات المالية المفصح عنها من قبل السوق عينة البحث.

2. متغيرات البحث: تضمن البحث وصفاً لمتغيرات البحث المفسرة والمعتمدة للسوق عينة البحث كما يأتي: اشتملت البحث على مؤشر الاستثمار الأجنبي المحفظي بوصفه متغيراً مستقلاً ومؤشر حجم التداول بوصفه متغيراً معتمداً، وقد تم استخدام برنامج Eviews 13 في إيجاد المؤشرات الإحصائية وتحليل علاقة الارتباط والأثر بين متغيرات البحث، وتم تحويل البيانات إلى الصيغ الربع سنوية وبذلك ستكون عدد المشاهدات 44 مشاهدة لكل متغير من المتغيرات المذكورة.

جدول (1): متغيرات الانموذج القياسي

اسم المتغير	رمز المتغير	نوع المتغير
مؤشر حجم التداول	Y1	تابع
حجم تداول غير العراقيين	X1	مستقل
صافي الاستثمار الأجنبي المحفظي	X2	مستقل

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على توصيف النموذج.

3. بيانات متغيرات البحث

جدول (2): بيانات متغيرات البحث

السنوات	حجم التداول لغير X1 العراقيين (مليون دينار)	صافي X2 الاستثمار الأجنبي المحفظي (مليون سهم)	مؤشر حجم التداول للأسهم Y2 (مليون دينار)
2012	1801	5432	2.09
2013	37066	2899	4.18
2014	30937	3260	3.57
2015	43195	2538	6.35
2016	18680	3983.5	6.15
2017	24392	3502	5.55
2018	18954	-2213	2.34
2019	5008	-3450	2.36
2020	19664	6906	3.16
2021	12336	1728	2.62
2022	16000	4317	2.71

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية في سوق العراق للأوراق المالية.

4. اختبارات جذر الوحدة (unit Root test).

أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة في الجدول (أن متغيرات الدراسة استقرت عن المستوى (Level) والبعض الآخر استقر عند الفرق الأول I(1) كما في الجداول الآتية:

جدول (3): نتائج اختبار جذر الوحدة عند المستوى

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)				
Series: X1, X2, Y1				
Sample: 2012Q1 2022Q4				
Prob.**	Statistic	Method		
0.0000	81.667	ADF - Fisher Chi-square		
2.381917	-5.45991	ADF - Choi Z-stat		
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi				
Obs	Max Lag	Lag	Prob.	Series
33	9	7	0.0006	X1
33	9	7	0.3096	X2
31	9	9	0.0000	Y1

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج (Eviews13).

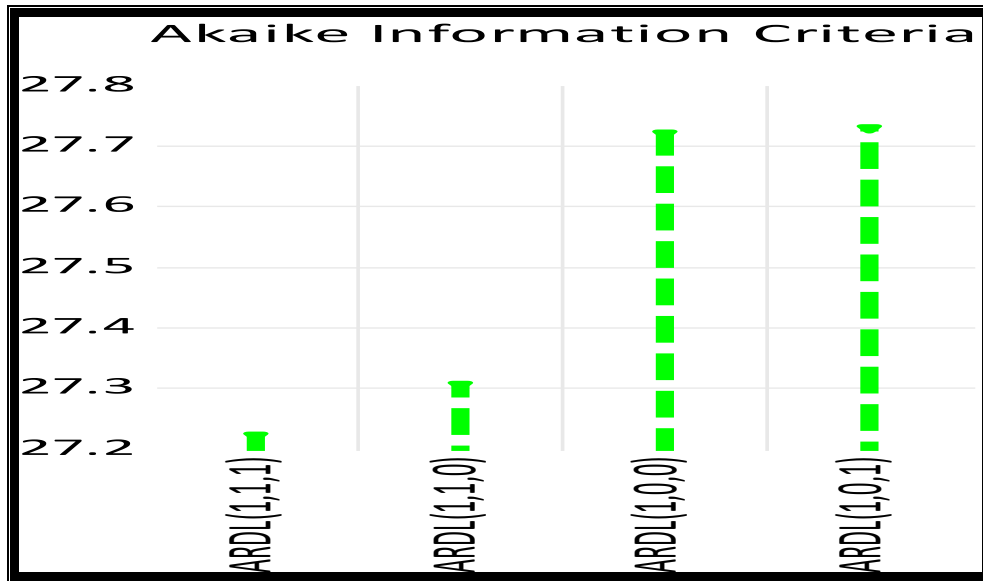
أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة أن بعض المتغيرات استقرت عند المستوى أما بقية المتغيرات لم تستقر عند المستوى لذلك سوف ننقل إلى اختبارات الفرق الأول لكي يتم تحقيق الشرط الضروري لنموذج ARDL .

جدول (4): نتائج اختبار جذر الوحدة عند الفرق الأول

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)				
Series: X1, X2, Y1				
Sample: 2012Q1 2022Q4				
Exogenous variables: None				
Prob.**	Statistic	Method		
0.0000	802.853	ADF - Fisher Chi-square		
0.0000	-25.6827	ADF - Choi Z-stat		
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi				
Obs	Max Lag	Lag	Prob.	Series
38	1	1	0.0000	D(X1)
38	1	1	0.0000	D(X2)
38	1	1	0.0000	D(Y1)

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج (Eviews13).

أظهرت النتائج في الجدول أعلاه والخاصة باختبارات جذر الوحدة عن الفرق أن جميع المتغيرات قد استقرت عند الفرق الأول لذلك لا حاجة للانتقال إلى الفرق الثاني. أ. اختبار عدد فترات الإبطاء الزمني وفقاً لمعيار اكاكي: تم الاستعانة بمعيار المعلومات Akaike Information Criteria (أفضل 20 نموذجاً) نظراً لأن المعيار له فترة تأخير تبلغ 20 فترة إبطاء لنماذج ARDL لتحديد عدد فترات الإبطاء الزمني (lag) واختيار الفترة الأمثل لكشف العلاقة بين المتغيرات المستقلة (X2, X1) والمتغير التابع (Y1)، كما موضح في الشكل أدناه:



شكل (1): اختبار عدد فترات الإبطاء الزمني وفقاً لمعيار اكاكي

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج (Eviews13).

جدول (5): اختبار عدد فترات الابطاء الزمني وفقا لمعيار اكاكي

Model Selection Criteria Table					
Dependent Variable: Y2					
Date: 03/04/24 Time: 23:39					
Sample: 2012Q1 2022Q4					
Included observations: 40					
Specification	HQ	BIC	AIC*	Log	Model
ARDL(1,1,1)	27.3134	27.4751	27.2218	-538.4371	1

تشير نتائج الجدول رقم (5) والشكل رقم (1) إلى كل مما يأتي:
 * - إن النموذج الأفضل لدارسة علاقة الأجل الطويل بين بعض متغيرات الاستثمار المحفظي حجم التداول للأسهم هو النموذج:

ARDL (1, 1, 1)

ب. التقدير الاولي لا نموذج (ARDL):

جدول (6): نتائج التقدير الاولي لأنموذج ARDL

Dependent Variable: D(Y2)			
Method: ARDL			
Date: 03/04/24 Time: 23:39			
Sample: 2012Q2 2022Q1			
Included observations: 40			
Dependent lags: 1 (Automatic)			
Automatic-lag linear regressors (1 max. lags): X1 X2			
Deterministic: Restricted constant and no trend (Case 2)			
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)			
Number of models evaluated: 4			
Selected model: ARDL (1,1,1)			
-17239.1733	Mean dependent Var	0.5020833	R-squared
243606.875	S.D. dependent Var	0.4751689	Adjusted R-squared
0.23501189	Durbin-Watson stat	18.654815	F-statistic
		2.4968791	Prob(F-statistic)
* p-values are incompatible with t-Bounds distribution.			

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج (Eviews13).
 تشير معطيات الواردة في الجدول أعلاه والخاصة بنتائج التقدير الاولي لنموذج ARDL للعلاقة بين (الاستثمار المحفظي) كمتغيرات مستقلة والمؤشر حجم التداول للأسهم، حيث بلغت قيمة $R^2=0.4751689$ وهي تمثل القدرة التفسيرية للنموذج، وكذلك عكست قيمة F-statistic معنوية

النموذج ككل وهي أقل من (5%)، الأمر الذي يقتضي بالانتقال إلى الخطوات اللاحقة والخاصة بالتحقق من وجود العلاقة التوازنية في المدى الطويل بين متغيرات البحث وفقا لأنموذج ARDL عن طريق اختبار الحدود Bound Test.

ج. اختبار الحدود Bound Test:

جدول (7): نتائج اختبار الحدود Bound Test

Null hypothesis: No levels relationship	
Value	Test Statistic
28.17449	F-statistic

1%		5%		10%		Sample Size
I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	
6.028	4.948	4.335	3.478	3.623	2.845	35
5.855	4.77	4.26	3.435	3.585	2.835	40
5	4.13	3.87	3.1	3.35	2.63	Asymptotic

* I(0) and I(1) are respectively the stationary and non-stationary bounds.

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج (Eviews13).

يوضح الجدول أعلاه نتائج اختبار الحدود Bound Test للتكامل المشترك بين متغيرات البحث إذ بلغت قيمة (F-statistic) المحسوبة (28.17449) وهي أكبر من القيمة الجدولية العظمى والصغرى إذ بلغا (4.335)، عند مستوى معنوية (5%)، مما يعني أننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وهذا يعني وجود علاقة تكامل مشترك بين بعض متغيرات، أي وجود علاقة توازنية طويلة الأجل وبناء على ما أظهرته نتائج اختبار الحدود من وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، تم تقدير معاملات الأجل القصير والأجل الطويل والتي أدرجت نتائجها في الجدول رقم (7)

د. الأثر في الأجل القصير بين الاستثمار المحفظي وحجم التداول للأسهم:

جدول (8): المقدرات القصيرة الأجل وتصحيح الخطأ بين الاستثمار المحفظي وحجم التداول للأسهم

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0012	-3.502026	0.018104	-0.063403	COINTEQ*
0.0000	4.876269	6.566551	32.02028	D(X1)
0.0282	-2.283797	24.38423	-55.68865	D(X2)

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج (Eviews13).

❖ أظهرت نتائج الأثر في الأجل القصير حجم التداول لغير العراقيين (X1)، قد نجحت في اثبات تأثيرها المعنوي والايجابي في حجم التداول للأسهم (Y2) وعند مستوى معنوية أقل من (0.05) وذلك مطابق للنظرية الاقتصادية.

❖ أظهرت نتائج الأثر في الأجل القصير صافي الاستثمار الأجنبي (X2)، قد نجحت في اثبات تأثيرها المعنوي والعكسي في حجم التداول للأسهم (Y2) وعند مستوى معنوية أقل من (0.05) وذلك غير مطابق للنظرية الاقتصادية.

❖ معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي فقد بلغت (-0.063403) وهذه القيمة معنوية أي إن الشرط الأول قد تحقق، علماً أن هذه القيمة تشير إلى أنه 5% من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها في وحدة الزمن المتمثلة هنا بالسنة وذلك من أجل العودة إلى الوضع التوازني في طويل الأجل.

هـ. الأثر في الأجل الطويل بين الاستثمار المحفظي وحجم التداول للأسهم

جدول (9): المقدرات الطويلة الاجل وتصحيح الخطأ بين الاستثمار المحفظي وحجم التداول للأسهم

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable *
0.0473	2.058208	9.722708	20.01136	X1(-1)
0.3591	-0.929526	22.57977	-20.9884	X2(-1)
0.9474	-0.066421	147951.8	-9827.24	C

Note: * Coefficients derived from the CEC regression.

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج (Eviews13).

❖ أظهرت نتائج الأثر في الأجل الطويل حجم التداول لغير العراقيين (X1)، قد نجحت في اثبات تأثيرها المعنوي والايجابي في حجم التداول للأسهم (Y1) وعند مستوى معنوية أقل من (0.05) وذلك مطابق للنظرية الاقتصادية.

❖ أظهرت نتائج الأثر في الأجل الطويل صافي الاستثمار الأجنبي (X2)، قد فشلت في اثبات تأثيرها في حجم التداول للأسهم (Y1) وعند مستوى معنوية أقل من (0.05) وذلك غير مطابق للنظرية الاقتصادية

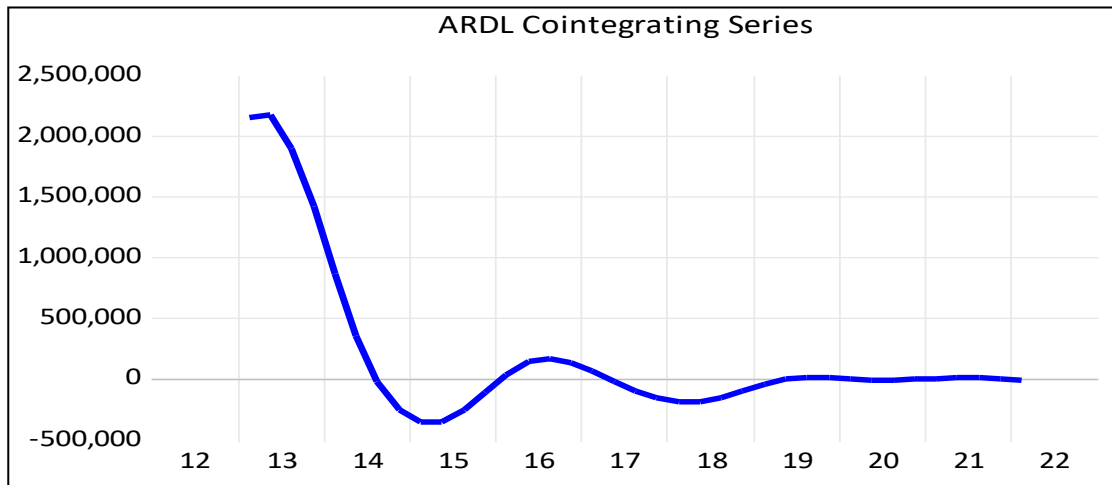
و. معادلة التكامل المشترك في الأجل الطويل:

جدول (10): معادلة التكامل المشترك

Deterministic: Rest. constant (Case 2)
$CE = Y2(-1) - (20.011363 * X1(-1) - 20.988494 * X2(-1) - 9827.243622)$

الجدول: مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews.13).

ثامناً. سلسلة التكامل المشترك:



شكل (2): سلسلة التكامل المشترك

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews.13).

ز. الاختبارات البعدية:

1. اختبار عدم تجانس التباين: من خلال نتائج اختبار (ARCH) وبحسب إحصائية (F-Test) أظهرت النتائج عدم معنويتها ومن ثم عدم وجود مشكلة تجانس تباين الخطأ.
جدول (11): اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	15.23452	Prob. F(1,36)	0.2132
Obs*R-squared	14.264254	Prob. Chi-Square(1)	0.1321

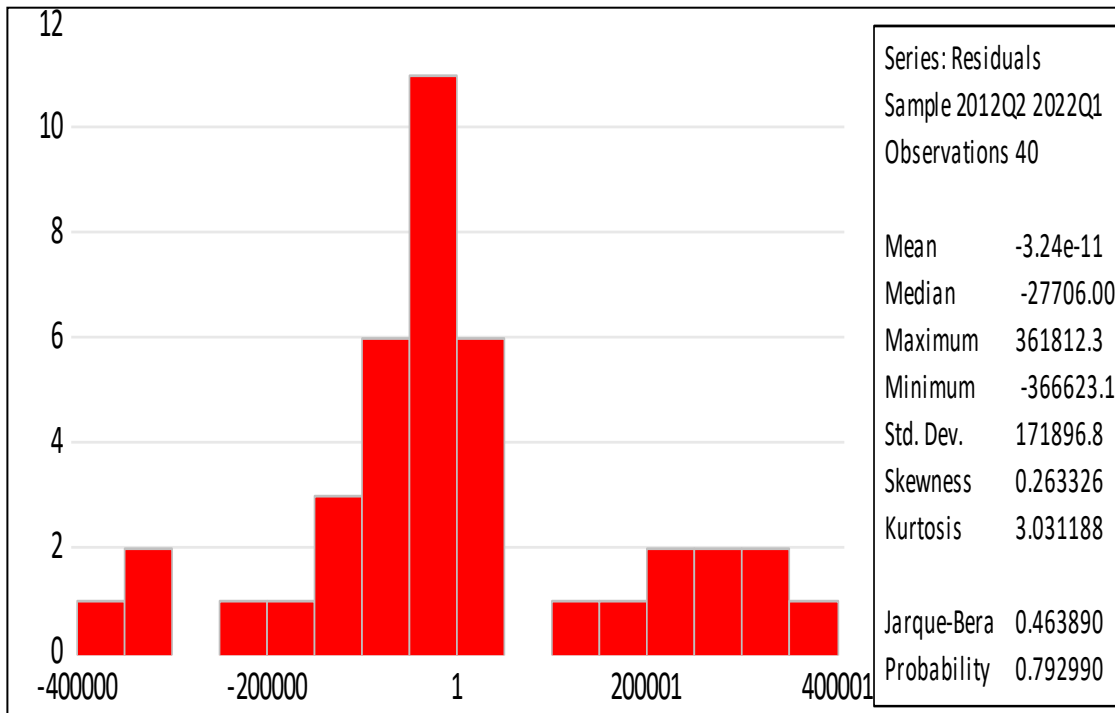
الجدول: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews.13).

2. مشكلة الارتباط الذاتي: من خلال نتائج اختبار (LM) وإحصائية (F-Test) أظهرت النتائج عدم معنويتها ومن ثم عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، انظر الجدول رقم (12) في أدناه
جدول (12): نتائج مشكلة الارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
Null hypothesis: No serial correlation at up to 1 lag			
F-statistic	23.126354	Prob. F (2,23)	0.0674
Obs*R-squared	23.2643445	Prob. Chi-Square (2)	0.0629

الجدول: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews.13).

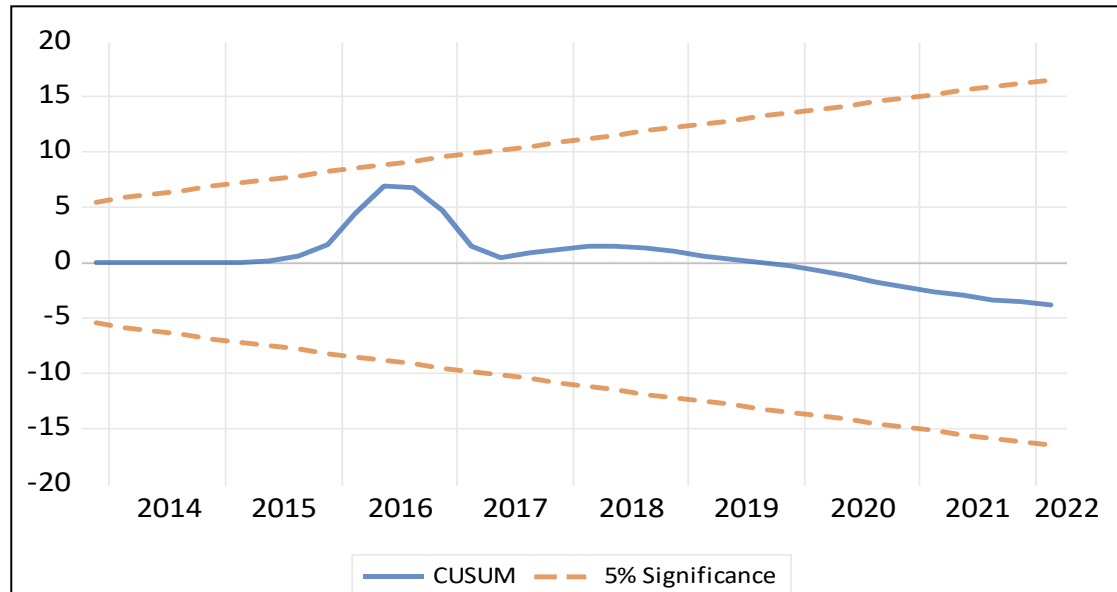
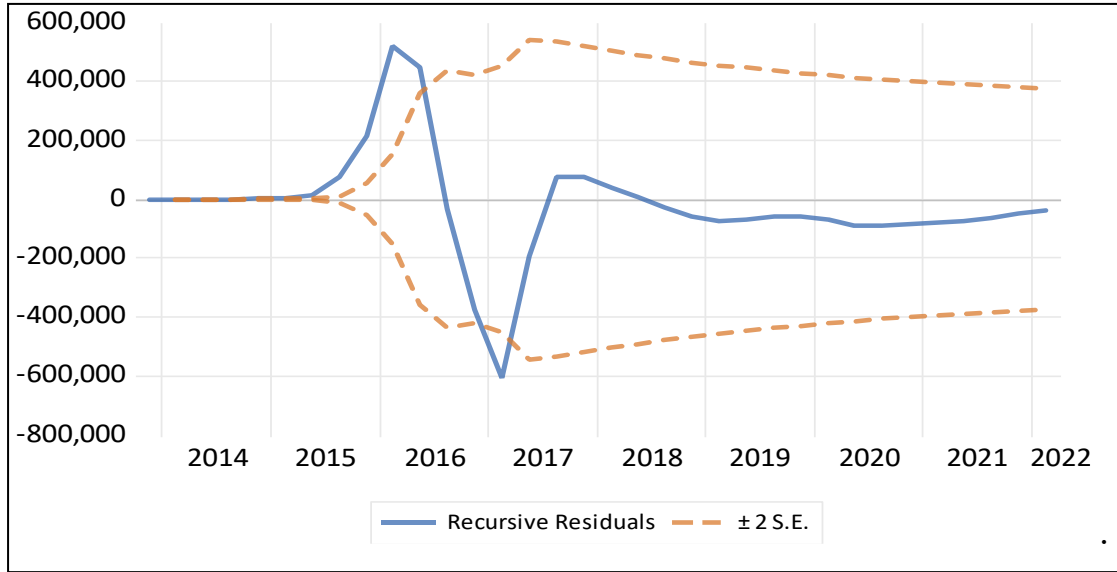
3. مشكلة التوزيع الطبيعي: لقد أظهرت النتائج التوزيع الطبيعي أن الأنموذج المقدر لا يحتوي على مشكلة التوزيع الطبيعي للبواقي وكما يأتي: -



شكل (3): التوزيع الطبيعي

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews.13).

4. اختبار الاستقرار الهيكلي



شكل (4): نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews.13).

من خلال الشكل أعلاه أظهرت نتائج الاستقرار الهيكلي للبيانات حسب هذا الاختبار أنها خارج حدود القيم الحرجة عند مستوى معنوية (5%)، وهذا يدل على عدم استقراريه الأنموذج المقدر في الأجل القصير والأجل الطويل.

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً. الاستنتاجات: افرزت البحث العديد من الاستنتاجات والتي يمكن أن تسهم في اثراء الجانب المعرفي يمكن عرضها على النحو الآتي:

1. إن الاستثمار الأجنبي المحفظي يحقق منافع كثيرة للبلدان المضيفة ومن أهمها دور الاستثمار المحفظي في تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية، ويؤثر بشكل إيجابي في مؤشر حجم التداول في سوق الأوراق المالية.

2. أن البيئة العراقية غير جاذبة للاستثمار الأجنبي بسبب انعدام استقرار الوضع الأمني والاقتصادي الذي يقلل من رغبة المستثمرين الأجانب في الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية وأثبتت البحث أن فترة عدم الاستقرار التي شهدتها العراق (2012 - 2022) انعكست سلباً على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية.
3. إن العلاقة في الأجل القصير لحجم التداول لغير العراقيين ($X1$)، قد نجحت في اثبات تأثيرها المعنوي والايجابي في حجم التداول للأسهم ($Y2$) وعند مستوى معنوية اقل من (0.05) وأظهرت العلاقة في الأجل الطويل لحجم التداول لغير العراقيين ($X1$) قد نجحت في اثبات تأثيرها المعنوي والايجابي في حجم التداول للأسهم ($Y1$) وعند مستوى معنوية اقل من (0.05).
4. إن العلاقة في الأجل القصير لصافي الاستثمار المحفظي ($X2$)، قد نجحت في اثبات تأثيرها المعنوي والعكسي في حجم التداول للأسهم ($Y1$) وعند مستوى معنوية اقل من (0.05) وأظهرت العلاقة في الأجل الطويل لصافي الاستثمار المحفظي ($X2$) قد فشلت في اثبات تأثيرها في حجم التداول للأسهم ($Y1$) وعند مستوى معنوية اقل من (0.05).

ثانياً. التوصيات:

1. العمل على تطوير المؤسسات الاستثمارية بهدف توفير معلومات دقيقة عن الفرص الاستثمارية المتاحة، وتطوير القوانين المنظمة للاستثمار وجعلها أكثر وضوحاً.
2. تقديم حوافز ضريبية للمستثمرين الذين يحتفظون بالأسهم لفترة معينة وتشجيع الاستثمار طويل الأجل في الأوراق المالية، وذلك من أجل جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المحفظية.
3. من الضروري تحسين مستوى الإفصاح والشفافية عن المعلومات وكشف الشركات المدرجة في السوق عن واقع ادائها من أجل جذب المزيد من المستثمرين الأجانب.
4. العمل على توفير مناخ استثماري مناسب، فأن استقرار الوضع السياسي والاقتصادي والاجتماعي يُعد من أبرز العوامل المؤثرة في قرارات المستثمرين لاستثمار أموالهم في البلد المضيف.

المصادر

اولاً. المصادر العربية:

أ. الرسائل والأطاريح

1. الحمراي، زهراء سليم حسن، 2022، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2015 - 2020)، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة.
2. دلال، نور الدين، 2018، تفعيل تكامل الأسواق المالية العربية لتدعيم التكامل الاقتصادي العربي (مع الإشارة الى أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة.
3. لبيب، عامر احمد، 2019، دور الاستثمار الأجنبي الغير مباشر على سوق راس المال دراسة حالة دولة قطر، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة.

ب. المجلات والدوريات

1. إبراهيم، امين، طرايش، بربري، 2019، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية في مصر 2004-2017، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 7، العدد 2، الجزائر
2. الدليمي، الهيتي، ايداد حماد عبد، عمار عبد الهادي شلال، 2018، تأثير الأسواق المالية على الاقتصاديات العربية وسبل رفع كفاءتها "دراسة تحليلية" (سوق العراق للأوراق المالية نموذجاً)، مجلة الدنانير، العدد 13، العراق.
3. حسن، بشير سعدون، 2022، تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأسهم: دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 18، العدد 2، العراق
4. سلمان، كرار مكي، 2020، تحليل دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في القيمة السوقية، (دراسة تطبيقية في سوق العراق لأوراق المالية)، مجلة معين، العدد 4، العراق..
5. كمال، طلحي، خلود، سماح، 2021، أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي على حجم التداول في بورصة عمان، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 8، العدد 2، الجزائر
6. مسجت، مكي، فايزة حسن، بان ياسين، 2021، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفظي) في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007 - 2018)، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد 7، العدد 37، العراق.
7. يوسف، تايه، سعيد، يوسف دولا، عبدالقادر نايف، علي فريد، 2021، تحليل واقع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2006-2020، مجلة كلية الاسراء الجامعة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 3، العدد 6، العراق

ج. الكتب والمراجع

1. الغالي، عدنان، بن إبراهيم، بن ضيف محمد، 2019، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، الجزائر: دار علي بن زيد للطباعة والنشر
ثانياً. المصادر الأجنبية:

A. Dissertations and Thesis:

1. Hamdan, Jwaid, Eshaq Yousif, Ali Fadhel, 2021, The Role of Indirect Foreign Investment in Activating the Performance of Stock Markets in Developing Countries for The Period 2010 -2020 Using Complications of Artificial Intelligence (The Financial Market in Egypt as A Model), Alimam University College, Iraq

B. Journals

1. Sharma, Mittal, Meenakshi, Anil Kumar, 2019, Role of Foreign Portfolio Investment in Dynamism of Indian Capital Market: A 155Causality Study, Ramanujan International Journal of Business and Research, Vol.,4, India

C. Books:

1. Trivedi, Kyal, Smita Roy, Ashish, 2021, Effective Trading in Financial Markets Using Technical Analysis, first Edition.