

تأثير الاستثمار الاجنبي المباشر في القيمة السوقية للشركة دراسة تطبيقية في شركة بترو جانيا الصينية في عقود التراخيص النفطية للجولة الاولى والثانية في الحقول النفطية في العراق للمدة من 2010-2017*

هيثم عبد النبي موسى **

أ. د. حيدر نعمة عالي الفرجي ***

المستخلص

تناولت هذه الدراسة تأثير الاستثمار الاجنبي المباشر في القيمة السوقية للشركة خلال المدة الزمنية (2010-2017) وتمت دراسة هذا الموضوع من خلال عينة من الحقول النفطية في جنوب العراق العاملة فيها الشركة ضمن جولات عقود التراخيص الاولى والثانية وبسبب الظروف والمتغيرات الخاصة بالبيئة الاستثمارية اذ انه على الرغم من تحقيق هذا الاستثمار لعائدات عالية في كثير من الاحيان الا انه ايضا يتميز بدرجة عالية من المخاطر ولغرض لتقييم اثر الاستثمار الاجنبي المباشر في القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركة للمدة (2010-2017) تم استخدام المقياس الاحصائي (T-TEST) لبيان معنوية فرضيات الارتباط بين العائد على الاستثمار بصفته المتغير المستقل وبين القيمة السوقية بصفته المتغير التابع واستخدام معامل التحديد (R2) الذي يقيس تأثير المتغير المستقل (الاستثمار الاجنبي المباشر) في المتغير المعتمد (القيمة السوقية) واختبار (F-TEST) لبيان قبول أو رفض فرضية تأثير العائد على الاستثمار في القيمة السوقية للشركة النفطية فإذا حققت الشركة عائداً في الاستثمار الاجنبي المباشر عاليا ستأثر القيمة السوقية لها بصورة ايجابية وقد قامت الدراسة على مجموعة من الاهداف منها تحديد مدى جاذبية العراق للاستثمارات الاجنبية سيما القطاع النفطي وتوصلت الدراسة الى عدد من الاستنتاجات ابرزها وجود ارتباط عكسي قوي بين العائد على الاستثمار وبين القيمة السوقية لدى الشركة. ووجود تأثير طفيف للعائد على الاستثمار في القيمة السوقية لدى الشركة كما وتوصلت الدراسة الى عدد من التوصيات اهمها تنشيط المناخ الاستثماري من خلال الاستقرار السياسي ووضوح القوانين والتشريعات المنظمة للاستثمار وثباتها والذي يعد من اهم العوامل المؤثرة في قرار الاستثمار .

الكلمات الرئيسية: الاستثمار الاجنبي المباشر. القيمة السوقية لاسهم الشركة . شركة بترو جانيا

* بحث مستل / رسالة ماجستير

** طالب ماجستير

*** عضو هيئة تدريسه/ الجامعة المستنصرية / كلية الادارة والاقتصاد/ قسم الادارة

The Effect Of Foreign Direct Investment On The Market Value Of The Company: An Applied Study In The Chinese Company, Petro Gania, In The Oil licensing Contracts For The First And Second Rounds In The Oil Fields In Iraq For The Period From 2010-2017

Haithem Abd ALnaby
prof.Dr.Haider.Numa

booklook74@gmail.com

Abstract

This study dealt with the effect of foreign direct investment on the market value of the company during the period of time (2010-2017). This issue was studied through a sample of oil fields in southern Iraq in which the company operates within the first and second licensing contracts rounds and according to the circumstances and variables of the investment environment as it is. Although this investment often achieves high returns, it is also characterized by a high degree of risk and for the purpose of evaluating the impact of foreign direct investment on the market value of the company's stock prices for the period (2010-2017). The statistical scale (T-TEST) was used to indicate the significance of the correlation hypotheses. Between the return on investment as the independent variable and the market value as the dependent variable, and the use of the coefficient of determination (R^2) that measures the effect of the independent variable (foreign direct investment) on the dependent variable (market value) and the F-Test to demonstrate acceptance or rejection of the hypothesis of the return on investing in the market value of the oil company, and if the company achieves a high return in foreign direct investment, the market value of it will be affected positively. The study was based on a set of goals, including determining the attractiveness of Iraq to foreign investments, especially the oil sector, and the study reached a number of conclusions, the most prominent of which is the existence of a strong inverse correlation between the return on investment and the market value of the company. And the existence of a slight impact of the return on investment on the market value of the company, and the study reached a number of recommendations, the most important of which is activating the investment climate through political stability and the clarity and stability of laws and legislation regulating investment, which is one of the most important factors affecting the investment decision.

Keywords: Foreign Direct Investment. Market Value Of The Company's Shares Petro china Company

المقدمة:

يعد تقييم اثر الاستثمار الاجنبي المباشر من الموضوعات التي حضرت باهتمام في الادارة المالية الدولية لان هدف اي مستثمر او شركة هو معرفة معدل العائد على استثماراتهما بما يتناسب مع زيادة او انخفاض القيمة السوقية لأسهمها، وذلك من خلال اختياراتها لاستثماراتها في الموجودات المالية ومن بين ابرز الطرق التي تم اتخاذها هو استخدام المقياس الاحصائي معامل التحديد (R^2) الذي يقيس اثر المتغير المستقل العائد على الاستثمار (R_i) بالمتغير التابع القيمة السوقية لسعر الاسهم لما يمثله هذا المقياس من اهمية لتقييم الاستثمار لمعرفة اثر معدل العائد على الاستثمار للشركة في قيمتها السوقية لأسعار اسهمها ومن اجل الاحاطة بالموضوع تم تقسيم هذه الدراسة الى ستة مباحث ، حيث جاء المبحث الاول الى عرض منهجية الدراسة التي تضمنت المشكلة والاهمية والاهداف وفرضيات الدراسة والمبحث الثاني الاطار النظري للدراسة من خلال بيان مفاهيم الاستثمار الاجنبي المباشر وانواعه والعوامل المؤثرة. ثم المبحث الثالث لمفهوم القيمة السوقية لأسعار الاسهم للشركة وتطرق المبحث الرابع للجانب العملي نتائج تحليل البيانات اذ تناول تحليل عقود تراخيص الجولة الاولى والثانية للشركة وتحليل معدل العائد على الاستثمار للشركة وتحليل القيمة السوقية لأسهمها خلال فترة الدراسة لمعرفة اثر عوائدها على القيمة السوقية للشركة من خلال اختبار فرضيات البحث، والمبحث الخامس عرض الاستنتاجات وأخيراً المبحث السادس للتوصيات المقترحة

المبحث الاول، منهجية الدراسة

اولاً، مشكلة البحث .- يعد تقييم اثر الاستثمار الاجنبي المباشر من الموضوعات المهمة في مجال الادارة المالية الذي اخذه حيزا كبيرا في ادبيات الفكر المالي والذي ولده جدلا فلسفيا كبيرا حول تحليله وتفسيره بصورة دقيقة وواضحة إذ واجهت الاستثمار الاجنبي المباشر مخاطر قطرية كبيرة في كثير من البلدان المضيفة ولاسيما البلدان النامية وهذا الاختلاف في عدم معرفتهم بالنتائج الايجابية والسلبية المتوقعة من عملية الاستثمار على المستوى الدولي قد أدى إلى صعوبة اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في ظل المتغيرات المضيف. ومن هنا تبرز مشكلة الدراسة ماهي عوامل المخاطرة التي تؤثر في معدل العائد على الاستثمار للشركة الاجنبية العاملة في العراق وهل طبيعة العلاقة بين عوائد ومخاطر الاستثمار الاجنبي المباشر تنعكس ايجابا ام سلبا في القيمة السوقية للشركة؟.

ثانياً، أهمية الدراسة، تبرز أهمية الدراسة كونها تسهم في تحقيق الاغناء الفكري الكامل والشامل لموضوع تقييم اثر الاستثمار الأجنبي المباشر في القيمة السوقية للشركة العاملة في العراق من خلال استخدام المقياس الاحصائي الذي يقيس مدى اثر الاستثمار الاجنبي المباشر (المتغير المستقل) في القيمة السوقية لاسهم الشركة (المتغير المعتمد) كما تبرز أهمية الدراسة أيضا في تمكين جميع المستثمرين الدوليين للاستفادة منها في تحديد توقيت الدخول خلال مدة اللاتأكد بمعلومات السوق.

ثالثاً .- أهداف الدراسة، تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية :

1-التحقيق في المخاطر التي تواجهها الشركة المتعددة الجنسية التي تستثمر في العراق وأيضاً تحديد آثار تلك المخاطر المحددة على القيمة السوقية لتلك الشركة المتعددة الجنسية.

2-دراسة كيفية تأثير العوامل السياسية والاقتصادية والتنظيمية على الاستثمار الأجنبي المباشر في العراق.

3-تحديد فيما اذا كان معدل العائد على الاستثمار يوفر أسس علمية سليمة في تفسير اثره على القيمة السوقية.

رابعا ، مجتمع وعينة الدراسة: لتحقيق اهداف الدراسة يجب ان يتم اختيار مجتمع تتوافر فيه العديد من الخصائص التي تساعد على تطبيق الدراسة بأفضل شكل ممكن لتطبيقها ، لذا تم اختيار جولات عقود التراخيص للشركة النفطية العاملة على تطوير الحقول النفطية المنتجة كمجتمع للدراسة لكونها تعد افضل مجال للبحث في تقييم الاستثمار الاجنبي المباشر للشركات النفطية وانها توافر المعلومات المصدقة في تطبيق هذه الدراسة ، وتم البحث عن بنود تلك المعلومات في عقود الخدمة بين وزارة النفط والشركة الاجنبية. ووجد بان افضل عينة للدراسة هي الحقول النفطية في جنوب العراق بسبب توافر المعلومات والبيانات الضرورية للتكاليف البترولية المستردة واجور الربحية اللازمة لتطبيق الدراسة الحالية .

وعلى هذا الأساس تم اختيار جولات التراخيص الاولى والثانية وتشتمل الاولى على تطوير الحقول المنتجة والثانية تشتمل الحقول الخضراء المكتشفة والغير المنتجة ليكونا عينة الدراسة على وفق الأسباب الآتية:

- 1-إنهما من الحقول النفطية الكبيرة والمعروفة عالميا.
- 2-توافر البيانات اللازمة لأجراء الدراسة الحالية وبشكل مفصل عن عقود التراخيص النفطية .
- 3-عقود الخدمة للتطوير الحقول تعد ضرورية من اجل التعرف على عوائد ومخاطر تلك العقود من اجل قياس تأثيرها في القيمة السوقية لتلك الشركة.

جدول(1) الشركة المستثمرة في الحقول النفطية لدى العراق في جولتي عقود التراخيص الاولى والثانية

ت	الشركة الاجنبية المستثمرة	جنسيتها	الحقول النفطية	راس المال المستثمر في الحقول النفطية للفترة 2010-2017	ارباحها
1	Petro china	صينية	الرميلة، غرب الغرنة/1، حلفايا	11,672	1,457

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على عقود جولات التراخيص وتقارير الشفافية للصناعات الاستخراجية للشركات الاجنبية.

خامسا- فرضيات الدراسة: يمكن ايجاز فرضيات الدراسة بالاتي :-

الفرضية الرئيسة الاولى (H1) : يوجد ارتباط معنوياً ذي دلالة احصائية بين العائد على الاستثمار و القيمة السوقية في شركة (PETRO CHINA)

2- الفرضية الرئيسة الثانية (H2):

(يوجد تأثيراً معنوياً ذي دلالة احصائية لمتغير العائد على الاستثمار في القيمة السوقية في شركة (PETRO CHINA)

سادسا، نماذج وأساليب التحليل: اعتمدت الدراسة على مجموعة من الاساليب المالية والاحصائية لتحليل مخاطر وعوائد الاستثمار الاجنبي المباشر في مجال البحث واختبار الفرضيات . وتتمثل هذه الاساليب بالآتي:

- 1- استخدام معامل التحديد (R2) الذي يقيس اثر الاستثمار الاجنبي المباشر في القيمة السوقية للشركة وقيمة F لقياس اثر مخاطر الاستثمار الاجنبي المباشر في العائد على الاستثمار للشركة .

- 2- معامل الارتباط البسيط بيرسون (Pearson coefficient Simple) يستخدم لقياس قوة وطبيعة العلاقة بين متغيرين (النعيمي وآخرون، 2008، 171).
- 3- اختبار (T-TEST): يستعمل لمعرفة اختبار معنوية فرضيات الارتباط بين المتغيرات. (النعيمي، وآخرون، 2008، 181).
- 4- تحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression Analysis): يؤشر العلاقة الخطية بين متغير مستقل واحد والمتغير التابع من خلال تقدير معالم الانموذج الخطي البسيط الذي يعبر عن العلاقة بين المتغيرين.
- 5- اختبار (F-TEST): يستعمل لمعرفة معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.
- 6- معدل العائد على الاستثمار : الذي تم احتسابه من خلال قسمة صافي الدخل على اجمالي الموجودات وكما في المعادلة التالية : معدل العائد على الاستثمار = $\frac{\text{صافي الدخل}}{\text{اجمالي الموجودات}}$ (Rosenbaum&pearl,2009:37).
- (Brigham&Houston,2015.119)

المبحث الثاني . مفهوم الاستثمار الاجنبي المباشر وانواعه

اولا مفهوم الاستثمار الاجنبي المباشر Foreign Direct Investment

من خلال مراجعة الادبيات المالية التي تناولت هذا الموضوع يتبين بأن هناك العديد من الكتاب والباحثين الذين اكدوا على جوانب محددة للاستثمار الاجنبي المباشر عنده تقديم مفهوم شامل له وفي هذا الاطار فقد ركز كل (Peter,tobias,&mbabaziz,2016,108) (Hugh&Kiriti,2016,28) على العلاقة بين المستثمر الاجنبي (سواء كان شخصا طبيعيا ام معنويا) وبين البلد المضيف. اذ عرفه (Peter,tobias,&mbabaziz,2016,108) بأنه السيطرة على الملكية في مؤسسة تجارية في بلد ما بواسطة كيان مقره في بلد آخر وينطوي على المشاركة في الإدارة والمشروع المشترك ونقل التكنولوجيا والخبرات. و يأخذ الاستثمار المباشر عادة شكل شركة أجنبية تابعة أو السيطرة على شركة موجودة في البلد المعني. في حين عرّفه (Hugh&Kiriti,2016,28) بأنه العملية التي بموجبها يحصل مستثمر من بلد ما على ملكية الأصول لغرض التحكم في الإنتاج والتوزيع والأنشطة الأخرى للشركة في بلد آخر ليحصلوا على منفعة دائمة في الشركات العاملة خارج اقتصاد البلد المستثمر. في حين ركز آخرون مثل (Gitman&Zutter) و (Oyin) على عملية تدفق رؤوس الأموال فقـد عرفه (Gitman&Zutter,2012,146) بأنه تحويل راس المال والموجودات التكنولوجية والادارية الى البلدان الاجنبية .بينما عرّفه (Oyin,2014,13) بأنه أحد المكونات الهامة لتدفقات رؤوس الاموال الدولية وهو يشير إلى حركة رأس المال المالي والبشري من الخارج للاستثمار في بلد آخر.

اما (Griffin&Pustay) و (Paprzyck&Fukao) فقد تناولوا التعريف من خلال التركيز على عمليات الاقتراض والاقتراض . فوفقا (Griffin&Pustay,2005,63) بأنه عملية تدفق القروض من شركة الام إلى شركة تابعة في الخارج .واتفق معه (Paprzyck&Fukao,2008,12) اذ عرفه بأنه قروض أو معاملات دين بين الشركات (أي الاقتراض وإقراض الأموال بين المستثمرين المباشرين). كما

أكد بعض الكتاب مثل (Dada) و(ElleuchJaouadi&Jaouadi) في تعريفاتهم للاستثمار الاجنبي المباشر على حزمة من الموجودات (التكنولوجية، ورأس المال، والمعارف الاخرى) فقد اشار (Dada,2014,134) بأنه مزيج من رأس المال والإدارة والتكنولوجيا والتسويق لذا فهو عنصراً مهماً في تحقيق التنمية الاقتصادية للعديد من البلدان. بينما اشار (Elleuch,Jaouadi&Jaouadi,2015,14435) بأنه أحد القوى المشاركة في عملية التكامل الاقتصادي العالمي وبالتالي أصبح الخيار الوحيد لتطوير الشركات. لانه يؤدي إلى نقل التكنولوجيا والمعرفة والمهارات التي ستفيد الشركات المحلية وبالتالي تحفيز النمو الاقتصادي للبلد المضيف. في حين اشار كل من (Binkhamis) و(Filipe) و(Pellegrini et al) و(Abdel gawad & Muramalla) و(Voorpij) في تعريفهم للاستثمار الاجنبي المباشر تبعاً لمعيار السيطرة والتحكم والمدة الزمنية الطويلة للاستثمار نقلاً عن بعض الهيئات والمنظمات الدولية. فوفقاً (Binkhamis,2016,26) فقد اشار الى تعريف البنك الدولي بأنه الاستثمار الذي يربط بين مستثمر مقيم في بلد أجنبي ولديه القدرة على التحكم في إدارة شركة تعمل في بلد آخر. واتفق معه في ذلك كل من (Filipe,2015,13) و(francis,2010,29) و (Abdelm Gawad & Muramalla, 2013,23). وعلى الرغم من ان هناك اختلافات في آراء بعض الكتاب في مفهوم الاستثمار الاجنبي المباشر من حيث طبيعة النشاط الذي يستخدمه الا انها تتكامل مع بعضها بحيث تقود الى تقديم مفهوم موحد ومتكامل يمكن تعريفه بأنه استثمار ينطوي على عمق اكثر من مجرد شراء اوراق مالية او اسهم اي انه يتميز عن غيره من رؤوس الاموال الدولية من حيث درجة الاستملاك وسيطرة المستثمرين على المؤسسة لذا فهو يتخذ عدة اشكال وذلك حسب طبيعة النشاط الذي يهدف من خلاله الى تحقيق النمو والتوسع طويل الاجل في اعماله الاستراتيجية وانه ينقل معه حزمة من الموجودات من رؤوس الأموال، والتكنولوجيا، والمهارات الإدارية، والمعلومات، والخدمات التي يمكن أن تجعل الاقتصاد أكثر قدرة على المنافسة في الاسواق العالمية. وبصفة خاصة بالنسبة للبلدان النامية و البلدان التي تمر بمرحلة انتقالية وتواجه قيود على السيولة، لذا يعد مصدراً مهماً للتمويل الخارجي والداخلي من خلال الحصول على تدفقات رأسمالية أقل تقلباً.

ثانياً، أنواع الاستثمار الاجنبي المباشر، Different Modes Of FDI

تعد اشكال او انواع الاستثمار الأجنبي المباشر من وجهة نظر الشركات المتعددة الجنسية هي بمثابة المسارات او الاساليب او الطرق التي تعتمد عليها للدخول الى الاسواق العالمية ويكون ذلك حسب طبيعة تحليلها للعلاقة بين العائد و المخاطرة لهذه الاستثمارات ومن خلال ذلك سيتم عرض لهذه الاشكال والانواع وعلى النحو الآتي :

1- الاستثمارات المملوكة بالكامل، يسمى هذا الشكل من الاستثمار ايضاً بالاستثمار في المساحات الخضراء والذي يعني هو تدفقات راس المال من الخارج لأول مرة للقيام باستثمارات جديدة في البلد المضيف (Holding, Tomisk, 2001,1).

2- المشاريع المشتركة، يتم تعريف المشاريع المشتركة على أنها تشكيل شركة جديدة من خلال مشاركة شركتين أو أكثر في مؤسسة يساهم فيها كل طرف بموجودات، ويمتلك حقوق الملكية (ممتلكات الشركة المشتركة مثل المعدات والمباني ورؤوس الأموال، الخ). والمدى المتفق عليه، وتقاسم المخاطر

وفوائد المشاريع الجديدة. (77, 2009, Bitzenis) وكما تم تعريفه من قبل , 2015 , Madura (11) بأنه مشروع ممتلك ويدار بشكل مشترك من قبل اثنين أو أكثر من الشركات.

3. عمليات الاندماج والاستحواذ. إن الاستثمار من خلال عمليات الاندماج والاستحواذ عبر الحدود وحسب تعريف الأونكتاد لها هو تغيير في ملكية الأصول من الافراد المحليين إلى الأجانب وتتم عن طريق اندماج الشركات الأجنبية مع الشركات المحلية والتي تكون بداية اندماجها لا تؤدي الى زيادة القدرة الإنتاجية للبلدان المضيفة (التي تكون نتائجها كيانات جديدة) ويمكن أن تشمل عمليات الاندماج والشراء عبر الحدود الشركات الخاصة فقط ، أو يمكن أن تأخذ أشكال الخصخصة المحددة بمشاركة مشترين أجانب (Taib Sheibani,2008,33).

4. عقود التراخيص . ان الترخيص هو موافقة او تحويل شركة معينة شركة اخرى على استخدام التكنولوجيا (حقوق النشر أو براءات الاختراع أو العلامات التجارية أو الأسماء التجارية) مقابل رسوم أو اعتبارات أخرى. (10 , Madura 2015) و. (Eiteman, Stonehill, & Moffett 2013,489) .

5 - عقود الامتياز. هو تحويل شركات اخرى بتقديم استراتيجيات لبيع منتجات او خدمات خاصة وتتضمن مساعدات لدعم تلك النشاطات وقد تتطلب استثمارات اولية في الامتياز مقابل اجور دورية ، يسمح الامتياز للشركات باقتراق الأسواق الأجنبية من دون استثمار كبير في الدول الأجنبية. Madura (Fox,2011,13) .

رابعاً، مزايا الاستثمار الاجنبي المباشر وبصورة عامة لكل انواعه .

بين كل من (Kurtishi) و (Madura) أن الاستثمار الاجنبي المباشر يؤدي إلى تجربة انتقالية ليس فقط للبلد المضيف، ولكن أيضاً للبلد الأم (الشركات الاستثمارية الدولية) . فوفقاً (Kurtishi , 2013,26) ان مزايا الاستثمار الاجنبي المباشر للشركات الاستثمارية الدولية هي على النحو التالي:

1- إعطاء فرصة لاقتراق اسواق جديدة

2- إعطاء فرصة لبيع التكنولوجيا والعمليات والمعدات والاستشارات والخدمات . اما (Madura , 2008: 373-370) فقد بين ايضا ان هناك نوعين من المزايا المرتبطة بالعوائد والكلف للشركات الاستثمارية الدولية وكما في الجدول التالي :

جدول (2) المزايا المرتبطة بالعوائد والكلف للشركات الاستثمارية الدولية

ت	المنافع المرتبطة بالعوائد	الوسائل المستخدمة من (FDI) لتحقيق هذه العوائد
1	جذب مصادر جديدة للطلب	انشاء فروع او اكتساب منافس في سوق جديد
2	دخول اسواق جديدة يمكن تحقيق ارباح غير اعتيادية	اكتساب منافس مسيطر على السوق المحلي
3	استثمار فوائد الاحتكار	انشاء فرع في سوق به منافسين قادرين على انتاج مماثل ببيع المنتجات في ذلك السوق
4	الاستجابة للقيود التجارية	انشاء فرع في سوق تكون فيه القيود التجارية صارمة وتؤثر على حجم صادرات الشركة بشدة
5	التنوع العالمي	انشاء فرع في سوق والتي دورة الاعمال فيها تختلف عن تلك الموجودة في مصادر الفروع
	المنافع المرتبطة بالكلف	الوسائل المستخدمة من (FDI) لتحقيق هذه العوائد
1	الاستفادة الكاملة من وفورات الحجم	انشاء فرع في سوق جديد والذي باستطاعته بيع منتجات منتجة في اي مكان وهذا يسمح لزيادة الكفاءة الانتاجية
2	استخدام عوامل الانتاج الاجنبية	انشاء فرع في سوق تكون فيه كلف العمالة والارض قليلة نسبياً وبيع المنتجات النهائية لافطار تكون فيها كلف الانتاج عالية
3	استخدام مواد اولية اجنبية	انشاء فرع في سوق تكون فيه المواد الاولية رخيصة وسهلة المنال وبيع المنتجات النهائية لافطار تكون فيها المواد الاولية عالية
4	استخدام تقنيات الاجنبية	المشاركة في مشاريع مشتركة للتعلم عن كيفية الطرق الانتاجية او العمليات الاخرى
5	الاستجابة لتحركات اسعار الصرف	انشاء فرع في سوق جديد تكون عملته المحلية ضعيفة ويتوقع ان تقوى بمرور الوقت

Madura,Jeff.,(2008).International financial Management.(9th.ed). South Western Inc. U.S.A

المبحث الثالث، القيمة السوقية للشركة الاجنبية ،

اولاً، مفهوم القيمة السوقية للشركة. هناك العديد من الدراسات والبحوث والكتب في مجال الإدارة المالية الدولية ومجالات اخرى تطرقت الى مفهوم القيمة السوقية على أنه سعر السهم الذي يتم تداوله في السوق كما ويمكن تحديد سعر السهم بسهولة لشركة تتداول انشطتها في سوق الاوراق المالية في حين من الصعب تحديد سعر السهم للشركة غير المدرجة في سوق الاوراق المالية اذ يمكن للمرء مجرد تخمين ما سيكون عليه سعر السوق اذا تم تداوله (paramasivan&Subramanian,2008,257). ويمكن تعريف القيمة السوقية بانها السعر المدرج حالياً والذي به يشتري المستثمرون او يبيعون حصة من الاسهم العادية عند المتاجرة بالأسهم (Robert,2012,4). ويتفق معه في ذلك (Ongera,2014,3) اذ عرفها بانها السعر المدرج حالياً الذي من خلاله يتم بيع وشراء الاوراق المالية في السوق . او انها القيمة التي يضعها سوق الاوراق المالية على كامل الشركة لقياس تقديراتها في ضوء افاقها وظروفها المالية (Ali,2017,11) في حين عرفها (Deventer,et.al,2013) على انها القيمة التوازنية بين العرض والطلب على الاسهم العادية في سوق الاوراق المالية ومن ثم هي تمثل اجماع السوق على قيمة السهم . اما (Kiranga,2013,2) فعرفها بانها السعر الذي يتداول به الموجود في مزاد السوق التنافسي .وكما عرفها ايضا (Abdlla,2014,31) بانها القيمة الحالية للأوراق المالية التي يتم تسجيلها وفقاً لأحداث اسعار السوق المرتفعة التي يمكن بيعها في السوق.

ثانياً، اهمية القيمة السوقية للشركات، نالت قيمة الشركات اهتماماً كبيراً في الكثير من المجالات المالية اذ انها تعد من اهم القيم التي تساعد على قياس قيمة الشركة في الاسواق المفتوحة فضلاً عن تحديد التصور الذهني عن الافاق المستقبلية للشركة (Ali,2017,2) اذ ان تعظيم قيمة الموجودات من خلال تعظيم قيمة الشركة يعد امراً مهماً واساساً لزيادة ثروة المساهمين في الشركة (Sucuahi&Cambarihan,2016,149). ولذا يتجلى الهدف الرئيس للشركة بزيادة قيمتها من خلال اتخاذ الاجراءات وتحديد القرارات التي تسهم في زيادة قيمتها اما سوء اتخاذ القرار من قبل الادارة يؤدي الى انخفاض الارباح ومن ثم ينعكس على سعر السهم في السوق (Moeljadi,2014,9) وعليه تتجلى اهمية القيمة السوقية من خلال اي قرار مالي يؤثر في الشركة وينعكس على قيمتها (Marsha&Murtaqi,2017,214). كما ويفضل المستثمرون القيمة السوقية للسهم ان تكون اعلى من قيمتها الدفترية اي ان السهم الذي يباع بأقل من قيمته الدفترية يوحي بانها الشركة تواجه صعوبة مالية (Weston ,et.al,2005,675). ثالثاً : قياس القيمة السوقية للشركات

ان سعر السوق للاسهم العادية يحدده البائعون والمشترون ونشير القيمة السوقية لاسهم الشركات ان سعر السوق للسهم الواحد مضروباً في عدد الاسهم المصدرة ويمكن صياغة معادلة القيمة السوقية كالآتي Ltd, (Ongera,2014,3) (Wiley, 2003,11) .

القيمة السوقية للشركات = سعر السهم نهاية السنة × عدد الاسهم المصدرة

وما يمكنه القول ان للقيمة السوقية للشركات تقلبات باستمرار تبعاً لتغيرات توقعات المستثمرين بشأن العائد والمخاطرة لتلك الاسهم فالحالة الاقتصادية والسياسية للبلدان تدخل ضمن هذه التوقعات.

رابعاً، اثر الاستثمار الاجنبي المباشر على القيمة السوقية للشركة.

تدرك الشركات المتعددة الجنسيات أنها قد تزيد قيمتها من خلال زيادة تدفقاتها النقدية (العائد) أو عن طريق خفض تكلفة رأس المال (المخاطر). وبالتالي فإن التحدي الذي يواجههم هو اتخاذ القرارات التي من شأنها تحقيق أحد هذه الأهداف أو كليهما. تشمل القرارات المالية للشركة متعددة الجنسيات على مقدار الأعمال التي يجب القيام بها في كل بلد ومقدار التمويل الذي يمكن الحصول عليه بكل عملة وتحدد قراراتها المالية تعرضها للبيئة الدولية إذا كانت الشركات تدير القليل من الأعمال التجارية الدولية فإن إمكاناتها لتعزيز قيمتها ستكون محدودة وعلى العكس إذا تابعت الشركات متعددة الجنسيات أعمالاً تجارية دولية كبيرة في الأسواق التي توجد فيها فرص ستكون قادرة على زيادة التدفقات النقدية بشكل كبير وبالتالي زيادة قيمتها لكنها ستكون معرضة بشكل كبير لآثار سعر الصرف والظروف الاقتصادية ، والظروف السياسية في هذه الأسواق. كما هو الحال في كل التمويلات هناك مفاضلة بين المخاطر والعائد للاستثمار الاجنبي المباشر ينطوي على مخاطر أعلى لكن عوائده ستكون أعلى وعلى الرغم من أن الشركات متعددة الجنسيات لا تملك السيطرة على سعر صرف بلد ما أو ظروفه الاقتصادية أو ظروفه السياسية ، إلا أنها يمكنها التحكم في درجة تعرضها لتلك الشروط بإدارته المالية. (Madura&Fox,2011,27) وهناك مجموعة من القرارات والعوامل للاستثمار الاجنبي المباشر اثر على قيمة الشركات وفي ادناه اهم وابرز هذه القرارات والعوامل :

1- قرار هيكل راس المال . تشمل قرارات هيكل راس المال للشركات الاجنبية المتعددة الجنسية في تمويل مشاريعها على مزيج من الديون وحق الملكية واختيار الشركات في استخدامها لحقوق الملكية بدلا من الديون من شأنه تقليل المخاطرة لتلك الشركات ولكن في نفس الوقت يقلل من ملكياتها .لذا عندما تستخدم هذه الشركات حق الملكية في تمويل مشاريعها في الخارج سيبدأ ذلك في خروج تدفق نقدياً كبيراً من الشركة الام الى الشركات الفرعية في الخارج ويؤدي التمويل بوساطة حق الملكية عادة الى زيادة المتوقع من التدفقات النقدية بالعملة الاجنبية التي يتم تحويلها من الشركات الفرعية في الخارج الى الشركة الام ويعود هذا الى تقليل حاجة الشركات في الخارج من اقتراض الاموال اما في الحالة الاخرى التي تستخدم فيها الشركات الفرعية ديونا محلية لتمويل مشاريعها فسوف تقل تدفقاتها النقدية التي تحولها الى الشركة الام لان مدفوعات الفائدة على الديون سوف تنفذها الشركات الفرعية في الخارج قبل تحويلها لتلك التدفقات الى الشركة الام لذا ان التمويل المحلي للشركات الفرعية يستلزم دعماً مالياً قليلاً من قبل الشركة الفرعية ، لهذا يجب على الشركة الام من التفكير بهذه المبادلة عندما تقرر مدى ما يستطيع توفيرها التمويل حق الملكية للشركات الفرعية التابعة لها في الخارج سيعزز القيمة الكلية للشركة المتعددة الجنسية

2-التعرض للظروف الاقتصادية الدولية . تؤثر الظروف الاقتصادية للبلدان إلى الحد من التدفقات النقدية للشركة متعددة الجنسية وبالتالي فإنها تؤثر على قيمة الشركة المتعددة الجنسيات. اي إن التدفقات النقدية التي تتلقاها الشركة متعددة الجنسيات من المبيعات في بلد أجنبي خلال فترة معينة تعتمد على طلب المستهلكين على منتجات الشركة في ذلك البلد والتي تتأثر بدورها بالدخل القومي لذلك البلد في تلك الفترة .اي إذا تحسنت الظروف الاقتصادية في هذا البلد فقد يتمتع المستهلكون هناك بزيادة في

دخلهم وقد يرتفع معدل التوظيف و في هذه الحالة سيكون لدى هؤلاء المستهلكين أموالاً أكثر لإنفاقها وسيزداد طلبهم على منتجات الشركة متعددة الجنسيات .

3. التعرض للمخاطر السياسية الدولية ، تؤثر المخاطر السياسية في أي بلد على مستوى مبيعات الشركة متعددة الجنسيات اي يجوز للحكومة الأجنبية زيادة الضرائب أو فرض حواجز على الشركة الفرعية التابعة للشركة الام و بدلا من ذلك يمكن للمستهلكين في ذلك البلد الاجنبي مقاطعة الشركات متعددة الجنسيات إذا كان هناك احتكاك بين حكومة بلدهم والبلد الاجنبي مثل تلك الإجراءات السياسية يمكن أن تقلل من التدفقات النقدية للشركة متعددة الجنسيات لهذا يستخدم مصطلح "مخاطر البلد" عادة ليعكس تعرض الشركات متعددة الجنسيات لمجموعة متنوعة من الظروف القطرية ، بما في ذلك الإجراءات السياسية مثل الاحتكاك داخل الحكومة والسياسات الحكومية (مثل القواعد الضريبية) والظروف المالية داخل هذا البلد كل هذا يكون له اثر على قيمة الشركة المتعددة الجنسية .

4. التعرض لمخاطر سعر الصرف، إذا انخفضت العملات الأجنبية التي يتم استلامها من قبل الشركة المتعددة الجنسيات بشكل مفاجئ مقابل الدولار فسوف تتلقى هذه الشركة المتعددة الجنسيات مبلغاً أقل من التدفقات النقدية بالدولار عما كان متوقفاً وبهذا سوف تنخفض التدفقات النقدية للشركة المتعددة الجنسيات وبالتالي سيكون هناك اثر على القيمة السوقية للشركة المتعددة الجنسية (Madura,2015,17) .

5. كما وتؤكد بعض الدراسات السابقة، على ان الاستثمار الاجنبي المباشر يؤدي الى زيادة الصادرات من البلدان المضيفة وهذا سيؤثر على زيادة النمو الاقتصادي في البلدان المتقدمة والنامية وبالتالي سيكون له اثراً على زيادة القيمة السوقية للشركة .

المبحث الرابع، الجوانب التطبيقي، عقود التراخيص

اولاً ، تحليل عقود تراخيص الجولة الاولى والثانية لشركة بتروجانيا الصينية ،

تناولت هذه الفقرة تحليل بعض الجوانب الفنية الخاصة للشركة في عقود جولة التراخيص الاولى والثانية اذ شملت الجولة الاولى على حقول نفط (الرميلة، غرب القرنة/1) اذ تمت احالة حقل الرميلة Ramaila الى شركة النفط الصينية Petrochina وهي احد شركات الائتلاف والشريك الحكومي(شركة نفط الجنوب(Soc)) عام 2009 وسيتم وفقا للعقد زيادة معدل الانتاج الاول لحقل الرميلة من (1.066) مليون ب /ي الى (2.850) ب/ي عام 2017 بعائد خدمة تقوم وزارة النفط بدفعة لائتلاف الشركات الاجنبية قدرة (1.95) دولار عن كل برميل اضافي ينتج فوق خط الشروع ، اما مكافأة التوقيع الذي ستدفعه الشركات الاجنبية الى وزارة النفط في حقل الرميلة فهي (500) مليون دولار مقابل حقوق الانتاج والاستكشاف واجراء المسموحات اللازمة للحقل ، اما بالنسبة الى حقل غرب القرنة/1 الذي تم أحالته الى شركة اكسون موبيل فقد استحوذت شركة بيتروجانيا (Petrochina) على حصة تشغيلية بنسبة 32.96 % من شركة اكسون موبيل العاملة في حقل غرب القرنة بعد ان دفعت مبلغ (1,032) مليار دولار وهذا ما أكدته التقرير المالي لشركة بتروجانيا والشريك الحكومي لها شركة الاستكشافات العراقية Exploration (company) بهدف زيادة مستوى الانتاج الاول للحقل من (244) الف ب/ ي الى (2.325) مليون ب/ ي عام 2017 مقابل عائد خدمة (01.9) دولار للبرميل ومكافأة التوقيع (100) مليون دولار اما

بالنسبة الى لحقول النفطية التي تم احالتها الى شركة ببتروچاينا (petrochina) والتي هي احد ائتلاف الشركات العاملة في الحقل في جولة التراخيص الثانية هي حقل حلفايا الذي احيل لرفع مستوى الانتاج الاولي من (70) الف ب/ي الى (535) الف ب/ي عام 2017 وذلك مقابل عائد خدمة (1.4) دولار عن كل برميل منتج من النفط الخام ومكافاة توقيع (150) مليون دولار تدفعها الشركات الاجنبية الى وزارة النفط مقابل حقوق الإنتاج والاستكشافات واجراء المسوحات الازمة للحقل.

جدول (3) عقود تراخيص الجولة الاولى والثانية لشركة ببتروچاينا

اسم الحقل	الشركة	المتعاقد	الشركة الحكومية	الخدمة (السلار)	مليون الاولى	مليون الذروة	(دولار) مليون	التدريب	توقيع العقد	تاريخ تفادى العقد	التطوير	المصادقة على خطة المصادقة	فترة العقد (سنة)
الرميلة	Petrochina	SOC	SOMO	2	1.066	2.85	500	5	3/11/2009	17/12/2009	كاتون الاول 2010	25	
غرب القرنة 1/	Petrochina	SOC	OEC	1.9	0.244	2.325	400	5	25/1/2010	1/3/2010	تشرين الثاني 2010	25	
حلفايا	Petrochina	SOC	NOC	1.4	0.07	0.53	150	5	27/1/2010	1/3/2010	كاتون الاول 2010	25	

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على عقود جولات التراخيص وتقارير الشفافية للصناعات الاستخراجية للشركات الاجنبية

وقد تم تعديل بعض بنود العقود المشار إليها كما يوضح الجدول (4) اذ تم تعديل مستوى انتاج الذروة في بعض الحقول لأسباب عديدة منها :

- 1- عدم توفر البنية التحتية التي تتلاءم مع حجم الانتاج وذلك من حيث منظومة الخزن والنقل والتصدير .
- 2- الكلف الكبيرة المطلوبة للتطوير الشامل والمتمثلة بكلف حفر الابار ومد الانابيب وبناء المنشآت السطحية المختلفة .
- 3- كون مدة انتاج الذروة في بعض الحقول قصيرة نسبيا وهذا يعني ان المنشآت السطحية التي تم بناءها سوف تستخدم لفترة انتاج الذروة فقط ولكن عندما ينخفض الانتاج بعد ذلك ستكون طاقة اضافية فائضة وذلك يؤدي الى زيادة كلفة انتاج البرميل .
- 4- عدم اليقين في قدرة الاسواق النفطية العالمية على استيعاب الزيادة الكبيرة في الانتاج والمعروضة للتصدير .
- 5- لتحقيق معدلات انتاج الذروة المتفق عليها بموجب العقد يتطلب شراء معدات واجهزة ومواد بكلف كبيرة جدا بالإضافة الى استخدام الكثير من ابراج الحفر التي قد لا تتناسب مع قابلية الاسواق النفطية العالمية على توفير ذلك وهذا يؤدي الى ارتفاع الاجور والكلف الى مستويات عالية جدا .
- 6- التأثير المتوقع من تخفيض اسعار النفط الخام بسبب العرض الذي لا يتناسب مع الطلب .

كما شملت التعديلات مكافئة التوقيع لبعض العقود اذ تم تغيير مكافاة التوقيع لعقود حقل غرب القرنة /1 من قرص يدفع بشكل اقساط الى مكافاة غير مستردة وذلك استنادا الى طلب من وزارة المالية وهذا ما اكده تقرير دائرة العقود والتراخيص واما مكافاة التوقيع لحقل الرميطة فقد تم أعادته من قبل وزارة النفط الى المقاول ويعود سبب ذلك لأنها تعد تكاليف اضافية يبدأ المقاول بفرضها على حساب التشغيل اعتبارا من تاريخ النفاذ ويجب استردادها خلال فترة العقد مع فائدة عند السعر المعروض بين البنوك في لندن (لايبور LIBOR) زائد (1%) من التاريخ الذي يتم فيه تكبد التكاليف الاضافية وحتى التاريخ الذي يتم فيه تسلم الرسوم الاضافية وفقا للمادة (19-2) من المادة 4 في العقد. اما بالنسبة الى التغيير في سعر عائد الربحية لحقل غرب القرنة /1 فانه يعود الى احتواء الحقل على مكنين وقد تم الاتفاق على تسعير كل مكن على حدة .

جدول (4) مستوى انتاج الذروة

حقل	هدف انتاج الذروة (مليون ب / ي)		مكافاة التوقيع (مليون دولار)		عائد الخدمة (دولار)	
	من	الى	من	الى	من	الى
الرميطة	2.85	2.1	500	0	2	2
غرب القرنة/1	2.33	1.6	400	100	1.9	2
حلفايا	0.54	0.4	150	150	5	5

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على عقود جولات التراخيص وتقارير الشفافية للصناعات الاستخراجية للشركات الاجنبية.

ثانياً : تحليل نتائج الاستثمار في حقول جولة التراخيص الاولى والثانية لشركة بتروجانبا

أ- الحقول النفطية : الرميطة , غرب القرنة /1 , حلفايا ،

1- الحصة التعاقدية لشركة بتروجانبا والشريك الحكومي .

يوضح الجدول رقم (5) الحصص التعاقدية للشركات المستثمرة في حقل الرميطة وحقل غرب القرنة/1 وحقل حلفايا اذ كانت حصة شركة petrochina في حقل الرميطة بنسبة (37%) للمدة 2010-2012 وقد ازدادت الى نسبة (46.37%) من عام 2013 ولغاية عام 2017 اما بالنسبة الى شركة (somo) الشريك الحكومي فانخفضت حصتها بعد ان كانت (25%) خلال المدة (2010-2012) الى (6%) من عام 2013 ولغاية عام 2017 اما في حقل غرب القرنة/1 كانت حصة شركة petrochina (0) للمدة 2010-2014 وقد بلغت (32.69) من عام 2015-2017 عندما استحوذت شركة بتروجانبا (Petrochina) على حصة تشغيلية من شركة اكسون موبيل بعد ان دفعت مبلغ قدرة (1,032) مليار دولار اما بالنسبة الى الشريك الحكومي فانخفضت حصتها بعد ان كانت (25%) خلال المدة 2010-2012 الى (6%) من عام 2013 ولغاية عام 2017 اما بالنسبة الى حقل حلفايا في جولة التراخيص الثانية فكانت حصة بتروجانبا فيها (37.5%) للمدة من 2010-2014 ليتم تعديلها بعد ذلك الى (45%) للمدة من 2015-2017 اما بالنسبة الى شركة نفط الجنوب (SOC) الشريك الحكومي فانخفضت حصتها بعد ان كانت (25%) خلال المدة (2010-2014) الى (10%) من عام 2015 ولغاية عام 2017 وهذا ما يؤكد على ان النسبة المئوية لحصة الشركة قد ازدادت من (75%) الى (94%) في

حقلي الرميلة وغرب القرنة/1 بينما ازدادت من (75%) الى (90%) في حقل حلفايا وجاءت هذه التعديلات في ضوء المفاوضات مابين وزارة النفط والشركة المقابلة من حيث زيادة فترة معدل انتاج الذروة لبعض الحقول بدلا من 7 سنوات الى مدة 10سنوات وذلك للمحافظة على استقرار اسعار النفط الخام وكذلك تجنب الضرر بالمكامن المنتجة ومن ضمن امور اخرى تمديد فترة العقد او تسديد للدخل المفقود للمقاول فيما يتعلق بالأحجام المقدره غير المنتجة خلال المدة التي يتم فيها خفض مستويات الانتاج.

جدول (5) الحصة التعاقدية لشركة بتروجانيا والشريك الحكومي

للمدة		الحقول	الشركة
2013/2017	2010/2012		
46.37	37%	الرميلة	petrochina
6%	25%		SOMO
2015-2017		الحقول	الشركات
2010-2014			
32.69	0	غرب القرنة/1	petrochina
5%	25%		شركة الاستكشافات النفطية
2015/2017		الحقول	الشركات
2010/2014			
45%	37.50%	حلفايا	petrochina
10%	25%		شركة نفط الجنوب

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على عقود جولات التراخيص وتقارير الشفافية للصناعات الاستخراجية للشركات الاجنبية.

ثالثا، تحليل معدل العائد على الاستثمار للشركة عينة الدراسة .

يتضح من خلال الجدول (6) ان هناك تفاوت او تذبذب في العائد على الاستثمار للشركة عينة البحث للأعوام ال (8) خلال مدة الدراسة اذ يلاحظ ان شركة (Petrochina) العاملة في حقول (الرميلة ، غرب القرنة/1، وحلفايا) قد حققت اعلى متوسط عائد على استثماراتها بلغ (0.11) بينما بلغ ادنى معدل عائد على استثماراتها (5%) عام 2011 وارتفعت لتبلغ ذروتها (19%) عام 2017 فضلا عن ذلك فانه تفاوت التغيير في الارتفاع والانخفاض لنسبة العائد على الاستثمار قد بلغت (8%) عام 2013 قياسا بعام 2012 الذي بلغ (12%) ويعود هذا التفاوت الى فقرات تنفيذ خطط التطوير التي يتم تنفيذها وتأخيرها بين طرفي العقد لذا تكون الزيادة المتحققة في معدل العائد على الاستثمار بعد عام 2013 والتي بلغت (0.11، 14%، 18%، 19%) على مدار الاعوام 2014، 2015، 2016،، 2017، على التوالي هي نتيجة هذه الفعاليات التي تمثل انعكاسا لزيادة الارباح. لذا فان انخفاض معدل العائد على الاستثمار لشركة (Petrochina) من قيمة اعلى عائد والبالغ (19%) خلال مدة الدراسة بلغت بنسبة انخفاض (0.05، 0.26، 0.58، 0.42، 0.37، 0.74).

جدول (6) معدل العائد على الاستثمار لشركة بتروجانيا العاملة لدى العراق للمدة 2010-2017

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	معدل العائد
بيتروجانيا	0*	0.05	0.12	0.08	0.11	0.14	0.18	0.19	0.11

* بداية المباشرة في تنفيذ الاعمال لتطوير الحقول التي ادت الى زيادة النفقات البترولية .
المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على عقود جولات التراخيص وتقارير الشفافية للصناعات الاستخراجية للشركات الاجنبية.

رابعا . تحليل القيمة السوقية لاسهم الشركات [value market]

بلغت اعلى قيمة سوقية لاسهم شركة (petrochina) (143.31) دولار عام 2012 بينما بلغت اقل قيمة لها (65.59) دولار عام 2015 في حين بلغ وسطها الحسابي (103.33) دولار و عندة مقارنة مع مقدار السنوات للقيمة السوقية لأسعار اسهمها خلال فترة للدراسة كان وسطها الحسابي اقل خلال المدة (2010-2014) من مقدار القيمة السوقية لأسعار اسهمها بينما كان اكبر خلال تلك الفترة (2015-2017) .

جدول (7) القيمة السوقية للشركة بتروجانيا للمدة 2010-2017

المتوسط	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
103.33	67.03	73.7	65.59	110.96	109.7	143.78	124.31	131.49	بيروجانيا

Source: <https://finance.yahoo.com/u/yahoo-finance/watchlists/tech-stocks-that-move-the-market?.src=fin-srch>

خامسا، نتائج اختبار فرضيات البحث . يعول في تحليل البحوث العلمية في جميع انواع العلوم على التحليل الإحصائي ولاسيما أنه يهتم باستخلاص للبيانات التي حصل عليها الباحث من الشركة النفطية عينة الدراسة، إذ ان للتحليل الإحصائي دور متميز في مساعدة جميع الباحثين للوصول إلى النتائج والاستنتاجات والتوصيات وبالتالي الوصول إلى أهداف البحث المرجوة. إذ استقر الباحث بعد استشارة مجموعة من الاساتذة المختصين في مجال البحث العلمي على تطبيق اختبار (T- TEST) لاختبار فرضيات الارتباط بين العائد على الاستثمار وبين القيمة السوقية في شركة النفط العاملة في العراق والمتمثلة بـ PETRO CHINA ولاسيما ان اختبار (T -TEST) يستخدم لبرهنة معنوية فرضيات الارتباط بين المتغيرات عندما حجم العينة ثلاثين فأقل، أما لبيان طبيعة وقوة علاقة الارتباط بين العائد على الاستثمار والقيمة السوقية في شركة النفط الاجنبية العاملة في العراق استعمل الباحث معامل الارتباط البسيط بيرسون (Simple Correlation coefficient Pearson) يعقبه استعمال لتحليل الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression Analysis) لعرض العلاقة الخطية بين العائد على الاستثمار في القيمة السوقية، يليه توظيف لاختبار (F -TEST) ومخطط العلاقة التأثيرية بوساطة برنامج Amos ، لبيان قبول أو رفض فرضية تأثير العائد على الاستثمار في القيمة السوقية للشركة النفطية عينة الدراسة، إذ استعان الباحث في عملية تحليل البيانات ببرنامج التحليل الإحصائي الجاهز Amos الاصدار الخامس والعشرين وبرنامج التحليل الإحصائي الجاهز SPSS الاصدار الخامس والعشرين (Statistical Sciences Package for th1 - e Social). إذ سيتناول الباحث ما يلي:

1. الاختبارات الاحصائية لفرضية الارتباط بين العائد على الاستثمار وبين

القيمة السوقية . استعمل الباحث اختبار (T-TEST) لبيان معنوية فرضية الارتباط بين العائد على الاستثمار بصفته المتغير المستقل (independent variable) وبين القيمة السوقية بصفته المتغير التابع (Dependent variable) إذ ستؤول نتيجة الاختبار إلى قبول فرضية الارتباط بين المتغيرين في حال كانت قيمة T المحسوبة أكبر من نظيراتها الجدولية البالغة (2.306) عند مستوى معنوية (0.05) (مستوى المعنوية يؤثر الحد الاقصى للخطأ المسموح به في البحوث علمياً)، وبالتالي نحصل على قبول

الفرضية بنسبة ثقة 95%، وفي نفس الوقت تكون القيمة الاحتمالية (مستوى الدلالة) المناظر لقيمة T المحتسبة أقل أو تساوي مستوى المعنوية المستخدم في الدراسة والبالغ (0.05). بينما ستؤول نتيجة الاختبار إلى رفض الفرضية في حال كانت قيمة T المحتسبة أقل من نظيراتها الجدولية البالغة (2.306) عند مستوى معنوية (0.05)، يرافقه ان القيمة الاحتمالية (مستوى الدلالة) المناظر لقيمة T المحتسبة تكون أكثر من مستوى المعنوية المعتمد في الدراسة والبالغ (0.05)، بينما عرج الباحث على ايجاد قيمة معامل الارتباط البسيط بيرسون (Pearson Simple Correlation coefficient) لمعرفة قوة وطبيعة علاقة الارتباط بين العائد على الاستثمار بصفته المتغير المستقل (independent variable) وبين القيمة السوقية بصفته المتغير التابع (Dependent variable) ولاسيما ان الباحث سوف يختبر الفرضية الرئيسية الاولى (H1):

(يوجد ارتباط معنوياً ذي دلالة احصائية بين العائد على الاستثمار والقيمة السوقية في شركة بتروجانيا). أكد جدول (8) قبول الفرضية الرئيسية الأولى وبنسبة ثقة (95%)، إذ بلغت قيمة T المحتسبة (2.722) وهي معنوية، بسبب كونها أكبر من قيمة T الجدولية البالغة (2.306) عند مستوى معنوية (0.05)، ولاسيما ان مستوى الدلالة سجل (0.035) وهو أقل من مستوى (0.05)، بينما سجلت قيمة معامل الارتباط البسيط بيرسون (Pearson Simple Correlation coefficient) بين العائد على الاستثمار وبين القيمة السوقية في شركة PETRO CHINA سجلت (0.743) سالبة ليرسخ ذلك وجود ارتباط عكسياً قوي بين العائد على الاستثمار وبين القيمة السوقية لدى الشركة وذلك يعود الى عدة اسباب منها ارتفاع النفقات البترولية خلال فترة التطوير وفقاً للعقد المبرم بين الشركة الاجنبية ووزارة النفط ان تقوم الشركة بأعمال التطوير وزيادة الانتاج للوصول الى خط الاساس المنقح عليه بين الطرفين والذي من خلاله تستحق الشركة اجور الخدمة وكذلك تأثيراً بتقلب اسواق النفط العالمية التي ادت الى انخفاض اسعار النفط مما دفع وزارة النفط الى التفاوض مع الشركة الاجنبية الى تقليل الانتاج ولتعويض الشركة عن ذلك قامت وزارة النفط على تخفيض حصة الشريك الحكومي من 25% الى 5% و 6% و 10% في بعض الحقول العاملة فيها الشركة الاجنبية خلال تلك الفترة.

جدول(8) (اختبار فرضية الارتباط بين العائد على الاستثمار وبين القيمة السوقية لدى شركة petro china)

تفسير الباحث	T-Test		معامل الارتباط البسيط بيرسون	المتغيرات		الفرضية
	القيمة الاحتمالية	قيمة T المحتسبة		التابع	المستقل	
قبول الفرضية الرئيسية الاولى بنسبة ثقة 95%	0.019	2.722	- 0.743	القيمة السوقية	العائد على الاستثمار	H1
قيمة T جدولية عند مستوى ثقة 95% = 2.306						

المصدر: النعيمي، محمد عبد العال، طعمة، حسن ياسين (2008). الاحصاء التطبيقي. الاردن، عمان، دار وائل للنشر.

2- الاختبارات الاحصائية لفرضية تأثير العائد على الاستثمار في القيمة السوقية،

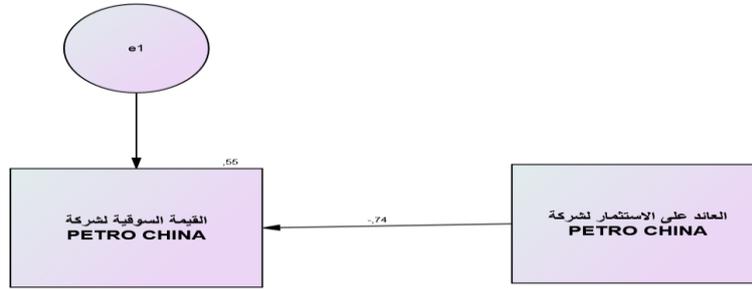
عرض الباحث في هذا المحور تطبيق لـ (F - TEST) لاختبار فرضية تأثير العائد على الاستثمار بصفته كمتغير مستقل لدى الشركة النفطية العاملة عند العراق في القيمة السوقية بصفته كمتغير تابع، إذ ستصبح نتيجة الاختبار قبول فرضية تأثير العائد على الاستثمار في القيمة السوقية عندما تكون قيمة F المحسوبة أكبر من نظيراتها الجدولية البالغة (5.9874) عند مستوى معنوية (0.05)، اي قبول الفرضية بنسبة ثقة (95%)، وفي ذات الوقت تكون القيمة الاحتمالية (مستوى الدلالة) المناظرة لقيمة F المحسوبة أصغر من مستوى معنوية (0.05)، بينما تكون نتيجة اختبار (F - TEST) رفض فرضية تأثير العائد على الاستثمار في القيمة السوقية وذلك عندما تكون قيمة F المحسوبة أقل من نظيراتها الجدولية البالغة (5.9874) عند مستوى معنوية (0.05)، اي رفض الفرضية بنسبة ثقة (95%)، وذلك عندما تكون القيمة الاحتمالية (مستوى الدلالة) المناظرة لقيمة F المحسوبة أكبر من قيمة مستوى المعنوية، بينما اعتمد الباحث على استخدام معامل التحديد $R^2\%$ (Coefficient Of Determination) لمعرفة نسبة تفسير (تأثير) المتغير المستقل العائد على الاستثمار للمتغير التابع المُعبر عن القيمة السوقية، أما لبيان مقدار التغير الحاصل في قيمة المتغير التابع القيمة السوقية في حال وجود تغير في قيمة المتغير المستقل العائد على الاستثمار بمقدار وحدة واحدة استعمل الباحث قيمة معامل الانحدار (BETA)، إذ سيختبر الباحث في هذه المرحلة من التحليل الاحصائي فرضية التأثير الرئيسة الثانية (H_2):

(يوجد تأثيراً معنوياً ذي دلالة احصائية لمتغير العائد على الاستثمار في القيمة السوقية في شركة (PETRO CHINA)

أكد جدول (9) وشكل (1) قبول الفرضية الثانوية الثانية المنبثقة من الفرضية الرئيسة الثانية وبنسبة ثقة (95%)، إذ بلغت قيمة F المحسوبة (7.408) وهي معنوية، بسبب كونها أكبر من قيمة F الجدولية البالغة (5.9874) عند مستوى معنوية (0.05)، ولاسيما ان مستوى الدلالة سجل (0.035) وهو أقل من مستوى (0.05)، بينما سجلت قيمة معامل التحديد $R^2\%$ (Coefficient Of Determination) بين العائد على الاستثمار وبين القيمة السوقية في شركة PETRO CHINA سجلت (55.2%) ليؤشر ذلك وجود تأثير طفيف للعائد على الاستثمار في القيمة السوقية لدى الشركة، لتصبح المعادلة الخطية البسيطة التي تُعبر عن العلاقة الخطية التأثيرية بين العائد على الاستثمار الذي يرمز له بـ (X_1) والقيمة السوقية والتي يرمز لها بـ (Y_1) كما تجدر الإشارة الى ان معامل (X_1) يمثل البيتتا بينما الرقم (141.929) تمثل الفا وعلى النحو الآتي:

$$Y_1 = 141.929 - 354.982 X_1$$

شكل (1) يوضح طبيعة العلاقة الخطية التأثيرية للعائد على الاستثمار في القيمة السوقية لشركة PETRO CHINA على وفق معطيات برنامج (AMOS).



المصدر: برنامج التحليل الاحصائي الجاهز Amos الاصدار 25 .

جدول (9) اختبار فرضيات تأثير العائد على الاستثمار في القيمة السوقية لدى شركة petrochina.

تفسير الباحث	T-Test		معامل التحد يد R2%	المتغيرات		الفرضية
	القيمة الاحتمالية	قيمة T المحسوبة		التابع	المستقل	
قبول الفرضية الثانوية المنبثقة من الفرضية الرئيسية الثانية بنسبة ثقة 95 %	0.035	7.408	55.2	القيمة السوقية	العائد على الاستثمار	H2
قيمة F جدولية عند مستوى ثقة 95 % = 5.9874						

المصدر: النعيمي، محمد عبدالعال، طعمة، حسن ياسين (2008). الاحصاء التطبيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الاولى، عمان.

الاستنتاجات والتوصيات الاستنتاجات

يتضمن هذا المبحث اهم الاستنتاجات النظرية والتطبيقية التي توصلت إليها الدراسة :

1- لم يتحقق انتاج الذروة المستهدف لجميع الحقول في جولتي التراخيص الاولى والثانية وبلغت اعلى نسبة انجاز في الوصول الى تحقيق هذا الانتاج في حقل الرميلة الذي تحقق بتكاليف بترولية كبيرة جداً على الرغم من ان تكلفة استخراج البرميل هي الادنى من جميع الحقول الاخرى. ويعود ذلك لان وزارة النفط طلبت من الشركة الاجنبية تخفيض معدلات الانتاج، لكون ان الانتاج الذي يتحقق لا يمكن للحكومة من السيطرة والتعامل معه من ناحية التصدير والاستهلاك الداخلي وهذا التخفيض ترتب عليه انخفاض في اقتصاديات العقد بالنسبة للشركة المقاوله ولتعويض الشركة عن هذه الخسارة تم تخفيض حصة الشريك الحكومي في بعض الحقول النفطية وتخفيض نسبة الانخفاض في الانتاج الاساسي او كلاهما لتعويض الشركة الاجنبية .

2- هناك الكثير من التعديلات في بنود العقود قد حصلت في جولة التراخيص الاولى على انتاج الذروة لأسباب تتعلق بعدم توافر البنى التحتية المناسبة التي تتلاءم مع حجم الانتاج فضلاً عن كون انتاج الذروة

في بعض الحقول كانت قصيرة نسبياً وكذلك عدم اليقين في قدرة الاسواق العالمية على استيعاب الزيادة الكبيرة في الانتاج المعروض للتصدير.

3- هناك انخفاض في معدل العائد المتوقع في الاستثمار للشركة الاجنبية العاملة في الحقول النفطية بسبب خفض الانتاج عندما طلبت وزارة النفط من الشركة الاجنبية ذلك بسبب انخفاض اسعار النفط ولتعويض الشركة عن ذلك تم التفاوض مع وزارة النفط على تخفيض حصة الشريك الحكومي في بعض الحقول .

4- وجود علاقة عكسية بين العائد على الاستثمار (المتغير المستقل) وبين القيمة السوقية (المتغير المستقل) ويعود ذلك الى الانخفاض معدل العائد على الاستثمار للشركة خلال تلك الفترة بسبب زيادة النفقات البترولية المستردة لتطوير الحقول التي اثرت على القيمة السوقية من خلال التفاوت في اسعار اسهمها .

5- ان انخفاض الانفاق وزيادة الارباح له تأثير ايجابي على زيادة معدل العائد على الاستثمار وبالتالي زيادة القيمة السوقية للشركة الا ان هناك استثناءات لهذه القاعدة حسب ما تم التوصل إليه من دراسة بيانات الشركة العاملة في الحقول النفطية وهو ان يحدث في سنة معينة لشركة معينة زيادة في الانفاق نتيجة تطوير حقل نفطي لمضاعفة انتاجه وبما ان المشاريع النفطية تحتاج لمدة تنفيذ قد تستمر لسنوات وان الزيادة المستهدفة لا تتحقق الا في اعوام لاحقة وبالتالي سوف يكون هناك انخفاضاً في معدل العائد على الاستثمار لهذه الشركة خلال الفترة السابقة التي بدأت فيها تطوير الحقول الا ان هذا الانفاق سيكون معلن عنه من قبل الشركة لتوضيح الهدف من الانفاق هو مضاعفة الانتاج من الحقل بعد سنتين او اكثر ليكون هذا التأثير ايجابي على القيمة السوقية.

6- يتأثر الاستثمار الاجنبي المباشر في قطاع النفط بالمخاطر السياسية (احداث حزينان 2014 والاضطرابات المجتمعية في البصرة) والتي ادت الى زيادة النفقات الامنية للشركة.

التوصيات

يتضمن هذا المبحث اهم التوصيات المستندة الى الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة :

1-مراجعة عقود التراخيص النفطية واعادة النظر بقرائنه وخصوصا ارتفاع معدلات الانتاج في الحقول المطورة دون ضوابط محددة فازدياد كميات النفط المعروضة في الاسواق العالمية مع عوامل اخرى اسهم في انهيار الاسعار ولان العراق لا يستطيع تخفيض انتاجه مالم يدفع تعويضا مقابل للشركات الاجنبية بموجب عقود التراخيص.

2-تعزيز عمل شركة (PETRO CHINA) في العراق بما يساهم في رفع قيمتها السوقية مستقبلا من خلال العائد على الاستثمار.

3-بحث السبل الكفيلة برفع القيمة السوقية للشركة النفطية العاملة في العراق انطلاقا من العائد على الاستثمار في مشاريعها النفطية في العراق.

4-اعداد وتطوير خريطة استثمار وقاعدة بيانات تتصف بدقة المعلومات لكافة الفرص الاستثمارية المتاحة مع ضرورة تحديثها لتستجيب لمتطلبات المستثمرين .

- 3- انشاء مركز معلومات عن فرص الاستثمارات في العراق من خلال بناء قاعدة بيانات كاملة عن فرص الاستثمار والتي بدورها تجعل مناخ الاستثمار في العراق اكثر نشاطا من خلال اعتماد الشركات المستثمرة على البيانات التي تساعدها في اتخاذ القرارات الاستثمارية .
- 5- تنشيط المناخ الاستثماري من خلال الاستقرار السياسي ووضوح القوانين والتشريعات المنظمة للاستثمار وثباتها من اهم العوامل المؤثرة في قرار الاستثمار .
- 6- تطوير قدرات العاملين في المؤسسات النفطية العراقية والمتعاملين مع الشركات الاجنبية النفطية ليكونو اكثر قدرة على المعرفة والتعامل بهذه العقود وكيفية ادارتها .

المصادر

- 1- النعيمي ،محمد عبدالعال ، طعمة ،حسن ياسين (2008) . الاحصاء التطبيقي . عمان ، دار وائل للنشر .
- 1.Brigham,Eugene,Houston,jole,(2015).Fundamentals Of Financial Management. (8th.ed), South-Western Cengage Learning.
- 2.Rosenbaum,Joshua,pearl,Joshua,(2009).Investment Banking.(2th.ed).john Wiley sons
3. Gitman,Lawrence J. Zutter ,chad J (2012).principles of Managerial Finance. (13th ed). Prentice Hall,Inc.
4. Bitzenis , Aristides (2009) . The Balkans : foreign direct investment and EU accession. Farnham Burlington ,U.S.A , Company Ashgate Publishing .
5. Eiteman, David , K., Stonehill, Arthur, I., & Moffett, Michael. (2013)Multinational Business Finance (12th ed.) U. K, International Financial Management.
- 6.Madura , Jeff (2015) . International Financial Management (12th.e d) South Western Inc. U.S.A.
7. Madura,Jeff,.(2008).International financial Management.(9th.ed). South Western Inc. U.S.A
- 8.paramasivan&Subramanian(2008).Finacial Management.New AGE international(p) limited,publishers.
- 9.Wiley,John,Ltd,Sons(2003).Finacial Management options. England, The Atrium, Southern Gate, Chichester: British Library Cataloguing in Publication Data.
- 10.Madura,Jeff,Fox,Roland,(2011). International Financial Management(2th ed.) Florida,U.S.A, Publishing Director: Linden arrish.

B- Journal and periodicals:

- 11.Griffin,Risk W. , pustay ,Michael w (2005). international Business: Amanagerial perspective(4th ed). pearson Education , Ltd, U.S.A.
- 12.Elleuch,Nadia,Jaoudi,ilhem,jaouadi,Said.(2015). Examination of the impact of political and country risk on foreign direct investment inflows in Tunisia. european academic research, 11(11), 2286–4822 .
- 13.Kastrati,Selma(2013). The Effects of Foreign Direct Investments for Host Country's Economy. *European Journal of Interdisciplinary Studies* ,5(1), 26–38, Kuwait.
- 14.Newton, holding ,and Vladimir's Tomisik(2001) ,foreign direct investment : theoretical approach.
- 15.Francis, S. (2010). Foreign Direct Investment Concepts: Implications for investment negotiations. *Economic & Political Weekly*.
- 16.Abde gawad,Gaber,Muramal Ila,venkata,(2013).Foreign Direct Investment (FDI) and Its Effects On Oil, Gas and Refinery Production and Their Exports: An Applied Study, Journal.
17. Robert,Nyagaka james (2012).The relationship between dividend payout ratio and market values of firmsl listed at the Nairobi securities exchange .unpublished master thesis, university of nairobi,nairobi, Kenya.
18. Ongera,Esther Nyamusi (2014).effect of share retention by preinitial public offering shareholders on the market values of firm listed at the Nairobi securities exchange. unpublished master thesis, university of nairobi,nairobi,Kenya.
- 19.Abdalla,Swabir Masoud (2014).the effect of liquidity on the market value of commercial bank listed at the Nairobi stock exchange. unpublished master thesis, university of nairobi,nairobi, Kenya.
- 20.Ali,Habiba Ahmed (2017). The effect of exchange rate volatility on the market value of listed commercial banks in kenya. unpublished master thesis, university of nairobi,nairobi, Kenya.
- 21.Sucuahi,William,Cambarihan,jay Mark(2016).Influence of profitability to the firm value of diversified companies in the Philippines.*Accounting and Finance Research*, 5(2),52–61
- 22.Moeljadi(2014).factors affecting firm value:theoretical study onpublic manufacturing firms in indonesia.*South East Asia Journal Of Contemporary Business,Economics and Law*,5(2),6–15.

23. Marsha, Nadya, Murtaqi, Isrochmani (2017). The effect of financial rate on firm value in the food and beverage sector. *Journal Of Business And Management*, 6(2), 214–226.

C- Thesis

24. Oyin , Ogunleye (2014). *The effect of foreign direct investment: case study Nigeria*, university of oulu, Nigeria.

25. Paprzyck, Ralph, Fukau, Koyji. (2008). *Foreign direct investment japan*. Tokyo, Japan : Cambridge University Press, New York.

26. Dada, Salami, (2014). *Foreign direct investment into crude oil exploitation and its impact on the economic growth and environment: case study of niger delta oil producing communities* University of Malaya, Malaya ,kualalumpur.

27. Binkhamis, Mohammed. (2016). *Barriers and threats to foreign direct investment in Saudi Arabia : a study of regulatory, political and economic factors*. unpublished Doctoral Dissertation, montfort university, Saudi.

28. Filipe , Jose, (2015) . *impact of real exchange rate volatility on Foreign direct investment inflows in brazil*. unpublished doctoral dissertation, University of Delisbou, Brazil.

29. Taib sheibani, Gamal, (2008). *how to attract foreign direct investment to invest in housing in libya*. unpublished doctoral dissertation, University of Salford, Salford, UK.

D- Studies, Conferences and Internet :

30. Pellegrini, Valeria, Soares, Rodrigo, Gonzalez, Beatriz, Boeck, Roger, Bundesbank, Deutsche, Hugelshaffer, Sebastian et al (2013). *Valuation of foreign Direct investment Positions* <http://www.ecb.europa.eu/pub/scientific/stats/html/index.en.html>.

31. Hugh , Christopher , Kiriti , Tabitha , (2016). *Trade facilitation and foreign direct investment flows in Kenya* . Retrieved February 15, 2017 from [http://www . search. orgonlinebookshop.wto.org](http://www.search.orgonlinebookshop.wto.org).

32. Peter, Kalinganire, Tobias, Olweny , & Mbabazize Mbabazi, (2016). *Effect of Horizontal Foreign Direct Investment in the Banking Industry on Business Growth (A Case Study of Equity Bank Rwanda Subsidiary)*. *International Journal of Thesis Projects and Dissertations*, 4(2), 107– 124, April , June, 2016 from www.researchpublish.com.