



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

ISSN: 1813-1719 (Print)



**Factors determining the financial performance of investment  
companies and their impact in the market value and the added  
market value for the period 2009-2020**

Researcher: Mustafa Mohammed M.  
College of Administration and Economics  
University of Mosul  
[mustafa.workwell@gmail.com](mailto:mustafa.workwell@gmail.com)

Assist. Prof. Dr. Namir Amir J.  
College of Administration and Economics  
University of Mosul  
[Nameer\\_alsaigh@uomosul.edu.iq](mailto:Nameer_alsaigh@uomosul.edu.iq)

**Abstract**

This study aimed to measure and analyze the impact of some determinants that affecting in performance of some financial investment companies that listed in the Iraqi Stock Exchange. These determinants have been classified into external, which included (GDP, exchange rate, inflation, interest rate, foreign investment, as well as the price of oil), and internal that included (Tangibility of assets, size of institution, working capital, net capital factor, financial structure, as well as capital structure). Two financial ratios were used as dependent variables, which were represented by (Market value and the Added market value), and the study was based on some hypotheses, the most important of which is "There is a significant effect of some determinants that affect in performance of financial investment companies that listed in the Iraqi Stock Exchange". The Iraqi financial sector institutions were relied upon as a community for the study, while the study sample was represented by some of financial investment companies that listed in the Iraqi Stock Exchange, six companies for financial investment, for the period 2009 to 2020. For the purpose of estimating standard models, testing hypotheses and extracting study results, some of standard models were built and analyzed based on Panel Data, and based on the statistical analysis program (Eviews10). The study reached some conclusions, the most important was the effect of three independent variables (internal and external variables) on both the market value index and the added market value.

**Keywords:** Financial investment companies, financial performance, determinants performance of financial investment companies.

## العوامل المُحددة للأداء المالي لشركات الاستثمار وأثرها في القيمة السوقية والقيمة السوقية المُضافة للمدة من 2009-2020

أ.م.د. نعيم أمير جاسم الصائغ  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة الموصل

الباحث: مصطفى محمد محمود  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة الموصل

### المُستخلص

سعت الدراسة إلى قياس وتحليل أثر بعض العوامل المُحددة لأداء عدد من شركات الاستثمار المالي المُدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. وقد تم تصنيف تلك المُحددات إلى خارجية والتي شملت (الناتج المحلي الإجمالي، سعر الصرف، التضخم، سعر الفائدة، الاستثمار الأجنبي، فضلاً عن سعر النفط)، وأخرى داخلية وشملت (لموسية الموجودات، حجم المؤسسة، رأس المال العامل، صافي رأس المال العامل، الهيكل المالي، فضلاً عن هيكل رأس المال). وقد تم استخدام نسبتين ماليتين بوصفهما مُتغيرات تابعة والتي تمثلت بـ (القيمة السوقية والقيمة السوقية المُضافة)، واستندت الدراسة إلى جملة من الفرضيات تمثل أهمها "يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لعدد من المُحددات المؤثرة في أداء شركات الاستثمار المالي المُدرجة في سوق العراق للأوراق المالية". وتم الاعتماد على مؤسسات القطاع المالي العراقي إجمالاً بوصفه مجتمعاً للدراسة، في حين تمثلت عينة الدراسة بعدد من شركات الاستثمار المالي المُدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغ عددها ست شركات للاستثمار المالي، وللمدة الممتدة من عام 2009 ولغاية عام 2020. ولغرض تقدير الأنموذجات القياسية واختبار الفرضيات واستخراج نتائج الدراسة، تم بناء وتحليل عدد من الأنموذجات القياسية بالاعتماد على البيانات المزدوجة (Panel Data)، واستناداً على برنامج التحليل الاحصائي (Eviews10). وتوصلت الدراسة إلى استنتاجات عدة كان أهمها وجود أثر لثلاث مُتغيرات مُفسرة من أصل اثنا عشر مُتغيراً داخلياً وخارجياً على كل من مؤشر القيمة السوقية والقيمة السوقية المُضافة.

**الكلمات المفتاحية:** شركات الاستثمار المالي، الأداء المالي، مُحددات أداء شركات الاستثمار المالي.

### المُقدمة

إن المؤسسات المالية ومن ضمنها شركات الاستثمار المالي العاملة في بيئة تتسم بالعمولة والانفتاح والخصخصة تحتاج وبشكل مستمر إلى تقييم أدائها المالي من أجل الوقوف على نقاط قوتها وضعفها والعمل بكفاءة ودقة عالية في سبيل بقاء واستمرار عملها في تلك البيئة، فضلاً عن قيامها وبشكل مستمر بقياس وتحليل المُحددات الداخلية منها والخارجية المؤثرة في أداء تلك المؤسسات وذلك في سبيل معرفة ما إذا كانت تلك الشركات تُنافس في الأسواق المالية ذات العلاقة فضلاً عن امكانياتها على تحسين أدائها المستقبلي عبر معرفة أوجه القصور فيها. إن الأداء المالي واستخدام تحليل النسب المالية أصبح من الوسائل المهمة المستخدمة في توفير المعلومات المهمة اللازمة لدعم القرار المالي والتي تستخدمها إدارة المؤسسة المالية ومن ضمنها شركات الاستثمار المالي وأصحاب المصلحة لتقييم الاستقرار المالي وإمكانات النمو. كما إن تقييم الأداء ومعرفة

العوامل المؤثرة فيه له نتائج مهمة للغاية سواء للمستثمرين او الدائنين او حتى أصحاب المصلحة.

في سياق ما سبق كان لابد الاشارة إلى وجود اختلاف وتباين في تحديد أهم محددات أداء المؤسسات المالية بضمنها شركات الاستثمار المالي. من هنا فقد استهدفت الدراسة الحالية تحديد عدد من المُحددات منها ما هو داخلي وآخر خارجي، ومن ثم العمل على بناء إطار نظري يستكشف العلاقات القائمة بين هذه المفاهيم نظرياً وتطبيقياً، فضلاً عن بيان وتوضيح تلك الموضوعات وذلك انطلاقاً من أهميتها وأثرها البالغ في عمل شركات الاستثمار المالي. وبغرض تحقيق أهداف الدراسة ومعالجة مشكلتها تم بناء المخطط الفرضي للدراسة إذ تضمن المتغيرات الرئيسة المتعلقة بالموضوع، وبناءً عليه صيغت فرضيات الدراسة التي عالجت الموضوع بجوانبه المختلف، ومن ثم بناء أهم الاستنتاجات في ضوء نتائج الدراسة مع اعطاء عدد من التوصيات التي من شأنها أن تفيد أصحاب العلاقة.

في إطار ما تقدّم فقد كانت مُتضمنات الدراسة بمباحث أربعة، تناول الأول منها عرضاً لمنهجية الدراسة من حيث مشكلتها وأهدافها وأهميتها وفرضيات الدراسة وانموذجها الفرضي فضلاً عن منهج الدراسة وحدودها ومجتمع الدراسة وعيّنته، في حين تضمن المبحث الثاني عرضاً للجانب النظري للدراسة وتضمن التعريف بشركات الاستثمار المالي وأدائها ومُحددات ذلك الأداء. وتضمن المبحث الثالث عرضاً للجانب العملي للدراسة. واختُتمت الدراسة بالمبحث الرابع والمُتضمن عرضاً لأهم الاستنتاجات المبنية على نتائج الدراسة فضلاً عن التوصيات.

### المبحث الأول: منهجية الدراسة

يتضمن هذا المبحث الآليات التي بُنيت على أساسها إجراءات الدراسة الحالية في مضامينها النظرية المعرفية والعملية الاحصائية، وفيما يأتي توضيح لهذه الآليات بمنهجية دراسية مكونة من الآتي:

**أولاً. مشكلة الدراسة:** تنبثق مشكلة الدراسة من اختلاف مُحددات أداء شركات الاستثمار المالي فضلاً عن اختلاف مؤشرات ونسب تقييم الأداء المالي لتلك الشركات، ووفقاً للعديد من الدراسات قد يؤثر مُحدد أو عامل من تلك العوامل سواء الداخلية منها أو الخارجية على شركة معينة في بيئة معينة دون أن يؤثر نفس العامل على شركة أخرى في نفس البيئة أو في بيئة أخرى ومن قطاع إلى قطاع آخر ويندرج هذا الاختلاف ضمن النظرية النسبية (أي الاختلاف النسبي). من هنا تحاول الدراسة الإجابة على التساؤلات الآتية:

1. ماهي طبيعة وحجم واتجاه تأثير المُحددات الداخلية والخارجية في أداء شركات الاستثمار المالي المُدرجة في سوق العراق للأوراق للمدة من 2009-2020.
  2. ما هي المُحددات الأكثر تأثيراً في أداء شركات الاستثمار المالي؟
- ثانياً. أهداف الدراسة:** بناءً على ما يفرضه الواقع العملي لبيئة المؤسسات المالية العراقية من الحاجة إلى تطبيق منهجيات علمية متنوعة لقياس وتحليل العوامل المؤثرة سواء على المستوى الكلي أو الجزئي في أداء شركات الاستثمار المالي المُدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، فان هذه الدراسة تسعى إلى تحقيق مجموعة من الاهداف والتي يمكن اجمالها:
1. إعطاء فكرة واضحة عن شركات الاستثمار المالي وأدائها وأهم مُحددات ذلك الأداء.

2. اختبار أثر المتغيرات المستقلة (المحددات الخارجية والداخلية) في كل من القيمة السوقية والقيمة السوقية المضافة لعدد من شركات الاستثمار المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وذلك وفقاً لأنموذجين مختبرين.

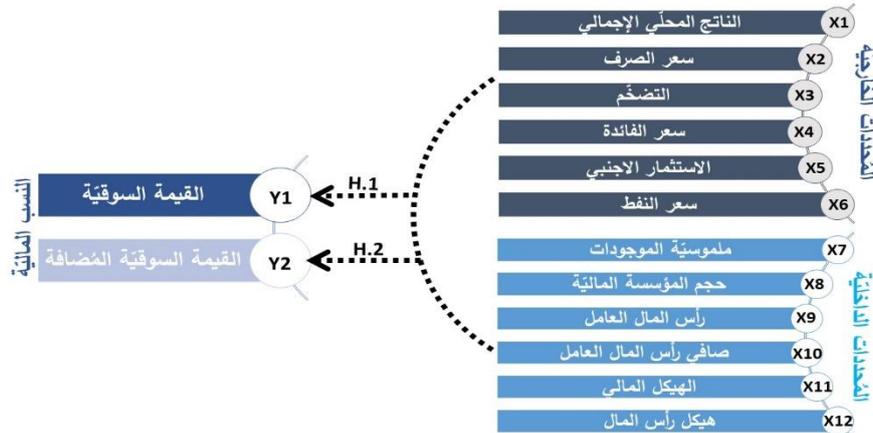
**ثالثاً. أهمية الدراسة:** ليس من السهولة بمكان الإحاطة بحجم متغيرات أداء مالي لشركات ذات نشاط تقليدي كالشركات والقطاعات الصناعية أو حتى الخدمية الاعتيادية، فكيف الحال بأداء مالي ذو خصوصية في مؤسسات مالية بضمنها شركات الاستثمار المالي، لذا من الأهمية بمكان العمل على قياس وتحليل أثر عدد من المحددات الداخلية والخارجية المؤثرة في أداء شركات الاستثمار المالي، والعمل على بيان أثر أكثر تلك المحددات وقلها في نظام مالي عراقي ولعدد من شركات الاستثمار المالي.

**رابعاً. فرضيات الدراسة وأنموذجها:** ضمن التسلسل المنهجي الخاص بالدراسة فإن اختبار الآثار والعلاقات الوارد ذكرها في الاهداف والمشكلة الحقيقية للدراسة فقد تضمنت الدراسة كل من الفرضيتين الآتيتين:

1. الفرضية الثانية H.1: توجد جملة من الآثار التي تتركها المتغيرات المفسرة الداخلية منها والخارجية في مُتغير القيمة السوقية بوصفه أحد المُتغيرات التابعة، لعدد من شركات الاستثمار المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

2. الفرضية الرابعة H.2: توجد جملة من الآثار التي تتركها المتغيرات المفسرة الداخلية منها والخارجية في مُتغير القيمة السوقية المضافة بوصفه أحد المُتغيرات التابعة، لعدد من شركات الاستثمار المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

وفيما يأتي عرضاً مفصلاً لأنموذج الدراسة الفرضي وفقاً لمتغيرات الدراسة وأبعادها، والذي من الممكن تجسيده بالشكل رقم (1) الآتي:



الشكل (1): أنموذج الدراسة الفرضي

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان.

**خامساً. منهج الدراسة:** بغية بلوغ أهداف الدراسة واختبار فرضياتها تم اعتماد على عدد من أساليب الاقتصاد القياسي التي فرضتها طبيعة ومشكلة الدراسة تتوافق مع كل جوانبها، ولغرض تقدير واختبار العوامل الرئيسة المؤثرة في أداء شركات الاستثمار المالي فقد تم الاستعانة بأساليب الاقتصاد القياسي الحديثة المتمثلة بمنهجية الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model) والأثر الثابت (Fixed Effect Model) والأثر العشوائي (Random Effect Model)

المستندة الى البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) عن طريق بناء أنموذجين اقتصاديين، إذ يشتمل كل منها على جميع المتغيرات البحثية وتحليلها بالشكل الذي يحقق أهداف الدراسة.

#### سادساً: حدود الدراسة:

1. **الحدود المكانية:** لغرض التنبؤ من فرضيات الدراسة والاجابة عن أسئلتها، تم اختيار ست شركات للاستثمار المالي المُدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، والتي تضم في طياتها العديد من الانشطة والمهام الماليّة منها والاقتصادية فضلاً عن تنوّع موجوداتها وفلسفة عملها مقارنة مع الشركات في القطاعات الأخرى.

2. **الحدود الزمانية:** تمتد فترة الدراسة لتشمل الفترة (2009-2020) كونها فترة اتسمت بتوفر بياناتها علاوة على أنها شهدت تطورات اقتصادية ومالية على الصعيدين المحلي والدولي، فضلاً عن تحقيق معايير استمرارية توافر تلك البيانات والتقارير المالية تم تحديد الفترة الزمنية للدراسة بأثني عشر عام.

سابعاً. **مجتمع الدراسة وعينته:** بهدف تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها، كان لا بد من اختيار مجتمع الدراسة بعناية عالية والمُتمثل بالمؤسسات المالية المُدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، فيما تمثّلت عينة الدراسة بعدد من شركات الاستثمار المالي المُدرجة في سوق العراق لأوراق المالية. لذا تم اختيار تلك الشركات وفقاً لمستوى الإفصاح عن البيانات التي تخص الأداء المالي ومدى توافر تلك البيانات سواء في دليل الشركات المُدرجة في سوق العراق للأوراق المالية أو عبر البيانات المُتاحة من هيئة الأوراق المالية العراقية، فضلاً عن صلاحية البيانات المُتاحة من حيث المدة الزمنية للدراسة والمُمتدة من عام 2009 ولغاية عام 2020، كما أنّ البيانات تلك كانت مُتعلّقة بالشركات المُدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ممّا استدعى استبعاد غير المُدرجة من عينة الدراسة.

### المبحث الثاني: الجانب النظري

أولاً. **التعريف بشركات الاستثمار المالي:** إنّ أي استثمار في الموجودات المالية يُعدُّ وثيق الصلة بمفهومين وهما العائد والخطر، إذ يُشير مفهوم الاستثمار المالي إلى تخصيص مبلغ ثابت من المال وتوقع نوعاً من المكاسب خلال مدة زمنية مُحددة، إذ يُعدُّ الاستثمار المالي استثماراً يُعززه النظام الاقتصادي الرأسمالي (1: 2019, Betasha). كما تُعدُّ شركات الاستثمار المالي من أبرز أدوات الاستثمار، إذ تُسهّم تلك الشركات في تجميع رؤوس الأموال الصغيرة والمُتناثرة في سبيل استعمالها في تحريك الاقتصاد وتنشيطه، لذلك اتجه التشريع الحديث إلى معالجة احكامها وفق قانون خاص، بالرغم من كونها صورة من صور الشركات التي عالجتها قوانين الشركات عموماً، ولا تختلف عنها سوى من حيث ممارستها لنشاط مُعيّن، كما صارت الحاجة أكثر الحاحاً لمعالجة احكام هذه الشركات بموجب قوانين خاصة عندما أفرز الواقع العملي بعضاً من الشركات الصورية التي مارست الاحتيال عبر ادّعائها ممارسة نشاط الاستثمار المالي على مستوى دول العالم كافة (Ameen: 127, 2012).

كما تكاد تكون أغلب شركات الاستثمار المالي مُتفقة على العمل على توجيه رؤوس الأموال باتجاه الاستثمار المالي، إذ يُفصد بالاستثمار المالي بوجه عام بأنه "توظيف الأموال في موجود مُعيّن أو عدد من الموجودات التي يحتفظ بها شخص مُعيّن (المُستثمر) فرداً كان أو مؤسسة

لمدة زمنية قادمة بهدف الحصول على تدفقات مستقبلية تُحقق له مردوداً مُعيناً، يتمثل بالعايد المطلوب من ذلك المستثمر" (جاسم وامين، 2020: 220). لذا فإن شركات الاستثمار هي تلك الشركات التي تؤدي دور الوسيط بين المدخرين والمشروعات التجارية والصناعية التي تكتسب صكوكها إذ تقوم هذه الوساطة على مبدأ احلال الصكوك وبمقتضى ذلك تحل الصكوك التي تصدرها الشركة محل الحصص النقدية أو العينية المقدمة من المدخرين، ويضمن هذا المبدأ تركيز رأس المال المستثمر في يد شركات الاستثمار وهو ما يمكنها من توزيع المخاطر؛ ومع ذلك أن المدخرين وإن لم يحصلوا على صك واحد من صكوك شركة الاستثمار المالي في مقابل إيخاره فإن الإيخار الذي يمثله هذا الصك هو الغرض أن يمثله بالنسبة للمدخر بعد أن يستفيد منها في عملية الاستثمار لمرة واحدة حتى يستطيع أن يستفيد من صفة الامن الذي حققه مبدأ توزيع المخاطر (Ibrahim, 2020: 418-419).

من هنا يمكن تعريف شركات الاستثمار المالي على أنها مؤسسات مالية وسيطة هدفها الأساس تقديم الدعم لوحدات الفائض في تعظيم ثروتهم المالية بحكم الخبرة والمعرفة التي تمتلكها تلك الشركات في إدارة الموجودات ومُختلف أنواع الخطر.

**ثانياً. أهداف شركات الاستثمار المالي:** تسعى شركات الاستثمار المالي بوصفها أحد الأنواع الرئيسة للمؤسسات المالية لتحقيق جملة من الأهداف، والتي من الممكن إجمالها بالآتي (جاسم وامين: 2020، 220-221):

أ. العمل على المحافظة على الموجودات المالية التي يمتلكها المُستثمر (وحدات الفائض)، وبعبارة أخرى الحفاظ على الأموال المُدعة لدى الشركة واستثمارها وتنميتها بالشكل الذي يُحقق العائد المُتوقع من ذلك.

ب. السعي والعمل على اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة بشأن مكونات المحفظة الاستثمارية التي تُكونها الشركة وذلك عبر التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية كونها تملك إدارة مالية مُتخصصة في ذلك، ويُعدُّ هذا من أبرز الأسباب التي تُرغب المُستثمرين في ايداع أموالهم لدى هذه الشركات.

ج. العمل على توفير الخيارات المُتعددة للمستثمرين (أي خيارات تكوين المحفظة الاستثمارية)، وبما يناسبهم وحسب الملاءة المالية، بما يكفل تحقيق أهداف المُستثمر عبر الاستثمار بالأوراق المالية. لذا يمكن القول إن الأهداف آنفة الذكر لا يمكن أن تتحقق إلا بوجود التزام من شركات الاستثمار المالي بالقوانين والتشريعات المنظمة لعملها، ومنها الالتزام بمُتطلبات التسجيل لدى الجهات المعنية والحصول على التراخيص اللازمة لمزاولة النشاط فضلاً عن الإفصاح عن البيانات المالية وعدم اخفاءها أو التحايل في ذلك، إذ يُعدُّ كل ذلك الالتزام بمثابة الجاذب للمستثمرين لاستثمار أموالهم لدى مثل تلك الشركات.

**ثالثاً. خصائص شركات الاستثمار المالي:** إن شركات الاستثمار المالي تتميز عن غيرها من المؤسسات المالية وغير المالية بعدد من الخصائص، وهذا ما يُعطيها خصوصية داخل خصوصية المؤسسة المالية، ومن تلك الخصائص ما يأتي: (Ibrahim, 2020: 418-419)

أ. تُعدُّ شركات الاستثمار المالي من وسائل التنمية المالية والاقتصادية في الدول.  
ب. توفر تلك الشركات الحماية الكاملة لرؤوس الأموال المستثمرة في حسابات ومشروعات الشركات.

- ج. يجب أن يكون رأس مال شركات الاستثمار أعلى من رؤوس أموال الشركات الأخرى وذلك حتى تتمكن من تغطية الحاجات الرئيسية كافة بالاستثمار المالي.
- د. يعتمد نشاط شركات الاستثمار المالي الرئيس على تنفيذ العمليات المالية ولا يحق لها القيام بأية نشاطات وظيفية أخرى إلا في الحدود المسموحة لها التي تتوافق مع نظام قانون العمل.
- هـ. يشرف على شركات الاستثمار البنك المركزي بشكل مباشر ويهتم في متابعه دورها في توفير الدعم الاقتصادي والمحافظة على أموال المستثمرين.

**رابعاً. أداء شركات الاستثمار المالي:** إن المؤسسات المالية ومن ضمنها شركات الاستثمار المالي العاملة في بيئة تتسم بالعولمة والانفتاح والخصخصة تحتاج وبشكل مستمر إلى تقييم أدائها المالي من أجل الوقوف على نقاط قوتها وضعفها والعمل بكفاءة ودقة عالية في سبيل بقاء واستمرار عملها في تلك البيئة، وبالتالي فإنه من الضروري تقييم الأداء المالي لمعرفة ما إذا كانت تلك المؤسسات تنافس في تلك الأسواق فضلاً عن امكانيتها على تحسين أدائها المستقبلي عبر معرفة أوجه القصور فيها (Ramachandran et al., 2019: 595). إن تقييم الأداء المالي واستخدام تحليل النسبة المالية أصبحت من الوسائل المهمة المستخدمة في توفير المعلومات المهمة اللازمة لدعم القرار المالي والتي تستخدمها إدارة المؤسسة المالية وأصحاب المصلحة لتقييم الاستقرار المالي وإمكانات النمو (Myšková & Hájek, 2017: 96)، لذا يعني تقييم الأداء "التحديد الدوري للفعالية التشغيلية لمنظمة أو منظمة وموظفيها بناءً على أهداف ومعايير وأسس محددة مسبقاً، إذ تُدار المنظمات بشكل أساسي من قبل البشر لذا فإن تقييم الأداء هو تقييم للسلوك البشري في تنفيذ الدور الذي يلعبونه في المنظمة" (Homan, 2017: 2).

إن تقييم الأداء المالي له نتائج مهمة للغاية سواء للمستثمرين أو الدائنين أو حتى أصحاب المصلحة، إذ يُعد قياس قدرة المؤسسات المالية وشركات الاستثمار والتمويل على المنافسة أمراً بالغ الأهمية لتحقيق الاستدامة المستقبلية، كما تبرز الأهمية الاقتصادية الكبيرة لتقييم الأداء المالي للمؤسسات المالية في تحقيق المساعدة في تحسين ومراقبة أوضاعهم المالية واتخاذ مختلف القرار بشأن تطوير وتحسين أدائهم (Al Kharusi & BAŞCI, 2017: 54). من الممكن معرفة الأداء المالي للمؤسسة المالية وذلك عبر تحليل بيان الدخل والميزانية العمومية، لذلك فإن الحصول على أداء مالي جيد هو هدف أي مؤسسة مالية راغبة بالبقاء والنمو، إلى جانب ذلك ترغب المؤسسات المالية ومن ضمنها شركات الاستثمار المالي أيضاً في تحقيق أهداف أخرى مثل زيادة أرباحها أو توسعة أعمالها، أو الحصول على مركز عالمي متميز، أو التكيف مع التقنيات المتغيرة (Syukur & Fitri, 2016: 96). من هنا لا بد من ذكر أهم النسب المالية المستخدمة لقياس الأداء المالي، وكما في الجدول رقم (1) الآتي:

الجدول (1): أهم النسب الماليّة

ت	النسبة المالية	المعادلة
1	نسبة التداول Current Ratio (Current)	الموجودات المتداولة \ المطلوبات المتداولة
2	نسبة السيولة السريعة Acid-test Ratio (Acid)	(الموجودات المتداولة - المخزون) \ المطلوبات المتداولة
3	معدّل دوران الحسابات المدينة Accounts Receivables Turnover (RT)	صافي المبيعات الأجلة \ متوسط الأموال مستحقة القبض

المعادلة	النسبة المالية	ت
صافي المبيعات \ إجمالي الموجودات	إجمالي دوران الموجودات Total Asset Turnover (TAT)	4
إجمالي المطلوبات \ إجمالي حقوق الملكية	الدين إلى حقوق الملكية Debt-to-Equity (DE)	5
إجمالي المطلوبات \ إجمالي الموجودات	نسبة الرافعة المالية Financial Leverage Ratio (LEV)	6
صافي الربح \ صافي المبيعات	نسبة صافي الربح Net Profit Margin (NPM)	7
الربح التشغيلي \ صافي المبيعات	هامش الربح التشغيلي Operating Profit Margin (OPM)	8
صافي الربح \ إجمالي الموجودات	العائد على الموجودات Return on Assets (ROA)	9
صافي الربح \ إجمالي حقوق الملكية	العائد على حقوق الملكية Return on Equity (ROE)	10

Reference: Gökçehan Demirhan, H., & Anwar, W., (2014), Factors affecting the financial performance of the firms during the financial crisis: evidence from Turkey. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 5(2), PP 69.

**خامساً. مُحددات أداء شركات الاستثمار المالي:** إن المؤسسات المالية ومن ضمنها شركات الاستثمار المالي تُعد واحدة من المؤسسات الاقتصادية الرئيسة للاقتصاد الحديث، فإن ذلك يفرض تحليل أدائها وإعطاء تلك المسألة أهمية كبيرة، إذ تُعد مُحددات الأداء المالي ذات أهمية كبيرة لجميع أصحاب المصلحة للمؤسسة وخاصة لمستثمري الأسهم العادية (Kakani et al., 2001: 2). ومن أجل تحقيق الأهداف الرئيسة لشركة الاستثمار المالي والمتمثلة بتعظيم ثروة مالكيها كان لا بد من أن يكون الأداء المالي لتلك الشركة ممتازاً، ومع ذلك يتأثر الأداء المالي بعدة عوامل أو محددات منها ما هو داخلي فضلاً عن العوامل أو المحددات الخارجية (Chandra et al., 2015: 1). فعلى سبيل ووفقاً لدارسة اجراها كل من Lin & Fu في عام 2017، توصلت تلك الدراسة إلى أن لحجم المؤسسة أثراً سلبياً كبيراً على أدائها المالي وذلك يعود لكون الحجم الأكبر للمؤسسة يعني حجم مشكلات أكبر مما ينعكس على أدائها بتلك الطريقة، فيما خالف الباحث Bharbra الرأي في دراسته التي اجراها في عام 2007 وذكر أن حجم المؤسسة له أثر إيجابي كبير على أدائها المالي، كون أن المؤسسة الأكبر لديها اقتصادات حجم أفضل مما ينعكس بشكل إيجابي على أدائها المالي (Herlambang et al., 2020: 111). لذا يبرز اختلاف الدراسات والنتائج التي توصلت إليها تلك الدراسات والذي نتج عن اختلاف الوقت والميدان فضلاً عن العينة المختارة، لذا يمكن القول أن نتائج أداء المؤسسات يختلف من وقت إلى آخر ومن مؤسسة إلى أخرى ومن قطاع إلى قطاع آخر ذلك بموجب العوامل المؤثرة في أداء تلك المؤسسات.

من هنا وبالرغم من إمكانية تحليل أداء شركات الاستثمار المالي على أساس أبعاد متعددة، إلا أنه سيتم التركيز هنا على الجانب المالي المؤثر في أداء تلك الشركات (Yenesew, 2014: 23)، يمكن تصنيف تلك المُحددات إلى داخلية خاصة بالشركة وأخرى خارجية، إذ من الممكن تحديد العوامل الداخلية اعتماداً على النسب المالية، وكما يأتي:

أ. **المُحددات الداخلية (الجزئية) المؤثرة في أداء الشركات:** إن المُحددات الداخلية هي متغيرات مُحددة ومؤثرة في أداء المؤسسات أو الشركات والتي تؤثر في ربحيتها وادائها، إذ تقع هذه العوامل ضمن نطاق الشركة ويمكن التحكم بها وتختلف من شركة إلى أخرى (Ongore & Kusa, 2013: 240)، وفيما يأتي عرضاً لكل من المُحددات المؤثرة في أداء المؤسسات او الشركات:

1. **إدارة رأس المال العامل:** تُعدُّ إدارة رأس المال العامل عنصراً مميزاً في الإدارة المالية للشركات كونها تؤثر بشكل مباشر في ربحيتها وسيولتها وبغض النظر عن أحجامها وطبيعة عملها، إذ تُشير إدارة رأس المال العامل إلى إدارة كل من الموجودات والمطلوبات المتداولة (Agyei & Yeboah, 2011: 1).

2. **الكفاءة التشغيلية:** هي مقياس الأداء الذي يوضِّح مدى جودة قيام الشركة بتبسيط عملياتها وتأخذ في الاعتبار كلفة المدخلات و/أو سعر المخرجات، كما يجب أن تضمن الكفاءة في إدارة المصروفات والقروض، التي قد تُعزز ربحية الشركات، وغالباً ما يتم التعبير عن أداء الإدارة بشكل نوعي من خلال التقييم الذاتي لأنظمة الإدارة، والانضباط التنظيمي، وأنظمة التحكم، وجودة الموظفين وما إلى ذلك (Ongore & Gemechu, 2013: 237).

3. **حجم الشركة:** العامل الآخر الذي يمكن أن يؤثر في أداء الشركات هو حجمها، ويُقاس الحجم بقيمة موجوداتها، كما يرتبط حجم المالية ارتباطاً إيجابياً كبيراً بأدائها المالي، إذ يتم تضمين هذا المتغير ضمن مفهوم اقتصاديات الحجم أو بحالة عدم تحقيق وفورات الحجم (Yenesew, 2014: 29).

4. **هيكل رأس المال:** إنَّ هيكل رأس المال وعلاقته بأداء المؤسسات يُعدُّ من القضايا ذات الأهمية الكبيرة في مجال التمويل، وهي كذلك أحد أكثر القضايا المهمة في أدبيات تمويل المؤسسات، إذ يوصف مفهوم هيكل رأس المال عموماً بأنَّه نسبة الدين طويل الأجل وحقوق الملكية التي تُشكِّل إجمالي رأس مال المؤسسة، وتُعدُّ نسبة الديون وحقوق الملكية اختياراً استراتيجياً لمديري المؤسسات (Velnampy & Niresh, 2012: 67).

5. **الرافعة المالية:** هي مقياس لمقدار استعمال المؤسسات أو الشركات لحقوق الملكية والديون لتمويل موجوداتها (بزيادة الديون تزداد معها الرافعة المالية)، إذ تميل الإدارة إلى تفضيل تمويل رأس المال على الديون؛ لأنَّه ينطوي على مخاطر أقل، وتأخذ الرافعة المالية شكل قرض أو اقتراض لآخر (دين)، يتم إعادة استثمار عائداته بقصد كسب معدل عائد أكبر من كلفة الفائدة، (Abubakar, 2015: 762-763).

6. **عمر المؤسسة المالية:** هناك فكرة مفادها أنَّه مع نضوج أي شركة يتحقق معها اكتساب خبرة كبيرة في قطّاعها التي تزيد من احتمالية تحقيق الاستدامة المالية، لذا نجد من السهل على مثل تلك الشركات التي تمتلك الخبرة الكافية من إدارة موجوداتها بالطريقة التي تُحقق أكبر منفعة لها بموجب الخبرة التي تمتلكها في إدارة عملياتها الخاصة والخطر الذي تتعرض له (Yenesew, 2014: 30).

ب. **المُحددات الخارجية (الكلية) المؤثرة في أداء الشركات:** يُعدُّ استقرار سياسة الاقتصاد الكلي، والنتائج المحلي الإجمالي، والتضخم، وسعر الفائدة، وسعر النفط، وعدم الاستقرار السياسي وما إلى ذلك من عوامل خارجية من المتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى التي تؤثر في أداء المؤسسات أو

- الشركات (Ongore & Kusa, 2013: 241)، وفيما يلي عرضاً مفصلاً لكل مؤثر من المؤثرات الخارجية التي تؤثر في أداء شركات الاستثمار المالي، وكما يأتي:
1. **التضخم:** يُعدُّ تأثير التضخم في أداء الشركات مسألة مهمة ومعقدة، وتعود تلك الأهمية؛ إلى أنَّ التضخم هو الشغل الشاغل للمستثمرين والمساهمين والمقرضين وكذلك المديرين في تخطيط برامجهم من أجل زيادة كفاءة وفاعلية عملياتهم، كما أنه يُغيّر من عمل نظام الأسعار ويؤدي إلى عدم الكفاءة في تخصيص الموارد، ومن بين أهم كلف التضخم من حيث تأثيره في أداء الشركات هي حالة عدم التأكد بشأن معدلات التضخم المستقبلية (Umar et al., 2014: 55).
  2. **الناتج المحلي الإجمالي:** يقيس الناتج المحلي الإجمالي القيمة الإجمالية للسلع والخدمات التي ينتجها بلد ما، وهو مصطلح يسود في قائمة مفاهيم الاقتصاد الكلي كونه المعيار الأكثر شمولاً، لذا يُعدُّ الناتج المحلي الإجمالي جزءاً من الحسابات القومية، وهي مجموعة متكاملة من الإحصاءات التي تمكّن صانعي السياسات من تحديد ما إذا كان الاقتصاد في حالة انكماش أو توسع (Al-Bakr & Al-Salman, 2016: 4).
  3. **رأس المال الفكري:** يهيمن اقتصاد المعرفة على القرن الحادي والعشرين بشكل أكبر، وتتحول معه العديد من الشركات من استعمال رأس المال المادي واحتضان رأس المال الفكري، إذ تحاول المزيد والمزيد من الشركات إيجاد طرائق أفضل لاستعمال مواردها بكفاءة من أجل الحفاظ على بيئة الأعمال الديناميكية، كما لا يخفى أنَّ الشركة التي تواصل الاستثمار في المهارات والتكنولوجيا الجديدة ستستمر في النجاح (Latif et al., 2012: 405).
  4. **الضرائب:** هي وسيلة لزيادة الإيرادات من أجل إدارة النشاطات الحكومية اليومية، وتشمل النشاطات الحكومية تلك توليد الأموال واستعمالها لتوفير الأمن والخدمات الاجتماعية وخدمات البنية التحتية وما إلى ذلك من احتياجات مواطني الدولة، بناءً على ذلك تجدر الإشارة إلى أنَّ الهدف من الضرائب يتمشى مع وظائف الحكومة (Nmesirionye et al., 2019: 32).
  5. **المنافسة:** إنّ آثار المنافسة المتزايدة على المؤسسات مال زالت تشوبه حالة الغموض، فمن هذا نجد أنَّ البيئة التنافسية قد تسهم في خفض كلف الإنتاج وخفض أسعار السلع والخدمات ممّا يعني وجود أثر عام للمنافسة في أداء أي شركة وبشكل إيجابي (Omuok, 2015: 17-18).
  6. **سعر النفط:** إنّ الأزمات والتقلبات الحادة في أسعار النفط كان لها الأثر المتبادل مع المؤسسات المالية، ويقصد بالعلاقة الأثر المتبادلة أنَّ المؤسسات المالية نفسها قد تكون مصدراً للتقلبات، وهذا ما حصل في أزمة عام 2008، لذا تُعدُّ التقلبات في أسعار النفط من المؤثرات الخارجية التي تؤثر في أداء المؤسسات المالية ومن ضمنها شركات الاستثمار المالي (Jarrett et al., 2019: 131).

### المبحث الثالث: الجانب العملي

تعكس مجموعة الأنموذجات القياسية لمؤشرات الأداء المالي أثر المتغيرات المُفسرة (المُستقلّة) المُعبّر عنها بالعوامل الاثنا عشر الداخلية والخارجية والتي تضمّ (الناتج المحلي الإجمالي، سعر الصرف، التضخم، سعر الفائدة، الاستثمار الأجنبي، سعر النفط، ملموسية الموجودات، حجم المؤسسة المالية، رأس المال العامل، صافي رأس المال العامل، الهيكل المالي فضلاً عن هيكل رأس المال) في نسبتين مالييتين لقياس الأداء المالي لشركات الاستثمار المالي المُدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والمُعبّر عنها بـ (القيمة السوقية والقيمة السوقية المُضافة)، وباستخدام تقنية من العام إلى الخاص المُقترحة من قبل Hendry عام 1995

وإسقاط المتغيرات المُفسّرة غير المعنوية وذلك عبر استخدام ما يعرف بـ (Step Wise) واختيار الأنموذج الأكثر معنوية ودقة من بين الأشكال المتعددة من النماذج الخطية واللوغاريتمية لتقدير أثر المتغيرات المُفسّرة في المؤشر التجميعي لكل من النسب المالية المُختارة وذلك وفق أنموذج الانحدار التجميعي وأنموذج الأثر الثابت وباعتماد اختبار Chow-Test لعام 1960 بهدف التحقق من أفضلية الاختيار بين الأنموذجين، لذا تم تحديد عدد المُشاهدات لهذا القطاع بـ 72 مُشاهدة، وتُشير نتائج الدراسة إلى نجاح الأنموذجين المُختبرين. من هنا لا بد من الإشارة إلى أن مؤشر القيمة السوقية يُعبّر عن المصطلح المُستعمل لوصف قيمة الموجودات أو الشركة في السوق المالية وفقاً للمشاركين في السوق، وتُستعمل عادةً للإشارة إلى قيمة الشركة في السوق، والتي يتم حسابها وفق الصيغة الرياضية الآتية:

**القيمة السوقية = عدد الأسهم المتداولة X سعر السهم في السوق الحالي (سعر الاغلاق)**

فيما تُمثّل القيمة السوقية المُضافة عملية حسابية توضّح الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال الذي يُسهم به جميع المستثمرين، سواء حملة السندات أو المساهمين، بمعنى آخر إنّها القيمة السوقية للديون وحقوق الملكية مطروحاً منها جميع مطالبات رأس المال المحتفظ به، وتُحسب وفق الصيغة الآتية:

**القيمة السوقية المُضافة = القيمة السوقية - حقوق الملكية**

وفيما يأتي بيان مُفصّل لذلك وفقاً لكل أنموذج من الأنموذج المُختارة، وكما في الفقرات الآتية:

1. بناءً على ما تقدم من معطيات، وباعتماد نتائج اختبار Chow-Test, 1960 التي عُرضت في الجدول رقم (2) تُبيّن أفضلية وملاءمة أنموذج الأثر الثابت مقارنة بأنموذج الانحدار التجميعي في تحليل البيانات المُزدوجة للأنموذجين المُختبرين، وكما في الجدول الآتي:

الجدول (2): اختبار Chow-Test للأنموذجين المُختبرين

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
الأنموذج الأول: اختبار Chow-Test لأنموذج القيمة السوقية			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.264730	(5,63)	0.0001
Cross-section Chi-square	29.059002	5	0.0000
الأنموذج الثاني: اختبار Chow-Test لأنموذج القيمة السوقية المُضافة			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.255632	(5,63)	0.0001
Cross-section Chi-square	29.024268	5	0.0000

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

2. باعتماد اختبار Hausman للمفاضلة بين نتائج التقدير المستندة إلى أنموذج الأثر الثابت مع نتائج أنموذج الأثر العشوائي للأنموذجين المُختبرين، والمثبتة نتائجها في الجدول رقم (3) والتي تُبيّن

عدم اتساق النتائج المقدره وفقاً لمنهجية الأثر الثابت الأمر الذي يدفع باتجاه تبني منهجية الأثر العشوائي، وكما في الجدول الآتي:

الجدول (3): اختبار Hausman للأنموذجين المُختبرين

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
اختبار Hausman للأنموذج الأول (القيمة السوقية)			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.667519	3	0.6442
اختبار Hausman للأنموذج الثاني (القيمة السوقية المُضافة)			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	2.337779	3	0.5053

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.  
3. بناء على ما تقدّم من معطيات، وباعتماد منهجية الأثر العشوائي في تقدير أثر المُتغيّرات الاثنى عشر المُفسّرة في المؤشرين المُستخدمين لقياس أداء شركات الاستثمار المالي المُدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وللمدّة من 2009-2020، والمُدرج نتائجهُ في الجدول رقم (4) أدناه، وكما يأتي:

الجدول (4): أثر العوامل الداخلية والخارجية في أداء شركات الاستثمار المالي وفقاً للأنموذج الأثر العشوائي

Method: Panel Least Squares				
Sample: 2009 2020				
Periods included: 12				
Cross-sections included: 6				
Total panel (balanced) observations: 72				
نتائج تقدير الأنموذج الأول لأثر العوامل الداخلية والخارجية في (القيمة السوقية) وفقاً للأنموذج الأثر العشوائي				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
صافي رأس المال العامل	0.194414	0.082246	2.363801	0.0210
الهيكل المال	0.244904	0.078056	3.137555	0.0025
رأس المال العامل	-0.250436	0.081734	-3.064024	0.0031
C	1.050109	5.170108	2.039539	0.0453
Weighted Statistics				
R-squared	0.138559	F-statistic	3.645840	
Adjusted R-squared	0.100554	Prob(F-statistic)	0.016822	
Durbin-Watson stat	1.058812			

نتائج تقدير النموذج الثاني لأثر العوامل الداخلية والخارجية في (القيمة السوقية المضافة) وفقاً لنموذج الأثر العشوائي				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
رأس المال العامل	0.235899	0.081600	2.890909	0.0052
الهيكل المالي	-0.241902	0.077963	-3.102773	0.0028
صافي رأس المال العامل	-0.291022	0.082099	-3.544757	0.0007
C	1.030109	5.030208	2.042742	0.0450
Weighted Statistics				
R-squared	0.194918	F-statistic	5.487818	
Adjusted R-squared	0.159400	Prob(F-statistic)	0.001950	
Durbin-Watson stat	1.052693			

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم (4) أعلاه، يتبين ما يأتي:

1. إنَّ نتائج التقدير معنوية التأثير كانت لكل من متغير رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل فضلاً عن متغير الهيكل المالي في القيمة السوقية لقطاع الاستثمار المالي. إنَّ أبرز ما أظهرته نتائج التقدير فضلاً عن معنوية النموذج الاقتصادي التي أثبتتها قيمة اختبار (F-statistic) Prob، هي معنوية المتغيرات المُفسّرة الداخلة في أنموذج القيمة السوقية لقطاع الاستثمار المالي مع اختلاف قيم واتجاه معنوياتها، بحسب ما تم استنتاجه عبر قيم Prob التي جاءت أقل من 0.05 لتلك المتغيرات. كما تُعدُّ المتغيرات المتمثلة بمتغير رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل فضلاً عن متغير الهيكل المالي هي المتغيرات الأكثر تأثيراً في القيمة السوقية لقطاع الاستثمار المالي، فقد فسّر التغير في هذه المتغيرات ما مقداره 10.0554% من التغيرات الحاصلة في أنموذج القيمة السوقية المضافة لقطاع الاستثمار المالي. ذات المتغيرات مع القيمة السوقية المضافة كانت حاضرة مع أنموذج القيمة السوقية ولكن باختلاف الإشارات فحسب الذي أظهر أنَّ قيمة رأس المال العامل بدأت بتأثيرها السلبي في أسعار الأسهم لثقلها المُبالغ فيه خلال مدة الدراسة وأنها تتعد بشكل كبير عن المؤثرات الخارجية الكلية وهو أنموذج يؤيد ما جاء مع صافي رأس المال العامل في أنموذج القيمة السوقية المضافة.

2. تُعدُّ المتغيرات المتمثلة بمتغير رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل فضلاً عن متغير الهيكل المالي هي المتغيرات الأكثر تأثيراً في القيمة السوقية المضافة لقطاع الاستثمار المالي، فقد فسّر التغير في هذه المتغيرات ما مقداره 15.940% من التغيرات الحاصلة في أنموذج القيمة السوقية المضافة لقطاع الاستثمار المالي، من هنا يُمكن ملاحظة عدم تباين أنموذج القيمة السوقية المضافة كثيراً عن أنموذج القيمة السوقية، إذ إنَّها جاءت متأثرة بكل من قيمة رأس المال العامل الذي جاء موجباً مع القيمة السوقية المضافة نظراً لاتباع المديرين سياسات متحفظة، إذ إنَّ حجم الاستثمار فيه كان كبيراً، وإنَّ الهيكل المالي وبالتحديد رأس المال الاسمي والمدفوع والاحتياطيات أسهمت برفع القيمة المضافة، ومن جهة أخرى فقد كانت قيمة صافي رأس المال العامل (مع أنموذج القيمة السوقية) موجبة وبشكل مُبالغ فيه ممَّا يعني بدء وجود أثر سلبي في القيمة السوقية المضافة وأنها بدأت تمارس ثقلاً واضحاً على هيكل الاستثمارات.

## المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

### أولاً. الاستنتاجات:

1. وجود أثر لثلاث متغيرات مُفسّرة من أصل اثنا عشر مُتغيّراً داخلياً وخارجياً على كل من مؤشر القيمة السوقية والقيمة السوقية المُضافة، إذ تركّز الأثر للمحددات الخارجية فقط وجاء ذلك مع كل من مُتغيّر رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل فضلاً عن مُتغيّر الهيكل المالي، وهو ما يعني أن العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية هي نفسها تلك التي تؤثر في العوامل التي تؤثر القيمة السوقية المُضافة بالرغم من وجود بعض الاختلافات في اتجاه علاقات الأثر بين المُتغيرات تلك.
2. يُعدُّ مُتغيّر القيمة السوقية المُضافة من أكثر المُتغيرات التابعة حساسية للتغيرات الطردية منها والعكسية التي تحدث في المُتغيرات الاثنا عشر المُفسّرة الداخلية منها والخارجية ولاسيما رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل فضلاً عن مُتغيّر الهيكل المالي، إذ بلغت قيمة مُعامل التحديد R2 فيه (19%) وهي أكبر قيمة مُسجّلة ضمن الأنموذجين المُختبرين، فيما يُمثّل مُتغيّر القيمة السوقية أقل المُتغيرات التابعة حساسية للتغيرات الطردية والعكسية للمُتغيرات المُفسّرة المُختبرة، إذ بلغت قيمة مُعامل التحديد فيها ما قيمته (13%) وهي أقل قيمة من بين قيم مُعامل التحديد للأنموذجين.
3. إن مُتغيّر صافي رأس المال العامل جاء كأضعف مُتغيّر وبالعلاقة طردية مع القيمة السوقية تارة، وكأقوى مُتغيّر وبالعلاقة عكسية مع مُتغيّر القيمة السوقية المُضافة تارة أخرى، مما يُفسّر أهمية هذا المُتغيّر بوصفه أحد أهم المُتغيرات المُفسّرة ذات المُباشر على كل من القيمة السوقية والقيمة السوقية المُضافة لشركات الاستثمار المالي عيّنة الدراسة.
4. مؤشر القيمة السوقية المُضافة يُعدُّ أحد المؤشرات الأكثر أهمية، والذي يُمثّل الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال الذي يسهم به جميع المستثمرين، سواء حملة السندات أو المساهمين، بمعنى آخر إنها القيمة السوقية للديون وحقوق الملكية مطروحاً منها جميع مطالبات رأس المال المحتفظ به، ومن نتائج الدراسة نجد أنّ مؤشر القيمة السوقية المُضافة كان من أقوى الأنموذجيات المُختبرة؛ إذ بلغت قيمة F فيه (5.49) وذلك عبر تأثير كل من مُتغيّر رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل فضلاً عن مُتغيّر الهيكل المالي فيه.

### ثانياً. التوصيات:

1. إعطاء أهمية كبرى لكل من مُتغيّر رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل فضلاً عن مُتغيّر الهيكل المالي بوصفهم المُتغيرات ذات التأثير في أداء شركات الاستثمار المالي سواءً كان بشكل طردي أو عكسي وعلى المستويين الكلي والجزئي، وهذا ما أظهرته نتائج الدراسة وتكرارات كل مُتغيّر من المُتغيرات المُختبرة، والعمل على تعميم تلك التجربة لتحقيق الأداء الأفضل لتلك الشركات في ضوء العوامل الأكثر تأثيراً.
2. ضرورة تعزيز الأداء المالي لشركات الاستثمار المالي كافة المدرجة منها وغير المدرجة، وذلك عبر دراسة أكبر قدر من مُحددات أداء تلك الشركات للوقوف عليها وتحليلها، فضلاً عن العمل على تعزيز نقاط القوة فيها وتجنب نقاط الضعف بالشكل الذي يُحقق الأداء المالي الأفضل، ويتم ذلك عبر الاستعمال الأمثل للموارد والامكانيات المُتاحة، هذا من جانب ومن جانب آخر تحليل ودراسة السوق المالية التي تعمل بها تلك الشركات للوصول إلى الفرص المُتاحة والحصول عليها وتجنّب التهديدات والعقبات. كما من الواجب إيضاح مفهوم الأداء المالي وطرائق قياسه للإدارات العليا

لتلك الشركات على وجه العموم وللإدارة المالية فيها على وجه الخصوص، إذ لم تُعدّ مسألة إدارة الخطر وتحقيق الأرباح كافية لحماية شركات الاستثمار المالي من الخسائر مُحتملة الوقوع، إنَّما من الضروري دراسة العوامل التي من الممكن أن تؤثر (سواء في الوقت الحالي أو مُستقبلاً) على أداء تلك الشركات وعلى المستويين الكلي والجزئي.

3. القيام بتنوع الاعتماد على المؤشرات والنسب الماليّة بما يتلاءم وطبيعة عينة الدراسة ممّا يحقق دقة أكبر لنتائج أي دراسة، ومن تلك النسب المُقترحة معدّل دوران الموجودات المتداولة ونسبة الديون إلى إجمالي الموجودات ونسبة مُكرر الربحية ونسبة هامش الربح فضلاً عن مؤشر القيمة الاقتصادية المُضافة، وما إلى ذلك من المؤشرات والنسب الماليّة التي من الممكن استعمالها بوصفها أدوات ووسائل لقياس وتحليل الأداء لشركات الاستثمار المالي. فضلاً عن ادخال واستبدال عدد من العوامل التي من الممكن ان تؤثر في أداء المؤسسات المالية، كمعدّل الفائدة والضريبة وعمر الشركة وكفاية رأس المال، وما إلى ذلك من عوامل.

#### المصادر

##### أولاً. المصادر العربية:

1. جاسم، رسل جعفر وامين، خالص نافع، (2020)، ترخيص شركات الاستثمار المالي من قبل البنك المركزي، مجلة العلوم القانونية/ كلية القانون/ جامعة بغداد- العدد الخاص بالترسيبين وطلبة الدراسات العليا، المجلد (1)، ص 213-249.

##### ثانياً. المصادر الأجنبية:

1. Abubakar, A., (2015), Relationship between financial leverage and financial performance of deposit money banks in Nigeria. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3 (10), PP 759-778.
2. Agyei, S. K., & Yeboah, B., (2011), Working capital management and profitability of banks in Ghana. *British Journal of Economics*, 2 (2). PP 1-12.
3. Al-Bakr, A. B., & Al-Salman, M. A., (2016), A descriptive study the concept of gross domestic product. *WP/16/3*. PP 1-38.
4. Ameen. K. N., (2012), The specialization of financial investment company in Iraqi legislation. *journal of legal sciences*, 27(1). PP 125-159.
5. Betasha, F. C., (2019), Financial investment: (Bonds, Stocks & Shares), Chawaza Foundation Worldwide. PP 1-4.
6. Chandra, N. A. C., Mahadwartha, P. A., & Murhadi, W. R., (2015), Pengaruh corporate social responsibility bidang lingkungan dan good corporate governance terhadap kinerja perusahaan. *Seminar Nasional & Call for Paper, Forum Manajemen Indonesia (FMI)*. PP 1-13.
7. Gökçehan Demirhan, H., & Anwar, W., (2014), Factors affecting the financial performance of the firms during the financial crisis: evidence from Turkey. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 5(2), PP 69.
8. Herlambang, A., Murhadi, W. R., & Andriani, T., (2020), Factors Affecting the Financial Performance of Companies Based on Agency Theory. *Atlantis Press*. In 17th International Symposium on Management. Vol. 115. PP 110-114.

9. Homan, H. S., (2017), Financial performance and SWOT analysis to increase profitability in regional owned enterprise (BUMD) Bekasi city, Indonesia. *International Journal of Business, Economics and Law*. 13(1). PP 1-13.
10. Ibrahim, M. A., (2020), Legal Aspects of Financial Investment Companies in Iraq Between Ambition and Reality: A Comparative Study (American, French, English, Egyptian, Iraqi). *Journal of Almaarif University College*, 31(2). PP 409-436.
11. Jarrett, U., Mohaddes, K., & Mohtadi, H., (2019), Oil price volatility, financial institutions and economic growth. *Energy Policy*, 126, PP 131-144.
12. Kakani, R. K., Saha, B., & Reddy, V. N., (2001), Determinants of financial performance of Indian corporate sector in the post-liberalization era: an exploratory study. *National Stock Exchange of India Limited, NSE Research Initiative Paper*, (5).
13. Latif, M., Malik, M. S., & Aslam, S., (2012), Intellectual capital efficiency and corporate performance in developing countries: A comparison between Islamic and conventional banks of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(1), PP 405-420.
14. Myšková, R., & Hájek, P., (2017), Comprehensive assessment of firm financial performance using financial ratios and linguistic analysis of annual reports. *Journal of International Studies*, 10(4), PP 96-108.
15. Nmesirionye, J. A., Jones, E., & Onuche, E. V. S., (2019), Impact of indirect taxes on economic performance of Nigeria (1994-2017). *European Journal of Accounting, Finance and Investment*, 5(4), PP 32-39.
16. Omuok, G. O., (2015), The Effect of Competition on Financial Performance of Deposit Taking Micro Finance Institutions in Kenya. The degree of master of science in finance, University of Nairobi.
17. Ongore, V. O., & Kusa, G. B., (2013), Determinants of financial performance of commercial banks in Kenya. *International journal of economics and financial issues*, 3(1), PP 237-252.
18. Ramachandran, R., Kandhakumar P. & Kannadas, P., (2019), A study on financial performance analysis of Alangulam primary agriculture co-operative credit society, Alan Gulam, Tirunelveli district. *Journal of Interdisciplinary Cycle Research*. NO: 0022-1945. PP 595-604.
19. Sangmi, M. U. D., & Nazir, T., (2010), Analyzing financial performance of commercial banks in India: Application of CAMEL model. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 4(1), PP 40-55.
20. Syukur, M., & Fitri, F., (2016), The impact of acquisition on acquirer companies' financial performance. *E-Journal Business Management and Economics*, 4(8), PP 96-99.
21. Umar, M., Maijama' a, D., & Adamu, M., (2014), Conceptual exposition of the effect of inflation on bank performance. *Journal of World Economic Research*, 3(5), PP 55-59.
22. Velnampy, T., & Niresh, J. A., (2012), The relationship between capital structure and profitability. *Global journal of management and business research*, 12(13). PP 67-74.
23. Yenesew, A., (2014), Determinants of financial performance: a study on selected micro finance institutions in Ethiopia. Doctoral dissertation, Jimma\_University.

الملحق (١)															
بيانات التحليل المالي لشركات الاستثمار المالي															
ت	السنوات	اسم الشركة	النتائج المحققة الاجمالية	سعر الصرف	سعر التضخم الفئدة	سعر الاستثمار الاجنبي	سعر التوظف	ملوسية الموجودات	حجم المؤسسة المالية	رأس المال العامل	رأس المال العملي	صافي رأس المال العامل	الهيكال المالي	هيكال رأس المال	القيمة السوقية المضافة
1	2009	الونيم	130,643,200	1,185	-4	14	61.76	12,094,609	1,799,639,180	1,787,544,571	1,617,672,964	3,429,406,753	3,259,535,146	3,625,000,000	1,995,232,427
2	2010	الونيم	162,064,566	1,185	3	13	79.04	11,674,498	1,815,798,739	1,804,124,241	1,629,365,996	3,456,839,233	3,282,080,988	2,925,000,000	1,283,959,506
3	2011	الونيم	217,327,107	1,217	6	13	104.01	9,100,125	2,362,187,597	2,353,087,472	2,223,053,867	4,594,341,589	4,464,307,984	3,200,000,000	967,846,008
4	2012	الونيم	254,225,491	1,222	4	13	105.01	6,525,752	2,404,299,047	2,397,773,295	2,261,300,998	4,672,125,797	4,535,653,500	3,140,000,000	872,173,250
5	2013	الونيم	273,587,529	1,222	3	12	104.08	4,031,122	2,384,883,765	2,380,852,643	2,180,213,729	4,569,128,616	4,368,489,702	3,000,000,000	815,755,149
6	2014	الونيم	266,332,655	1,206	2	12	96.24	2	2,455,162,067	2,455,162,067	1,829,247,628	4,284,409,697	3,658,495,260	2,380,000,000	550,752,370
7	2015	الونيم	194,680,972	1,216	2	11	50.75	2	2,495,813,702	2,495,813,702	1,784,688,924	4,281,102,628	3,569,977,852	1,780,000,000	-4,988,926
8	2016	الونيم	196,924,142	1,303	-1	12	42.81	12,310,002	2,494,063,767	2,481,753,766	1,770,628,990	4,277,002,760	3,565,877,984	1,780,000,000	-2,938,992
9	2017	الونيم	221,665,710	1,251	1	11	52.81	4,861,855	2,529,253,783	2,524,391,929	1,808,012,929	4,342,128,568	3,625,749,568	1,780,000,000	-32,874,784
10	2018	الونيم	268,918,874	1,195	0	11	68.35	1,137,781	2,629,312,839	2,628,175,059	1,835,891,524	4,466,342,145	3,674,058,610	1,760,000,000	-77,029,305
11	2019	الونيم	276,157,868	1,202	0	12	61.41	2	18,684,168,752	18,684,168,752	17,890,456,828	4,574,625,582	3,780,913,660	1,300,000,000	-590,456,830
12	2020	الونيم	219,768,798	1,351	3	12	41.26	2	2,805,109,122	2,803,778,624	1,992,125,221	4,795,903,849	3,984,250,446	1,300,000,000	-692,125,223
13	2009	الزوراء	130,643,200	1,185	-4	14	61.76	2,660,994	1,235,168,670	1,232,507,676	1,126,530,023	2,364,359,687	2,258,382,034	900,000,000	-229,191,017
14	2010	الزوراء	162,064,566	1,185	3	13	79.04	2,335,895	1,285,569,786	1,283,233,890	1,176,153,599	2,464,059,279	2,356,978,988	1,100,000,000	-78,489,494
15	2011	الزوراء	217,327,107	1,217	6	13	104.01	4,408,914	1,378,409,330	1,374,000,416	1,263,513,823	2,646,332,067	2,535,845,474	1,150,000,000	-117,922,737
16	2012	الزوراء	254,225,491	1,222	4	13	105.01	4,590,652	1,389,781,952	1,385,191,309	1,270,595,681	2,664,968,285	2,550,372,666	1,484,000,000	208,813,667
17	2013	الزوراء	273,587,529	1,222	3	12	104.08	5,629,467	1,398,089,534	1,392,460,067	1,297,824,067	2,701,543,068	2,606,907,068	1,150,000,000	-153,453,534
18	2014	الزوراء	266,332,655	1,206	2	12	96.24	5,826,631	1,432,985,152	1,427,158,522	1,307,262,578	2,746,074,362	2,626,178,418	8,050,000,000	6,736,910,791
19	2015	الزوراء	194,680,972	1,216	2	11	50.75	1,166,647	1,339,580,474	1,338,413,828	1,231,723,073	2,572,506,195	2,465,815,440	5,980,000,000	4,747,092,280
20	2016	الزوراء	196,924,142	1,303	-1	12	42.81	52,806	1,267,695,719	1,267,642,913	1,183,643,151	2,322,598,424	2,238,598,662	4,600,000,000	3,545,097,295
21	2017	الزوراء	221,665,710	1,251	1	11	52.81	39,605	1,233,012,983	1,232,973,378	1,148,973,616	2,347,313,468	2,263,313,706	4,600,000,000	3,485,689,515
22	2018	الزوراء	268,918,874	1,195	0	11	68.35	26,404	1,203,995,226	1,203,968,822	1,119,969,060	2,260,290,197	2,176,290,435	4,140,000,000	3,083,705,029
23	2019	الزوراء	276,157,868	1,202	0	12	61.41	13,203	1,146,216,245	1,146,216,245	1,062,203,280	2,086,953,254	2,002,953,492	3,790,000,000	2,849,262,991
24	2020	الزوراء	219,768,798	1,351	3	12	41.26	12,615	1,130,987,883	1,130,973,366	1,046,973,604	2,188,432,723	2,104,432,954	3,790,000,000	-673,216,477
25	2009	الخبر	130,643,200	1,185	-4	14	61.76	24,006,980	8,040,578,270	8,016,571,290	7,908,593,214	15,973,178,464	15,865,200,388	7,000,000,000	-932,600,194
26	2010	الخبر	162,064,566	1,185	3	13	79.04	18,414,756	7,882,075,494	7,863,660,732	7,672,614,239	15,573,104,483	15,382,057,990	2,730,000,000	-4,961,028,995
27	2011	الخبر	217,327,107	1,217	6	13	104.01	129,069,057	7,836,675,148	7,707,606,091	7,324,131,433	15,289,875,638	14,906,400,980	3,920,000,000	-3,533,200,490
28	2012	الخبر	254,225,491	1,222	4	13	105.01	110,071,859	7,353,580,017	7,243,508,158	6,967,042,952	14,430,694,828	14,154,229,622	2,240,000,000	-4,837,114,811
29	2013	الخبر	273,587,529	1,222	3	12	104.08	94,045,794	8,281,201,646	8,201,201,646	6,641,969,026	13,557,216,466	13,472,029,640	2,940,000,000	-3,796,014,820
30	2014	الخبر	266,332,655	1,206	2	12	96.24	80,010,505	6,692,578,687	6,612,568,182	6,527,994,640	13,300,583,832	13,216,010,290	2,730,000,000	-3,878,005,145
31	2015	الخبر	194,680,972	1,216	2	11	50.75	67,523,269	6,596,205,428	6,528,682,159	6,444,254,117	13,107,982,814	13,023,554,772	2,730,000,000	-3,781,777,386
32	2016	الخبر	196,924,142	1,303	-1	12	42.81	55,728,695	4,244,714,289	4,188,985,594	4,104,299,962	8,404,742,946	8,320,057,314	1,400,000,000	-2,760,028,657
33	2017	الخبر	221,665,710	1,251	1	11	52.81	43,834,997	3,811,103,960	3,767,268,963	3,453,910,925	7,308,849,882	6,995,491,844	1,540,000,000	-1,957,745,922
34	2018	الخبر	268,918,874	1,195	0	11	68.35	31,941,906	3,519,837,984	3,487,896,078	3,128,264,059	6,680,043,949	6,320,411,930	1,540,000,000	-1,620,205,965
35	2019	الخبر	276,157,868	1,202	0	12	61.41	19,950,200	2,279,735,970	2,259,785,771	2,028,304,768	4,327,990,938	4,096,509,936	1,540,000,000	-508,254,968
36	2020	الخبر	219,768,798	1,351	3	12	41.26	41,849,656	2,383,156,839	2,341,307,184	2,103,068,738	4,528,075,233	4,289,836,788	1,540,000,000	-1,630,736,576
37	2009	الاسين	130,643,200	1,185	-4	14	61.76	251,687	859,762,548	859,510,862	859,510,862	1,403,524,531	1,214,125,245	713,000,000	169,238,018
38	2010	الاسين	162,064,566	1,185	3	13	79.04	1	852,859,636	852,859,636	852,859,636	1,332,492,673	1,109,043,799	675,000,000	195,366,962
39	2011	الاسين	217,327,107	1,217	6	13	104.01	1	841,051,030	841,051,030	841,051,030	1,542,726,478	1,442,107,414	495,000,000	-206,675,448
40	2012	الاسين	254,225,491	1,222	4	13	105.01	1	826,102,381	826,102,381	826,102,381	1,385,484,456	1,228,667,356	495,000,000	-64,382,076
41	2013	الاسين	273,587,529	1,222	3	12	104.08	1	845,285,665	845,285,665	845,285,665	1,018,027,776	840,203,315	1,140,000,000	962,175,539
42	2014	الاسين	266,332,655	1,206	2	12	96.24	5,082,350	1,532,925,091	1,527,842,741	794,800,918	2,265,966,914	1,532,925,091	2,000,000,000	1,266,958,177
43	2015	الاسين	194,680,972	1,216	2	11	50.75	5,111,762	1,305,755,425	1,300,643,663	884,604,783	1,367,334,717	951,295,837	1,600,000,000	1,310,840,666
44	2016	الاسين	196,924,142	1,303	-1	12	42.81	3,516,174	1,252,282,761	1,248,766,587	532,956,901	1,445,746,468	729,936,781	1,650,000,000	1,508,413,370
45	2017	الاسين	221,665,710	1,251	1	11	52.81	2,665,586	1,184,878,743	1,182,213,158	917,273,727	1,689,303,985	1,424,364,554	1,725,000,000	1,287,128,188

الملحق (١)														
بيانات التخليط المالي لشركات الاستثمار المالي														
ت	المنوات	اسم الشركة	الناتج المحلي الإجمالي	سعر الصرف	سعر التضخم	سعر الفائدة	الاستثمار الأجنبي	سعر النفط	ملووسية الموجودات	حجم المؤسسة المالية	رأس المال الفعّل	صافي رأس المال الفعّل	الهيكل المالي	رأس المال
ت	المنوات	اسم الشركة	الناتج المحلي الإجمالي	سعر الصرف	سعر التضخم	سعر الفائدة	الاستثمار الأجنبي	سعر النفط	ملووسية الموجودات	حجم المؤسسة المالية	رأس المال الفعّل	صافي رأس المال الفعّل	الهيكل المالي	رأس المال
46	2018	الاحن	268,918,874	1,195	0	11	18,766,000,000	68.35	920,998	1,183,134,155	1,182,213,158	833,009,620	1,315,881,720	966,678,182
47	2019	الاحن	276,157,868	1,202	0	12	-13,857,000,000	61.41	15	1,131,565,840	1,131,565,825	826,642,260	1,249,736,718	944,813,153
48	2020	الاحن	219,768,798	1,351	3	12	23,239,000,000	41.26	15	1,255,380,147	1,255,363,466	829,383,459	2,084,746,955	1,658,766,948
49	2009	بين النهريين	130,643,200	1,185	-4	14	18,361,000,000	61.76	250,010	1,305,771,591	1,305,521,581	974,809,410	2,280,831,011	1,950,118,840
50	2010	بين النهريين	162,064,566	1,185	3	13	54,569,000,000	79.04	250,010	1,227,115,594	1,226,865,584	893,575,738	2,120,941,342	1,787,651,496
51	2011	بين النهريين	217,327,107	1,217	6	13	127,651,000,000	104.01	250,010	2,330,452,738	2,330,202,728	910,482,850	3,241,185,598	1,821,465,720
52	2012	بين النهريين	254,225,491	1,222	4	13	-2,037,000,000	105.01	350,000	29,520,768,313	29,520,418,301	1,235,256,305	30,756,374,606	2,471,212,610
53	2013	بين النهريين	273,587,529	1,222	3	12	980,153,000,000	104.08	4,498,992	30,743,639,971	30,739,140,979	30,739,140,979	31,858,271,310	2,250,762,678
54	2014	بين النهريين	266,332,655	1,206	2	12	30,064,000,000	96.24	3,461,744	31,612,435,841	31,608,974,087	1,039,650,008	32,635,057,583	2,065,605,736
55	2015	بين النهريين	194,680,972	1,216	2	11	-40,301,000,000	50.75	37,908,544	29,807,878,591	29,769,970,047	1,010,394,324	30,856,181,459	2,096,605,736
56	2016	بين النهريين	196,924,142	1,303	-1	12	15,708,000,000	42.81	27,895,304	28,400,860,959	28,372,965,655	831,420,002	29,260,176,265	1,718,630,612
57	2017	بين النهريين	221,665,710	1,251	1	11	-5,089,000,000	52.81	17,882,064	26,935,814,477	26,917,932,414	665,627,490	27,619,324,032	1,367,019,108
58	2018	بين النهريين	268,918,874	1,195	0	11	18,766,000,000	68.35	8,083,824	1,118,724,141	1,110,640,318	586,557,451	1,713,365,417	1,189,282,550
59	2019	بين النهريين	276,157,868	1,202	0	12	-13,857,000,000	61.41	44	1,025,567,603	1,025,567,559	498,162,178	1,523,729,825	996,324,444
60	2020	بين النهريين	219,768,798	1,351	3	12	23,239,000,000	41.26	44	975,184,383	975,183,163	463,510,082	1,438,693,334	927,020,252
61	2009	البنك	130,643,200	1,185	-4	14	18,361,000,000	61.76	51,800	1,563,522,195	1,563,456,232	1,043,605,060	2,607,164,892	2,087,313,720
62	2010	البنك	162,064,566	1,185	3	13	54,569,000,000	79.04	733,682,661	1,580,678,591	1,580,678,591	846,995,930	3,040,687,567	2,920,017,952
63	2011	البنك	217,327,107	1,217	6	13	127,651,000,000	104.01	820,582,411	1,593,293,439	1,593,293,439	650,045,023	3,063,920,873	2,941,254,868
64	2012	البنك	254,225,491	1,222	4	13	-2,037,000,000	105.01	980,066,161	1,634,329,348	1,634,329,348	654,263,187	3,139,181,585	3,009,704,474
65	2013	البنك	273,587,529	1,222	3	12	980,153,000,000	104.08	977,057,561	1,586,278,606	1,586,278,606	609,221,045	3,033,477,484	2,894,397,756
66	2014	البنك	266,332,655	1,206	2	12	30,064,000,000	96.24	969,836,900	1,436,338,850	1,436,338,850	446,841,683	2,822,080,409	2,802,420,142
67	2015	البنك	194,680,972	1,216	2	11	-40,301,000,000	50.75	962,616,239	1,390,854,189	1,390,854,189	428,237,950	2,685,717,926	2,666,103,409
68	2016	البنك	196,924,142	1,303	-1	12	15,708,000,000	42.81	962,616,239	1,313,507,898	1,313,507,898	350,891,659	2,447,419,053	2,424,674,536
69	2017	البنك	221,665,710	1,251	1	11	-5,089,000,000	52.81	962,616,239	1,274,871,041	1,274,871,041	288,776,436	2,330,040,784	2,306,562,418
70	2018	البنك	268,918,874	1,195	0	11	18,766,000,000	68.35	1,219,699,875	1,272,714,987	1,272,714,987	53,018,260	2,466,481,532	2,558,609,138
71	2019	البنك	276,157,868	1,202	0	12	-13,857,000,000	61.41	1,299,881,490	1,230,065,226	1,230,065,226	65,568,540	2,400,451,381	2,535,832,093
72	2020	البنك	219,768,798	1,351	3	12	23,239,000,000	41.26	1,380,063,104	1,187,415,464	1,187,415,464	14,008,787	2,334,421,231	2,513,055,048