



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
جامعة محمد خيضر - بسكرة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع

الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ودوره في تنشيط البورصات دراسة حالة بورصة عمان 1995-2020

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث (LMD) في العلوم الاقتصادية
التخصص: اقتصاد دولي

إشراف الأستاذ:

أ.د/ رابح خوني

إعداد الطالبة:

فاطمة الزهراء رايس

لجنة المناقشة:

الصفة	مؤسسة الانتماء	الرتبة العلمية	أعضاء اللجنة
رئيسا	جامعة محمد خيضر بسكرة	أستاذ التعليم العالي	حياة بن سماعيل
مشرفا	جامعة محمد خيضر بسكرة	أستاذ التعليم العالي	رابح خوني
ممتحنا	جامعة محمد خيضر بسكرة	أستاذ محاضر أ	إبتسام ساعد
ممتحنا	جامعة محمد خيضر بسكرة	أستاذ محاضر أ	فطوم حوجو
ممتحنا	جامعة الحاج لخضر باتنة 1	أستاذ التعليم العالي	سامي مباركي
ممتحنا	جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي	أستاذ التعليم العالي	عثماني أحسين

السنة الجامعية: 2023/2022



شكر و عرفان

الحمد لله على الدوام و الحمد لله على التمام و الحمد لله في البدء و الختام بعد الحمد وبعد الشكر لله ، اتقدم بجزيل شكري و خالص تقديري الى كل من ساعدني على انجاز هذه الاطروحة وخاصة :

استاذي و قدوتي و المشرف على هذه الاطروحة الاستاذ الدكتور "خوني رابع" على ما قدمه من ملاحظات وتشجيعات والحث على الاستمرار، فله مني اسمى عبارات الشكر والتقدير والاحترام،

كما أتقدم الى الأستاذ الفاضل " بوعبد الله علي " و " جرفي زكريا " اللذان مدا لي يد العون والمساعدة فالف شكر

دون ان انسى اختي وصديقتي على نصائحهم القيمة وتقديمهم يد المساعدة.

و اوجه شكري الى السادة الاساتذة اعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة هذا العمل المتواضع وتقييمه

والى كل من لم يتسع لي المجال لذكره وساهم من قريب او من بعيد في انجاز هذا العمل ولو بكلمة طيبة مشجعة او ابتسامة صادقة.

إلى كل هؤلاء اقول : شكرا

اهداء:

إلى والديّ

أول اسباب نجاحي و أجمل نعم الله عليّ ، شكرا لأنكما كنتما معي للوصول الى طموحاتي

أحبكما

إلى من هم سندي في الحياة أختوي الأعزاء

إلى اختي الصغيرة ونور عيني ميسون

إلى روح جدتي الطاهرة رحمة الله عليها

إلى كل من أحببناهم باخلاص

إلى كل من عرفني و سوف يعرفني

اهدي هذا العمل

رايس فاطمة الزهراء

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد مدى مساهمة الاستثمارات الأجنبية في المحافظة المالية في تنشيط البورصات، كما تهدف أيضا لتوضيح العلاقة بين محددات الاستثمار الأجنبي في المحافظة المالية ونشاط بورصة عمان خلال الفترة (1995/2020)، حيث تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، بغرض وصف وتحليل مختلف جوانب الموضوع، والمنهج الكمي باستخدام برنامج Eviews12، وتمثلت أهم نتائج الدراسة بأن هناك علاقة طردية ومعنوية بين شراء المستثمرين الأجانب والقيمة السوقية في الأجلين القصير والطويل، وأظهرت الدراسة أيضا وجود تأثير سالب ومعنوي لبيع المستثمرين الأجانب على القيمة السوقية، كما اتضح أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين، وفي الأخير قدمت الدراسة مجموعة من الأفاق البحثية التي يمكن دراستها مستقبلا .

الكلمات المفتاحية : الاستثمار الأجنبي ، البورصات ، القيمة السوقية ، بورصة عمان ، نموذج ARDL .

ABSTRACT:

This study aims to determine the extent to which foreign investments in the financial portfolio contribute to the revitalization of the stock exchanges. It also aims to clarify the relationship between the determinants of foreign investment in the financial portfolio and the activity of the Amman Stock Exchange during the period (1995/2020), where the descriptive-analytical approach was used with the purpose of describing and analyzing various aspects of the subject, and the quantitative approach using the Eviews12 program. The most important results of the study were that there is a direct and significant relationship between the value of foreign investors' purchase and the market value in the short and long terms. The study also showed a negative and moral effect of selling foreign investors on the market value, as it turned out that there is a long-term equilibrium relationship between the two variables, and in the end the study presented a set of research horizons that can be studied in the future.

Keywords: foreign investment, stock exchanges, market value, Amman Stock Exchange, ARDL model.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وعرفان
	الإهداء
	الملخص
I	فهرس المحتويات
X	قائمة الجداول
XIII	قائمة الأشكال
XV	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
الفصل الأول: الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: موقع سوق الأوراق المالية ضمن أسواق التمويل
3	المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية
3	الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية
4	الفرع الثاني: هيكل ومكونات السوق المالي
8	المطلب الثاني: مدخل إلى البورصة
8	الفرع الأول: نبذة تاريخية عن نشأة البورصة
8	الفرع الثاني: تعريف البورصة
9	الفرع الثالث: أنواع البورصة
10	المطلب الثالث: ماهية سوق الأوراق المالية

فهرس المحتويات

10	الفرع الأول: مراحل نشأة سوق الأوراق المالية
10	الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية
11	الفرع الثالث: بنية سوق الأوراق المالية
13	الفرع الرابع: وظائف سوق الأوراق المالية
14	الفرع الخامس: دور سوق الأوراق المالية على أداء النشاط الاقتصادي
16	المطلب الرابع: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية
16	الفرع الأول: طالبوا رؤوس الأموال
16	الفرع الثاني: عارضوا رؤوس الأموال
16	الفرع الثالث: الوسطاء
16	المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية
16	المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)
17	الفرع الأول: تعريف الأسهم
17	الفرع الثاني: خصائص الأسهم
17	الفرع الثالث: أنواع الأسهم
19	الفرع الرابع: قيم الأسهم
21	المطلب الثاني: أدوات المديونية (السندات)
21	الفرع الأول: تعريف السندات
22	الفرع الثاني: خصائص السندات
22	الفرع الثالث: أنواع السندات
25	المطلب الثالث: المشتقات المالية
25	الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية

فهرس المحتويات

25	الفرع الثاني: خصائص المشتقات المالية
26	الفرع الثالث: أنواع المشتقات المالية
36	الفرع الرابع: المستثمرون في أسواق المشتقات المالية
36	الفرع الخامس: الأوراق المالية المهجنة
38	المبحث الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية وآليات التعامل فيها
39	المطلب الأول: عمليات سوق الأوراق المالية
39	الفرع الأول: العمليات العاجلة
39	الفرع الثاني: العمليات الآجلة
40	المطلب الثاني: قواعد التعامل في سوق الأوراق المالية
41	الفرع الأول: أوامر سوق الأوراق المالية
42	الفرع الثاني: التسعير في سوق الأوراق المالية
43	المطلب الثالث: شروط وآليات عمل سوق الأوراق المالية
44	الفرع الأول: شروط قيام سوق الأوراق المالية
44	الفرع الثاني: كيفية عمل سوق الأوراق المالية
44	الفرع الثالث: آلية عمل سوق الأوراق المالية
45	المبحث الرابع: التقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية
45	المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية
45	الفرع الأول: تعريف وخصائص ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
47	الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية
48	الفرع الثالث: صيغ و فرضيات السوق الكفاء
49	المطلب الثاني: مؤشرات قياس حالة السوق

فهرس المحتويات

49	الفرع الأول: تعريف المؤشرات واستخداماتها
50	الفرع الثاني: أسس بناء المؤشرات والعوامل المؤثرة فيها
52	الفرع الثالث: أنواع المؤشرات
53	الفرع الرابع: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية
55	المطلب الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية
55	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في الدول العربية
55	الفرع الثاني: أسباب و قصور آلية عمل البورصات العربية
56	الفرع الثالث: آفاق أسواق الأوراق المالية العربية
57	الفرع الرابع: تداعيات جائحة كورونا على أداء الأسواق المالية العربية
59	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: الإطار النظري للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية	
62	تمهيد
63	المبحث الأول: أساسيات حول الاستثمار
63	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار
63	الفرع الأول: تعريف الاستثمار
64	الفرع الثاني: المفاهيم القريبة من الاستثمار
65	المطلب الثاني: أهمية الاستثمار وتصنيفاته
65	الفرع الأول: أهمية الاستثمار
66	الفرع الثاني: تصنيفات الاستثمار
67	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على الاستثمار

فهرس المحتويات

67	الفرع الأول: الاستقرار الاقتصادي
67	الفرع الثاني: أسعار الفائدة
68	الفرع الثالث: الدخل القومي
69	المطلب الرابع: الاستثمار من وجهة نظر الإسلامية
69	الفرع الأول: تعريف الاستثمار في الشريعة الإسلامية
70	الفرع الثاني: الأدلة الشرعية للاستثمار
71	الفرع الثالث: أنواع الاستثمار من وجهة نظر الإسلامية
72	المبحث الثاني: عموميات حول الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
72	المطلب الأول: ماهية الاستثمار الأجنبي
72	الفرع الأول: مفهوم الاستثمار الأجنبي
73	الفرع الثاني: أنواع الاستثمار الأجنبي
75	المطلب الثاني: ماهية الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
75	الفرع الأول: تعريف الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
76	الفرع الثاني: أهمية الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
76	الفرع الثالث: أشكال الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
77	الفرع الرابع: أسباب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
78	المطلب الثالث: عوامل جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية وأهم قنواته
78	الفرع الأول: عوامل جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
81	الفرع الثاني: قنوات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
82	المطلب الرابع: إيجابيات و سلبيات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
82	الفرع الأول: إيجابيات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

فهرس المحتويات

83	الفرع الثاني: سلبات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
84	المبحث الثالث: نماذج قياس المحفظة الاستثمارية المثلى
84	المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية المثلى
84	الفرع الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية
85	الفرع الثاني: أهداف المحفظة الاستثمارية
85	الفرع الثالث: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى
86	المطلب الثاني: أنواع ومحددات المحفظة الاستثمارية
86	الفرع الأول: أنواع المحفظة الاستثمارية
87	الفرع الثاني: محددات المحفظة الاستثمارية
87	المطلب الثالث: سياسات ونماذج المحفظة الاستثمارية
87	الفرع الأول: سياسات المحفظة الاستثمارية
89	الفرع الثاني: مبدأ التنوع الاستثماري
91	الفرع الثالث: نماذج و نظريات المحفظة الاستثمارية
93	المطلب الرابع: محددات الاستثمار في المحفظة الاستثمارية
93	الفرع الأول: العائد
94	الفرع الثاني: المخاطرة
96	الفرع الثالث: العلاقة بين العائد والمخاطرة
98	المبحث الرابع: الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ودوره في تطور سوق الأوراق المالية وتأثيره على أداء الاقتصاد الوطني
98	المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ودوره في تطور سوق الأوراق المالية
98	المطلب الثاني: تأثير الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية على أداء الاقتصاد الوطني

فهرس المحتويات

99	المطلب الثالث: تحليل العلاقة بين الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية و نشاط أداء البورصات
101	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث: الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية كآلية لتنشيط بورصة عمان	
104	تمهيد
105	المبحث الأول: تقديم لمحة عن سوق عمان للأوراق المالية
105	المطلب الأول: تطور سوق عمان للأوراق المالية
105	الفرع الأول: نشأة ومراحل تطور سوق عمان للأوراق المالية
106	الفرع الثاني: أهداف سوق عمان للأوراق المالية
106	المطلب الثاني: مؤسسات و هيئات سوق عمان للأوراق المالية وشروط الادراج فيها
106	الفرع الأول: مؤسسات وهيئات سوق عمان للأوراق المالية
108	الفرع الثاني: شروط الادراج في بورصة عمان
108	المطلب الثالث: تقسيمات بورصة عمان وأهم الأدوات المتداولة فيها
109	الفرع الأول: تقسيمات بورصة عمان
109	الفرع الثاني: الأدوات المتداولة في بورصة عمان
111	المبحث الثاني: تحليل تطور مؤشرات أداء بورصة عمان ومؤشرات تداول الاستثمار الأجنبي في البورصة
111	المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان
113	المطلب الثاني: تحليل مؤشرات أداء بورصة عمان
113	الفرع الأول: المؤشر العام للسوق

فهرس المحتويات

115	الفرع الثاني: الشركات المدرجة
118	الفرع الثالث: القيمة السوقية
120	الفرع الرابع: حجم التداول
123	المطلب الثالث: تحليل مؤشرات تداول الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان
123	الفرع الأول: تحليل تطور صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان
126	الفرع الثاني: نسبة مساهمة غير الأردنيين (الأجانب) في بورصة عمان
128	المبحث الثالث: نمذجة واختبار علاقة التكامل المشترك بين الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ونشاط بورصة عمان باستخدام نموذج ARDL
128	المطلب الأول: تحديد النموذج ومنهجية الدراسة
128	الفرع الأول: عموميات حول نموذج ARDL
130	الفرع الثاني: تحديد نموذج الدراسة
130	الفرع الثالث: دراسة استقرارية متغيرات الدراسة (اختبار جذر الوحدة)
132	المطلب الثاني: مساهمة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في تنشيط بورصة عمان
132	الفرع الأول: الاختبارات القبلية
134	الفرع الثاني: اختبار معلمات النموذج في الأجلين القصير و الطويل
137	الفرع الثالث: اختبار جودة النموذج (تشخيص بواقي النموذج)
141	الفرع الرابع: اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج
142	المطلب الثالث: النظرة المستقبلية لبورصة عمان
144	خلاصة الفصل الثالث
146	خاتمة
151	قائمة المراجع

فهرس المحتويات

176	الملاحق
-----	---------

قائمة الجداول

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
01	نموذج يلخص الدراسات السابقة	ز
02	أوجه الاختلاف والتشابه بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة	20
03	أوجه الاختلاف بين السندات و الأسهم	24
04	تلخيص خيارات الشراء وخيارات البيع	31
05	العوامل المؤثرة للخيارات المالية	32
06	أهم الفروقات بين المشتقات المالية	35
07	الفرضيات الأساسية لكفاءة سوق الأوراق المالية	49
08	عدد من مؤشرات الأسهم العالمية والعربية	52
09	مقارنة بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة	65
10	تصنيفات الاستثمار	66
11	أوجه الاختلاف بين الاستثمار في الاقتصاد الوضعي و الاستثمار من وجهة نظر الاسلامية	71
12	الفروقات بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية	83
13	أوجه المقارنة بين المخاطر النظامية وغير النظامية	96
14	تقسيمات بورصة عمان	109
15	تطور المؤشر العام للسوق في بورصة عمان	113
16	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان	116
17	تطور القيمة السوقية في بورصة عمان	118
18	تطور حجم التداول في بورصة عمان	121
19	تطور صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان	123

قائمة الجداول

126	تطور نسبة مساهمة الأجانب في بورصة عمان	20
130	السلاسل الزمنية المشككة للنموذج القياسي	21
131	اختبار استقرارية السلاسل الزمنية (اختبار Phillips-Perron)	22
135	نتائج اختبار الحدود (Bounds Test)	23
140	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء	24
141	نتائج اختبار تجانس التباين	25

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
01	نموذج الدراسة	ط
02	دور سوق الأوراق المالية على أداء النشاط الاقتصادي	15
03	مخطط توضيحي لتصنيف الأسواق المالية	38
04	أشكال الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية	77
05	تلخيص السياسات المتبعة لإدارة المحافظ الاستثمارية	89
06	أنواع المخاطرة وحالة التنوع وعدم التنوع	95
07	علاقة العائد بالمخاطرة	97
08	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	110
09	تطور المؤشر العام للسوق في بورصة عمان	115
10	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان	117
11	تطور القيمة السوقية في بورصة عمان	120
12	تطور حجم التداول في بورصة عمان	122
13	تطور صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان	125
14	تطور نسبة مساهمة الأجانب في بورصة عمان	127
15	نتائج اختبار فترات الابطاء المثلى	134
16	القيم الحقيقية والمقدرة والبواقي (جودة النموذج)	138
17	التوزيع الطبيعي للبواقي	139
18	نتائج اختبار استقرارية النموذج	142

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

العنوان	رقم الملحق
مراحل و أوقات جلسات التداول للسوقين الأول و الثاني و سوق حقوق الاكتتاب و سوق السندات	01
مراحل و أوقات جلسات التداول لسوق الأوراق المالية غير المدرجة في بورصة عمان	02
الشروط العامة لتنفيذ الصفقات	03
عمولات التداول	04
الاحصائيات المستخدمة في الدراسة التطبيقية	05
نتائج تقدير معلمات الأجل القصير و معلمة تصحيح الخطأ	06
نتائج تقدير معلمات الأجل الطويل	07
بعض المؤشرات الاقتصادية في بورصة عمان خلال فترة الدراسة	08
بعض مؤشرات أداء بورصة عمان خلال فترة الدراسة	09
القروض المقدمة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي خلال فترة الدراسة	10

مقدمة

تعتبر الأسواق المالية جزءا من النظام المالي الذي يخدم المجتمع ككل ، نظرا للدور الحيوي الذي تقوم به من خلال الجمع بين الوحدات التي تحقق فوائض مالية والوحدات التي تعاني من عجوزات مالية ، والتي تحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية بغض النظر عن كونها أسواقا محلية أم أجنبية.

تعد البورصة بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد ، وعنصرا أساسيا في تقويم الشركات والمشاريع ، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بوضع الشركات والمشروعات، كما تعتبر هذه الأخيرة بمثابة المرآة الحقيقية التي تنعكس عليها الصورة الصادقة للاقتصاد.

من أبرز ملامح العولمة تحرير أسواق التمويل والتدفقات المالية في كثير من الدول بصورة سريعة، وقد تركزت هذه التدفقات على شكل استثمارات أجنبية، حيث أصبحت هذه الأخيرة من أهم مصادر التدفقات المعاصرة في مختلف دول العالم.

يعد الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية إحدى أهم ركائز تطور البورصات، مما جعله محور اهتمام الكثير من الباحثين والاقتصاديين، فقد شهد هذا النوع من الاستثمارات مجالا للتنافس بين مختلف الدول لاستقطاب أكبر حجم من هذه الاستثمارات، من خلال الدور المهم الذي يلعبه في تحقيق التطور الاقتصادي والتنموي وتنشيط البورصات لجميع الدول و بالأخص الدول النامية.

رغم الإمكانيات المتاحة في الدول العربية إلا أنها تعاني من ضعف في أسواقها، وفي ظل النظام الدولي الجديد أصبحت هناك ضرورة ملحة لتطوير البورصات العربية، وعليه تعد بورصة عمان من البورصات العربية التي عملت على تطوير بنيتها التحتية والتكنولوجية وإعادة تنظيم هيكلها قصد مواكبة التطورات والتغيرات والاستفادة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية بشكل استثمار في الأوراق المالية والنهوض بأسواقها.

أولا: إشكالية الدراسة:

يعد الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية أحد الروافد والمحركات الأساسية للتنمية ، لذا تسعى الدول جاهدة من أجل توفير البيئة المناسبة للاستثمار بسن قوانين و تشريعات ترمي بها إلى جذب هذه الاستثمارات لأسواقها المحلية.

من خلال ما سبق يتبادر في أذهاننا أسئلة عن كيفية مساهمة الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية في تنشيط البورصات وذلك من خلال إسقاط دراستنا على بورصة عمان، من هذا المنطلق يتم طرح إشكالية هذه الدراسة كمايلي:

➔ ماهو الدور الذي يمكن أن يؤديه الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في تنشيط بورصة عمان؟

ويندرج تحت هذه الإشكالية الرئيسية الأسئلة الفرعية التالية :

أ. ماهي المعوقات التي تعرقل نشاط وتطور الأسواق المالية العربية؟

ب. ماهي عوامل جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية؟

ج. هل توجد علاقة بين سوق الأوراق المالية والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية؟

د. هل تعتبر بورصة عمان أحد القنوات المهمة لجذب الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية ؟

هـ. كيف يساهم الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في تنشيط بورصة عمان؟

ثانيا : فرضيات الدراسة : وكإجابة مبدئية على هذه الأسئلة تم إدراج الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية:

يؤدي الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية دورا بارزا في تنشيط بورصة عمان.

الفرضيات الفرعية:

أ. تعاني العديد من الأسواق المالية العربية من ضعف الانفتاح المالي على المعلومات المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

ب. للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية عوامل عدة داخلية منهاو خارجية تحكمه وتضبط تحركاته.

ج. توجد علاقة بين سوق الأوراق المالية والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

د. تعتبر بورصة عمان أحد القنوات المهمة لجذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

هـ. يلعب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية دورا فعالا في تنشيط بورصة عمان.

ثالثا: أهداف الدراسة :تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

أ. التعرف على الجوانب الفكرية لسوق الأوراق المالية والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

ب. تبيان دور ومدى مساهمة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في تنشيط بورصة عمان.

ج. محاولة بناء نموذج قياسي يحدد لنا طبيعة العلاقة بين محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ونشاط بورصة عمان خلال فترة الدراسة.

رابعاً: أهمية الدراسة: تستمد أهمية الدراسة من معرفة دور ومساهمة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في تنشيط بورصة عمان، من خلال تحديد دور وطبيعة العلاقة بين الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية وأداء نشاط البورصة.

خامساً : أسباب اختيار الموضوع: تمثلت أسباب اختيار الموضوع فيما يلي:

أ. كون الموضوع يدخل ضمن تخصص الطالبة.

ب. معرفة النقائص التي تعاني منها الأسواق المالية العربية والتي حالت دون وصولها إلى مستوى الأسواق المالية العالمية المتقدمة.

ج. الرغبة في زيادة المعرفة حول أسلوب التحليل القياسي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الحديثة (ARDL).

سادساً: حدود الدراسة: تنطوي أية دراسة على مجموعة من الحدود، وتمثلت حدود الدراسة في ما يلي:

أ. الإطار الزمني: تتجلى فترة الدراسة التي حددت ما بين (2020/1995).

ب. الإطار المكاني: دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية .

سابعاً: منهجية الدراسة: للإحاطة بموضوع الدراسة والإجابة عن الإشكالية المطروحة تم الإعتماد على :

أ. المنهج الوصفي التحليلي: اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي بغرض وصف وتحليل مختلف جوانب الموضوع والتي تتماشى مع طبيعة الدراسة .

ب. المنهج الكمي: حيث اعتمدنا على المنهج الكمي عن طريق استخدام الأدوات الاحصائية والقياسية بهدف دراسة العلاقة بين محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ونشاط بورصة عمان باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للابطاء الزمني الموزع (ARDL).

ثامناً: الدراسات السابقة: من المهم ادراج الدراسات السابقة التي تناولت متغيرات الدراسة ، ومن أهم الدراسات التي كانت تصب في نفس سياق هذه الدراسة نذكر ما يلي:

أ. دراسة (كمال خلود ، طلحي سماح ، 2021) بعنوان : " أثر الاستثمار المحفظي على حجم التداول في بورصة عمان " ، وقد هدفت هذه الدراسة إلى :

1. اختبار أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي على حجم التداول في بورصة عمان ، وكذا معرفة العلاقة الموجودة بين هذين المتغيرين بالإضافة إلى رصد وتحليل التطورات الحاصلة في كل من صافي الاستثمار الأجنبي وحجم التداول خلال الفترة (2020/1996)، وقد خلصت هذه الدراسة إلى :

- يتمتع الاستثمار الأجنبي المحفظي بالعديد من المزايا من بينها مساهمته في تنشيط حركة الأسواق المالية وتحسين فرص الحصول على التمويل.

- وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين، بالإضافة إلى وجود أثر موجب ومعنوي في الأجلين لصافي الاستثمار الأجنبي على حجم التداول.

ب. دراسة (حركاتي نبيل، شنافه جهرة، 2021) بعنوان، " أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أداء بورصة عمان " ، وقد هدفت هذه الدراسة إلى :

1. تحديد أثر الاستثمار الأجنبي على مؤشر أداء بورصة عمان وتحديد طبيعة العلاقة بينهما.

2. مفهوم الرقم القياسي لأسعار الأسهم كأحد مؤشرات قياس أداء البورصة، وقد خلصت هذه الدراسة إلى:

- الأهمية النسبية للاستثمار الأجنبي في بورصة عمان سواء كان في شكل مساهمة الأجانب في رؤوس الأموال أو في شكل استثمار أجنبي غير مباشر خلال الفترة (2020/1996).

- كان تأثير صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (تداولات الأجانب) على مؤشر أداء البورصة غير معنوي كما بينت النتائج أيضا وجود أثر إيجابي ذو دلالات معنوية لمساهمات الأجانب في رؤوس أموال الشركات المدرجة على مؤشر أداء بورصة عمان .

ج. دراسة (مسجت فايزة حسن مكي بان ياسين ، 2021) بعنوان : " دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفظي) " في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2018/2007) " ، وقد هدفت هذه الدراسة إلى :

1. معرفة أهم المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي غير مباشر ومدى اسهامه في تنشيط سوق الأوراق المالية .

2. بيان واقع الاستثمار المحفظي في سوق العراق للأوراق المالية وذلك للدور الذي يؤديه الاستثمار بتمويل المشاريع في جميع القطاعات الاقتصادية عن طريق جذب المدخرات وتحويلها للاستثمار في الأوراق المالية. وقد خلصت هذه الدراسة إلى:

- تعد البيئة العراقية بيئة غير جاذبة للاستثمار وذلك بسبب عدم الاستقرار الأمني والاقتصادي، الأمر الذي يجد من رغبة المستثمرين الأجانب في الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

- إن الاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية أثرت بشكل كبير في مؤشرات السوق، إذ وصلت الأهمية النسبية لحجم التداول إلى 14.01%، من حجم التداول الاجمالي وتعد هذه النسبة مقبولة إذا ما نظرنا إلى صغر حجم سوق العراق للأوراق المالية.

د. دراسة (قرعان طلال عبد الكريم، 2020) بعنوان: "العوامل المؤثرة على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان خلال الفترة 2018/2008".

وقد هدفت هذه الدراسة، إلى التعرف على أثر كل من حجم التداول والعائد على الأسهم والقيمة السوقية على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان، وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود أثر دال احصائياً عند المستوى 5%، للعوامل الداخلية (حجم التداول، القيمة السوقية للأسهم)، على حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان وكل العوامل الداخلية ذات تأثير إيجابي على حجم الاستثمار أي كلما زاد حجم التداول في بورصة عمان فإن الاستثمار الأجنبي يزيد، ويفسر هذه النتيجة على أن حجم التداول يعد مؤشراً على عدد المعاملات التي تتم على الأسهم كما يعكس القيمة الاجمالية للأوراق المالية المتداولة مما يعطي فكرة إيجابية عن هذه الأوراق ويشجع المستثمرين على اتخاذ قرارهم سواء بالبيع أو الشراء في هذه الأسهم.

هـ. دراسة (بوضياف جهاد، 2020) بعنوان: "دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، وقد هدفت هذه الدراسة إلى التعريف بسوق الأوراق المالية واجراءات التعامل فيها ، بالإضافة إلى الأدوات المتداولة فيها ومختلف الأحكام المتعلقة بها .

وقد خلصت هذه الدراسة بأن سوق الأوراق المالية تلعب دور أساسي في النشاط الاقتصادي من خلال ما تقوم به من المساعدة في تعبئة الفائض الاقتصادي وإعادة تحريكه وتوظيفه في مجالات الأنشطة الاقتصادية المختلفة، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق وذلك عن طريق الوسطاء. و. دراسة (بوكساني رشيد ، 2006) ، بعنوان: " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها " ، وقد هدفت هذه الدراسة إلى الرغبة في تقديم اسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة وجعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق من جهة أخرى.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن من أهم العوائق التي تقف أمام تطوير سوق الأوراق المالية العربية الضعف البنيوي والعوائق المؤسساتية، حيث مازلت هذه الأخيرة صغيرة جدا من حيث الحجم بالإضافة إلى محدودية أدوات الاستثمار المتداولة فيها.

الجدول رقم (01): نموذج يلخص الدراسات السابقة

الباحث	عنوان البحث	منهجية البحث	أهم الاستنتاجات
كمال خلود، طلحي سماح (2021)	أثر الاستثمار المحفظي على حجم التداول في بورصة عمان	المنهج الوصفي التحليلي من خلال تحليل تطور صافي الاستثمار الأجنبي وكذا حجم التداول إضافة إلى المنهج القياسي من خلال استخدام نموذج .ARDL	وجود علاقة توازنية طويلة الأجل إضافة إلى وجود أثر موجب ومعنوي في الأجلين القصير و الطويل بين متغيرات الدراسة .
حركاتي نبيل، شنافه جهرة (2021)	أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر أداء بورصة عمان	المنهج الوصفي التحليلي ، كم تم الاعتماد على الأساليب الرياضية والاحصائية للاقتصاد القياسي.	اختبار تصحيح الخطأ المقيد للمدى القصير أن النتائج لا تختلف عن تقدير النموذج في المدى الطويل، كما أظهرت النتائج أيضا وجود أثر موجب ذو دلالة معنوية لمساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المدرجة على مؤشر أداء بورصة عمان .
مسحت فايزة حسن مكي بان ياسين (2021)	دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفظي) " في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2018/2007)	غير مبين.	توصلت النتائج إلى أن أغلب الاستثمارات في سوق الأوراق المالية العراقية هو استثمار في القطاع المصرفي مع تراجع الاستثمار في بقية القطاعات ، أي أن الاستثمار يتركز في قطاعات معينة الأمر الذي أدى

إلى ضعف فعالية السوق في جذب المستثمرين.			
وجود أثر إيجابي ودال إحصائياً لمتغير الناتج المحلي الاجمالي بأن هذا الناتج المحلي الاجمالي هو مؤثر على النشاط الاقتصادي بشكل عام ويعطي نوعاً من الثقة للمستثمرين الأجانب باستقرار الاقتصاد في الدول التي تتميز بناتج محلي مرتفع مما يشجعهم على الاستثمار في سوق الأوراق المالية.	المنهج الوصفي التحليلي من خلال وصف الظاهرة محل الدراسة وتحليل البيانات التي تم الحصول عليها.	العوامل المؤثرة على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصة عمان خلال الفترة 2018/2008.	قرعان طلال عبد الكريم (2020)
يعتبر سوق الأوراق المالية من أكبر الأسواق المالية في الدول العربية من حيث القيمة الرأسمالية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بالمملكة والتي تبلغ 313 مليار دولار .	المنهج التاريخي ، المنهج الوصفي إضافة إلى المنهج الاحصائي القياسي باستخدام نموذج ARDL.	دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية	بوضياف جهاد (2020)
افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية كنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين مما نتج عنه عجز هذه الأوراق عن تقديم الطمأنينة العامة للمستثمر فيها.	المنهج الوصفي التحليلي .	معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها	بوكساني رشيد (2006)

المصدر : من اعداد الطالبة

✓ موقع الدراسة من الدراسات السابقة: إن الاطلاع على الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع تبين لنا أن

دراستنا تختلف عن الدراسات السابقة في النقاط التالية :

أ. نموذج الدراسة أنه تم دراسته بأبعاد ومتغيرات مختلفة عن الدراسات السابقة.

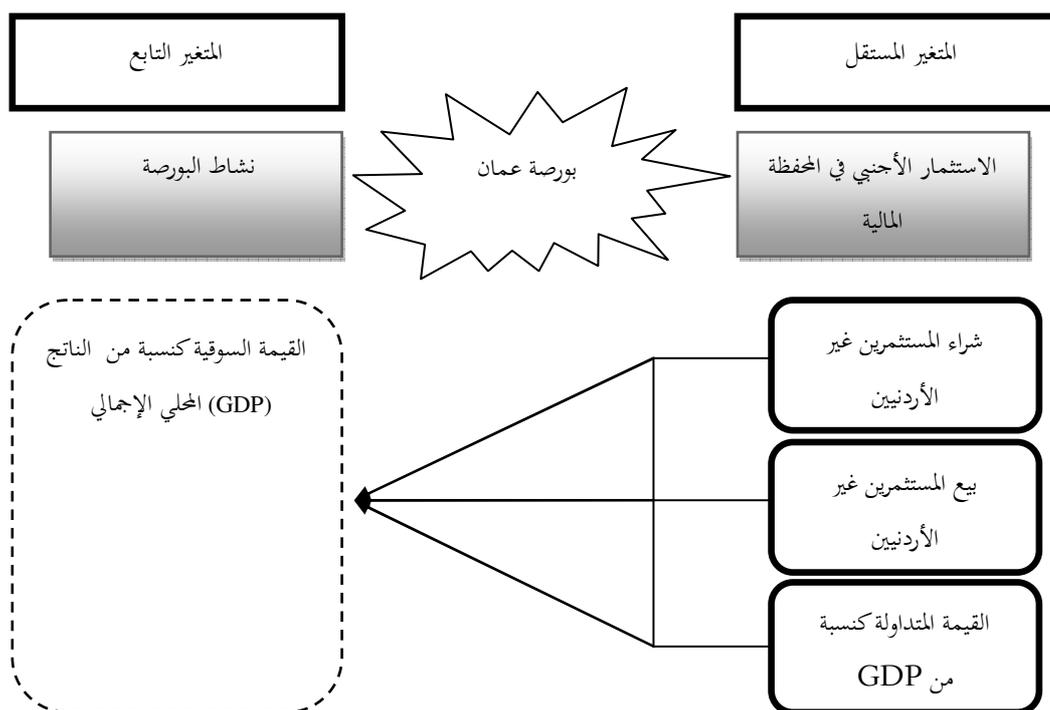
ب. كما تستمد الدراسة تميزها بتغطية فترة زمنية مختلفة عن الدراسات السابقة الممتدة (2020/1995) والتي كانت

حوالي 25 سنة.

ج. محاولة معرفة آثار جائحة كورونا على أداء بعض البورصات العربية .

تاسعا: نموذج و متغيرات الدراسة: ويمكن إبراز التصور العام للدراسة في النموذج التالي:

الشكل رقم (01) : يمثل نموذج الدراسة



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الدراسات السابقة .

عاشرا: هيكل الدراسة: يهدف الإلمام بجوانب الموضوع، وللإجابة على التساؤلات المطروحة تضمنت هذه الدراسة المحتوى التالي:

أ. الفصل الأول: "الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية" تم تقسيمه إلى أربعة مباحث، كان أولها موقع سوق الأوراق المالية ضمن أسواق التمويل، أما المبحث الثاني فقد تم تخصيصه إلى الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية، في حين تم تخصيص المبحث الثالث إلى تنظيم سوق الأوراق المالية وآليات التعامل فيها، وأخيرا المبحث الرابع تناول التقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية.

ب. الفصل الثاني: "الإطار النظري للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية" : تم تقسيمه إلى أربعة مباحث، يتعلق المبحث الأول أساسيات حول الاستثمار، أما المبحث الثاني عموميات حول الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، أما المبحث الثالث يبرز نماذج قياس المحفظة الاستثمارية المثلى، في حين تناول المبحث الرابع والأخير الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ودوره في تطور سوق الأوراق المالية وتأثيره على أداء الاقتصاد الوطني.

ج. الفصل الثالث: "الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية كآلية لتنشيط بورصة عمان"، تناولت فيه الباحثة الدراسة التطبيقية باستخدام نموذج "ARDL" والتي قسمتها إلى ثلاثة مباحث، تم في المبحث الأول تقديم لمحة عن سوق عمان للأوراق المالية، في حين تعلق المبحث الثاني بتحليل تطور مؤشرات أداء بورصة عمان ومؤشرات تداول الاستثمار الأجنبي في البورصة أما المبحث الثالث تناول نمذجة واختبار علاقة التكامل المشترك بين الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية و نشاط بورصة عمان باستخدام نموذج "ARDL".

الحادي عشر: صعوبات الدراسة: اقتصرت أهم الصعوبات التي واجهتها الباحثة في النقاط التالية:

أ. جائحة كوفيد 19 التي حدثت من تنقل الأفراد وغلق جميع المؤسسات بما في ذلك الجامعة.

ب. صعوبة الحصول على بعض الاحصائيات المتعلقة بالجانب التطبيقي.

الفصل الأول:

الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية

تمهيد:

تعد الأسواق المالية أداة هامة للحكم على وضعية الاقتصاد في أي دولة، كما تعتبر أحد أهم أسواق النشاط الاقتصادي التي تتدفق فيها الأموال من الجهات التي لديها فائض في الموارد المالية إلى الجهات التي تعاني من عجز في هذه الموارد مقابل توفير عائد معقول، حيث تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات وأدوات مالية مستحدثة تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك بيعها على مستوى السوق الثانوي، فهي بذلك تلعب دور جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري لذا تسعى كل دولة بتوفير البيئة اللازمة لها، إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا بتوفر المناخ و الجو المناسب لذلك.

وعلى هذا الأساس يتم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث كالتالي:

- المبحث الأول: موقع سوق الأوراق المالية ضمن أسواق التمويل.
- المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية.
- المبحث الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية وآليات التعامل فيها.
- المبحث الرابع: التقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: موقع سوق الأوراق المالية ضمن أسواق التمويل

تمثل سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، كما تلعب هذه السوق دوراً أساسياً في تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات، ويجري التعامل في هذه الأسواق على العديد من الأوراق المالية سواء التقليدية منها أو المستحدثة.

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية

إن تطور الأسواق المالية ارتبط بالتطورات الاقتصادية والصناعية التي مرت بها معظم الدول خاصة الرأسمالية، نظراً للدور الذي تلعبه الأسواق المالية في الاقتصاد باعتبارها مصدر تمويل المشروعات للأنشطة الاقتصادية المختلفة .

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية: للأسواق المالية تعريفات متعددة ولكنها تصب في معنى واحد نذكر منها:

"الجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في اقتراضها (المدخرين)، والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، ومن ثم تنشأ وتتداول داخل إطاره التنظيمي (الأصول المالية)" (الشناوي و مبارك ، 2002، الصفحات 117-118).

كما تعرف على أنها مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون، ويتبادلون السلع والخدمات، ثم يقررون السعر، أي أن مفهوم السوق مادياً يشير إلى مكان معين، لكن السوق الآن يشير إلى مجموعة من العلاقات التبادلية بين المشترون والبائعون بسبب تقارب الرغبة في تبادل السلع والخدمات، كما لم يعد المكان مهماً، ويتم تحديد السوق من خلال السلع التي تتداول بها (الخضري، 2003، صفحة 274).

كما تعرف "بأنها طريقة للبيع والشراء لا يشترط أن تحدث في مكان ما فقد أصبحت التجارة الإلكترونية تحتل جزءاً هاماً من عمليات التبادل التجاري عبر العالم" (الريضي، 2015، صفحة 03).

ومن خلال التعريف السابقة يمكن استنتاج تعريف شامل للأسواق المالية: المكان أو الحيز أو الآلية التي تسمح بانتقال الأموال من الوحدات التي لديها فوائض مالية إلى الوحدات التي تعاني من عجز في الأموال، وذلك بغرض تداول أصول مالية مختلفة.

الفرع الثاني: هيكل ومكونات السوق المالي: يوجد تقسيمات مختلفة للأسواق المالية يمكننا ايجازها كما يلي:

أولاً: سوق النقد: فيما يلي سيتم عرض ماهية سوق النقد

أ. تعريف سوق النقد: لقد تعددت التعاريف لسوق النقد نذكر من أهمها:

عبارة عن مؤسسات و أفراد يتعاملون بالأدوات المالية قصيرة الأجل أي اقراض الأموال لأجل لا يتعدى سنة

واحدة (Anthony, cornett , & Erhemjamts, 2001).

كما هي "مجال تداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل الصفقات المالية بين

الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل" (رحال،

2016، صفحة 61).

فهو أيضا المجال الذي يتم فيه تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا تتجاوز سنة واحدة، سواء في شكل

قروض قصيرة الأجل أو على شكل أوراق مالية أو تجارية قابلة للتداول، إذ ليس شرطا في هذه السوق وجود مكان معين

مثل ما هو الحال في بعض الأسواق الأخرى. (Navatte, 1992, p. 14)

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج تعريف شامل لسوق النقد: مجموعة المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون

في النقود اقراضا واقتراضا لأغراض قصيرة الأجل.

ب. خصائص سوق النقد: تتسم هذه الأسواق بخصائص عديدة، تميزها عن غيرها من الأسواق المالية والتي يمكن أن نذكر

منها ما يلي: (هويشار، 2003، الصفحات 133-134)

1. تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح ما بين يوم واحد إلى سنة واحدة.

2. تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبيا وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها على شكل نقود وهذا ما دفع

الناس خطأ إلى طلاق اسم الأسواق النقدية عليها.

3. غالبية الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيم كبيرة وبالتالي فإنها في الواقع غالبا ما تكون أسواق جملة لمعاملات

كبيرة.

4. تقوم الأسواق النقدية بممارسة الكثير من وظائف البنوك التجارية، فضلا عن ذلك فإنها تستقطب الأموال الكبيرة

الموجهة للاستثمار في فترات قصيرة.

5. تعتبر غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمها المحددة باستثناء الودائع المصرفية.

وبالتالي يمكن استنتاج مما سبق أن لسوق النقد مجموعة من الخصائص التي تميزها والتي هي عبارة عن سوق قصيرة الأجل، توفر سيولة نقدية، سوق تربط بين الادخار والاستثمار، قليلة المخاطر، بالإضافة إلى وجود معدلات فائدة منخفضة.

ج. الأدوات المتداولة في سوق النقد: ومن بين هذه الأدوات نجد:

1. الأوراق التجارية: عبارة عن إصدارات مالية ذات أجل قصير تستخدم أساساً في العمليات التجارية كأداة دين، فضلاً عن أنها أداة إئتمان ووسيلة دفع في السوق النقدية (Caballero, 1989, p. 33).

2. شهادات الإيداع القابلة للتداول: هي أداة دين يصدرها بنك إلى المودعين، وتغل فائدة سنوية بنسبة معينة، وعند الاستحقاق يدفع البنك سعر الشراء الأصلي، وقد كانت تلك الشهادات إسمية وغير قابلة للتداول كما هو الحال في مصر، بمعنى أنها كانت لا يمكن أن تباع إلى شخص آخر، ولا يمكن أن تسترد قيمتها من البنوك قبل تاريخ الاستحقاق إلا إذا تحمل مالكها تكاليف استرداد كبيرة، وفي الولايات المتحدة تصدر البنوك هذه الشهادات بقيمة عالية للشهادة ولاكن يمكن بيعها في السوق الثانوي للنقد، ومن هنا جاء وصفها بالقابلية للتداول. (الناقه، 2001، الصفحات 26-27)

3. أذونات الخزنة: هي صكوك تصدر في شكل أذون قصيرة الأجل تصرف لحاملها عند حلول أجل استحقاقها وذلك بهدف تغطية الانفاق الحكومي الذي تعجز عن تمويله الموارد السيادية والإيرادات العامة للدولة، كما تعد أذونات الخزنة من بين الاستثمارات ضئيلة المخاطر إن لم تكن عديمة المخاطر، حيث تكون مضمونة تماماً من الدولة، ولهذا يكون هناك مبرراً منطقياً لانخفاض معدل العائد منها بصورة ملحوظة. (عطية أ.، 2003، الصفحات 4-5)

4. القبولات المصرفية: هي حوالة مصرفية (وعد بالدفع)، تصدرها مؤسسة أعمال قامت بإستيراد سلعة أو خدمة من مؤسسة أجنبية، وتكون قابلة للدفع في موعد معين مستقبلاً، وصفة الضمان في هذه الورقة المالية ناتجة عن قيام المصرف بحتمها بعبارة مقبول "accepted"، بحيث تستطيع المؤسسة المصدرة الحصول على القيمة من مصرف في بلدها، والأخير يتولى التعامل مع مصرف منح القبول، لذلك فإن الورقة تعد بمجرد ختم المصرف عند الإستيراد وضمان حق المصدر، والقبول يمكن تداوله في سوق التداول بخصم، و تعد بذلك ورقة من الأوراق المالية لسوق النقد بسبب طبيعتها قصيرة الأجل. (الداغر، 2005، الصفحات 115-116)

5. إتفاقيات إعادة الشراء : هي مصطلح يستعمل في السوق المالي ويقصد به الحصول على الأموال عن طريق بيع الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس الوقت يتعهد فيها البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بعد فترة محددة غالبا ما تكون ليلة واحدة وبسعر أعلى من سعر البيع، ويمكن أن يمتد عمل إتفاقيات إعادة الشراء لفترات أطول تصل إلى 30 يوما أو أكثر ، كما يمكن أن تكون عقود عمليات إعادة الشراء مستمرة بحيث تتكون من عمليات متتابعة لعملية الاستثمار ليلة واحدة تتجدد يوميا بصورة تلقائية إلى أن يتم إلغائها من قبل أحد الطرفين.(كنج و عوض، 2003، الصفحات 91-92)

6. ودائع العملات الأجنبية (سوق اليورو دولار): اكتسب سوق اليورو دولار* تسميته الأصلية عندما أخذت بعض البنوك الأوروبية تفتح عملائها حسابات ودايع لأجل بالدولار، وتلتزم بدفعها لهم بحلول أجلها بالدولار أيضا وذلك بخلاف العرف السائد لدى البنوك التجارية والتقاضي بدفع الودائع بالعملات المحلية.(رمضان و شموط، 2014، صفحة 58)

فيما يتعلق بالأدوات المتداولة في السوق النقدية يمكن أن نستنتج أن هناك أدوات تقليدية تشمل الأوراق التجارية، شهادات الإيداع القابلة للتداول، أذونات الخزنة، القبولات المصرفية، بالإضافة إلى أدوات حديثة إتفاقية إعادة الشراء، ودايع العملات الأجنبية (سوق اليورو دولار) التي يتم تخزينها في الدول الأوروبية .

ثانيا: سوق رأس المال: سيتم التطرق لماهية سوق رأس المال:

أ. تعريف سوق رأس المال: لقد تعددت التعاريف لسوق رأس المال نذكر منها:

يعرف على أنه " السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي يزيد أجلها عن سنة، سواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات أم عن ملكية كالأسهم.(فواز، 2010، صفحة 07).

* سوق اليورو دولار: يقصد بها الحسابات و الودائع الآجلة المقيمة بالدولار الأمريكي الموجود لدى مصارف أوروبا ، حيث تستخدمها هذه المصارف

كقروض قصيرة الأجل تحمل عوائد فوائد بعملة القطر صاحب تلك الأسواق .

هي تلك السوق التي تهتم بالاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضا ومن الخصائص التي تميزها أنها أقل اتساعا من السوق النقدي لكنها أكثر تنظيما. (تمار و حنان، 2021، صفحة 157)

ب. وظائف سوق رأس المال: يمكن ابرازها من خلال مايلي: (قندوز ع.، 2021، صفحة 20)

1. تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية.
2. تخصيص رأس المال على المشروعات الاستثمارية بحسب أهميتها ودرجة مخاطرها وتوجيهها نحو أكفأ المشروعات.
3. تعكس سوق رأس المال الوضع الاقتصادي للبلد.
4. يسهل وجود سوق رأس المال على المستثمرين المحليين والأجانب تقييم الشركات والقطاعات المختلفة فضلا عن تشكيل تصور عن أداء الاقتصاد عموما وتوجهاته المستقبلية.
5. توفير طرق للتحوط وإدارة الأخطار سواء للأفراد أو قطاع الأعمال من خلال إمكانية التنويع أو استخدام أدوات التحوط.
6. موثمة الأجل و حسن إدارة المال، فوجود سوق رأس المال تمكن حملة الأسهم وهم المستثمرون في الأدوات المالية المتوسطة و طويلة الأجل من تحويلها إلى سيولة في أي وقت ، بمعنى آخر أنها تساعد الأسواق هنا في تضيق الفجوة بين الاستثمار قصير الأجل و الاستثمارات طويلة الأجل.
7. زيادة الوعي لدى أفراد المجتمع عموما، و توفير قنوات جديدة لادخار و استثمار أموالهم ، مع الاحتفاظ بإمكانية تسيلها في أي لحظة عند الحاجة.
8. توفر قنوات فعالة للحكومة لتنفيذ السياسات المالية والنقدية وتحقيق نتائجها المرجوة على سبيل المثال تقليل التضخم.

المطلب الثاني: مدخل إلى البورصة:

على الرغم من شيوع مصطلح البورصة ليدل على السوق المنظم الذي يتم فيها تداول الأوراق المالية بشكل خاص، ليتحول هذا المصطلح إلى لغة عالمية مشتركة بين الدول، حيث تلعب البورصة دور جد مهم للنهوض بالاقتصاد، وقد وصل الأمر إلى درجة قياس مستوى النشاط الاقتصادي لدولة ما يعود إلى مستوى تطور نشاط البورصة، وفيما يلي سوف نتطرق إلى أهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بالبورصة.

الفرع الأول: نبذة تاريخية عن نشأة البورصة :

ترجع بداية البورصة إلى إجتماع الصيارفة والتجار، وأتى لفظ "Bourse" ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم، لإبرام الصفقات والعقود والانفاق الحاضر أو الآجل عليها وبالطبع كانت هناك أماكن أخرى يجتمع فيها التجار قبل هذا التاريخ ولم تكن قد سميت بالبورصات بعد، فعلى سبيل المثال كان الفراغة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم وتحديد أسعارها لدى عزيز مصر حيث كان يجتمع كل التجار لديه وتتم الصفقات أمامهم.

وأول بناء أنشأ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة " Amers " في بلجيكا عام 1460 ثم تلتها بعد ذلك ظهور العديد من البورصات في أوروبا، حيث تعتبر مدينة "Lyon" بفرنسا أول من نظمت بورصات للقيم ثم جاءت بورصة تولوز بباريس عام 1563، ثم بورصة روما بإيطاليا عام 1566 لتأتي بعد ذلك بورصة بوردو بفرنسا 8 سنوات بعد ظهور بورصة باريس ثم ظهرت بورصة أمستردام بهولندا عام 1608 وفي فينا عام 1762 أما في بريطانيا فظهرت بورصة لندن عام 1773 وفي نيويورك عام 1792 التي تعتبر أهم بورصة للقيم في العالم نظرا لحجم التبادلات اليومية، كما سمحت أيضا الثورة الصناعية بالتطور السريع للبورصة حيث تم انشاء " BASDAQ " كأول سوق للتسعير الآلي. (شمعون، 1999، صفحة 08)

الفرع الثاني: تعريف البورصة: توجد عدة تعريف للبورصة نذكر منها مايلي:

تعرف على أنها "مكان تعقد فيه إجتماعات في مواعيد دورية محددة لتنفيذ عروض عمليات الأنشطة المرتبطة بالبيع والشراء للأوراق المالية والبضائع والمنتجات الزراعية والعملات سواء كانت الأسعار تتحرك صعودا أو هبوطا" (غويني و مستوي، 2012، صفحة 107).

أيضا هي إجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق (السماسرة) لتنفيذ أوامر زبائنهم المتلقاة قبل وأثناء فترة العمل، فسوق التداول (البورصة)، تنظيم يتم من خلاله إلتقاء العرض والطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في أوراق مالية محددة تتوفر فيها شروط محددة، وفقا لقواعد ونظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة. (مسعودي، 2015، صفحة 326)

كما تمثل أيضا سوق منظمة مستمرة تقام في مكان معين في مواعيد محددة بصفة دورية، غالبا ما تعقد بصفة يومية بقصد تداول صكوك مالية معينة، تتوافر فيها شروط محددة، بمقتضى القوانين واللوائح السارية وتبرم فيها الصفقات بواسطة تدخل شركاء البورصة (الوسطاء). (بدوي، 2001، صفحة 43)

نستنتج من خلال التعاريف السابقة أن البورصة هي سوق منظمة تقوم بمجموعة من العمليات لإبرام صفقات تجارية حول منتجات صناعية أو زراعية أو أوراق مالية بشروط محددة يحددها القانون بهدف التعامل بأسس صحيحة وسليمة.

الفرع الثالث: أنواع البورصة: يمكن تصنيف البورصة إلى أنواع مختلفة تشمل مايلي:

أولاً: بورصة البضائع: يطلق عليها البورصات التجارية أو بورصات العقود، حيث يجري التعامل على حاصلات معينة كالقطن والصوف وغير ذلك، فهي سوق منظمة تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بمنتجات طبيعية ذات الاستهلاك الكبير " (ياسين، 2005، صفحة 16).

ثانياً: بورصة الأوراق المالية: هي "سوق منظم تديره وتشرف عليه هيئة لها نظام خاص يخضع لمجموعة من القواعد والقوانين واللوائح" (الصيرفي، 2008، صفحة 79).

ثالثاً: بورصة الأفكار: "أحدث أنواع البورصات والتي تتعلق بعرض وبيع حقوق الإختراع وحقوق المعرفة والعلامات التجارية وصفقات نظم المعلومات" (مخناشة، 2016، صفحة 12).

وبذلك تعتبر بورصة الأوراق المالية الأكثر شيوعا و تداولا بين الكثيرين، وتعتبر جزء من رأس مال المؤسسات التي تمنح للمساهمين وهي المكان المنظم الذي يسمح بتنظيم مختلف العمليات التي تتم بين المقرضون والمستثمرون.

المطلب الثالث: ماهية سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية السمة البارزة لهذا العصر بكونها حلقة اتصال بالقطاعات المختلفة، لذا فإن سوق الأوراق المالية تسير إلى الآلية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال لمختلف الأنشطة الاقتصادية فضلا عن الخصائص التي تميزها عن باقي مؤسسات الوساطة المالية.

الفرع الأول: مراحل نشأة سوق الأوراق المالية:

لقد مرت سوق الأوراق المالية بعدة مراحل لتصل إلى ما هي عليه الآن، وفيما يلي سنتطرق إلى هذه المراحل: (مختار ح.، 2013، صفحة 100)

أولاً: مرحلة قيام بورصات البضائع: أنشأت أول بورصة بضائع في باريس سنة 1304م وقبلها كان في بلجيكا ثم امستردام سنة 1607، لندن سنة 1968، جنيف سنة 1750، نيويورك سنة 1792، روما سنة 1821.

ثانياً: مرحلة التعامل بالأوراق المالية: بدأ التعامل بالأوراق المالية في القرن الثالث عشر في فرنسا وقد قام الملك فيليب بتنظيم مهنة السمسرة، كما كان يتعامل في إنجلترا بسندات الائتمان.

ثالثاً: مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق: بعد خروج المتعاملين في الأوراق المالية من بورصة البضائع، بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الباردة والممطرة.

رابعاً : مرحلة إستقلال الأسواق المالية بمبانيها وقوانينها الخاصة: وكان ذلك نتيجة التطور الصناعي الذي رافقته إقامة مشاريع ضخمة وزيادة الدخول مما أدى إلى ظهور مؤسسات تعمل على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشاريع الإنتاجية مع التعامل بالأوراق المالية هذا كله أدى إلى نشوء أسواق الأوراق المالية.

الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية:

هناك العديد من التعاريف لسوق الأوراق المالية إلا أن جميعها تتفق من حيث المضمون ومن بين هذه التعاريف

نذكر ما يلي:

تعرف على أنها السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات وقد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأول تتم صفقات بيع و شراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد أما الثاني قد يتكون من عدد من تجار وسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب (زحوفي و دبوب ، 2020، صفحة 227).

أيضا "السوق الذي يقوم بعمليات توظيف أموال أو مدخرات المستثمرين وتمويل المشروعات طويلة الأجل عن طريق تسهيل استثمارها في شكل أوراق مالية وتسهيل عمليات تداولها" (سويلم، 2012، صفحة 25).

تعرف أيضا على أنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأصول المالية، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأوراق والأصول المالية داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. (ماجد، 2011، صفحة 152)

تعد أيضا "سوقا يلتقي فيه كل من البائع والمشتري لإتمام عملية تبادل من المبادلات المختلفة، ومن ثم فإن نشاط سوق الأوراق المالية يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات والأنشطة التي يمارسها البشر ويحتاجون إليها لاشباع حاجتهم ورغباتهم" (عوادي، 2016، صفحة 90).

ومن خلال التعاريف يمكن اعطاء تعريف شامل لسوق الأوراق المالية بأنه الحيز أو المكان الذي يتم فيه توظيف الأموال وتمويل المشروعات لتسهيل استثمارها وتداولها في شكل أوراق مالية سواء كانت أسهم أو سندات لذلك يطلق عليه بسوق الأوراق المالية.

الفرع الثالث: بنية سوق الأوراق المالية: تنقسم سوق الأوراق المالية بدورها إلى:

أولاً: السوق الأولي: "هي السوق التي يتم فيها بيع الأوراق المالية عند إصدارها للاكتتاب العام أو الخاص لأول مرة، إذ يتم من خلال هذه السوق تحقيق منفعة مباشرة للشركة المصدرة للأوراق المالية ولزيادة رأس المال" (الأنصاري، 2008، صفحة 20).

*^{ال}الاكتتاب : عندما تعرض شركة ما اسهمها للجمهور لأول مرة في البورصة ، بحيث يتيح ذلك إمكانية زيادة رأس المال.

وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال تمكن إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء كانت في اكتتاب عام أو خاص ويعني إعطاء فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراهم في توفير الأموال، وقد يتم إصدار وتصريف هذه الأوراق إما بطريقة مباشرة حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد كبير من المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات مالية بإصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً، وتوجد مؤسسات متخصصة في عرض الأوراق المالية للجمهور التي تصدر لأول مرة وهذه المؤسسات يطلق عليها بنك الاستثمار، ويعد بنك الاستثمار وسيطاً للمستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة والجهة التي قررت إصدارها فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة كما قد يشتري الإصدار كله منها بعد ذلك يبيعه للجمهور. (عصران، 2010، صفحة 253)

ثانياً: السوق الثانوي (سوق التداول): هي تلك الأسواق التي تحدد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال التقاء العرض بالطلب بأي وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة" (فرج، 2013، صفحة 27).

كما يعرف أيضاً على أنه: "السوق التي يتم في نطاقها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية ومن ثم الاكتتاب فيها، ويشمل تداول هذه الأوراق المالية بالسوق الثانوية بالبيع والشراء وبين حاملها وأي مستثمر آخر، لذا فالملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب للجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع." (المشهداني و رائد عبد الخالق، 2013، صفحة 186).

وهذا يعني أن السوق الثانوية هي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً عبر السماسرة والوسطاء وبالتالي التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية والتي بدورها تنقسم إلى مايلي:

أ. السوق المنظمة: الأسواق التي يتم على أساسها المعاملات في البورصات وعن طريق وسيط، يطلق عليها عمليات التداول التي كانت تتم فعلاً على منصة مخصصة لها، وقد تم الاحتفاظ بهذه التسمية حتى الآن للعمليات التي تتم عن طريق وسيط أو تاجر ويلاحظ أن غالبية الأسهم أو السندات الشركات الصغيرة تتم بهذا الأسلوب. (عطية و علون، 2020، صفحة 53)

ب. السوق غير المنظمة: "وسميت بهذا الاسم لأن المعاملات تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها معاملات المنصة والتي تتولاها بيوت السماسرة المنتشرة في جميع أنحاء العالم وتتم من خلال شبكة اتصالات قوية" (شقيري، 2015، صفحة 134).

كما تعرف أيضا على أنها السوق التي تتداول عادة فيها الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة، و يتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض حيث أنه لا يوجد مكان محدد للتعامل ، فهي شبكة إلكترونية مؤلفة من خطوط الهاتف وأطراف الكمبيوتر وغيرها من الوسائط التي تربط بين التجار والسماسة والمستثمرين ، حيث تتم عملية التداول عن طريق نشر أسعار الشراء والبيع على الشبكة الإلكترونية لتحديد السعر النهائي للصفقة.(همال، 2017، صفحة 05)

والتي هي بدورها أيضا تنقسم إلى:

1. السوق الثالث: ويتكون من الوسطاء والسماسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولهم الحق بالتعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق، هؤلاء الوسطاء دائما على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية وبأي كمية، وهم من المنافسين الأقوياء لأعضاء السوق المنظمة، ويمثل جمهورهم في المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق الضمان الاجتماعي والمعاشات والبنوك الاستثمارية وبيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ويتميز هذا السوق بفرصة التفاوض حول العمولة للوصول بما إلى الحد الأدنى وذلك باعتبار أن السماسرة في هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، كما أنهم غير ملزمين بدفع رسوم عضوية للسوق.(الفكي، 2014، الصفحات 37-38)

2. السوق الرابع: هو ذلك السوق الذي يصف التعاملات بالأوراق المالية والتي تتمثل أساسا في المؤسسات الاستثمارية، بحيث لا يتم اللجوء فيها لأي نوع من الوساطة أو السمسرة لأجل العمل على الحد من عمولات المعاملات. (Reilly & Keith, 2002, p. 124)

بعد مناقشة هذه التعاريف تبين أن السوق المنظمة (البورصة) لها مكان محدد وإجراءات محددة للتداول بالإضافة إلى هيئات خاصة بالتنظيم ووجود الوساطة والتي تشمل الشركات الكبرى والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، أما فيما يخص السوق غير المنظمة والتي تشمل غير المتعاملين في البورصة والتي تنقسم بدورها إلى سوق ثالث والذي يشمل السماسرة ، وسوق رابع يتمثل في سوق أجهزة الاتصال الحديثة .

الفرع الرابع: وظائف سوق الأوراق المالية:

تعددت وظائف سوق الأوراق المالية ويمكن ذكر أهمها كالتالي:(الغالي و بن الضيف، 2019، الصفحات 98-99-

أولاً: العمل على إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحرّة: تعتبر سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة، يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية طلباً للربح أو تغير الاستثمار، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المادية ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال.

ثانياً: ضخ الأموال في دائرة الاقتصاد: إن قيام أصحاب الفائض بالاكْتِتاب في أسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات يعني هذا أنهم قد أضافوا مصادر تمويل جديدة للسوق، حيث لا يستطيع المستثمر سحب أمواله من السوق إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الأدوات وهذا يدل أن الأموال تبقى في السوق ولا تخرج منه إلا إذا تم تصفية هذه الشركة أو تم استحقاق دين الورقة.

ثالثاً: المساهمة في تمويل خطط التنمية: عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق وذلك من أجل سدّ نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، من أجل الوصول لتحقيق سياسة اقتصادية ما.

رابعاً: أداة للتحوط من المخاطر: يستفيد من سوق الأوراق المالية التجار والصناع والزراع من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عملية التغطية من المخاطر وذلك بدخوله في عمليات تشمل أسواق مخصصة لذلك.

تتمحور وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

- أ. زيادة معدل النمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني .
- ب. نقل الموارد المالية من الفئات التي لديها فائض لإقامة مشاريع استثمارية الأمر الذي ينعكس في زيادة التشغيل (تخفيض البطالة وتحسين المستوى المعيشي).
- ج. الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية حيث تعمل السوق على زيادة الترابط مع العالم الخارجي وجذب الاستثمارات الأجنبية.

الفرع الخامس: دور سوق الأوراق المالية على أداء النشاط الاقتصادي:

ومن بينها نجد ما يلي: (عشّة، 2011، الصفحات 140-142).

أولاً: جمع المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية على أسس تنافسية كفؤة ويتحقق ذلك من خلال تقديم هذه الأسواق أدوات استثمارية متعددة للمدخرين على إختلاف تصنيفاتهم.

ثانيا: جذب الاستثمارات الأجنبية لتساهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية، وتقليص الإعتماد على القروض من الخارج، وتكسب هذه الوظيفة إضافة للأسواق المالية الناشئة في ضوء المتغيرات التي طرأت على طبيعة التدفقات المالية الخاصة إلى اقتصاديات هذه الأسواق من الدول المتقدمة.

ثالثا: المساعدة في رفع الوعي التمويلي والاستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حد سواء.

رابعا: المساهمة في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة، وبالتالي التقليل من تكاليف التمويل ومخاطره ويتحقق هذا من خلال آليات التسعير العادلة التي توفرها السوق للأدوات الاستثمارية .

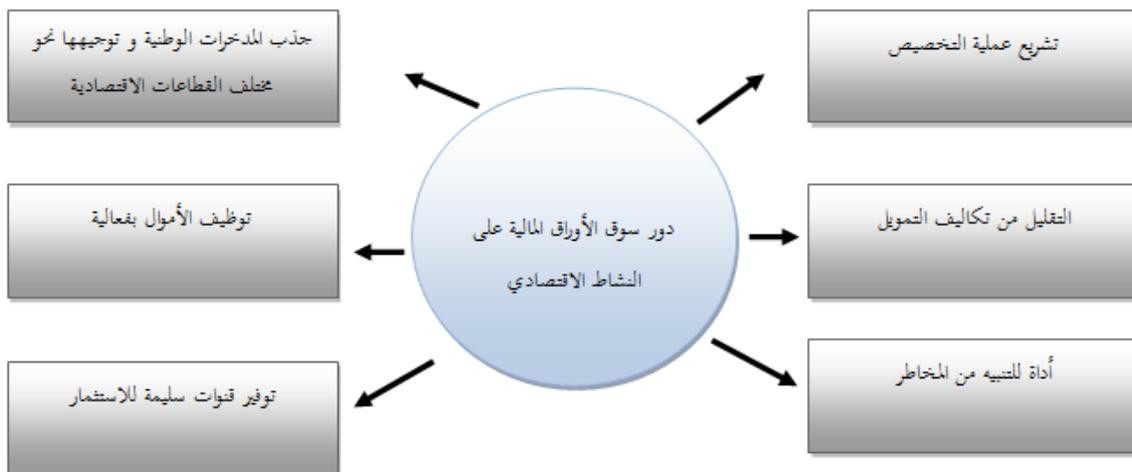
خامسا: تسريع عملية التخصيص وتسهيلها وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد.

سادسا: المساهمة في النهوض بمستوى الوعي الادخاري والاستثماري لدى مجموع المواطنين.

سابعا: تعزيز قدرة السلطة النقدية في الدولة على إدارة سياستها النقدية، من خلال استخدامها عمليات السوق المفتوحة كإحدى أهم الأدوات غير مباشرة لهذه السياسة.

ويمثل الشكل الموالي دور سوق الأوراق المالية على أداء النشاط الاقتصادي:

الشكل رقم (02): دور سوق الأوراق المالية على أداء النشاط الاقتصادي



المصدر : (عشة، 2011) بتصرف.

المطلب الرابع: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية

يعتبر النشاط الأساسي لسوق الأوراق المالية هو التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، حيث توجد العديد من الأطراف والجهات التي تتعامل في سوق الأوراق المالية وستتطرق في هذا المطلب إلى أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: طالبوا رؤوس الأموال: تمثل هذه الفئة مستخدمي الأموال في السوق والتي تشمل الأفراد، الدولة، الشركات التي تقل مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب في تغطية الاستثمار أو العجز الذي لديها وذلك بالاقتراض المباشر أو بيع أوراقها المالية (الداوي، 2012، صفحة 22).

الفرع الثاني: عارضوا رؤوس الأموال: هم أولئك الذين لديهم فائض في السيولة، ولا يرغبون في تركها من غير توظيف، فيدخلون في البورصة بغرض استثمار وتوظيف أموالهم نجد منهم مايلي: شركات التأمين، صناديق الادخار والتوفير، صناديق المعاشات، البنوك التجارية (سحنون م.، 2003، صفحة 136).

الفرع الثالث: الوسطاء: يقتصر امتياز التعامل في أسواق الأوراق المالية على المحترفين، حيث لا تقبل فاتورة عن الأوراق المالية إلا إذا كانت صادرة عن وسيط معتمد طبقاً للقانون، فالعمليات التي تجرى في سوق الأوراق المالية لا تعد صحيحة إلا إذا كانت تتم عن طريق وسيط معتمد من طرف لجنة السوق، بشرط تكون للوسطاء خبرة ودراية كافية في التعامل بالأوراق المالية، وبذلك يمكن للوسطاء عندما تجتمع لديهم مجموعة مختلفة من الأصول المالية أن يحققوا أشكالاً متنوعة من الوفورات الاقتصادية ويقوموا بأداء عدد كبير ومتميز من الوظائف، ويحصل مقابل ذلك على الفرق بين سعر شراء الورقة وسعر بيع الورقة (عمولة). (زينب و الفولي، 2003، صفحة 193)

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية موضوع التعامل داخل سوق الأوراق المالية مصدر تمويلي طويل الأجل في غالب أحيانه، ومن أبرز الأوراق المالية المتداولة نجد كل من أدوات الملكية، أدوات المديونية، الأوراق المالية المشتقة، الأوراق المالية المهجنة، وسوف نتطرق في هذا المبحث لتعريف كل منهما على حدى وخصائصهم ومختلف أنواعهم.

المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)

تشكل الأسهم أحد أنواع الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ويدرج ضمن هذا النوع عدة أصناف أخرى وهذا ما سنحاول التطرق إليه ومعرفته في هذا المطلب.

الفرع الأول: تعريف الأسهم : توجد عدة تعاريف للأسهم نذكر منها:

يعرف على أنه صك يمثل جزء من رأسمال شركة يعطي لصاحبه حقوق الشريك (المساهم)، وتستعمل أيضا هذه الكلمة للإشارة إلى أسهم شركات الاستثمار المرادف لحصص شائعة في الشركة (Joseph, Claire, & Huart, 2010, p. 12).

كما يعرف "صك" يثبت ملكية المساهم، حيث يقسم رأسمال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء يمثل كل جزء منها سهما، يكون لهذا السهم قيمة إسمية، قيمة إصدار، قيمة دفترية، قيمة حقيقية، قيمة سوقية وقيمة تصفوية" (مختار و حسيني، 2020، صفحة 70).

كما يمثل "مجموعة من الصكوك متساوية القيمة قابلة للتداول ويتمثل حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها وتحول بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الحصول الأرباح". (المحيسن، 2008، صفحة 143).

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن اعطاء تعريف شامل للسهم على أنه صك يثبت حق المساهم في شركة الأموال وهذا الحق قابل للتداول وفقا لقواعد القانون ، كما أنه يعطي الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة السنوية.

الفرع الثاني: خصائص الأسهم: هناك عدة خصائص نذكر منها: (مناصيرية، 2016، صفحة 113)

أولاً: ورقة مالية تعطي الحق لصاحبها في امتلاك جزء من رأسمال المؤسسة، حيث تكون قابلة للبيع أو الشراء في سوق الأوراق المالية.

ثانياً: تمثل حق ملكية.

ثالثاً: يتحصل صاحب السهم على عائد هو نصيبه في أرباح المؤسسة.

رابعاً: الدخل الذي ينتج عن السهم هو دخل متغير، حيث يرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة وبالآفاق الاقتصادية لهذه المؤسسة.

الفرع الثالث: أنواع الأسهم: تنقسم الأسهم إلى عدة فئات نذكر منها:

أولاً: من حيث الشكل: نميز ما يلي: (Robert, 2007, p. 83)

أ. أسهم إسمية: هي الأسهم التي تحمل اسم المساهم وتفيد بدفاتر الشركة حتى تثبت ملكية المساهم، ويجرى تداولها عن طريق تغيير القيود في دفاتر الشركة.

ب. أسهم لأمر: هي التي تصدر لأمر شخص معين وتتداول عن طريق التظهير.

ج. أسهم لحاملها: هي التي لا يذكر فيها اسم صاحبها، إنما يذكر فيها كلمة لحاملها ويعد حامل هذه الأسهم هو المالك في نظر الشركة، حيث تحقق الأسهم للحامل مزايا التداول السريع المحرر من كل اجراء، إذ تنتقل ملكيتها عن طريق المناولة باليد، لكنها تتعرض بالمقابل لخطر الضياع أو السرقة.

ثانيا: من حيث الحصة (القيمة): نذكر منها:

أ أسهم نقدية: وتتمثل في الأسهم التي يمتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا، فهي تمثل حصصا نقدية في رأس المال، وقد تكون هذه الأسهم محررة أي دفعت قيمتها كليا، أو قد تكون غير محررة أي دفعت بعض قيمتها كالنصف مثلا، حيث لا يشترط أن يدفع المساهم قيمة السهم كاملة عند الاكتتاب، ويكون مطالب بالباقي بحيث لو صفيت الشركة وعليها ديون مثلا يطلب من المساهم بدفع قيمة السهم المتبقي. (الحفيظي و سليمان، 2014، صفحة 214)

ب أسهم عينية: هي " الأسهم التي تقدم كاملة عند الاكتتاب بحيث لا يمكن تجزئتها، ويمكن للشريك أن يقدم حصة عينية إما على وجه التملك أو على وجه الانتفاع، وتوكل مهمة تقييم الأسهم العينية إلى شخص حيادي يسمى مندوب الحصص" (الرأس و شوايدية، 2021، صفحة 286).

ثالثا: من حيث الحقوق التي تمنح لحاملها: نذكر مايلي:

أ الأسهم العادية: تعد من الأصول طويلة الأجل التي ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمرة، حيث يعرف السهم العادي على أنه ذو صفة مالية قابلة للتداول تعطي الحق لحامله في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأس مال الشركة. " (برودي و فيلاي، 2020، صفحة 537).

كما تصنف الأسهم العادية إلى أنواع: (الطويل، 2020، صفحة 116).

1. الأسهم الاسمية: وهي اسم يثبت عليها اسم مالك السهم وتسجل الأسهم لدى الوحدة الاقتصادية باسم صاحب

الشأن.

2. أسهم إذنية أو لأمر: ويذكر اسم صاحب السهم في الشهادة مع اظهار الإذن أو الأمر.

3. أسهم لحاملها: لا تحمل شهادة الأسهم اسم صاحب السهم وإنما يصبح مالكا للسهم.

ب . الأسهم الممتازة: يعرف السهم الممتاز على أنه مستند ملكية، وإن كانت الملكية في حالة الأسهم الممتازة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية، نظرا لتمتع الأسهم الممتازة ببعض الحقوق الأخرى التي لا يتمتع بها حامل السهم العادي مثل إمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أوراق مالية أخرى". (الحناوي و العبد، 2005، صفحة 41).

يمكن تقسيمها إلى أنواع: (لقوي، 2019، الصفحات 14-15).

1. الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح: تشمل هذه الفئة من الأسهم الممتازة التي تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تعلن عن توزيعها بسبب من الأسباب، وذلك قبل اجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.

2. الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: وهي تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما كليا أو جزئيا، وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى.

3. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تتيح قابلية السهم الممتاز التحول إلى أسهم عادية ميزة كبيرة لحامل هذا النوع من الأسهم حيث تعطي له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية ، في حالة إذا ما ارتفع السعر السوقي عن السهم العادي، مما يحقق له مكاسب مالية كبيرة .

الفرع الرابع: قيم الأسهم: للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

أولا: القيمة التصفوية: قيمة السهم الذي يحصل عليها المالك عند انتهاء الشركة وتصفيته.

ثانيا: القيمة الدفترية: تعبر عن قيمة السهم في دفاتر الشركة، وهي حاصل قسمة حقوق المساهمين (رأس المال + الأرباح المحتجزة + الاحتياطيات)، مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة المكتتب بها. (سعيد، 2020، صفحة 32)

ثالثا: القيمة السوقية: وهو السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق بالنسبة إلى السهم العادي فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من القيم الدفترية للسهم، وذلك في ضوء ربحية الشركة، ففي بداية أعمال الشركة

من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية، وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للشركة يدل على مدى تحقيق الشركة للأرباح، وحين تحقق الشركة أرباحاً عالية ومتنامية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم، وبذلك فإن القيمة السوقية للسهم هي عبارة عن قيمة توازنية بين العرض والطلب في السوق وبالتالي تمثل اجماع السوق على قيمة السهم.

رابعاً: القيمة الحقيقية: يرتبط مفهوم القيمة الحقيقية بالأوراق المالية عامة وبالأسهم العادية بشكل خاص ويدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة وتحدد هذه القيمة بالنسبة للسهم على ضوء معطيات موضوعية تشمل قاعدة موجودات الشركة، الأرباح الموزعة على المساهمين، آفاق النمو المستقبلية وكفاءة إدارة الشركة. (الكراسنة، 2010، الصفحات 8-9)

جدول رقم (02): أوجه الاختلاف والتشابه بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة

معيار المقارنة	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة
طبيعة الاداة	أداة ملكية	أداة هجينة تجمع بين الدين و الملكية
العائد	المشاركة في الربح أو الخسارة بعد تحصل جميع الأطراف الأخرى على حقوقها	عادة ما يتحصل صاحبها على عائد ثابت
التصفية	تأخذ نصيبها من أصول الشركة عند التصفية وذلك بعد تسديد جميع التزاماتها (المرتبة الثانية)	الأولوية لأصحاب الأسهم الممتازة (المرتبة الأولى)
القيمة الاسمية	يصدر بقيمة واحدة وفقاً لقانون الشركات	يصدر بقيمة إسمية مختلفة الفئات
تراكم الأرباح	لا يمكن أن تتراكم أرباح الأسهم	يمكن أن تتراكم أرباح الأسهم
مستوى الدخل	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الأرباح	مقسوم إلى أرباح ثابتة
طبيعة الأسواق	أسواق تتصف بالعمق والاتساع وفعالة	أسواق محدودة وغير فعالة (غير نشطة)

	(نشطة)	
	محدد	المبلغ

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على عدة مراجع سابقة

المطلب الثاني: أدوات المديونية (السندات):

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل ولها عدة أنواع وحسب معايير مختلفة، وستطرق في هذا

المطلب إلى ماهية السندات.

الفرع الأول: تعريف السندات: توجد عدة تعاريف للسند من أهمها نجد:

تعرف على أنها شكل من صكوك الدين، وصك الدين هو تعاقد قانوني لعلاقة استئانة يمكن تداوله بالبيع

والشراء بين الأطراف، إن للكيانات الباحثة عن التمويل خياران رئيسيان لتعبئة الأموال، الأسهم (حصص الملكية)

والسندات فالسندات هي شكل من أشكال الاستئانة، أما الأسهم فشكل من أشكال الملكية والمستثمرون في السندات

يصبحون دائنين للجهة المصدرة لهذه السندات وهم يحصلون على سعر فائدة ثابتة مقدر (قسيمة الأرباح)، ويستردون

مبلغ الاستثمار الأولي (أصل الدين)، عند حلول أجل استحقاقه. "مختار ب.، 2020، صفحة 133)

كما تعرف على أنها العقد الذي بمقتضاه تتحدد التزامات الشركة المصدرة وحقوق حملة السندات، ومن أهم

البند التي يشملها هذا العقد مقدار الفائدة التي تدفعها الشركة عند مواعيد سداد الفائدة وتاريخ استحقاق السند على

الشركة المصدرة، والإجراءات القانونية الواجب اتخاذها في حالة الاخلال بأي بند من بنود العقد بالإضافة إلى بعض البنود

الاجرائية الأخرى الذي يشملها هذا المستند الهام. (مطلوع، 2001، صفحة 45)

أيضا تعرف على أنها عبارة عن أدوات مالية طويلة الأجل تثبت دينا على الجهة التي قامت باصدارها سواء

كانت شركة لها ترخيص للاذخار العام، أو حكومات أو جماعات محلية مقابل أن يحصل حاملها على معدل فائدة ثابت

سواء كان سنوي أو نصف سنوي، فالأصل في السند أن يكون ذات عائد ثابت وعادة ما يتم سداد قيمتها عند تواريخ

محددة. (Paul, 2003, p. 23)

ومن خلال التعاريف السابقة للسند يمكن اعطاء تعريف شامل على أنه أداة دين طويلة الأجل تثبت ديناً على الجهة التي قامت بإصدارها سواء كانت شركة لها ترخيص للاذخار العام، أو حكومات أو جماعات محلية، وله الحق في الحصول على عائد ثابت تتمثل في فائدة محددة التي تنتهي بانقضاء عمر السند.

الفرع الثاني: خصائص السندات: تتميز السندات بعدة خصائص نذكر منها: (مجيد، 2008، الصفحات 37-38).

أولاً: صك مديونية على الجهة التي أصدرته.

ثانياً: إستيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.

ثالثاً: قابلية السند للتداول، حيث يحق لحامله بيعه للغير، إذ تتحدد القيمة الجارية للسند في البورصة، اعتماداً على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجارية في السوق النقدية.

رابعاً: لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الوقت المحدد لتسديده.

خامساً: لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يمكن لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.

سادساً: تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع للضريبة.

الفرع الثالث: أنواع السندات: تشمل السندات على عدة أنواع من أهمها مايلي:

أولاً: حسب الجهة المصدرة: وهي نوعين: (بوكساني، 2006، صفحة 65)

أ. **سندات عامة:** وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائئوها

فهم البنوك، الشركات القطاع العام أو القطاع الخاص وتصدر بهدف:

1. تغطية ومواجهة العجز الموجود في الميزانية العامة.

2. نشر الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد.

3. التحكم في الأزمات الاقتصادية وذلك من أجل تحقيق التوازن الكلي.

ب. **سندات خاصة:** وهي السندات التي تصدرها شركات المساهمة أو المؤسسات التي تعمل في القطاع الخاص بهدف الحصول على التمويل اللازم، بدلا من اللجوء إلى اصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، وتتميز بكونها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا للمخاطر المترتبة من حامل السندات الحكومية في حالة عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

ثانيا: **حسب الضمان:** نميز ما بين: (بوضياف، 2020، الصفحات 42-43)

أ. **سندات مضمونة:** يعرف هذا النوع من السند على أنه مغطى برهن على أصول معينة كالعقارات مثلا، ويجب أن تكون القيمة السوقية للعقار الذي يتم رهنه مقابل السندات المصدرة أعلى من قيمة تلك السندات من أجل ضمانها، وفي حالة عدم قدرة الشركة على دفع قيمة السندات المستحقة مع الفوائد، فإنه يتم دفع قيمة السندات من قيمة العقار المرهون بعد تصفيته، كما أن عقد اصدار السندات قد ينص على وجود وصي أو أمين على الاصدار، وعادة ما يكون البنك هو الضامن في دفع قيمة السندات في حالة عدم قدرة الشركة المصدرة على ذلك.

ب. **سندات غير مضمونة:** عند اصدار هذا النوع من السندات لا تلتزم الشركة المصدرة لها بتعيين أي أصل من أصولها كضمان، وإنما يعتمد الدائنون في تلك الحالة على قوة المركز المالي للشركة كضمان لسد التزاماتها في مواعيدها المقررة .

ثالثا: **حسب قابلية الاستدعاء:** تصنف كالآتي (قط، 2016، صفحة 103)

أ **سندات القابلة للاستدعاء أو الاطفاء:** هي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وهو رد قيمتها قبل موعد استحقاقها عن طريق استدعاء السند، ويمكن أن يكون الاستدعاء عن طريق القرعة أو عن طريق ترقيمها، وتستحق قيمتها الإسمية بالإضافة إلى علاوة تسمى علاوة الاصدار.

ب **سندات غير قابلة للاستدعاء:** هي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها للاطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل فيالسندات أن تكون كذلك، إلا إذا نص قانون الاصدار على قابلية الاستدعاء للسند.

رابعا: **حسب طبيعة الفائدة:** من أهمها نذكر مايلي: (الشواوه، 2008، صفحة 78).

أ سندات بفائدة ثابتة: تكون الفائدة عليها ثابتة طويلة المدة.

ب سندات بفائدة متغيرة: تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء أسعار الفائدة السائدة في السوق.

ج سندات أنواع أخرى نميز بين: (العربي و قديد، 2021، الصفحات 391-393)

1. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: يحق لحاملها تحويلها إلى أسهم في فترة لاحقة، لا كنهم غير ملزمون بذلك ولهذا

النوع من السندات فوائد عديدة فهي تسمح للمستثمر التمتع بمزايا الأمان و المزايا السعرية ، كما تتيح للوسطاء الماليين

فرصة القيام بقدر كبير من التعامل والمتاجرة في البورصة.

2. سندات لا تحمل معدل كوبون: وهي سندات تباع بخخص عن القيمة الإسمية على أن يسترد المستثمر قيمته الإسمية

بحلول تاريخ الاستحقاق.

جدول رقم (03): أوجه الاختلاف بين السندات والأسهم

السند	السهم
1-دين على الشركة.	1-جزء من رأس المال الشركة.
2-حامل السند دائن بقيمة السند.	2-حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3-عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3-ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4-حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتي تغيير شكل قانوني،	4-حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
أوداماج شركة في أخرى.	5-حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا
5-حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو للنقصان.
6-حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع	6-عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد
الخسارة أو في حالة التصفية.	الديون كاملة.
7-القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الإسمية	7-القيمة الجارية أو السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من
على السند.	السهم وسعر الفائدة الجاري.
8-الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	8-عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.
9-حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو الحضور لاجتماعات الجمعية	9-للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات
العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	خاصة بما يتعلق بصيرورة العمل في الشركة.
10-يمكن اصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة	10-يمكن اصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية

أعلى من القيمة الاسمية.	وسعر الاصدار وهو ما يعرف بعلاوة الاصدار.
-------------------------	--

المصدر : (بوكساني، 2006، صفحة 65).

المطلب الثالث: المشتقات المالية

دفع الإقبال على سوق الأوراق المالية بالشركات والمستثمرين لايجاد أدوات مالية جديدة تسمى بالمشتقات

المالية، وفي هذا المطلب سنتطرق لأهم هذه الأدوات وهي المشتقات المالية.

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية: ومن أهم هذه التعاريف نجد:

"يشير إلى فئة واسعة من الأدوات المالية التي تتركز في الخيارات والعقود المستقبلية، وهذه تعد صكوك تستمد

قيمتها من سعر ومتغيرات أخرى ذات الصلة بالأصول الأخرى، وهي ليس لديها قيمة خاصة بما وتستمد قيمتها من

الأصول المالية الأخرى" (مدلول، متعب، و العباسي، 2019، صفحة 24).

"عقود تشتق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية...، وأن

هناك أنواع متعددة من المشتقات تمثل في عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود الخيارات، عقود المبادلات

(المقايضات)" (قندوز ع.، 2007، صفحة 10).

هي أيضا" عبارة على نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة الأصل ويطلق عليه بالأصل الأساس،

وترتبط تلك العقود المالية بمدة زمنية محددة وبسعر محدد وبشروط معينة تتحدد عند تحرير العقد بين البائع

والمشتري" (لقوقي، 2019، صفحة 18).

ومن التعاريف السابقة نستنتج أن المشتقات المالية هي عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية

وتتنوع هذه الأصول من أسهم، سندات، إذ ترتبط هذه عقود المشتقات المالية بفترة زمنية محددة وبسعر محدد وأيضا

بشروط محددة عند تحرير العقد بين الطرفين (البائع)، و(المشتري).

الفرع الثاني: خصائص المشتقات المالية: تتميز المشتقات المالية بمجموعة من الخصائص أهمها: (كتاف و ذهبية،

2017، الصفحات 383-384)

أولا: تستمد عقود المشتقات المالية قيمتها الكامنة من قيمة كيان آخر مثل: أحد المؤشرات كسعر فائدة، أو سعر ورقة مالية

معينة كالأسهم، أو أحد الأصول الحقيقية كالذهب، ولذلك سميت بالمشتقات.

ثانيا: يتم تسوية عقود المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي لاحق.

ثالثا: لا تتطلب عقود المشتقات المالية عادة استثمارات مبدئية بل تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد.

رابعا: تستخدم عقود المشتقات المالية للتحوط ضد مخاطر التغيرات المتوقعة في أسعار تلك الأصول.

خامسا: جني الأرباح من خلال المراهنة على اتجاهات حركة الأسعار.

الفرع الثالث: أنواع المشتقات المالية: من أهم وأبرز أنواع عقود المشتقات المالية المتعامل بها نجد:

أولا: العقود المستقبلية: سيتم فيما يلي عرض ماهية العقود المستقبلية

أ تعريف العقود المستقبلية: للعقود المستقبلية عدة تعاريف نذكر منها:

"عقود نمطية على الموجودات يتم تداولها في الأسواق المنظمة تقتضي بتسليم كمية محددة مسبقا على أن يتم

التنفيذ آجلا" (بلعابد و غفوري، 2022، صفحة 503).

كما هي "عبارة عن عقد يجمع بين البائع والمشتري، حيث يتوجب على الطرفين تسليم واستلام عن طريق

الوسيط أو السمسار، أصل مادي في مكان أو زمان محدد وبسعر محدد" (الاله و قдал، 2019، صفحة 170).

كما هي أيضا "التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه بواسطة طرف

ثالث كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد و زمان محدد وبموجب سعر محدد " (زيد و عيساوي، 2021،

صفحة 521)

ومن التعاريف السابقة نستنتج أن العقود المستقبلية إلتزام بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بتقدم أصل

مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق بواسطة وسيط أو سمسار أو بيت السمسرة.

ب خصائصها: تتميز العقود المستقبلية بعدة خصائص منها: (مدلول، متعب، و العباسي، 2019، الصفحات 45-

46)

1. عقود نمطية من حيث الشكل والحجم ويمكن مالمكها الأصلي تعديلها أو إلغائها بسهولة وقت التسليم، وقد تبين في

إحدى الدراسات أن أقل من 2% من هذه العقود تستمر حتى وقت التسليم من دون تعديل أو إلغاء.

2. تشمل طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع، ومن ثم ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف المقابل.

3. إن طريقي التعامل غالباً لا يعرفان بعضهما البعض، ومن ثم لا يدخلان مباشرة مع بعضهما البعض وإنما عن طريق غرفة المقاصة التي تعمل كمشتريه، فهي تعمل على توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان إنجاز العقود بكفاءة.

4. يتطلب المتاجرة بالمستقبليات ايداع هامش مبدئي لدى غرفة المقاصة كضمان لايفاء الأطراف بالتزاماتهم ويحدد الهامش بحسب ظروف السوق وسلوكيات المستثمر.

ج أنواعها: من أهم أنواع العقود المستقبلية نجد مايلي: (محيوي، 2015، صفحة 49)

1. عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبتاع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم الاتفاق عليها في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة .

2. عقود مستقبلية تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقاً، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر اقفال آخر يوم يتعامل في العقد.

3. عقود مستقبلية على سلع: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدار محدد من سلعة ما بسعر محدد في تاريخ محدد.

ثانياً: العقود الآجلة: وسوف نتعرض إلى ماهية العقود الآجلة

أ تعريف العقود الآجلة: من أهم هذه التعاريف نجد:

" عقد بين طرفين أساسين لبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل، وتستخدم المؤسسات

المالية العقود الآجلة بكثرة لتفادي تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية أو التمويل

الدولي". (عوايحية و مفتاح، 2017، صفحة 77)

العقد الآجل هو اتفاقية نمطية بين طرفين بهدف تثبيت شروط تبادل سوق يحدث في تاريخ لاحق في المستقبل، و بالتالي فهو يحدد من الآن كل من موضوع التبادل (ورقة مالية، عملة، سلعة) والسعر الذي سوف يتم على أساسه التبادل، والتاريخ الذي سوف يتم عنده التبادل في المستقبل. (السيسي، 2014، صفحة 132)

كما تمثل أيضا "عقود بين طرفين أساسين إما لبيع أو لشراء أصل معين وبتاريخ معين في المستقبل، وتستخدم البنوك والمستثمرون هذه العقود لتفادي تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية" (عيساوي، 2014، صفحة 168).

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن العقود الآجلة هي عقد بين طرفين لشراء أو بيع أصل معين بتاريخ لاحق في المستقبل وبسعر محدد مسبقا حيث تستخدمها البنوك والمستثمرون لتفادي تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف.

ب خصائص العقود الآجلة: تتميز بالخصائص التالية: (بهناس، 2010، صفحة 164)

1. لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية (مرنة)، وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد، لذلك فهما يملكان حرية التصرف في سلعة.
2. تتضمن مشكلة محتملة وهي متعلقة بمخاطر الائتمان أو مشاكل العجز وهي مخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على وفاء بتسديد التزاماته.
3. يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين.
4. تتحقق قيمة العقد الآجل في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل نهاية صلاحية العقد.
5. لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشقات الأخرى، فإذا رغب البائع والمشتري الخروج من الاتفاق فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله و يقبل أن يتم بيع العقد له.

ج. أنواع العقود الآجلة: تتمثل في: (خميسي، 2009، صفحة 05)

1. العقود الآجلة لأسعار الفائدة: وتستخدم هذه العقود في الحماية والتغطية ضد تقلبات أسعار الفائدة وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل.

2. العقود الآجلة لأسعار الصرف: اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد.

ثالثا: عقود الخيار: سيتم فيما يلي عرض ماهية عقود الخيار

أ. تعريف عقود الخيار: تعددت تعريف عقود الخيارات من أهمها مايلي:

عقود يمنح بموجبها مصدر الخيار حامل العقد الحق دون الالتزام بشراء أو بيع الأصل المالي بسعر محدد متفق عليه أثناء تحرير العقد وفي مدة زمنية محددة يمنح للمشتري هذا الحق مقابل مبلغ مالي ويسمى علاوة الاختيار تدفع لمصدر الخيار (Roger & David, 2001, p. 228).

كما هو عبارة عن عقد يمثل حقا للمشتري (وليس التزاما)، في بيع أو شراء شيء معين بسعر محدد (سعر التعاقد أو الممارسة)، خلال فترة زمنية محددة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد يسمى بعلاوة الصفقة الشريطية. (البرواي، 2001، صفحة 222)

كما يعرف أيضا "الاتفاق بين البائع والمشتري الذي يعطي الحق لحامله في بيع أو شراء وثيقة مالية أو أي عقد مستقبلي بسعر متفق عليه الطرفان في تاريخ محدد أو قبل انتهاء صلاحية العقد" (لعصامي، 2021، صفحة 180)

من خلال التعريف السابقة نستنتج أن عقود الخيار عبارة عن عقد يمثل حقا للمشتري، في بيع أو شراء أصل معين بسعر محدد أثناء تحرير العقد، خلال فترة زمنية محددة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الأصل بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد يسمى بعلاوة الاختيار.

ب. خصائصها: تتميز عقود الخيار بالخصائص التالية: (آعمر، 2013، صفحة 33)

1. إن مبلغ التعويض أو المكافئة أو ثمن الخيار يدفع لحرر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ.

2. إن تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالبا بعد مرور 3 أشهر من تاريخ الاتفاق.

3. قابلية للتداول كأبي عقود أخرى وعلى أساس عاملي العرض والطلب اللذان يتوقفان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد.

4. تحتوي على شروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى، ويتم تداولها في الأسواق المنظمة.

5. لا يطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة.

ج. أنواع عقود الخيار: يمكن التمييز بين عدة أنواع من عقود الخيار وهي كالآتي:

1. حسب طبيعة الصفقة: وتشمل مايلي:

- خيار الشراء: وهو عقد يسمح لحامله (مشتري حق الخيار) شراء عدد من الأوراق المالية أو السلع أو المؤشرات أو العملات الأجنبية بسعر محدد يتفق عليه يسمى سعر الممارسة أو (سعر التنفيذ) ، ولمشتري خيار الشراء الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق، ولكن على محرر الخيار التنفيذ إذا رغب مشتري الخيار ذلك ويدفع مشتري الخيار لمحرره تعويضا أو مكافاة لقاء ذلك الحق.

- خيار البيع: وهو عقد يتيح لحامله (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الموجودات أو الأوراق المالية بسعر محدد ومتفق عليه بين مشتري خيار البيع ومحرره، لكن على محرر العقد التنفيذ إذا رغب

مشتري خيار البيع ذلك واتفاق خيار البيع قابل للتداول في سوق الأوراق المالية. (دباس العبادي، 2008، الصفحات

97-98)

- عقد الخيار المزدوج: "تستخدم السياسة عندما يتم شراء خيار الشراء وخيار البيع في نفس الوقت لذات الأصل المالي متماثلة من حيث تاريخ التنفيذ وبعد الممارسة" (مرغاد، 2009، صفحة 15).

جدول رقم (04): تلخيص خيارات الشراء وخيارات البيع

نوع الخيار	خيار الشراء	خيار البيع
المشتري	<ul style="list-style-type: none"> - حق شراء أسهم في تاريخ التنفيذ. - تتحقق الأرباح من ارتفاع أسعار الأسهم. - ملزم بدفع علاوة - الربح غير محدد - الخسارة محددة 	<ul style="list-style-type: none"> - له الحق ببيع الأسهم في تاريخ التنفيذ. - تتحقق الأرباح من انخفاض أسعار الأسهم. - ملزم بدفع العلاوة - الربح غير محدد - الخسارة محددة
البائع	<ul style="list-style-type: none"> - ملزم ببيع الأسهم في تاريخ التنفيذ - تتحقق الأرباح من ثبات أو انخفاض أسعار الأسهم - له الحق في الحصول على العلاوة - الربح محدد - الخسارة غير محددة 	<ul style="list-style-type: none"> - ملزم بشراء الأسهم في تاريخ التنفيذ - تتحقق الأرباح من ثبات أو ارتفاع أسعار الأسهم - له الحق في الحصول على العلاوة - الربح محدد - الخسارة غير محددة

المصدر: (حنفي، 2004، صفحة 587) بتصرف.

2. حسب طريقة التنفيذ: نجد مايلي: (الحسين و الجوزي، 2017، صفحة 172)

- الخيار الأمريكي: الذي يتيح للمستثمر حق شراء أو بيع عدد محدد من الأوراق المالية بسعر محدد على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال المدة بين إبرام العقد وانتهائه.
- الخيار الأوروبي: هو مشابه لما سبق غير أنه تنفيذ العقد (بيع أو شراء) لا يتم إلا في تاريخ انتهائه.
- طريقة برمودا: ومن خلال هذه الطريقة يتم وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار، ومن الملاحظ إن هذه الطريقة تجمع بين الطريقتين السابقتين.

3. حسب التغطية: وتشمل مايلي: (الحناوي، فريد، و السيدة، 2007، صفحة 228)

- عقود الخيار المغطاة: هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

- عقود الخيار غير المغطاة: حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

4. حسب طبيعة الربحية: تميز بين مايلي: (سعودي، 2017، صفحة 300)

- خيارات الشراء المرهبة: يكون خيار الشراء مريح إذا كان السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ المحدد في العقد.

- خيارات الشراء غير المرهبة: يكون خيار الشراء غير مريح إذا كان سعر السهم السوقي أقل من سعر التنفيذ.

- خيارات الشراء المتعادلة: يكون خيار الشراء متكافئ، إذا تساوى سعر السوق مع سعر التنفيذ.

د. العوامل المؤثرة للخيارات المالية: ومن أهم هذه العوامل نجد:

(+) تأثير إيجابي/(-) تأثير سلبي

جدول رقم (05): العوامل المؤثرة للخيارات المالية

العوامل المحددة لقيمة الخيار	خيار الشراء	خيار البيع
سعر السهم الضمني	+	-
الفارق المعياري لمعدلات المردودية على السهم	+	+
معدلات الفائدة	+	-
تاريخ الاستحقاق	+	+
سعر التنفيذ	-	+
أرباح الأسهم الموزعة	-	+

المصدر: (وسام، 2003، صفحة 390).

ومما سبق يمكن أن نستنتج مايلي:

- **سعر السهم الضمني:** يلاحظ أن مستوى سعر السهم تأثير إيجابي على خيار الشراء، في حال ارتفاعه، وتأثير سلبي في حال انخفاضه، والتأثير هذا هو معاكس تماما فيما يتعلق بخيار البيع.
- **الخطر المرتبط بالسهم الضمني:** يقاس من خلال الفارق المعياري لمعدلات المردودية، وكلما كان تشتت الممكن لسعر السهم أوسع كلما ارتفع احتمال أن يكون سعر السهم أعلى من سعر التنفيذ، يستخلص من ذلك، أن العلاوة (سعر الخيار)، لخيار الشراء تزداد ارتفاعا كلما أصبح الفارق المعياري لمعدلات المردودية على السهم أكثر أهمية، وهذا التعليل ينطبق مع نفس النتائج على خيار البيع.
- **تأثير معدل الفائدة:** هو إيجابي بالنسبة لخيار الشراء وسلبي بالنسبة لخيار البيع، يشكل هذا العنصر أحد مركبات مردودية الاستثمار، وهو يزداد أهمية كلما ارتفع معدل الفائدة وابتعد أكثر فأكثر يستنتج أن علاوة خيار الشراء تتغير في نفس اتجاه معدل الفائدة البعيد عن الخطر، وهذا التعليل ينطبق مع نتائج معاكسة على خيار البيع.
- **سعر الممارسة (سعر التنفيذ):** له تأثير مباشر أيضا ففي سعر ممارسة منخفض خيار الشراء أكثر تكلفة من لو أن السعر مرتفع، بالنسبة لخيار البيع يتم الحصول على النتيجة المعاكسة.
- **تقلب السهم:** كلما زادت درجة حساسية السهم للتقلب تزيد أسعار الخيارات.
- **المدة الزمنية (تاريخ الاستحقاق):** تعتبر المدة الزمنية عاملا إيجابيا في حالة خيار الشراء مما يسمح لمشتري خيار الشراء التوظيف بمعدل خالي من المخاطر، وعاملا سلبيا في حالة خيار البيع لأن المستثمر لا يملك المال، بالإضافة إلى دفعة قيمة مقابل ذلك.
- **توزيعات أرباح الأسهم:** يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم المذكور، وعلى وجه متلازم، إلى انخفاض في العلاوة بالنسبة لخيار الشراء، على العكس من ذلك فإن الظاهرة تتسبب بارتفاع في قيمة خيار البيع، فتسديد ربح السهم يعود بالفائدة على مشتري خيار البيع لأنه سيتوجب عليه تسليم ورقة مالية أرخص ثمنا. (وسام، 2003، الصفحات 390-391) يتصرف

رابعا: عقود المبادلة: سيتم عرض المفاهيم المتعلقة بعقود المبادلة

أ. تعريف عقود المبادلة: لعقود المبادلة عدة تعاريف نذكر منها:

تمثل التزامات لتبادل مجموعة من التدفقات النقدية بأخرى، فبالنسبة لمقايضة أسعار العملات فعادة ما تقوم الأطراف الأخرى بتبادل دفع العملات بسعر ثابت، وبسعر عائم وبعملة واحدة، دون تبادل أصل المبلغ، أما مقايضة العملات فنتم بموجبها تبادل العملات بسعر ثابت مع أصل المبلغ وذلك بعملات مختلفة. (عيساني، 2016، صفحة 526)

يعرف أيضا على أنه اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل سلعة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية وهذا على فترات (دورية، شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية)، لهذا يمكن القول أن عقد المبادلة عبارة عن سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، كما أنها لا تخضع للتسوية على فترات يومية مثل العقود المستقبلية ولا للتسوية عند نهاية فترة العقد مثل العقود الآجلة وإنما تخضع للتسوية على فترات دورية. (سماري، 2017، صفحة 433)

كما يعرف على أنه التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع من التدفق النقدي وأصل معين يمتلكه أحد الطرفين في مقابل تدفق أصل يمتلكه الطرف الآخر بالسعر الحالي، وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق. (شرون و الرزقي، 2020، صفحة 41)

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن عقود المبادلة اتفاق بين طرفين لتبادل تدفقات نقدية معينة وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق.

ب. خصائص عقود المبادلة: ويتميز عقد المبادلة بما يلي: (الضب، 2020، صفحة 483)

- تحقق هيكل إقراض بالتكلفة المرغوبة.

- تمكن المقرضين للحصول على مصادر تمويل جديدة.

- لا تتطلب دفع علاوة أو الهوامش في أغلب أنواعها.

- تتمتع بمرونة كبيرة ويمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين.

ج. أنواع عقود المبادلة: تصنف إلمايلى: (بباس، 2016، صفحة 136)

1. مبادلة السلع: هي مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل

التعاقد بالسعر السائد، ويتم سداد الثمن فورا وبيعها في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا وبحيث يتم السداد

على فترات متفق عليها.

2. مبادلة الأسهم: الاتفاق على المبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم لمعدل عائد

على سهم أو أصل مالي .

3. مبادلة أسعار الفائدة: الاتفاق بين طرفين مقترضين أحدهما يدفع فائدة متغيرة والآخر يدفع فائدة ثابتة أو بين

مقترضين أحدهما يقبض فائدة متغيرة والآخر يقبض فائدة ثابتة على أن يدفع المقترض الأول للمقترض الآخر فائدة ثابتة

عن مبلغ مماثل لمبلغ القرض.

من خلال النظرة البسيطة للمشتقات المالية يمكن القول أن المشتقات المالية لا يمكن أن تنشأ دون أن يكون

هناك الأدوات المالية الأصلية (الأسهم، السندات، العملات، معدات) ، حيث نجد الأصول تنقسم إلى :

أصول حقيقية : عقارات ، سلع، معدات، آلات.
أصول مالية: الأسهم، سندات، حسابات الادخار.
حقوق ملكية على الأصول المالية السابقة: وهذه تسمى المشتقات المالية

جدول رقم (06): أهم الفروقات بين المشتقات المالية

العنصر	عقود المستقبلات	عقود الآجلة	عقود الخيارات	عقود المبادلة
الطرف الملزم بتنفيذ العقد	البائع والمشتري	البائع والمشتري	البائع	البائع والمشتري
التسليم الفعلي للأصل	نادرا حيث يتم إغلاق المركز قبل أجل الاستحقاق	غالبا حيث يتم إغلاق المركز بتسليم الأصل بتاريخ الاستحقاق	نادرا	نادرا
عقود نمطية ومحددة القيمة	نعم	لا	نعم	نعم
نوع السوق	منظم	غير منظم	منظم	غير منظم
الطرف الملزم بدفع	البائع و المشتري	البائع و المشتري	البائع	لا يوجد

الهامش				
التسوية النقدية	كل يوم بيوم	آخر يوم بالتعاقد	كل يوم بيوم	آخر يوم
مخاطر عدم السداد	منخفضة	عالية	منخفضة	مرتفعة
مخاطر التسويق	منخفضة	عالية	منخفضة	مرتفعة
تكلفة التعاملات	منخفضة	عالية	منخفضة	منخفضة
المرونة في توفرها بالسوق	منخفضة	عالية	منخفضة	مرتفعة

المصدر: (متولي، 2010، صفحة 260) بتصرف.

الفرع الرابع: المستثمرون في أسواق المشتقات المالية: إن المستثمرين في أسواق المشتقات المالية يندرجون تحت

الشرائح الآتية: (الداغر، 2005، الصفحات 125-126)

أولاً: المضاربون : تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية ، من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.

ثانياً: المتحوظون: تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، إذ أن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكيد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، ولكن ذلك لا يعني ضمان كامل.

ثالثاً: المراجحون: وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هنالك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من السوق المنخفض الأسعار وتبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار وتحقق ربح عديم المخاطر، ومعظم عمليات بيع وشراء العملات تدخل في هذه التعاملات، وساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة.

ومما سبق نستنتج أن المضاربون يشترون ويبيعون في أوقات مختلفة وفي نفس السوق، أما المراجحون يشترون ويبيعون في أسواق مختلفة وفي نفس الوقت، أما بالنسبة للمتحوظون تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية حيث تستخدم لتخفيض المخاطر الناشئة والحماية ضد التغيرات التي يمكن أن تشهدها الأسواق .

الفرع الخامس: الأوراق المالية الهجينة:

أولاً: تعريف الأوراق المالية الهجينة: "الأوراق الهجينة مزيجاً من ميزات أوراق المديونية وأوراق الملكية، وتعد السندات القابلة للتحويل والسندات التي ترافقها نوعاً هجيناً من الأوراق المالية، فهي تشتمل على خصائص مشتقة من ورقة تصدرها المنظمة بسعر متفق عليه" (حازم، 2007، صفحة 173).

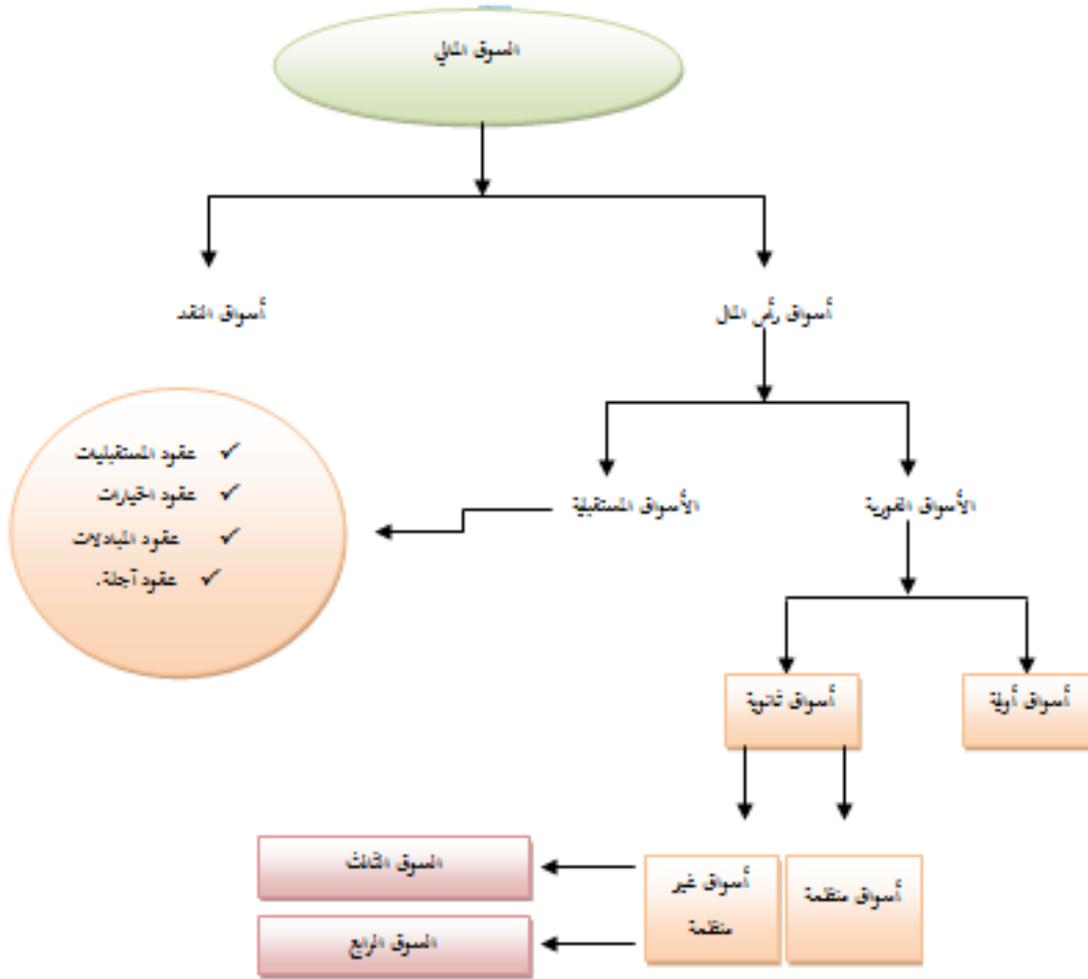
ثانياً: أنواعها: نميز مايلي:

أ. **سندات المساهمة:** "سندات دين تتكون من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استناداً إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة، وبذلك فهي سندات قابلة للتداول" (فوزي م.، 2006، صفحة 399).

ب. **سندات بقسمة الاكتتاب في الأسهم:** هي سندات تمتاز بخاصية الاكتتاب في الأسهم تصدرها الشركات في حالة زيادة رأسمالها في المستقبل وتتم هذه الزيادة عن طريق قسمة الاكتتاب في الأسهم تكون مسعرة أو متفاوض عليها. (Mansouri, 2002, p. 206)

ج. **شهادات الاستثمار:** جزء من رأسمال الشركة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد وتلجأ الشركة إلى هذا النوع من الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة (Yvis, 1997, p. 03).

الشكل رقم (03): مخطط توضيحي لتصنيف الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على عدة مراجع سابقة

من خلال الشكل السابق نستنتج أن:

سوق النقد هو سوق التمويل قصير الأجل، في حين سوق رأس المال هو سوق التمويل متوسط وطويل الأجل، حيث أن سوق رأس المال هو المكان الذي يجتمع فيه البائع والمشتري لنوع معين من السلع هو الأوراق المالية أي الأسهم والسندات والمشتقات المالية ومن خلال هذه العملية يتم تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية.

المبحث الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية وآليات التعامل فيها: إن التعامل في سوق الأوراق المالية يتطلب مجموعة من الآليات التي تحكم تصرفات المتعاملين فيه، وتسهيل التجارة في الأوراق المالية، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: عمليات سوق الأوراق المالية

تقسم عمليات سوق الأوراق المالية سواء في البيع أو الشراء إلى عمليتين عمليتين عاجلة وعمليات آجلة وستعرض إليها بالتفصيل من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: العمليات العاجلة: والتي تتمثل في العمليات التالية:

أولاً: تعريفها: "عمليات سريعة يتم بموجبها البيع والشراء بشكل آني وفقاً لسعر السوق المالي وهو السعر الذي يقبل به كل من البائع و المشتري على حد سواء" (عطون، 2005، صفحة 220).

ثانياً: أنواع العمليات العاجلة: وهي كالآتي:

أ. **عمليات الشراء بالهامش:** وهذا يعني أن يدفع المشتري جزءاً من قيمة الأوراق المالية التي اشتراها، ثم يقترض الباقي من سمساره (الوسيط) مقابل فائدة محددة، بشرط أن ترهن الأوراق المالية المشتراة عند السمسار كضمان للقرض، ويظهر البعد المالي في هذه الصورة من خلال توقعات المشتري للزيادات المستقبلية في سعر الورقة المالية المشتراة في المستقبل، وبذلك يضمن قيمة الأوراق المالية مع فائدة القرض من الوسيط مع هامش ربح، وقد لا تأتي كل توقعاته فيخسر كل شيء. (الرفاعي، 2010، صفحة 15)

ب. **البيع على المكشوف (البيع القصير):** هي عملية يقوم من خلالها من لا يملك السهم ببيعه متوقعاً هبوط سعره، ومن ثم إعادة شرائه فيما بعد والاستفادة من فروق الأسعار، وهو نوعان:

1. الأول: يتم من خلال الاقتراض من مالكه عبر سمساره السوق.

2. الثاني: يسمى بالبيع على المكشوف العاري* (بورقة، 2022، صفحة 339)

الفرع الثاني: العمليات الآجلة: و التي تتمثل فيما يلي:

أولاً: تعريفها: " العمليات التي تمنح المتعاملين إمكانية شراء أو بيع الأوراق المالية لأجل متباعدة في الزمن حيث لا يدفع الثمن ولا تسلم الأوراق وقت عقد الصفقة" (شريط، 2012، صفحة 103).

* **البيع على المكشوف العاري:** هذا النوع يقوم فيه المضارب ببيع السهم دون أن يكون لديه سهم مقترض أساساً، أي يبيع المضارب أسهماً لم يتم بإقتراضها، ويوجد هذا النوع بكثرة في الأسواق العالمية نظراً لكثرة مخاطره.

ثانيا: أغراض المتعاملون بالمعاملات الآجلة: هناك ثلاثة أغراض للمتعاملين بالمعاملات الآجلة وهي: (شكري م.، 2012، الصفحات 70-71)

أ. المضاربة: هدفها الأساسي هو تحقيق ما يسمى بالأرباح الرأسمالية التي تتمثل في الفرق بين سعر الورقة الذي عقدت به الصفقة، وبين سعرها الذي يحدد في يوم التصفية.

ب. الاحتياط: (التغطية): يقوم المستثمر حماية أنفسهم من مخاطر أسعار أوراق مالية يملكها.

ج. الموازنة: محاولة الاستفادة من فروق الأسعار في البورصات المختلفة وذلك بالشراء في البورصات ذات السعر المنخفض والبيع في البورصة ذات السعر المرتفع.

ثالثا: أنواع العمليات الآجلة: نميز بين مايلي:

أ. العمليات الباتة القطعية: الآن وبعد دخول الأفراد في سوق التجارة الآجلة، وقد أصبحت لديهم الصلاحية للعمل فيها، يمكن لهؤلاء الأفراد إما أن يقوموا بإجراء عمليات باتة قطعية وتتم من خلال عمليات الاحتياط التي تقدمها سوق العقود المستقبلية للمتحوطين من صناعيين ومنتجين لسلع متعددة، بالإضافة أيضا إلى عمليات المضاربة في السوق الآجلة. (الطواي، 2011، صفحة 18)

ب. العمليات الشرطية: وهي تلك العمليات التي تأخذ 3 أشكال وتتمثل في الآتي: (فواز، 2010، صفحة 81)

1. العمليات البسيطة: التي يخير فيها المشتري بين استلام الصكوك وتسليم الثمن أو عدم اتمام العملية.
2. العمليات المركبة: يخير فيها المضارب بأن يكون مشتريا أو بائعا أو يلغي العقد حسب رغبته ومصالحته.
3. العمليات المضاعفة: يحق فيها للمضارب بأن يضاعف كمية السلعة المتعاقد عليها وذلك بغرض مضاعفة الربح، مقابل تعويض يدفعه من يرغب ويبحث عن المضاعفة.

المطلب الثاني: قواعد التعامل في سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية عن طريق اصدار الأوامر، حيث أن كل عملية بالسوق تتم بمجرد تلقي الوسيط

أمرا بالشراء أو البيع، كما أن لتحقيق التوازن بين العرض والطلب ولاثمام عملية

تداول الأوراق المالية توجد عدة تقنيات والتي تعرف بتقنية تسعير البورصات.

الفرع الأول: أوامر سوق الأوراق المالية: وستتطرق إليها من خلال مايلي:

أولاً: تعريف الأوامر: " يقصد به التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء كي يبيع أو يشتري في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له وفي جميع الحالات يجب تنفيذ الأمر واجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة" (محفوظ، 2002، صفحة 25).

ثانياً: أنواع الأوامر: تنفذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية في البورصة عن طريق السماسرة الأعضاء والمسجلين بالبورصة ويتلقى السمسار من قبل العملاء على أوامر التعامل بالبيع أو الشراء، ويأخذ أمر التعامل بالشراء أو البيع أحد الأشكال التالية: (حمداوي، 2017، الصفحات 98-99-100)

أ. أوامر السوق: طبقاً لأمر السوق يطلب العميل من الوسيط تنفيذ العملية سواء بالبيع أو الشراء، ويعتبر هذا الأمر من الأوامر التي يمكن أن ينفذها الوسيط بسرعة بمجرد استلام الأمر، وفي ظل أمر السوق لا يمكن للمستثمر تقدير نتائج العملية بدقة لعدم إمكانية معرفة السعر الذي ينفذ بالأمر إلا بعد إتمام تنفيذ الأمر.

ب. الأمر المحدد: ويطلق عليه تسمية الأمر المشروط، إذ يكلف العميل السمسار بتنفيذ الصفقة بسعر معين، ويجدر الذكر أن المستثمر عادة ما يحدد فترة تنفيذ هذا الأمر كأن يكون الأمر صالح التنفيذ خلال يوم أو أسبوع مثلاً، وعند انقضاء المدة دون تنفيذ الأمر بسبب عدم سعر الورقة إلى السعر المحدد، يصبح الأمر ملغى، ولا يمكن تنفيذه، وعلى المستثمر أن يصدر أمراً جديداً بشروط جديدة أو بنفس الشروط السابقة.

ج. أمر التوقف: من أجل تجنب الخسائر فإن العميل يرسل إلى الوسيط أمر، خاصة عندما ينخفض سعر الورقة المالية، وهناك أمر توقف خاص بأمر البيع وأمر توقف خاص بأمر الشراء، إذا تعلق الأمر بأمر التوقف المتعلق بالبيع فعلى الوسيط أن ينفذ العملية فوراً عندما يصل سعر الورقة في السوق إلى السعر المحدد في أمر التوقف أو إلى أقل منه، أما بالنسبة لأمر التوقف المتعلق بالشراء فيجب على الوسيط تنفيذ العملية على الفور، إذا وصل سعر السهم المرغوب شراؤه مستوى معين ومحدد في أمر التوقف أو أكبر منه خاصة إذا كان احتمال وجود ارتفاع مستمر في سعر السهم.

د. الأمر المفتوح: فإنه يتم التعامل بها طالما لم يتم الغاؤها، وقد يحدد لمثل هذا النوع من الأوامر فترة زمنية وفقاً لذلك يتم شراء الأسهم بالسعر المحدد إلى أن يتم تنفيذ الأمر .

ثالثاً: تكاليف تنفيذ الأوامر: تتضمن عملية تنفيذ الأوامر نوعين من التكاليف تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة وفيما يلي نوضح كل منهما: (الموشي، 2018، صفحة 64)

أ. التكاليف المباشرة: تشمل تكاليف المعاملات وتضم عدة مكونات أهمها عمولة السمسرة التي تحدد بالتفاوض مع السمسار والبرج الذي يحققه المتخصص أو التاجر ويتمثل في الفرق بين السعر الذي اشترى به الورقة وسعر البيع ويطلق عليه الهامش.

ب. التكاليف غير مباشرة: و تتمثل أهم عناصرها مايلي:

1. تكلفة الفرصة البديلة: والتي تتمثل في العائد الذي كان يمكن الحصول عليه لو تم توظيف تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى.

2. تكلفة الوقت: والجهد المبذول من قبل المستثمر في تقييم وتحليل الأوراق المالية محل الاستثمار.

3. التكلفة النفسية: وهي تلك الحالة من القلق التي تنتاب حول الاستثمار واحتمال تدهور قيمته.

الفرع الثاني: التسعير في سوق الأوراق المالية:

أولاً: تعريف التسعير: سعر البورصة هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية معينة أثناء إحدى الجلسات في البورصة وهناك العديد من تقنيات التعامل أو كما تعرف بتقنيات التسعير والتي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية المختلفة، وتهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعاً. (حمزة ع.، 2010، صفحة 72)

ثانياً: طرق التسعير: هناك وسائل وطرق مختلفة للتسعير نذكر منها مايلي:

أ التسعيرة بالمطابقة: و تكون عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء والكمية نفسها فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني (الميني، 2009، صفحة 242).

ب التسعير عبر الدرج: هي طريقة كتابية سهلة وسيطة يتم اللجوء إليها في حالة ما إذا كان التبادل بكميات قليلة من الأوراق المالية، في ظل هذه التسعيرة يتم تسجيل كل الأوامر الخاصة بالورقة مالية ويوضع تحت تصرف وسيط مالي، إذ يحتوي هذا الدرج على اسم الورقة المالية أين تتركز كل المعاملات من عروض وطلبات. (بوضياف، 2020، صفحة 25)

ج التسعير عبر الصندوق: تشبه هذه التقنية تسعيرة الدرج حيث يتم اللجوء إليها بصفة خاصة في حالة عدم استطاعة السوق الوصول إلى التوازن وفي حالات استثنائية مثل تعدد وكثرة عروض البيع، طلبات الشراء، كما نجد في حالة تسعير أوراق مالية تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات تخرج عن التعامل العادي. (عيجولي، 2007، صفحة 79)

ثالثاً: أساليب القيد والتداول في البورصة: يتم قيد الأوراق المالية وتداولها في البورصة عن طريق الاكتتاب العام في الأسهم أو السندات التي تصدرها إحدى الشركات وأهم هذه الأساليب نجد: (حسن أ.، 2007، الصفحات 127-128)

أ الاكتتاب المباشر: وهو من الطرق الشائعة في الاكتتاب، يتم عن طريق بورصة الأوراق المالية إذ يقوم السمسار كعضو عامل في البورصة بمساعدة إحدى بيوت الاصدار اتفاق مع عدد من كبار المستثمرين على شراء الأوراق المالية المصدرة من إحدى الشركات التي تتميز بخصائص إدارية وتمويلية جيدة، وبمجرد تنظيم عمليات الاكتتاب يقدم السمسار طلباً لبورصة الأوراق المالية مرفقاً بتصريح من بنك الاصدار ومن ثم يقوم بإعلان عن هذا الاصدار مع إيداع صورة من الإعلان لدى موثق الشركات، إلا أن الشركة تحصل على تصريح الاكتتاب والتعامل بالأسهم إذا تم الاكتتاب فعلاً بالكامل.

ب الاكتتاب العام: وهو بيع الأوراق المالية للجمهور، فإذا كانت الشركة المصدرة للأوراق المالية مسجلة في البورصة، فإن الاصدار العام يتم عن طريق أحد السماسرة العاملين بالبورصة للاتفاق على حجم وشكل الاصدار ثم بعد ذلك تتم كافة إجراءات التصريح بالاصدار من قبل البورصة .

ج العرض للبيع: وبموجب هذه الطريقة يتم عرض الورقة المالية للبيع على الجمهور وبسعر أعلى من سعر شرائها ويتم هذا البيع في الصفقات العادية التي تتم في البورصة.

د الاصدار عن طريق العطاءات: ويهدف إلى حصول الشركة المصدرة للورقة المالية على الفروق المتوقعة في الأسعار حيث تقوم الشركة بتحديد سعر مبدئي (أولي) للورقة المالية، ثم يتقدم المستثمرون بعطاءاتهم لشراء الكمية المصدرة بحد أقصى، إذ يتم تحديده للمستثمر الواحد ويتم البيع لأصحاب العطاءات الذين يتقدمون بسعر أعلى.

المطلب الثالث: شروط وآليات عمل سوق الأوراق المالية

يتطلب قيام بورصة فعالة تسمح للمؤسسات الاقتصادية من تمويل توسعتها الاستثمارية، وكذا تمويل عجز ميزانية الدولة من خلال الأعوان ذو الفائض لذا ينبغي توفر جملة من الشروط الأساسية لضمان أداء البورصة لنشاطاتها وأيضاً مجموعة من الآليات والإجراءات تحكم تصرفات المتعاملين وإبرام صفقات ناجحة وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب.

الفرع الأول: شروط قيام سوق الأوراق المالية: نذكر منها: (صلاح ع.، 2018، الصفحات 80-81).

أولاً: وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل.

ثانياً: وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار، وتعدد الأدوات المالية المطروحة للاستثمار.

ثالثاً: نشاط متنوع لمؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في عدة مجالات وأهمها تعبئة المدخرات وتوليد الاستثمارات.

رابعاً: ضرورة النمطية في المعاملات المالية وهي الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية فعالة.

خامساً: سهولة الاتصال بين المتعاملين وتطوير أجهزة التسجيل ونظم المعلومات داخل البورصة.

سادساً: تحديد إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تتم داخل البورصة وحماية المتعاملين من المخاطر.

سابعاً: الانفتاح الكبير على البورصات العالمية ومواكبة تكنولوجيا الدول المتقدمة والتكيف مع التحولات الحاصلة.

الفرع الثاني : كيفية عمل سوق الأوراق المالية: هي عملية تجارية بحتة تقوم على البيع والشراء كأى عمليات تجارية

أخرى، يشترط على المدخر الراغب بالقيام بهذه العملية توكيل شركة وساطة للقيام بها ويقوم بتحرير أمر خطي في حال

رغب بالشراء أو البيع، وهذه الأوامر تختلف بين أن تكون أمر لحظي أو لغاية أمر واحد أو صالح ليوم واحد أو مفتوح

حتى إلغاءه بأمر آخر، لا يعرف كل من المشتري أو البائع هوية الطرف الآخر، وتبقى العملية في إطار شركات الوساطة

ولهذا أسباب عديدة منها: حماية مصداقية العملية التجارية. (خالد، 2018، صفحة 92).

الفرع الثالث: آلية عمل سوق الأوراق المالية: على كل من يرغب باستثمار أمواله في البورصة أن يقوم بإحدى

العملتين التاليتين: (نبيه، 2012، صفحة 20)

أولاً: إما أن يفتح مباشرة حساباً في إحدى الشركات المسجلة في البورصة أصولاً، وهذا يتطلب فقط تقديم ما يثبت حالته

المدنية (الهوية الشخصية)، وتوقيعه و تقديم أو دفع المبالغ الضرورية.

ثانياً: أو أن يمر إلى البورصة عن طريق المصرف الذي يتعامل معه وذلك بفتح حساب ملحق بحسابه العادي، وبطبيعة الحال سيستخدم هذا المصرف بشكل إلزامي خدمات إحدى الشركات المسجلة في البورصة.

في الواقع يتم نقل الأوامر من وإلى البورصة بكل بساطة وسهولة إذا كان بهدف شراء الأسهم والسندات أو بهدف بيعها بسعر معين أو بأفضل سعر أو بسعر السوق، منذ تعميم التسجيل المستمر للأسعار عن طريق الكمبيوتر، وعن طريق الهاتف قبل أو أثناء العمل وهذا لا يتطلب إلا تأكيداً مؤرخاً وموقعاً من قبل الشخص المعني (الزبون)، وفي الحقيقة تتطلب هذه الآلية القديمة المستخدمة منذ عدة قرون على الرغم من بساطتها توفر هياكل أو بنية تحتية متينة وقوية.

المبحث الرابع: التقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في الأسواق المالية لما له من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر فيها المجتمع ككل، الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حيز التعامل فيها حتى يتصف هذا السوق بالكفاءة، كما أن للمؤشرات دور كبير في تطور هذه الأسواق فسوف نتطرق في هذا المبحث إلى كل من كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات السوق بالإضافة إلى سوق الأوراق المالية العربية والآفاق المستقبلية لها.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية:

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافاً كبيراً بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناءً على المعلومات الواردة، وستتطرق في هذا المطلب إلى ماهية السوق الكفئ.

الفرع الأول: تعريف وخصائص ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية: لكفاءة سوق الأوراق المالية عدة تعريفات نذكر منها:

تعني أنه " لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين التوصل إلى نتائج محددة بشأن سعر

السهم" (العرييد، 2002، صفحة 47).

كما يمثل سوقا يعكس فيه سعر السهم الصادر عن مؤسسة ما جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، إذا كان الأمر كذلك فيمكن القول أنه في ظل السوق الكفئ فإن القيمة السوقية للسهم هي القيمة العادلة التي تعكس القيمة المعنية والتي يتولد عنها عائد لتعويض المستثمر، مما ينطوي على الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر ولاكن رغم توفر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، فإن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما. (بوالكور، 2018، صفحة 610)

كما تعرف أيضا على "أما السوق الذي تتكافأ فيه فرص الحصول على المعلومات عن الأدوات المالية لجميع المتعاملين، بحيث لا يستطيع أي مستثمر استغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي" (ثابت و فويدري ، 2020، صفحة 18).

ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج أن كفاءة سوق الأوراق المالية تعني السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية مساوية تماما لقيمتها الحقيقية.

الكفاءة: الأسعار السوقية = الأسعار الحقيقية

ثانيا: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء: يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها

السوق الكفاء هي كالأتي: (معارفي و مفتاح، 2010، صفحة 182)

أ يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم.

ب المعلومات متاحة للجميع من المقرضين، المستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات، دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.

ج حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.

د وجود عدد كبير من المتعاملون مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق

هـ مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

ثالثا: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: لتحقيق التخصيص الكفئ للموارد المالية لابد من توفر سمتان أساسيتان تعدان متطلبان أساسيان لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية وهما:

أ كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): "و" يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة". (زيد، 2015، صفحة 38)

ب كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): "يقصد بها قدرة السوق على خلق حالة من التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المشاركين في السوق تكاليف مرتفعة وبحيث لا يمكن لأي فرد أو جهة (التجار أو المتخصصين أو صناع السوق) من تحقيق هامش ربح أعلى". (مسعداوي، 2014، صفحة 14)

الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية: وتنقسم إلى مايلي: (خزان، 2014، صفحة 73)

أولاً: الكفاءة الكاملة (النامة): يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحصيل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف، وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- أ شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- ب حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق أو على بيع أو شراء لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها، وقابلية الأوراق المالية للتجزئة.
- ج تواجد عدد كبير من المستثمرين أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية: في هذا النوع يتوقع أن يمضي وقت معين منذ وصول العمليات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على

الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها، لن يكون الفارق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل. (عزيزي، بلبالي، و بللعم، 2021، صفحة 280)

وبذلك نلاحظ أن الكفاءة الكاملة هي حالة نظرية وليست واقعية لا يوجد فارق زمني بين وصول المعلومة وتغيير السعر، في حين الكفاءة الاقتصادية هي عكس الكفاءة الكاملة أي حالة يتم تطبيقها في الواقع.

الفرع الثالث: صيغ و فرضيات السوق الكفاء: وتنقسم إلى ثلاث مستويات تتمثل فيمايلي:

أولاً: فرضية الصيغة الضعيفة: ومن خلال هذا الفرض يتبين لنا بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم مقبولة حالياً حيث يتضح أن الواقع عكس النظرية مما يدعوا للتدخل في تصحيح هذا الواقع وضبطه وفق النظرية أو الرجوع إلى النظرية ومحاولة ملائمتها مع الواقع أو التقدم خطوة إلى الأمام نظرياً بوضع مرحلة جديدة من مراحل الكفاءة لارتما تتسم بتقدم تنازلات جديدة يتعلق بشروط الكفاءة في السوق والمعلومات التاريخية تتعلق بالتغيرات السابقة التي حدثت على سعر السهم وعلى حجم التداول، وبهذا يمكن القول بأنه لاجدوى من أي محاولة للتنبؤ بحركة السعر في المستقبل، وحدير بالذكر بأن هذه الصيغة ترفض الفلسفة التي يقوم عليها التحليل المالي والذي يعتمد في تحليله على المعلومات والبيانات التاريخية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية من باب أن التاريخ يعيد نفسه. (يونس و أبو جامع، 2017، صفحة 164)

ثانياً: فرضية الصيغة المتوسطة: وفقاً لهذا الافتراض تعكس أسعار تداول الأوراق المالية في السوق المعلومات المنشورة في شكل بيانات مالية بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة، في هذه الحالة لا يزال لدى البعض دون البعض الآخر فرصة استعارة معلومات غير منشورة وتحليلها في إطار ظاهرة احتكار المعلومات بطريقة توفر لهم فرصة الحصول على أرباح فريدة من نوعها مثل عن هذه الأسواق نجد سوق نيويورك ولندن وطوكيو. (بسبع و بن علي، 2017، صفحة 54)

ثالثاً: فرضية الصيغة القوية: يشير هذا النموذج إلى أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة، سواء كانت معلومات عامة أو خاصة متاحة للجمهور، لأنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح استثنائية حتى مع وجود معلومات داخلية عن المؤسسة، ويقصد بهذه الأخيرة المعلومات المتاحة فقط لفئة معينة كإدارة المنشأة وكبار المتعاملين في الأسهم، أو الفئة التي يصل إليها المحللون من خلال قدراتهم وخبراتهم التحليلية. (بوسلما، 2016، صفحة 40)

جدول رقم (07): الفرضيات الأساسية لكفاءة سوق الأوراق المالية

التأثير	المفهوم	الفرضية
أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل معلومات السجلات التاريخية لأسعار و كميات الأسهم في الماضي.	إن المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم و على حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم.	الصياغة الضعيفة للكفاءة
أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل هذه المعلومات العامة.	إن كافة المعلومات العروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم.	الصياغة المتوسطة للكفاءة
أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل هذه المعلومات العامة أو الخاصة.	إن كافة المعلومات العامة و الخاصة وكل ما يمكن معرفته منعكس في الأسعار الحالية للأسهم بصفة كاملة.	الصياغة القوية للكفاءة

المصدر: (بيكحل و عيادي، 2013، صفحة 108).

المطلب الثاني: مؤشرات قياس حالة السوق

تحتل المؤشرات مكانة هامة عند الاقتصاديين، إذ تساعد على معرفة ما يجري في الأسواق، وتضمن هذا المطلب ابراز مفاهيم أساسية حول مؤشرات سوق الأوراق المالية وأهم استخداماتها بالإضافة إلى أهم مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: تعريف المؤشرات واستخداماتها

أولاً: تعريف المؤشرات: سوف نستعرض بعض المفاهيم المتعلقة بالمؤشرات من بينها مايلي:

قيمة رقمية تقيس التغيرات بأداء الأسواق المالية، إذ يتم تكوين هذا المؤشر وتحديد قيمته في البداية وتتم بعد ذلك مقارنة قيمة المؤشر عند أي نقطة لحظية، مما يتيح إمكانية معرفة تحرك السوق بالارتفاع او الانخفاض، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاته، كما يعد مؤشر السوق أو مجموع المؤشرات مقاساً حقيقياً لأداء سوق الأوراق المالية سواء في الدول المتقدمة أو في الدول النامية. (خمة و الشريف، 2017، صفحة 42)

يعرف على أنه أداة وتقنية تقوم بإعطاء نتيجة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن وذلك من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو وضع اقتصاد معين أو محفظة مالية مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو أسواق أخرى. (Topsacian, 1996, p. 09)

كما يمثل أداة لقياس مستوى الأسعار في سوق المال، ويعبر عنه كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقيس المؤشر تحركات أسعار الأسهم والسندات والصناديق ارتفاعاً أو انخفاضاً، كما أنه يعطي مؤشراً لوضع الاقتصاد. (حمدوش، 2017، صفحة 49)

ومن خلال التعريف السابقة نستنتج أن المؤشر أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق وذلك بهدف التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو وضع اقتصاد معين أو محفظة مالية مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو أسواق أخرى.

ثانياً: استخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية: تعد مؤشرات أسعار الأوراق المالية أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية دولة غير أنها تستخدم في مجالات أخرى عديدة تهم الكثير من الأطراف من أهمها: (سلطان، 2015، صفحة 91)

- أ الحكم على أداء المديرين المحترفين وفقاً لفكرة التنوع العشوائي .
- ب إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة وبالتالي توجيه المستثمر إلى نحو مجالات الاستثمار الأفضل لمدخراته وأمواله.
- ج التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق وبالتالي التنبؤ بالوضع الاقتصادي للدولة حالة كساد أو رواج.
- د تقدير مخاطر المحفظة، حيث تمكن المستثمرين على اتخاذ القرار المناسب نحو تكوين محفظة متوازنة تحتوي على أقل درجة من المخاطر مع تحقيق أكبر عائد ممكن، حيث يستخدم المؤشر لقياس المخاطر النظامية بالإضافة إلى أنه يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي.

الفرع الثاني: أسس بناء المؤشرات والعوامل المؤثرة فيها: لكي يتم بناء المؤشرات توجد عدة أسس وشروط تقوم عليها

إذ يجب مراعاتها في ذلك فضلاً عن وجود عدة عوامل مؤثرة على مؤشرات سوق الأوراق المالية.

أولاً: أسس بناء المؤشرات: على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق

المالية، إلا أنها تقوم جميعاً على ثلاثة أسس وهي تتمثل فيما يلي: (الغزالي، 2004، صفحة 08)

أ **ملائمة العينة:** تعرف العينة بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب تلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم والاتساع والمصدر.

1. **الحجم:** والتي تتمثل في أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

2. **الاتساع:** يقصد بها مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات الاقتصادية في السوق.

3. **المصدر:** والمقصود بها مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، لذا ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية.

ب **تحديد الأوزان النسبية:** تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي.

1. الأول هو الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع الأوزان أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.

2. الثاني هو مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

3. وأخيراً مدخل القيمة: أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر.

ج **إجراءات حساب قيمة المؤشر:** تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، ومجموعة أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وقد يكون من الأفضل على المستثمر التعرف على طريقة حساب قيمة المؤشر. (يجي،

2019، صفحة 67)

ثانياً: **العوامل المؤثرة فيها:** هناك عدة عوامل تؤثر في مؤشرات سوق الأوراق المالية من أهمها نجد: (حسين ع،

2008، صفحة 39)

- أ. مدى دقة وشفافية الأخبار في السوق المالي.
- ب. قدرة المتعاملين على استخدام الاشاعات للتأثير على حركة الأسعار وحجم التداول.
- ج. التوقيت أو الزمن وطبيعة المتغيرات الاقتصادية.
- د. طبيعة المنافسة والمضاربة في السوق المالي خاصة وأن الشركات الكبيرة تؤثر على الشركات الصغيرة.
- الفرع الثالث: أنواع المؤشرات:** هناك أنواع عديدة من المؤشرات تختلف عن بعضها البعض في طريقة حسابها وعدد الشركات التي تضمها ومن أهم هذه الأنواع نلخصها في الجدول الموالي:

جدول رقم (08): عدد من مؤشرات الأسهم العالمية والعربية

المؤشر	التمثيل
Dow-Jones Average	سلسلة تتألف من أربعة مؤشرات مستقلة تتضمن الأسهم التي يتم تداولها في بورصة نيويورك وهي: المؤشر الصناعي، مؤشر الخدمات، مؤشر المواصلات، المؤشر المركب.
ناسداك	عدد الأسهم المدرجة في هذا المؤشر 31000 سهم ويضم المؤشر أسهم الشركات العاملة في قطاعات (المصارف، الصناعات العامة، التأمين، المواصلات، الخدمات).
Standard and pors 500	يتألف المؤشر من أكبر الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وناسداك وتقسّم الأسهم إلى 500 وإلى 4 مؤشرات صناعية لقياس نتائج كل من هذه الصناعات.
AMEX	يتكون مؤشر قيمة الأسواق AMEX من 700 سهم يجرى التداول فيها في بورصة الأوراق المالية الأمريكية.
New York Exchange Composite Index	يتألف من الأسهم كافة التي يجرى التداول فيها في بورصة الأوراق المالية الأمريكية، إذ يعرض المؤشر معلوماته ليس بالنقاط بل بالدولارات والسنتات التي جرى احتسابها لتمثيل متوسط سعر الأسهم كافة التي يتم التداول بها.

هي ثلاثة مؤشرات تستخدم لتقسيم نشاط الأسهم استنادا إلى قيمة رؤوس الأموال التي تمثلها الأسواق.	Russen
يتألف من الأسهم كافة المدرجة في أسواق بورصة نيويورك وبورصة الأوراق المالية الأمريكية والناستاك ، أي ما يفوق مجموعه 5000 سهم، وهو مصمم لقياس نشاط الأسواق كافة لكي يعكس على أفضل وجه حركة ونشاط مجمل الاقتصاد	Wilshive 5000
يضم هذا المؤشر 30 من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن	FT-30
يضم هذا المؤشر 100 ورقة مالية تمثل 70% من إجمالي رزمة السوق	FTSE-100
يضم 20 ورقة تمثل 80% من رزمة البورصة في ألمانيا.	DAX
يعد هذا المؤشر أكبر المؤشرات العالمية والآسيوية واليابانية ، إذ يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل 70% من رزمة بورصة طوكيو.	NIKKE
تم إطلاق هذا المؤشر في تركيا سنة 2003 ويضم 17 شركة تصل قيمتها الاجمالية نحو 4 مليار دولار.	داوجونز الاسلامي/تركيا
يضم 50 شركة مدرجة في السوق وهي أكبر الأسواق في المنطقة العربية من حيث عدد الشركات.	القاهرة
يضم المؤشر 37 شركة موزعة على القطاعات التالية: البنوك، الصناعة، الخدمات، التأمين.	الأردن
يضم المؤشر حاليا 75 شركة وهي موزعة على 8 قطاعات مختلفة.	الرياض

المصدر: (الشكرجي و تاج، 2007، صفحة 35).

الفرع الرابع: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية: تستخدم أسواق الأوراق المالية مجموعة من المؤشرات التي تعبر

عنها وتعكس كفاءتها وأدائها في الوقت، كما تستخدم أيضا على نحو متزايد في تقييم كفاءة أسواق الأوراق المالية ومن

أهم هذه المؤشرات نجد:

أولاً: المؤشر العام لأسعار الأسهم: مؤشر احصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية. (الدعيمي، 2010، صفحة 177)

ثانياً: مؤشر عدد الشركات المدرجة: يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق المالية التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المنظمة (البورصة)، كما يعتبر مؤشراً إضافياً للدلالة على حجم السوق، وغالباً ما تشير الزيادة في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى تطور السوق المالية في البلد، غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير. (طعمة، 2013، الصفحات 33-39)

ثالثاً: مؤشر القيمة السوقية: يشير هذا المؤشر إلى قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق ويعبر عن قيم الأسهم المصدرة للشركات المدرجة في السوق المالية كما أنه من أهم المؤشرات لمعرفة مدى اتساع السوق وقياسه (خويني، فاطمة الزهراء، و رايس، 2021، صفحة 472).

رابعاً: مؤشر حجم التداول: عدد الأسهم التي تم إجراء الصفقات عليها خلال وقت محدد، حيث قد يكون هذا الوقت دقائق، ساعات، أيام، أشهر أو حتى سنوات، وبالتالي يظهر عدد الأسهم المنفذة من إجمالي العروض والطلبات (عديدو و مكايوي، 2022، صفحة 250).

خامساً: مؤشر معدل الدوران: قيمة الأوراق المالية المتداولة مقسومة على قيمة رأس المال السوقي، فهو يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، فالسوق الصغيرة تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة حجم التداول بينما يرتفع بها معدل معدل الدوران (بصيري، 2016، صفحة 89).

سادساً: درجة التركيز: يشير إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة كلما أثرت بشكل سلبي على السوق وتقاس درجة تمركز السوق بمدى مساهمة أكبر 10 شركات في رأس المال السوقي. (مصطفى و فراح، 2018، صفحة 26)

بعد مناقشة مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية نجد أنها تعمل وتهدف كلها وبشكل رئيسي على توضيح

الاتجاه العام لتطور أداء السوق، كما تعمل أيضاً على المقارنة بين مختلف أسواق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية

بالرغم من الاصلاحات التي عرفتها الأسواق المالية العربية تماشياً مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، إلا أنها لا تخرج عن نطاق كونها أسواقاً نامية ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في الدول العربية:

يعود تاريخ تأسيس أغلب أسواق الأوراق المالية العربية إلى فترة السبعينيات والثمانيات من القرن الماضي باستثناء أسواق مصر الذي يعتبر أول سوق عربي للأسواق المالية سنة 1883، وتلتها بورصة بيروت 1920 وبورصة الدار البيضاء (المغرب) 1929، وإن المتتبع لتاريخ هذه الأسواق يلاحظ أن بوادر نشوء مثل هذه الأسواق كانت موجودة قبل تاريخ تأسيسها الرسمي حيث أن معظم الدول كلها كانت لها شركات مساهمة يعود تاريخها إلى الثلاثينات من القرن الماضي مثل عمان سنة 1930، والمملكة العربية السعودية سنة 1934 وتونس سنة 1937، وتم تأسيس بورصة الجزائر سنة 1990، وقد شهدت هذه الأسواق خلال هذه الفترات عدة قوانين تحاول كل مرة إعادة تنظيم الأسواق لتتدارك النقائص التي كثيراً ما كانت تظهر أثناء الممارسة ولتساير أوضاع الاقتصاد المحلية والعالمية، حيث أقامت الدول العربية بإنشاء صندوق النقد العربي* رغبة منها بهدف ارساء المقومات النقدية والمالية للتكامل الاقتصادي العربي، كما يعمل بنشر البيانات والاحصاءات الخاصة بمختلف أسواق الأوراق المالية في الدول العربية. (بجوري، 2019، الصفحات 324-325)

الفرع الثاني: أسباب و قصور آلية عمل البورصات العربية

على الرغم من التطورات في الأنظمة والقوانين التي حققتها أسواق الأوراق المالية العربية، إلا أنها مازالت تعاني من العديد من النقائص التي تعرقل نشاطها وتطورها وفعاليتها وهذا راجع إلى عدة أسباب لضعف أداء أسواقها، بالإضافة إلى مجموعة من العوائق تعرقلها على تحقيق أداء جيد لأسواقها.

أولاً: أسباب ضعف أداء الأسواق المالية العربية: إن ضعف الأسواق المالية العربية وعدم انتشارها وتوسعها يرجع إلى مجموعة من الأسباب نذكر منها مايلي: (عمر و بالموشي، 2012، الصفحات 131-132)

* صندوق النقد العربي : مؤسسة مالية عربية إقليمية تأسست عام 1976، وبدأت في ممارسة نشاطها عام 1977، ويبلغ عدد الدول الأعضاء فيها 22 دولة عربية، وهي الأردن، الإمارات، البحرين، تونس، الجزائر، جيبوتي، السعودية، السودان، سوريا، الصومال، العراق، سلطنة عمان، فلسطين، قطر، جمهورية القمر، الكويت، لبنان، ليبيا، مصر، المغرب، موريتانيا، اليمن.

أ. لم تبلغ البلدان العربية بعد مرحلة متقدمة من النضج الاقتصادي والمالي ومن المعلوم أن الأسواق المالية العربية لا يمكن أن تقوم إلا في ظل نظم سوقية ليبرالية تؤمن لأهمية ومركزية الدور الذي يلعبه القطاع الخاص في اقتصادياتها وأهمية الأسواق المالية في تعبئة المدخرات ، كما أن انخفاض الدخول الفردية في بعض أقطار العربية يحد من عرض الادخارات والتي ينصرف معظم أصحابها إلى استثمارها في شكل مكنتزات نقدية أو في شكل عقارات وأراضي وغيرها من توظيفات غير إنتاجية بعيدة كل البعد عن أسواق المال .

ب. عدم تنوع الأدوات المالية سواء كانت هذه الأدوات قصيرة أم طويلة الأجل.

ج. ضيق الطاقة الإستيعابية لرأس المال في الدول التي أقامت مثل هذه الأسواق سواء كانت هذه الدول نفطية أو غير نفطية.

د. عدم انتشار شركات المساهمة والاتجاه نحو الشركات والمشاريع التي لا تفصل بين الملكية والإدارة.

ثانياً: قصور آلية عمل البورصات العربية: ومن أهمها نذكر مايلي: (حريري و مطاي، 2018، صفحة 177)

أ. نقص المؤسسات التي تقوم بدور الوساطة المالية التي تضطلع بمهام ترويج وتسويق الاصدارات الجديدة.

ب. عدم كفاءة وقدرة السماسرة على اعطاء المشورة للمستثمرين الراغبين في شراء الأوراق المالية وعدم إلمامها بمهمة السمسرة وفن التعامل بالأوراق المالية.

ج. قلة أعداد الشركات المساهمة التي تقوم عليها السوق المالية، مما يؤدي إلى محدودية العرض وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية في معظم هذه الأسواق بالمقارنة مع أسواق الدول المتطورة.

د. عدم توفر الوعي الاستثماري بين المتعاملين، مما يترتب عليه سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في الأسواق المالية ومحدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الاستثماري.

هـ. قصور مهنة تدقيق الحسابات وضعف الافصاح المالي على المعلومات المتعلقة بالشركات .

و. ضعف شبكة الاتصالات بين الدول العربية وذلك بسبب تفاوت مستوى تطور نشأة البورصات من الناحية الفنية.

الفرع الثالث: آفاق أسواق الأوراق المالية العربية: يمكن بلورة عدة مقترحات لتفعيل دور أسواق الأوراق المالية العربية

من أهمها: (فراح و أغواطي، 2017، صفحة 140)

أولاً: تعزيز الدور الرقابي للسوق: وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجرى التداول فيها، والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين عمل مناسبة، كقانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية، قانون الاستثمار، القوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق.

ثانياً: نشر الوعي والثقافة الاستثمارية: خاصة لدى صغار المستثمرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية.

ثالثاً: تعزيز مبدأ الشفافية والافصاح: وذلك عن طريق اصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، قرارات مجلس الادارة، معلومات عن أحجام تداول مؤشرات الأسعار، من خلال ابرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية.

رابعاً: التوسع في برامج التخصصية في الدول العربية: توجد علاقات متبادلة بين التخصصية وأسواق الأوراق المالية، وذلك من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، فوجود سوق نشط يستند على القواعد التشريعية الضرورية يساعد على تحقيق هذه الأهداف من جهة، ومن جهة أخرى تشكل التخصصية حافزا فعالا لتطوير واصلاح أسواق الأوراق المالية من خلال تعزيزها لحجم المعروض من الأسهم وجذبها للاستثمار في هذه الأسواق .

الفرع الرابع: تداعيات جائحة كورونا على أداء الأسواق المالية العربية: ألحقت جائحة كوفيد -19 أضرار كبيرة بالاقتصاد العالمي، لذا تجرعت البورصات العربية كغيرها من البورصات العالمية مرارة الآثار السلبية لجائحة كورونا بنسب متفاوتة، وكان للشلل الاقتصادي العالمي انعكسات على الأسواق المالية العربية وندرس بعض النماذج منها :

أولاً: الأسواق الخليجية : ألقى التأثيرات التي طرأت على الاقتصاد العالمي خلال جائحة فيروس كورونا ، حيث سجلت أسواق الأسهم الخليجية كغيرها من الأسواق تباينا في أدائها سنة 2020 بسبب انتشار جائحة كورونا والركود الاقتصادي العالمي، غير أن الإجراءات التي اتبعتها الحكومات لمواجهة تفشي الفيروس أسهمت في صمود الاقتصاد وتعويض خسائرها .

ثانيا: بورصة عمان: إن لجائحة كورونا آثار سلبية أدت إلى تراجع النمو الاقتصادي في الأردن ، فالاقتصاد الأردني يحاول انقاذ قطاعاته من تبعات فيروس كورونا كباقي الدول ، لذا فرضت الأردن إجراءات مشددة في بداية الانتشار السريع للفيروس، وبفضل الإجراءات الاحترازية التي قمت بها الأردن ساهمت في التخفيف من الآثار السلبية لفيروس كورونا.

ثالثا: بورصة المغرب : لم تسلم بورصة المغرب من الآثار السلبية لجائحة كورونا، إذ هوت معظم أسهمها في جلسة 2020/03/13، حيث سجل مؤشر "مازي" انخفاضا حادا بلغ 14.53 مقارنة مع مستواه في بداية السنة مباشرة إثر الإعلان عن أول الاصابات بفيروس كورونا.

رابعا: بورصة القاهرة : تأثرت بورصة القاهرة بجائحة كورونا كغيرها من البورصات، حيث عرف مؤشر "EGX30" انخفاضا كبيرا وهذا بسبب الذعر والهلع الذي أصاب المستثمرين، بالإضافة إلى الخسائر الفادحة التي شهدتها القطاع الاقتصادي بصفة عامة والتي أثرت على السوق المالية، فكان التحدي الأكبر سنة 2020 الحفاظ على استمرارية العمل واستقرار حصص التداول. (حميل، 2021، صفحة 70)

خامسا: السوق المالية الجزائرية: لقد كانت لجائحة كورونا تأثيرات اجتماعية واقتصادية وخيمة على الاقتصاد الجزائري على غرار باقي الدول، الأمر الذي جعل الحكومة الجزائرية تتخبط في أزمة اقتصادية حادة استنزفت من خلالها احتياطي الصرف، كما عرف الناتج المحلي الاجمالي هبوطا حادا سنة 2020 ليعاود الارتفاع من جديد، كما نجد أن معدلات التضخم سجلت ارتفاعا حيث بلغ سنة 2021 3.7%. (طبيب، 2022، صفحة 86)

خلاصة الفصل الأول:

تناول الفصل الأول الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية واشتمل على أربعة مباحث رئيسية وذلك بهدف تقديم فكرة شاملة عن سوق الأوراق المالية والدور المحوري الذي تؤديه هذه الأسواق في تمويل اقتصاد أي دولة وذلك بكونها أداة فعالة لتعبئة المدخرات واستثمارها، وقد تم استخلاص مجموعة من النتائج نلخصها في النقاط التالية:

- سوق المال من أهم المجالات المستحدثة في التعامل ويعتبر وجودها أداة مهمة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة.
- ينقسم سوق المال إلى شقين هما: سوق رأس المال، سوق النقد.
- تعد البورصة جزءاً من سوق الأوراق المالية أو الجناح الثاني لسوق الأوراق المالية، وليست هي سوق الأوراق برمتها، إذ أن هذا السوق يتكون من سوقين: الأول سوق الإصدار، و الثاني سوق التداول.
- تعتبر سوق الأوراق المالية المحرك الرئيسي للنهوض الاقتصادي، إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق أوراق مالية مزدهرة ومنتطورة.
- إن وجود سوق الأوراق المالية ليس الهدف منه زيادة حجم التداول فقط، وإنما إعطاء المستثمر صورة عن وجود سوق ثانوية يتم من خلالها الحصول على السيولة اللازمة وتوفير النقد لحملتها.
- يتم التعامل في أسواق الأوراق المالية عن طريق مجموعة من الأدوات وتمثل هذه الأخيرة في الأسهم، السندات، المشتقات المالية، الأدوات المالية المهجنة، ولكل أداة خاصية تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى.
- إن تنظيم سوق الأوراق المالية يتطلب مجموعة من الآليات التي تحكم تصرفات المتعاملين فيه، وتسهيل التجارة في الأوراق المالية والمتمثلة في عمليات الأوراق المالية، أوامر الأوراق المالية وتقنيات تسعير الأوراق المالية.
- تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية بتوفر مجموعة من الخصائص ومن أهمها أن تكون المعلومات متوفرة للجميع وذات جودة عالية وهذا يتوقف على مقدار الثقة التي يصنعها المتعاملين في هذا السوق.
- مؤشرات البورصة تقنية تسمح بالتعرف على أداء أسواق الأوراق المالية بالإضافة إلى التنبؤ بالوضعية الاقتصادية ووضعية السوق في المستقبل.
- على الرغم من التطورات التي عرفتها أسواق المال العربية؛ إلا أن هناك عدة عراقيل وعقبات تمنع تطور أسواقها ومن أهم هذه المعوقات تتمثل في ضعف أداء عمل بورصتها بصورة كبيرة.

- ألحقت جائحة كوفيد -19 آثار بالغة على مختلف الأسواق المالية الدولية، لذا تراجع أداء البورصات العربية كغيرها من البورصات العالمية نتيجة الانتشار الواسع والسريع لهذه الجائحة .

الفصل الثاني:

الإطار النظري للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

تمهيد:

يحتل موضوع الاستثمار بإهتمام العديد من الاقتصاديين والسياسيين لما له من دور فعال في تحقيق عمليتي التنمية الاقتصادية والاجتماعية، إذ تظهر أهميته الاقتصادية من خلال الدور الذي يلعبه في مسار النظام الاقتصادي وتطوره حركيا وذلك باعتباره المحرك الأساسي للاقتصاد في نموه واستقراره، لما له من تأثيرات هامة على العديد من مجالات الاقتصاد. ويعد الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية أحد الروافد والحركات الأساسية للتنمية في مختلف اقتصاديات العالم، وذلك نظرا للدور الكبير الذي يلعبه في نقل المعرفة والتكنولوجيا وتحسين المهارات والخبرات، والمساهمة في تراكم رؤوس الأموال بهدف تحقيق معدلات نمو مرتفعة، من خلال تبني سياسات واستراتيجيات لاجتذاب الملائم لجذب أكبر حجم من هذه الاستثمارات، كما توجد مجموعة من المحددات والعوامل التي تساعد على جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

ولتوضيح الأفكار السابقة يتم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث رئيسية كمايلي:

- المبحث الأول: أساسيات حول الاستثمار.
- المبحث الثاني: عموميات حول الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.
- المبحث الثالث: نماذج قياس المحفظة الاستثمارية المثلى.
- المبحث الرابع: الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ودوره في تطور سوق الأوراق المالية وتأثيره على أداء الاقتصاد الوطني.

المبحث الأول: أساسيات حول الاستثمار

يعتبر الاستثمار من أهم المتغيرات الاقتصادية المعتمد عليها في أي بلد، إذ تتجلى الأهمية الاقتصادية له من خلال الدور الذي يلعبه في مسار النشاط الاقتصادي باعتباره أساس عملية التطور والتنمية الاقتصادية لبلد في مدة معينة، لذا سوف نتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم الاستثمار والمفاهيم القريبة منه بالإضافة إلى أهميته وتصنيفاته وأهم العوامل المؤثرة عليه، كما تم التطرق أيضا إلى الاستثمار من وجهة نظر الإسلامية.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار:

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم الاستثمار لغة واصطلاحا، بالإضافة إلى أهم المفاهيم القريبة منه.

الفرع الأول: تعريف الاستثمار:

أولا: لغة: يعني الاستثمار لغة ما يلي:

" مصدر للفعل استثمر الدال على الطلب، حيث أن السين والتاء تدلان على الطلب وهو مشتق من الثمر الذي يطلق في اللغة على عدة معان" (منصوري، 2012، صفحة 16).

كما هو من معاني التثمين النماء والتكثير فالاستثمار لغة دلالة على الاهتمام وتكثير المال لأن الزيادة في المبنى زيادة في المعنى (بندر، 2018، صفحة 277).

ثانيا: اصطلاحا: يأخذ الاستثمار تعريفات عديدة ومن بين هذه التعاريف نجد:

"الاستثمار هو الإضافة الجارية لقيمة التجهيزات الرأسمالية التي تحدث نتيجة النشاط الانتاجي لفترة صعبة" (عبيدي، 2012، صفحة 15).

كما يعرف الاستثمار على أنه هو حيازة وسائل الانتاج واستخدام الدخل والتخلي عن أموال في لحظة زمنية معينة وتحويله إلى سلع تجهيزية). (Yves & jean, 1976, p. 36)

يتمثل أيضا في التضحية بالموارد الحالية والموجودة بهدف الحصول على عائدات في المستقبل خلال فترة زمنية ممتدة

يكون مبلغها الاجمالي أكبر من الانفاق الأولي). (Boughaba, 1998, p. 07)

من خلال التعاريف السابقة يمكن اعطاء تعريف شامل للاستثمار على أنه التخلي واستخدام الأموال في مجالات مختلفة بهدف الحصول على العوائد وتحقيقاً لأرباح في المستقبل، إذ يتوقف نوع هذه العوائد على حسب الهدف الرئيسي للاستثمار.

الفرع الثاني: المفاهيم القريبة من الاستثمار

أولاً: الاستثمار والمضاربة: المضاربة: حالة تعبئة أموال في ظروف استثنائية، حسب توقعات المضارب للأسعار الأخيرة، ليس أكثر من شهر، أو أسبوع، أو حتى ساعات التداول، من أجل تحقيق عائد على شكل ربح على الأموال (الفرق بين أسعار البيع والشراء)، إذا كانت هذه التوقعات مختلفة، فقد تواجه هذه الأرباح مخاطر رأس مال أكبر. (التميمي و عزمي، 2004، صفحة 18)

ويمكننا التمييز بين "الاستثمار" و "المضاربة"، حيث يقتصر الاختلاف بينهما بشكل أساسي على العوائد المتوقعة والمخاطر المحتملة ومدة الاستثمار، إذ يذكر أن العوائد التي يمكن أن تتحقق من عمليات المضاربة تفوق عوائد عمليات الاستثمار، كما يغلب على المضاربة الأجل القصير في حين أن الاستثمار يمكن أن تمتد إلى فترات طويلة. (خريوش، ارشيد، و جودة، 2012، صفحة 29)

ثانياً: الاستثمار والمقامرة: يتم تعريف القمار على أنه الشخص الذي يقرر مصير شيء ما دون كسبه فإن المقامرة هي التردد بين الربح والخسارة في كل شيء يدخل فيه المرء أي على أساس المخاطرة، سواء في السباق أو البيع أو الرهان على حدوث أو عدم حدوث شيء، ومع الأوراق المالية ذات الصلة، فتنطوي على عملية الشراء بقصد البيع دون وعي وإدراك لواقع الشركة ومعطياتها الاقتصادية في الغالب، ويتطلع المقامر للحصول على أرباح ضخمة وقد يحدث العكس وهو الخسارة الكبيرة. (الاحمد، 2009، صفحة 819).

يمكن أن نستنتج أن المضاربة تتمثل في استخدام الأموال من قبل الأفراد في أصول متنوعة بهدف الحصول على عائد مرتفع مقابل درجة مخاطرة عالية عن طريق تنبؤ المضارب بالتغيرات التي تحدث في سعر الفائدة، أما المقامرة مراهنه على دخل غير مؤكد أما فيما يخص المستثمر يتمثل في استخدام الأموال في أصول معينة على أمل أن يتحقق من وراء

هذه الأصول عائد في المستقبل ويشمل الاستثمار على عدة قطاعات أي يعتمد على مبدأ التنوع في حالة شراء الأسهم مثلا .

جدول رقم (09): مقارنة بين الاستثمار والمضاربة والمقاومة

مقامر	مضارب	مستثمر	القائم بالعملية عنصر الاختلاف
أقصر أجل	قصيرة	طويلة	المدة الزمنية
على المدة والمبلغ	على المدة والمبلغ	على العائد	القرار الاستثماري
مرتفع جدا	مرتفع	منخفض	الاستعداد لتحمل الخطر
ربح سريع وكبير جدا	ربح سريع وكبير	تدفقات مستمرة وطويلة	نوع الربح
لا تتم الدراسة	تتم الدراسة	تتم الدراسة	دراسة المشروع
تؤدي إلى تآكل رأس المال إذا لم تتحقق التوقعات		تحقيق نمو في رأس المال	الأثر

المصدر: (الضيف، 2012، صفحة 23).

المطلب الثاني: أهمية الاستثمار وتصنيفاته: سنتناول في هذا المطلب أهمية الاستثمار ومختلف تصنيفاته والتي تبوب من

عدة زوايا وفقا لمعايير وأسس مختلفة باختلاف النظرة إليها.

الفرع الأول: أهمية الاستثمار: إن لدى الاستثمار أهمية كبيرة في الحياة الاقتصادية يمكن استخلاصها كالآتي: (شموط و

عبود، 2008، الصفحات 10-11)

أولا: مساهمة الاستثمار في زيادة الدخل القومي وزيادة الثروة الوطنية وذلك لأن الاستثمار يمثل نوعا من الإضافة

إلى الموارد المتاحة أو تعظيمها وأيضا تعظيم درجة المنفعة التي تنجم عن الموارد المتاحة.

ثانيا: مساهمة الاستثمار في احداث التطور التكنولوجي وذلك من خلال إدخال التكنولوجيا الحديثة والمتطورة

وتكيفها مع الظروف الموضوعية للمجتمع.

ثالثاً: مساهمة الاستثمار في مكافحة البطالة من خلال إستخدام العديد من الأيدي العاملة، ومن ثم مساهمة الاستثمار في دعم البنى التحتية للمجتمع لأن الاستثمار في مشروع ما قد يتطلب أو يتصاحب بإقامة بناء أو شق طريق أو إقامة جسر أو حديقة... الخ

ومنه يمكن القول أن للاستثمار أهمية كبيرة في الحياة الاقتصادية وذلك من خلال تلخيصها في مجموعة العناصر

التالية:

- أ. مساهمته في معرفة العائد المتوقع على الاستثمار.
- ب. حماية ثروة الفرد من أنواع المخاطر المختلفة .
- ج. زيادة الدخل القومي للبلاد.
- د. خلق فرص عمل جديدة في الاقتصاد الوطني.
- هـ. زيادة الإنتاج ودعم الميزان التجاري.

الفرع الثاني: تصنيفات الاستثمار: تتعدد الاستثمارات حسب المعيار المستخدم في تصنيفها، و سوف نقوم بالتمييز بين

أهم تصنيفاته، حيث يمثل الجدول الموالي أهم المعايير المستخدمة لتصنيف الاستثمارات.

جدول رقم (10): تصنيفات الاستثمار

نوع الاستثمار	المعيار المستخدم
<ul style="list-style-type: none"> - استثمار عام: تعود ملكية الأصول لهيئة عمومية (حكومية). - استثمار خاص: تعود ملكية الأصول للأشخاص (فردي أو جماعي). 	من حيث ملكية الأصول
<ul style="list-style-type: none"> - استثمار حقيقي: عندما يوفر المستثمر الحق في حياة أصل حقيقي. - استثمار مالي: يتمثل الاستثمار في الأوراق المالية من خلال حياة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي. 	من حيث نوع الأصل
<ul style="list-style-type: none"> - استثمار مباشر: تدار من قبل صاحب المشروع. - استثمار غير مباشر: تكون للمشروع إدارة متخصصة لتنفيذه. 	من حيث إدارة الاستثمار

<ul style="list-style-type: none"> - استثمار قصير المدى: مدته تكون من سنة إلى 5 سنوات. - استثمار طويل المدى: مدته تكون من 5 سنوات إلى 15 سنة. 	<p>من حيث المدة الزمنية</p>
<ul style="list-style-type: none"> - استثمارات محلية: أصولها أو مالكها يكون من داخل البلد. - استثمارات أجنبية: أصولها تكون خارج البلد. 	<p>من حيث الجنسية</p>
<ul style="list-style-type: none"> - استثمار تلقائي: يتقرر بصورة مستقلة عن المؤشرات الاقتصادية القائمة كالدخل والاستهلاك. - استثمار محرض: يعتمد على الأوضاع الراهنة والمتوقعة بدافع منفعة مادية مباشرة. 	<p>من حيث الدافع</p>

المصدر: (فلوح، 2021، صفحة 06).

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على الاستثمار:

حتى يتحقق الاستثمار لا بد من دراسة العوامل المحيطة في بيئة الاستثمار الخارجية والداخلية، وهنا لا بد من تحليل تلك العوامل بهدف الحفاظ على قيمة الأموال المستثمرة وزيادتها ويمكن ايجاز هذه العوامل فيما يلي: (دريد، 2009، الصفحات 26-31).

الفرع الأول: الاستقرار الاقتصادي: يمكن دراسة الاستقرار الاقتصادي من خلال المؤشرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في الناتج الاجمالي والتوازن الداخلي والتوازن الخارجي أي استقرار السياسات المالية والنقدية للدولة، حيث يقاس الاستقرار الاقتصادي بدرجة المخاطر الاقتصادية التي يتعرض لها الاستثمار ومدى كون هذه المخاطر داخلية تعتمد على عوامل اقتصادية محلية مثل درجة النمو ومعدلات التضخم والسياسات المالية والنقدية للدولة ومتانة الأسواق المالية وحجم الاستثمارات الممولة محليا كل هذه العناصر والمؤشرات تؤثر على قرارات الاستثمار والمستثمرين.

الفرع الثاني: أسعار الفائدة: معدل الفائدة هو متغير مفتاح للاستثمار، لأن قرار التثمين تحكمه الأرباحية، حيث يؤثر معدل سعر الفائدة على النشاط الاقتصادي بصورة عامة وعلى الاستثمار بصورة خاصة من حيث كلفة الاستثمارات أو عوائدها، وأن معدل الفائدة هو سعر رأس المال أو التمويل وهو ثمن تأجيل الاستهلاك أي التعويض عن الاستهلاك بشكل أموال إضافية تدفع في المستقبل وتتأثر أسعار الفائدة بجملة عناصر أهمها مقدار العرض والطلب للأموال التي ترتبط

بالميل الحدي للاستهلاك ودرجة المخاطر ومدة الاستثمار وكلفة التمويل ودرجة المنافسة وطبيعة السياسة النقدية المطبقة بهذا الشأن، كما أن لتقلبات أسعار الفائدة الدولية أثر كبير على حركة الاستثمارات الداخلة والخارجة من الدولة.

يمثل سعر الفائدة تكلفة الاقتراض، كما يعتبر مكونا أساسيا من مكونات تكلفة الاستثمار، وبالتالي فإن زيادة الأرباح الصافية يشجع على زيادة الاستثمار والعكس صحيح، وبذلك نلاحظ أن زيادة سعر الفائدة يترتب عليه انخفاض الطلب على القروض لتمويل الاستثمارات، ولأن قرار الاستثمار تحكمه الربحية، فإن المستثمر يختار المشاريع التي يكون فيها معدل الفائدة منخفض مع مردود استثماري مرتفع لأن انخفاض هذا السعر يحفز المنشآت على المزيد من الاستثمار وهذا ما يعني :

وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة
و الاستثمار

الفرع الثالث: الدخل القومي: يؤثر الدخل القومي في بلد ما بدرجة كبيرة على الاستثمارات ومن أهم هذه العناصر نجد حجم الدخل المتاح، معدلات النمو في الدخل، الطلب الكلي، توزيع الدخل القومي، الدخل الفردي، حيث كلما كبر حجم الدخل أدى إلى ارتفاع الميل الحدي للادخار و يؤدي ذلك إلى خلق استثمارات ذات طاقات إنتاجية واسعة كما نجد أنه كلما زاد نمو الدخل القومي يعني ارتفاع حجم مرونة الطلب الكلي* للمجتمع إضافة إلى زيادة الادخارات وهذا ما يشجع على القيام بتنفيذ الاستثمارات.

وجود علاقة طردية بين الدخل
القومي والاستثمار

بالإضافة إلى عوامل أخرى تؤثر على حجم الاستثمارات من أبرزها: (الحجار و رزق، 2014، الصفحات

180-181).

* مرونة الطلب: التغير النسبي في الكمية المطلوبة مقسوما على التغير النسبي في السعر، إذا كان التغير طفيف في السعر مصحوبا بتغير كبير في الكمية

المطلوبة، يقال أن المنتج مرنا أو يستجيب لتغيرات الأسعار.

أولاً: التدفقات : إن توقعات المستثمرين بالنسبة للنشاط الاقتصادي في المجتمع تؤدي دور مهم في قرار الاستثمار، فقرار الاستثمار يعتمد على العائدات المتوقعة، التي بدورها تعتمد على عوامل عديدة من بينها العمر الانتاجي للمشروع، أحوال السوق والطلب على السلع المنتجة.

ثانياً: السكان والتقدم الفني: يعتبر النمو السكاني من العوامل التي تؤثر على قرار الاستثمار، ففي حالة زيادة عدد السكان، سيزداد الطلب الاستهلاكي، والذي بدوره يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع الرأسمالية المنتجة للسلع الاستهلاكية، كما أن التقدم الفني واكتشاف طرق جديدة للإنتاج تدفع إلى زيادة الاستثمار، نظراً لما ينجم عنهما من استخدام للآلات الجديدة.

المطلب الرابع: الاستثمار من وجهة النظر الإسلامية

يستمد الاستثمار من وجهة النظر الإسلامية أصوله من علم الاقتصاد وهو على صلة وثيقة بمجموعة أخرى من المفاهيم كالدخل والاستهلاك والادخار، وفي هذا المطلب سوف نتطرق إلى مفهوم الاستثمار من وجهة النظر الإسلامية، مشروعيته، وأهم أنواعه.

الفرع الأول: تعريف الاستثمار في الشريعة الإسلامية: قد يتعذر الوقوف على تحديد صريح لمفهوم الاستثمار من

المنظور الفقهي، نظراً لعزوف الفقهاء السابقين عن استخدام مصطلح الاستثمار، واستبداله بلفظ الاستئمان حيناً ولفظ التنمية حيناً آخر، ولفظ النماء تارة أخرى

ذكر الفقيه المالكي الإمام الدردير في كتابه الشرح الصغير، لفظ التنمية للدلالة على معنى الاستثمار في باب القراض، حيث قال القراض جائز، لأن الضرورة دعت إليه، لحاجة الناس إلى التصرف في أموالهم، وليس كل أحد يقدر على التنمية بنفسه.

بينما استخدم الشافعية لفظ النماء للدلالة على معنى الاستثمار، وهذا ما نص عليه النووي "الأئمان في المقارضة لا يتوصل إلى نمائها المقصود إلا بالعمل، فجاز المعاملة عليها ببعض النماء الخارج منها".

بينما قال الشيرازي "التجارة يطلب بها نماء المال". (بيبي، 2015، الصفحات 156-157)

كما يعرف على أنه "العمل على تنمية المال بشرط مراعاة الأحكام الشرعية في استثماره مع مراعاة الضوابط والأهداف التي تستثمر بها رؤوس الأموال لما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية في كافة المعاملات الاقتصادية" (الموجود و اللطيف، 2010، صفحة 114).

يعرف أيضا على أنه نشاط انساني إيجابي مستمد من الشريعة الإسلامية، ويؤدي إلى تحقيق وتدعيم أهداف النظام الاقتصادي الإسلامي، من خلال الأولويات الإسلامية التي يعكسها واقع الأمة الإسلامية" (سيمران، 2020، صفحة 177).

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن اعطاء تعريف شامل للاستثمار من وجهة نظر الشريعة الإسلامية على أنه تنمية المال وتشغيل الموارد لتحقيق ودعم النظام الاقتصادي الإسلامي من خلال معايير ومقاصد الشريعة الإسلامية.

الفرع الثاني: الأدلة الشرعية للاستثمار: هناك دلالات واضحة غير لفظية في القرآن الكريم والسنة النبوية المطهرة تدل أو تشير إلى وجوب الاستثمار وهي: (واتق، 2017، الصفحات 99-100)

أولاً: الأمر بالمشي في مناكب الأرض أمر بالاستثمار لقوله تعالى: ﴿هُوَ الَّذِي جَعَلَ لَكُمُ الْأَرْضَ ذُلُولًا فَامْشُوا

فِي مَنَاكِبِهَا وَكُلُوا مِن رِّزْقِهِ وَإِلَيْهِ النُّشُورُ﴾. (الملك: 15)، وتعتبر الأرض في المنظور الإسلامي رأسمال شائع

ومعلوم أن تنمية رأس المال وتثمينه أمر واجب، كما أن الأمر بالمشي في جنات الأرض لتحصيل الثمار أمر

بالاستثمار لأن المشي هنا مقصود منه تحصيل الخيرات والبركات التي وضعها الله في الأرض.

ثانياً: الأمر بالانتشار بعد الجمعة أمر بالاستثمار: لقوله تعالى ﴿فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِن

فَضْلِ اللَّهِ وَادْكُرُوا اللَّهَ كَثِيرًا لَّعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾ (الجمعة: 10)، أمر واجب لأن لفظ الأمر يفيد الوجوب ما لم تصرفه

قربة.

ثالثاً: الأمر بالضرب في الأرض أمر بالاستثمار: ﴿وَآخَرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِن فَضْلِ اللَّهِ﴾. (المزمل

:20)، بغية الحصول على فضل من الله أمر واجب إذن فالاستثمار أيضا واجب لكونه أخذ أشكال الضرب في الأرض

وابتغاء فضله.

رابعا: الحث على العمل أمر بالاستثمار: في حديث النبي صلى الله عليه وسلم عندما أتاه رجل من الأنصار يسأله، والذي حث فيه النبي صلى الله عليه وسلم على العمل بصورة عامة والاستثمار بصورة خاصة فقد باع صلى الله عليه وسلم سلعا معمرة (ضروريات)، من أجل تكوين رأس المال وتراكمه.

الفرع الثالث: أنواع الاستثمار من وجهة نظر الإسلامية: ويمكن تلخيصها كمايلي: (بريشي، 2014، الصفحات

333-334)

أولا: توظيف العمل مع العمل: ويتمثل هذا النوع في تنمية الثروة حيث يكون العمل محل الاستثمار.

ثانيا: توظيف المال مع المال: ويتمثل هذا النوع من الاستثمار في شركات الأموال المعروفة في الفقه الاسلامي شركة لعنان حيث يكون المال محل الاستثمار.

ثالثا: توظيف المال مع العمل: وهي اشتراك عمل مع مال ومثاله شركات المضاربة أو القراض .

رابعا: توظيف وسائل الانتاج مع المال: ويتمثل في الشركات التي أحد طرفيها مال والآخر في وسائل الإنتاج .

جدول رقم (11): أوجه الاختلاف بين الاستثمار في الاقتصاد الوضعي والاستثمار من وجهة نظر الاسلاميه

البيان	وجه المقارنة	الاستثمار في الاقتصاد الوضعي	الاستثمار في الاقتصاد الاسلامي
01	المشروعية	غالبا لا يوجد اهتمام بمشروعية نشاط الاستثمار إلا في التحليل أو الممارسات	يعتبر أساسا لا يقبل الاستبعاد في أي نشاط تجاري
02	العنصر البشري والمادي	لا يوجد اهتمام مناسب مقارنة بالاهتمام بالعنصر المادي	النظرة إلى العنصر البشري متوازنة مع النظرة إلى العنصر المادي
03	المصلحة العامة والمسؤولية الاجتماعية	لا تعتبر إلا إذا فرضتها السياسات الاقتصادية	معتبرة حتى لو لم تفرضها السياسات الاقتصادية (إلتزام ذاتي)
04	الأهمية النسبية لطبيعة الاستثمار	الأهمية للاستثمار المالي في	الأهمية والأولوية للاستثمار

الحجم و العوائد مقابل أهمية	الحقيقي الإنتاجي أكثر من		
أقل للاستثمار الحقيقي	الاستثمار المالي		
سعر الفائدة والعائد المتوقع	العائد المتوقع ومعدل الزكاة دون	قياس الاستثمار	05
	سعر الفائدة غير المشروع		

المصدر: (نصار، 2010، صفحة 10).

الاستثمار في الشريعة الإسلامية يستند على العقيدة الإسلامية والقيم الأخلاقية الناتجة عنها، فالأصل في الاسلام أن الوسائل كلها تشتق من العقائد وتوجه لتحقيق الأهداف المبنثقة عنها، ومن ثم الانسان عندما يعمل في مجال الاستثمار عليه أن يستثمر ماله لزيادة الانتاج للاستزادة من نعم الله عز وجل وتنمية ما استخلفه الله عليه من مال. (نزبه، 2007، صفحة 39)

المبحث الثاني: عموميات حول الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية:

أدى سعي مختلف الدول إلى رفع الأداء المالي لأسواقها المحلية بانفتاحها على الأسواق المالية العالمية إلى ظهور شكل جديد من أشكال التدفقات الرئيسية لرؤوس الأموال والذي يطلق عليه بالاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، وينصرف الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية كمفهوم إلى كل حركة رأس المال الدولي للاستثمار في محفظة الأوراق المالية من خلال التعامل في أنواع مختلفة من الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية الاستثمار الأجنبي

قبل التطرق إلى تعريف الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية لابد أولاً التعرف على الاستثمار الأجنبي وأهم أنواعه

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار الأجنبي: قام العديد من الاقتصاديين بتعريف الاستثمار الأجنبي ومن بين هذه التعاريف اخترنا مايلي:

"كل استثمار يتم خارج موطنه بحثاً عن دولة مضيغة سعياً وراء تحقيق حزمة من الأهداف الاقتصادية والمالية والسياسية سواء بهدف مؤقت أو لأجل محدد لأجل طويلة الأجل" (سعود، 2018، صفحة 49).

أيضا تلك التدفقات الرأسمالية سواء كانت على هيئة أصول مالية ملموسة أو غير ملموسة والتي يكون مصدرها من خارج الدولة المضيفة، والتي توظف في مشاريع استثمارية مستقلة أو مشتركة تدار على أسس تجارية (قويدر و معاش، 2017، صفحة 68).

كما يعرف أيضا على " أنه وسيلة لتحويل الموارد الحقيقية ورؤوس الأموال من دولة لأخرى، وذلك بهدف بمساهمة رأس مال شركة في شركة أخرى، حيث يتم إنشاء فرع لها في الخارج، أو القيام برفع رأس مالها" (بلعربي، 2017، صفحة 36).

إذ نستنتج من التعاريف السابقة أن الاستثمار الأجنبي هو مجموع الاستخدامات من الموارد المالية التي تجرى خارج البلد الأصلي لغرض تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية والسياسية والمالية والتي توظف في مشاريع سواء كانت مستقلة أو مشتركة والتي تدار على أسس ومعايير تجارية.

الفرع الثاني: أنواع الاستثمار الأجنبي:

ينقسم الاستثمار الأجنبي إلى نوعين هما الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير مباشر (الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية)، وهذا الأخير محل دراستنا لذلك خصصنا له المطلب الثاني من هذا الفصل.

أولاً: الاستثمار الأجنبي المباشر: إن اعطاء مفهوم دقيق للاستثمار الأجنبي يعتبر من أصعب الأمور التي تواجه الباحثين في هذا الميدان، وهذا راجع إلى التعقيدات الناجمة عن إختلاف المعايير الإحصائية والقانونية، وكذا المشاكل المرتبطة والمتربة عن قياس تدفقه، سنحاول اعطاء مجموعة من التعاريف مختلفة بإختلاف آراء وأفكار الاقتصاديين.

أ. **تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر:** توجد العديد من التعريفات اخترنا مايلي:

" قيام المستثمر الأجنبي بالاستثمار في مرافق جديدة لانتاج أو تسويق منتج في دول أجنبية بهدف ممارسة قدر من التأثير في إدارة المؤسسة أو المشروع" (التميمي س.، 2015، صفحة 30).

يمثل أيضا "إنتقال رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في الخارج مباشرة في العمل في الوحدات الصناعية والانشاءات والتمويل والزراعة أو خدمة، وأن الدافع وراء هذا الاستثمار الأجنبي المباشر هو الربح" (الحياوي، 2017، صفحة 60).

هو أيضا عبارة عن حركة لرؤوس الأموال والتي تنطوي وتشمل على مراقبة مستمرة & Kindleberger)

(Nicolas, 1971, p. 16)

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن اعطاء تعريف شامل للاستثمار الأجنبي على أنه مساهمة مستثمر يرتكز

نشاطه في بلده الأصلي ويقبل بالنشاط في بلد آخر مضيف، ويسمح هذا النوع من الاستثمار للمستثمر التدخل في إدارة الشركات التي يستثمر فيها أمواله.

ب. خصائص الاستثمار الأجنبي المباشر: يتميز الاستثمار الأجنبي المباشر بعدة خصائص نذكر منها: (الطيب و شريط،

2022، صفحة 04)

1. يعتبر قناة لنقل الخبرات التكنولوجية والادارية والتسويقية مما يؤدي إلى اتساع نطاق السوق المحلي وانفتاحه على الأسواق الخارجية.

2. الرفع من مستوى أجور العمال.

3. تحقيق الرفاهية الاقتصادية والارتقاء بأذواق المستهلكين.

4. الزيادة في عملية الانتاج وتحسين القدرات التنافسية.

5. يعتبر علاج لظاهرة هجرة الأدمغة.

ج. أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر: ويمكن أن يتخذ الاستثمار الأجنبي المباشر أشكالا عديدة تتمثل في

مايلي (بوعبيد، 2015، صفحة 08):

1. تأسيس شركة من طرف مستثمر أجنبي.

2. حيازة 10% على الأقل من رأس المال الشركة الأجنبية.

3. العلاقات بين مؤسسة الأم وفروعها تكون في شكل قروض أو اكتتاب.

4. إعادة استثمار الأرباح المحققة من طرف الوحدة الإنتاجية.

المطلب الثاني: ماهية الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية:

حظي الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية باهتمام خاص وكبير خصوصا في العقدين الأخيرين لما يوفره من مزايا ومنافع اقتصادية كبيرة، إذ لا أحد يمكن أن ينكر أهمية الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في تمويل المشاريع المحلية، خصوصا في ظل محدودية الموارد المتاحة وعدم كفايتها .

الفرع الأول: تعريف الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية: لقد أخذ الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية حيز كبير

من الدراسة والاهتمام لدى الكثير من المختصين و الباحثين في المجال الاقتصادي وفي هذا الإطار قدمت له العديد من التعاريف إلا أن جميعها تتفق من حيث المضمون ومن بين هذه التعاريف نذكر ما يلي:

هو الاستثمار الذي يعرف على أنه استثمار المحفظة أي الاستثمار في الأوراق المالية عن طريق شراء السندات الخاصة لأسهم الحصص أو السندات الدين أو سندات الدولة من الأسواق المالية، أي هو تملك الأفراد والهيئات والشركات لبعض الأوراق دون ممارسة أي نوع من الرقابة، ويعتبر استثمارا قصير الأجل مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر.(السلام، 2001، صفحة 13)

هو أيضا " الاستثمار في الأوراق المالية وذلك من خلال امتلاك الأفراد والشركات والمصارف لأوراق مالية كالأسهم والسندات، دون ممارسة أي نوع من أنواع السيطرة أو الرقابة على المشروع الاستثماري"(قرعان، 2020، صفحة 49).

أيضا تلك الاستثمارات الموجهة لشراء الأوراق المالية والتي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة في الدول النامية، علأن يكون للأجانب منها ما يخول لهم حق إدارة المشروع أو اتخاذ القرارات أو الرقابة على تلك المشروعات المرتبطة باستثماراتها"(عواد، 2016، صفحة 114).

كما هو" تلك المشاركة في توظيفات استثمارية خارجية من دون أن يكون للمستثمر الحق في إدارة موجودات الشركة المستثمر فيها، ومن دون أن يكون له الحق في الرقابة والسيطرة في إدارة المشروع" (كمال و طلحي، 2021، صفحة 20).

ويمكن اعطاء تعريف شامل للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية على أنه الاستثمار في الأصول المالية والأوراق المالية من خلال شراء الأسهم والسندات في البورصة في دولة ما عن طريق مقيمين في دولة أخرى دون أن يكون له الحق في الرقابة والسيطرة في إدارة المشروع.

الفرع الثاني: أهمية الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية: والتي تتجلى فيما يلي (فلاق و باصور، 2015، الصفحات 71-72):

أولاً: إن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية يزيد من سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية، ويمكن أن يساعد على تطوير كفاءة السوق أيضاً، إذ يجعل الأسواق أكثر سيولة كما يجعلها أوسع وأكثر عمقا.

ثانياً: يشير الاقتصاديون إلى أن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية يمكن أن يعود بالنفع على القطاع الحقيقي للاقتصاد، إذ يمكن تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي توفير مصدر للاستثمارات الأجنبية ولاسيما إلى البلدان النامية التي لديها الحاجة إلى رؤوس الأموال.

ثالثاً: يمكن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية أيضاً من تحقيق الانضباط والخبرة في أسواق رأس المال المحلية، إذ في سوق أعمق وأوسع فإن للمستثمرين حوافز أكبر لتخصيص وانفاق الموارد في البحث عن فرص الاستثمار الجديدة، كما تتنافس الشركات للحصول على التمويل.

الفرع الثالث: أشكال الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية: يتخذ الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية صور مختلفة منها(الرزاق و عامر، 2012، الصفحات 105-106):

أولاً: شراء السندات الدولية وشهادات الإيداع المصرفية الدولية المقومة بالعملات الأجنبية وشهادات الإيداع في سوق العملات الدولية.

ثانياً: شراء سندات الدين(العام أو الخاص).

ثالثاً: الإيداع في البنوك الوطنية.

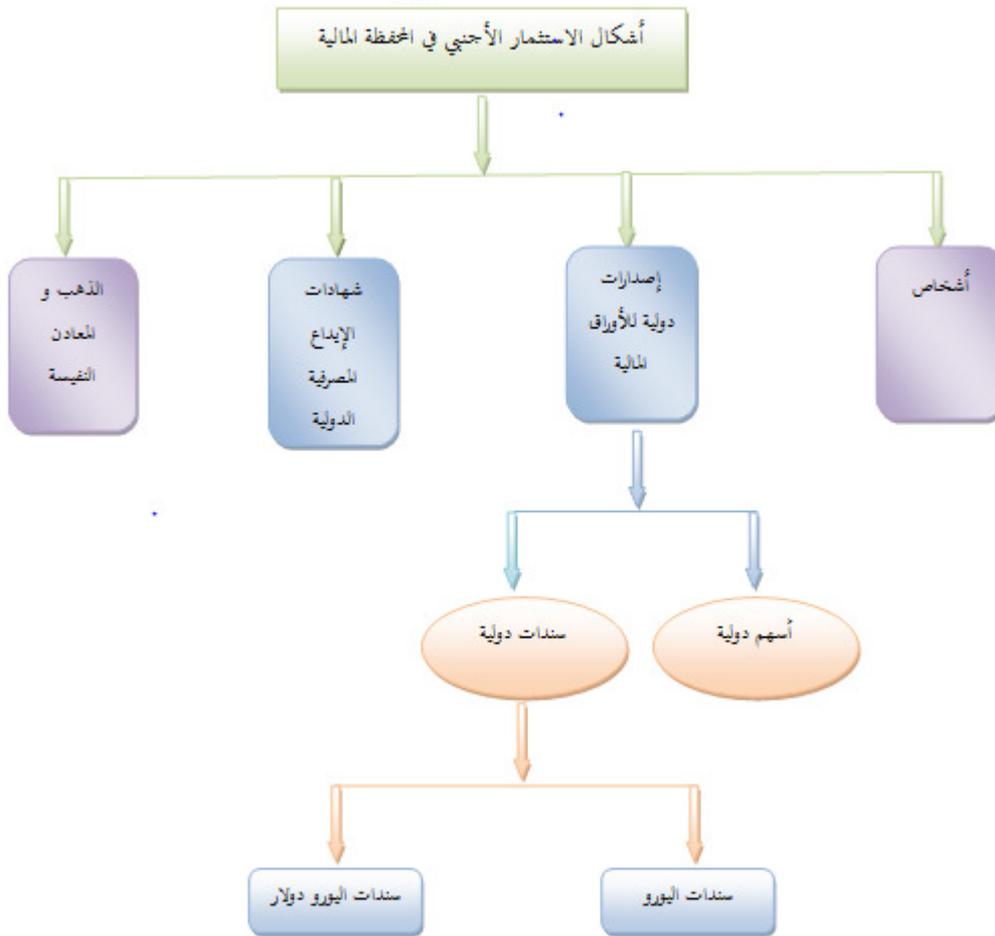
رابعاً: شراء الذهب والمعادن النادرة.

خامساً: شراء القيم المنقولة.

سادسا: قروض للحكومات الأجنبية أو هيئاتها العامة أو الخاصة أو الأفراد وبآجال مختلفة تهدف إلى المضاربة، وإنشاء علاقات اقتصادية ثابتة، وهذا النوع من الاستثمار في الأسهم والسندات والعملات الأجنبية يعمل على تقليل مخاطر الاستثمار الأجنبي عن طريق تنوع محفظة الاستثمارات.

و الجدول الموالي يوضح أهم أشكال الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

الشكل رقم (04): أشكال الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية



المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على عدة مراجع سابقة

الفرع الرابع: أسباب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية: من بين أهم الأسباب نجد: (حركاتي و شنافة، 2021،

الصفحات 559-560):

أولاً: إمكانية تحويل تلك الاستثمارات بسرعة وسهولة إلى نقد ويتوقف ذلك على درجة سيولة السوق المالية وفعاليتها.

ثانياً: إمكانية تحقيق عوائد قياسية من تلك الاستثمارات لاسيما الأدوات المالية ذات العوائد الثابتة كالسندات، الأمر الذي يدفع الأفراد والشركات إلى تحويل مدخراتهم من أصول لدى البنوك أو المؤسسات المالية للاستثمار في أدواتها المختلفة.

ثالثاً: صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيفة في هذه الاستثمارات وضبطها.

رابعاً: سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة.

المطلب الثالث: عوامل جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية وأهم قنواته

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى العوامل التي تحكم والتي تؤدي إلى جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

بالإضافة إلى أهم قنواته .

الفرع الأول: عوامل جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية: والتي تشمل مايلي:

أولاً: عوامل خارجية (عوامل الدفع): وتتضمن العوامل الخارجية مجموعة العوامل التي ترتبط بالبيئة الاستثمارية ومن أهم

هذه العوامل ما يلي: (بوعبد الله و بوقصبة، 2017، الصفحات 126-127)

أ. الاتجاه الدولي المتزايد نحو تبني ما يعرف بالتححر المالي: الذي نتج عنه تغير في البنية التنظيمية للأسواق المالية

بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة، حيث عمدت الكثير من الدول إلى محاولة ربط ودمج أسواق الأوراق

المالية بعضها ببعض حيث ساعد في ذلك الثورة التكنولوجية الهائلة للاتصال السريع، واتجاه بعض الدول المتقدمة إلى

تخفيف بعض القيود المفروضة على الأوراق المالية التي تصدرها الدول النامية ومشروعاتها في أسواق هذه الدول.

ب. الدورات الاقتصادية التي تحدث في الدول المتقدمة: الدورة الاقتصادية هي تقلبات منتظمة بصورة دورية في

مستوى النشاط الاقتصادي الكلي، مما يدفع بالمستثمرين في هذه الدول إلى البحث عن فرص بديلة ذات عوائد مرتفعة

لتوظيف أموالهم، فعندما تكون معدلات الفائدة أو معدلات العائد على الأوراق المالية الأجنبية أكثر منها في الأوراق

المالية المحلية للمستثمر فإن ذلك سيدفع هذا الأخير إلى توجيه أمواله للاستثمار في الأصول المالية للدول الأجنبية.

ج. الاتجاه المتزايد نحو تكوين محافظ استثمارية دولية: زاد الاهتمام بما خاصة من طرف صناديق الاستثمار

وشركات التأمين وصناديق التقاعد وشركات التمويل وذلك لما بجوزتها من كميات كبيرة من الأصول المالية، فهي إذن

تستهدف تشكيل محافظ متناسب مع سياستها واستراتيجياتها في تحقيق أهدافها، إذعادة ما يتم توجيه هذه الأموال الضخمة

إلى أسواق الأوراق المالية للدول التي تشهد نموا ملحوظا في اقتصادياتها.

ثانيا: عوامل داخلية: (عوامل الجذب): ويقصد بها العوامل المتعلقة بالهيكل الاقتصادي للدول والمتمثلة فيما يلي:

أ. السياسات الاقتصادية الكلية: مجموعة القواعد والأدوات والإجراءات والوسائل التي تضعها الحكومة وتحكم قراراتها في سبيل تحقيق هدف أو مجموعة من أهداف الاقتصاد القومي خلال فترة زمنية معينة لما لها دور كبير وأساسي في تحقيق التوازن الاقتصادي .

كما لمحددات وعوامل السياسات الكلية دور كبير في جذب واستقطاب الاستثمار الأجنبي ومن بين هذه العوامل والمحددات مايلي:

1. معدل النمو الاقتصادي: زيادة طويلة الأجل في القدرة على عرض وتوفير سلع اقتصادية متنوعة بشكل مستمر ومتزايد لسكان هذا البلد، وتعتمد هذه القدرة المتنامية على التقدم التكنولوجي والتنظيم المؤسسي والايولوجي التي يتطلبه ويحتاج الأمر إليه. (Kuznets, 1973, p. 247)

ينعكس النمو الاقتصادي لدولة ما في نمو الانتاج على المدى الطويل، وهو سمة من سمات اقتصاد الدول المتقدمة، لأن النمو الاقتصادي يعتبر من المؤشرات الاقتصادية المهمة لقياس حالة النشاط الاقتصادي، لذلك نجد أن النمو الاقتصادي مترجما في نمو الناتج القومي الاجمالي، مما يعني أن المزيد من الاستثمار يتم تمويله عن طريق السوق المالي والذي بدوره يؤدي إلى زيادة حجم التداول ومن ثم الارتفاع في أسعار الأسهم لذلك يعتبر من أهم العوامل التي تحفز على الاستثمار الأجنبي والتي تحدث تغيرات إيجابية على الهيكل العام للاقتصاد.

2. معدل التضخم: يعتبر تحقيق الاستقرار الشامل للأسعار أحد الأهداف الأساسية لتحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية مستقرة، لأن ارتفاع مستويات الأسعار يؤدي إلى اختلالات في هيكل الانتاج والطلب على السلع والخدمات وتوزيع الدخل، ونتيجة لتدهور المدخرات وزيادة الواردات والصادرات لذا تبنت الحكومة جميع السياسات والأساليب المتاحة لمعالجة التضخم ومنع حدوثه، سواء كان يتعلق بالاستهلاك أو الاستثمار أو التوظيف أو المتغيرات الكلية الأخرى. (فوزي، عبد العزيز، نجما، و خليل، 2010، صفحة 21)

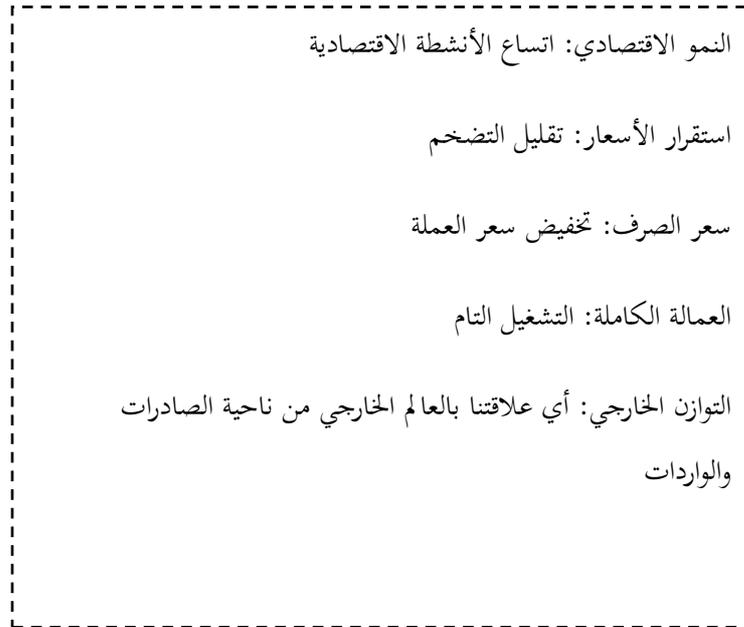
3. سعر الصرف: يعتبر سعر الصرف حافزا جيدا للاستثمار الأجنبي، حيث يزداد نصيبا لدولة من الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية عندما تكون عملة الدولة المضيضة ضعيفة نسبيا بالمقارنة بعملة الدولة الأم التي ينتمي إليها المستثمر الأجنبي، سواء كانت شركة أو فرد، وذلك لأن تخفيض عملة الدولة المضيضة يؤثر بالإيجاب على تدفق الاستثمار الأجنبي في المحفظة

المالية، فتخفيض قيمة العملة يخفض من تكاليف الاستثمار إذا ما قورنت بالتكاليف فهو يجعل الاستثمار أكثر ربحية للمستثمر. (كافي، 2014، صفحة 18).

4. **العمالة الكاملة:** حيث أن التشغيل الكامل يعني زيادة حجم العمالة وتحقيق أقصى مستوى من التوظيف ، كما يشير مفهوم التشغيل التام إلى استغلال كل الطاقات الانتاجية في المجتمع (لا توجد بطالة).

5. **التوازن الخارجي:** يعبر عنه كالنمو بالاستيراد والتصدير كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، فاختلال ميزان المدفوعات والذي يعبر عنه في الغالب عن حالة العجز، والذي يؤدي إلى زيادة مديونية الاقتصاد، مما يعكس سلباً على التوازنات الداخلية للاقتصاد، لذا من الأفضل أن يكون في حالة فائض في حدود 2% (صلاح م.، 2016، صفحة 267).

وبذلك نستنتج أن تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية تساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية ومن بين أهم أهداف السياسة الاقتصادية الكلية تحقيق مايلي:



ب. **الخصخصة:** إن وجود سوق نشطة للأوراق المالية مطلب أساسي لدعم ونجاح أساليب الخصخصة بهدف جذب المدخرات سواء كانت محلية أم أجنبية والاتجاه نحو القطاع الخاص يعمل على تنشيط الأوراق المالية ، ولذلك فإن العلاقة بين الاستثمار في المحفظة المالية وسياسة الخصخصة هي علاقة تبادلية.

ج. **الحوافز الضريبية:** استخدمت غالبية الدول الحوافز الضريبية لتشجيع الاستثمار الأجنبي سواء بتخفيض نسبة الضريبة أو الإعفاء الكامل منها، كلما اتجهت هذه السياسات إلى اجراء التخفيف من القيود المفروضة

على الملكية فضلا عن السماح للأجانب بالتملك للمشروعات بنسبة 100%، لجذب الاستثمارات

الأجنبية. (مسحت و مكى، 2021، صفحة 126)

د. هيكل سوق الأوراق المالية: وتعد من العوامل التي لها تأثيرها البارز في جذب المستثمر الأجنبي، ما يتعلق بهيكل سوق الأوراق المالية من حيث تنظيم السوق، والعمل بمبدأ الافصاح والشفافية، وتنوع الأدوات والأوراق المالية المتوفرة في السوق، فضلا عن وجود قطاع الوسطاء الماليين، وقد تخطت كثير من الدول وخصوصا بعض الدول النامية خطوات إيجابية فيما يتعلق بتطوير أسواقها المالية وتحسين آليات عمل تلك الأسواق، وإن كانت تحتاج إلى المزيد من الإصلاحات، وإلى بذل المزيد من الجهود الرامية إلى تقدم أسواقها وتطويرها. (الطاهر و أحمد، 2013، صفحة

(111)

الفرع الثاني: قنوات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية:

نقصد بقنوات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية الطرق المختلفة التي تمكن المستثمر المحلي من الوصول إلى أسواق الأوراق المالية العالمية أو التي تمكن المستثمر الأجنبي من الوصول للاستثمار في سوق الأوراق المالية المحلية. ومن بين هذه القنوات نجد (طرايش و بربري، 2019، الصفحات 135-136):

أولاً: استثمار الأفراد المباشر بالأوراق المالية: يقصد الاستثمار المباشر بالأوراق المالية أن يقوم المستثمرون الأجانب بشراء وبيع الأوراق المالية التي تصدر في دولة ما بشكل مباشر في السوق المحلية لها وبالعملة المحلية، حيث يعتبر شراء الأسهم والسندات استثمار مباشر بالمفهوم الاقتصادي لأنه لا يزيد من كونه صورة من نقل الملكية بين أفراد المجتمع. ثانياً: صناديق الاستثمار الدولية: تعرف على أنها التي تجمع الأموال من المستثمرين لاستثمار في أسواق عديدة خارج الدولة الأم ومن ثم نجد منها ما هو دولي وما هو إقليمي، ولهذا النوع من الاستثمارات العديد من المزايا للمستثمر الأجنبي أو الشركات المحلية في السوق المحلية للدولة الأم، فهي تتيح للمستثمر فرصة التنوع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة، وبالتالي يخفف من درجة المخاطرة التي يتعرض لها، أما بالنسبة للشركات المحلية فتتيح لها فرصة النفاذ إلى الأسواق العالمية وخفض تكلفة الحصول على رأس المال.

ثالثاً: المحافظ المشتركة: تعد المحافظ المشتركة شركات استثمارية مستقلة تؤسس من قبل بنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى مثل صناديق التقاعد، صناديق الضمان، شركات التأمين، والتي تستثمر الأموال لديها بدلا من انفاقها المباشر وذلك

لضمان تدفقات منتظمة ومستمرة بشكل يضمن توازنا ديناميكيا بين حاجاتها إلى الدخول الجارية لمواجهة طلبات المتعاملين، ورغبتها الدائمة في خلق مداخيل جديدة.

رابعا: الاصدارات العالمية من الأوراق المالية: قامت عدة أسواق ناشئة بالافادة من رؤوس الأموال الأجنبية من خلال اصدارات تسجل في البورصات العالمية والتي تتصف بالعمق، ما يتيح للشركات توظيفا سريعا لحجم من الأوراق المالية التي يصعب توظيفها في السوق المحلية، وعادة تتطلب هذه الاصدارات توافر بعض الشروط في الشركات المصدرة من حيث كونها متميزة الأداء في الشركات المصدرة، بالإضافة إلى اتباعها لنظم المحاسبة الدولية.

خامسا: صناديق رأس المال المخاطر: تعمل هذه الصناديق على تقديم التمويل والخبرات الادارية والفنية للشركات التي لم تسجل في البورصة وبصفة خاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة والتي يطبق عليها برنامج الخصخصة بشرط أن يتوقع لها معدل نمو جيد في المستقبل يحقق من خلاله الصندوق أرباحه. (عادل، 2013، الصفحات 71-72)

المطلب الرابع: إيجابيات وسلبيات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية:

لاشك أن هناك ما يبرر تفضيل الدول الضيفة والمصدرة للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، لما له من مزايا وفوائد، إلا أنه لا يخلو من العيوب إذ ثمة سلبيات يمكن أن تصادفه، وعلى هذا الأساس سوف نتطرق في هذا المطلب إلى كل من إيجابيات وسلبيات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

الفرع الأول: إيجابيات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية:

من أهم إيجابيات الاستثمار الأجنبي في المحفظة نذكر مايلي: (طلعت، 2015، صفحة 131).

أولا: المساهمة في تمويل الشركات المحلية من خلال شراء الأوراق المالية المصدرة في السوق المحلي.

ثانيا: زيادة سيولة البورصة مما يشجع على انخفاض تكلفة التمويل وزيادة الشركات المسجلة.

ثالثا: تنشيط الاستثمار المحلي والمساهمة في زيادة رأس الشركات وتعويض النقص في الرأس المال المحلي.

رابعا: إمكانية الوصول لتحقيق كفاءة السوق نتيجة الضغط المستثمرين الأجانب على الحكومات لتوفير المعلومات وتحسين البيئة التنافسية.

الفرع الثاني: سلبيات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية:

قد يترتب على الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية عواقب سلبية على الدول المتلقية، حيث عادة ما تكون تدفقات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية غير مستقرة ومتقلبة أكثر من الاستثمار الأجنبي المباشر الأول لا ينطوي على التزام طويل الأجل من قبل المستثمرين، إذ يمكن للمستثمرين الأجانب الانسحاب بسهولة من الدول المضيفة، ما يؤثر سلباً في استقرار سوق الأوراق المالية في هذه الدول، كما حصل في الأزمة العالمية، أضف إلى ذلك أن هذا النوع من الاستثمار الأجنبي قد لا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني من خلال تخفيض معدلات البطالة ورفع الطاقة الإنتاجية وزيادة معدلات النمو، كما لا يأخذ بالضرورة الأولويات الاقتصادية الكلية. (ساحل، سلامي، و تغات، 2019، صفحة 139)

يمثل الجدول التالي أهم الفروقات بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

الجدول رقم (12): الفروقات بين الاستثمار الأجنبي المباشر و الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

الصفات	الاستثمار الأجنبي المباشر	الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
السيطرة	مباشرة	غير مباشرة
الهدف	الوصول إلى الأسواق والموارد	تحقيق أعلى للأرباح
الملكية	10% كحد أدنى	أقل من 10%
تركيبة الموجودات	مالية وغير مالية	مالية فقط
المدى	استثمار طويل الأجل	استثمار قصير الأجل
طبيعة النشاط	انتاجي يرافقه نقل للتكنولوجيا والخبرات الإدارية والتسويقية والتنظيمية	استثمار في الأوراق المالية فقط
الثبات	لا يتجزأ وأكثر تكتلاً	يتسم بالتغير ويمكن تجزئتها وكذلك أكثر تكتلاً
الاستقرار	تقلبات أقل نسبياً	تقلبات أكثر

قنوات الحركة	شركات متعددة الجنسيات	الأفراد ووسطاء السوق عبر سوق الأوراق المالية
--------------	-----------------------	--

المصدر: (عشاوي، 2018، الصفحات 83-84)

المبحث الثالث: نماذج قياس المحفظة الاستثمارية المثلى

يعتبر الاستثمار عملية إدارية تهدف إلى تحقيق العائد، فإن الاستثمار كأى عملية إدارية أخرى يحتاج إلى معايير وأسس يتم على أساسها اختيار الاستثمار الأفضل والمناسب ولتفادي المخاطر التي يتعرض لها يتم اللجوء إلى تشكيل محفظة استثمارية، وفي هذا المبحث سوف نتطرق إلى المفاهيم المرتبطة بالمحفظة الاستثمارية، بالإضافة إلى التطرق إلى أهم نماذج وسياسات المحفظة الاستثمارية.

المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية المثلى

سنعرض في هذا المطلب إلى تعريف المحفظة الاستثمارية وأهم الأهداف التي تميزها وكيفية بناء محفظة استثمارية مثلى.

الفرع الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية

تعرف المحفظة الاستثمارية على أنها إحدى مؤسسات الاستثمار التي قد تتخذ شكل شركة المساهمة أو الوحدة التنظيمية المستقلة بداخل الجهة المنشئة لها شركة أو مصرف أو شركة تأمين، وهي تعمل كوسيط مالي لجمع الأموال من الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين مقابل وثائق الاستثمار التي يحصلون عليها، ويتم استثمار تلك الأموال في تكوين محافظ إما: في شراء الأوراق المالية، الاستثمار المباشر، والتي يتولى إدارتها مديرون محترفون مقابل أتعاب معينة، وذلك في سبيل زيادة العائد وتقليل المخاطر وتوفير السيولة وتحقيق باقي أهداف المحفظة. (فرحات، 2019، صفحة 07).

تعرف أيضا على "أنها المجموعة الممزوجة من الأوراق المالية المختلفة، أو هي تلك المحفظة التي تضم مجموعة من الاستثمارات الفردية" (عطية م.، 2011، صفحة 409).

كما تعرف على " أنها من بين أهم الأدوات المالية المركبة فهي توليفة من الأدوات الاستثمارية المختلفة كالأسهم والسندات وكل ما هو غير موجه للانتفاع الشخصي ويعد الهدف الأساسي منها زيادة القيمة الحالية لها أو المحافظة على القيمة المالية للثروة" (محمدى و صالحى، 2019، صفحة 92).

من خلال ما سبق يمكن اعطاء تعريف شامل للمحفظة الاستثمارية على أنها مجموعة من الأدوات المالية، يمتلكها شخص طبيعي أو معنوي الهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تحقيق توظيف أمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال والحصول على أكبر عائد ممكن.

الفرع الثاني: أهداف المحفظة الاستثمارية: إن فكرة تجميع الموجودات المالية والعينية في محفظة استثمارية لم تأتي جزافاً

بل جاءت لتحقيق عدة أهداف فالمحافظ الاستثمارية تهدف إلى ما يلي: (بلعجوز و بشيري، 2016، صفحة 198)

أولاً: المحافظة على رأس المال الأصلي من الاندثار: وبالرغم من أن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تعني الاستعداد لتقبل المخاطر إلا أن هذا الاستعداد يجب أن يبتعد عن المخاطرة برأس مالها، كما ينبغي الاهتمام بموضوع المحافظة على القيمة الحقيقية لرأس المال المحفظة والذي يعد من أهم الأهداف التي تحققها إدارة المحفظة وهذا الهدف يتمشى مع رغبات المستثمرين.

ثانياً: التنوع الذي يحقق التوازن بين أصول المحفظة من أجل الحصول على أكبر العوائد وبأقل درجات المخاطرة.

ثالثاً: قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة، وبأقصى سرعة ممكنة ودون تحمل خسائر تؤثر في رأس المال المحفظة

رابعاً: تنبؤ واستقرار العائد دون التقليل من العائد المتوقع.

الفرع الثالث: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى: تأخذ المحفظة الاستثمارية المثلى مفهوم نسبي وليس مطلق، فمصطلح

المحفظة الاستثمارية المثلى تعني " تلك التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول والأدوات الاستثمارية وبكيفية تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر " (بوشامي و الشبي، 2021، صفحة 356).

كما يمكن تعريفها من وجهة نظر المستثمر الرشيد على أنها " تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متوازنة من الأصول والأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر" (بلبالي و العاربية، 2017، الصفحات 53-54).

لبناء محفظة استثمارية مثلى ينبغي تحديد مايلي: (هاني، 2016، صفحة 54)

أولاً: تحديد مجموعة المحافظ الأكثر كفاءة .

ثانياً: الاختيار من بين هذه المجموعة تلك المحافظة التي تحقق للمستثمر أقصى درجة من المنافع.

ثالثاً: تحديد المحافظة المثلى للمستثمر .

رابعا: نختار الورقة المالية الأقل مخاطرة في حالة تساوي العوائد.

خامسا: في حالة تساوي المخاطر نختار الورقة المالية التي تحقق أكبر عائد ممكن.

المطلب الثاني: أنواع و محددات المحفظة الاستثمارية:

في هذا المطلب سوف نتعرض إلى أنواع المحفظة الاستثمارية وأهم المحددات التي تقوم عليها.

الفرع الأول: أنواع المحفظة الاستثمارية: تتعدد أنواع المحافظ تبعا لتعدد مكوناتها وأساليب إدارتها وأهدافها ورغبات

المستثمرين فيها، لذلك يمكن تقسيم المحافظ وفقا لمعايير محددة، من أهمها:

أولا: من حيث مكوناتها: حسب هذا المعيار، يمكن تصنيفها إلى: (عمر، عبو، و بوفليخ، 2017، صفحة 101)

أ. محافظ شاملة: هي التي تحتوي على أوراق مالية متعددة، ولا تقتصر على شكل معين كالأسهم فقط أو السندات

فقط، كما أنها شاملة من حيث التنوع الجغرافي ولا تعمل في نطاق جغرافي ما.

ب. محافظ متخصصة: هي محافظ خاصة وعكس الأولى، وتكون مقتصرة إما على الأسهم أو السندات، وتقتصر على

بمجال جغرافي محدد.

ثانيا: من حيث أهدافها: تقسم المحافظ الاستثمارية من حيث أهدافها إلى ثلاث أنواع: (علوان، 2009، صفحة

191).

أ. محافظ الدخل أو العائد: تركز محفظة العائد على الأوراق المالية التي تعطي دخلا نقديا عاليا يحتفظ بها سواء كان

مصدر من الفوائد التي تدفع للسندات أم التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية وعلى هذا فإن وظيفة محفظة

الدخل هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر قدر الامكان وبذلك فإن

غالبية الذين يفضلون محافظ الدخل هم صغار المستثمرين الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل الثابت أو المستثمرين

المحافظون الذين يتجنبون المخاطر ولو كانت هذه المخاطر تنطوي على عوائد أكبر.

ب. محافظ النمو أو الربح: تركز هذه المحافظ على الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في

أسعار الأسهم أو ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات أو صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية

للمحفظة، أو صناديق الدخل ويناسب هذا النوع من المحافظ المستثمرين الراغبين في عائد من استثمارهم لتغطية أعباء

المعيشة، أو صناديق الدخل والنمو معا، وهي تلي احتياجات المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري وفي نفس الوقت يرغبون في تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم.

ج محافظ استثمارية متنوعة (محافظ الدخل والنمو): وهي المحفظة التي تجمع أسهما يتميز بعضها بتحقيق العائد، وبعضها الآخر بتحقيق الربح، وهذا النوع يعتبر المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى مزج بين المزايا والمخاطر لكل نوع من هذه المحافظ.

الفرع الثاني: محددات المحفظة الاستثمارية: يمكن تلخيصها كالآتي: (هدى و عبو، 2017، صفحة 117)

أولاً: النمو: يقصد به المعدل الذي تتزايد به الأصول المالية خلال فترة زمنية، فإذا كان المستثمر يرغب في الحصول على معدل ثابت ومستقر، فإنه يقوم بالاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل، أما إذا كان يرغب في الحصول على معدل نمو عالي فعليه الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل أو في صناديق الاستثمار.

ثانياً: العائد أو نمو الأرباح: وهو الفائدة أو أرباح الأسهم التي يحصل عليها المستثمر من خلال استثماره في الأوراق المالية، كما تختلف أهمية العائد من شخص لآخر أي حسب احتياجات كل شخص.

ثالثاً: المخاطرة: تعد المخاطرة عاملاً ومحددًا مهماً للاستثمار وهي إمكانية خسارة بعض أو كل الاستثمار، فدرجة المخاطرة تختلف من فرد لآخر، فالمستثمرون المحافظون يبحثون عن فرص استثمارية تقدم لهم بعض الإجراءات الآمنة للسيطرة على عوائدهم مثل سندات التوفير الخالية من المخاطر إضافة إلى المستثمرون الذين يتطلعون في تحمل مخاطر عالية كالاستثمار في العقود الآجلة.

المطلب الثالث: سياسات ونماذج المحفظة الاستثمارية

في هذا المطلب سوف نتطرق أهم السياسات والنماذج المعتمدة في إدارة المحفظة الاستثمارية بالإضافة إلى نظرية التنوع الاستثماري.

الفرع الأول: سياسات المحفظة الاستثمارية: عند بناء المحفظة الاستثمارية يراعي المستثمر السياسة التي ينوي اتباعها والتي يتم بناء عليها اختيار الأصول التي تكون المحفظة، وهناك ثلاث سياسات رئيسية لإدارة المحفظة وهي: (مشروم،

2018، صفحة 96)

أولاً: السياسة الهجومية أو سياسة المخاطرة : تتميز هذه السياسة بسرعة جني الأرباح الرأسمالية الاستثنائية وتستغل إدارة المحفظة عادة وجود إختلاف بين القيمة السوقية للأدوات المالية المختارة وبين قيمتها الحقيقية أو العادية.

ثانياً: السياسة الدفاعية أو المتحفظة : تلك السياسة التي تتبناها إدارة المحفظة تلبية لرغبة للمستثمرين المحافظين فتكون حساسة للمخاطر وتمنح الأولوية لعنصر الأمان على حساب العائد .

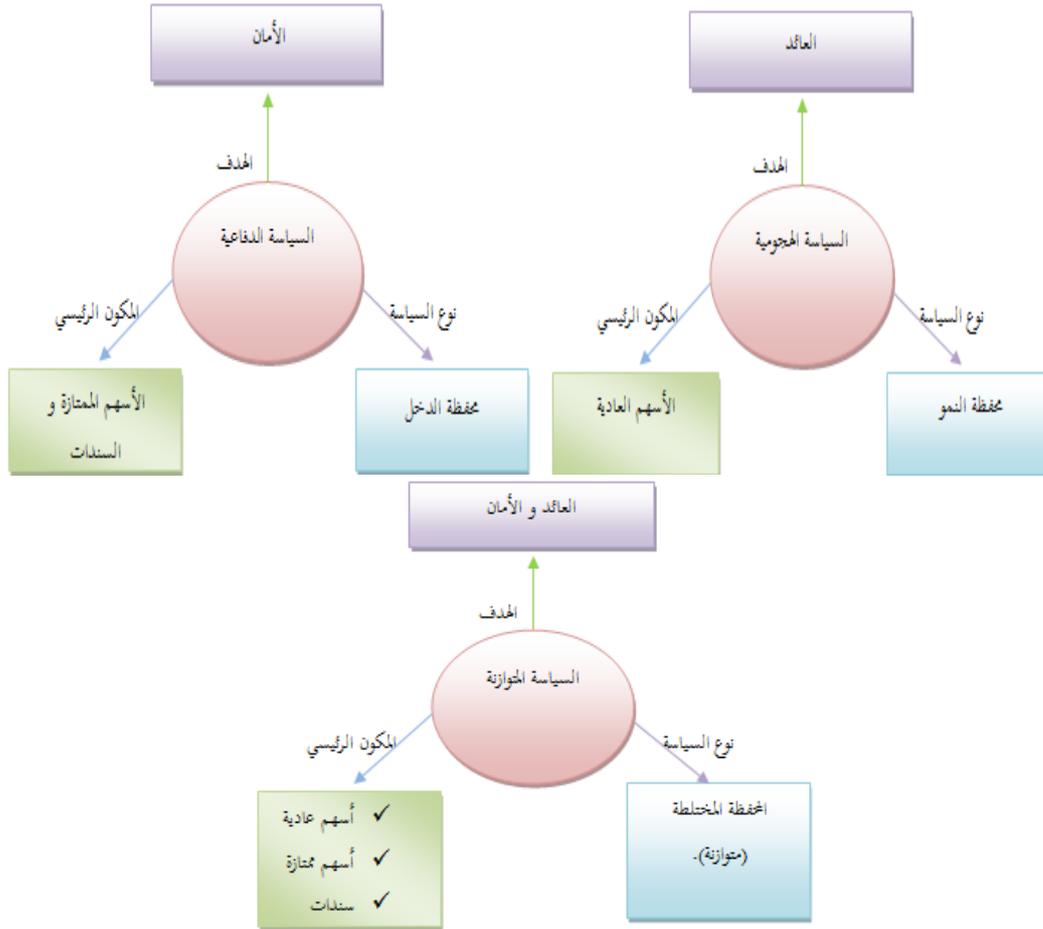
ثالثاً: السياسة الهجومية الدفاعية أو المتوازنة: تعتبر هذه السياسة وسط بين النمطين السابقين وهي عبارة عن نمط مشترك لسلوك الإدارات ما بين المغامرة (الهجومية) والمتحفظة (الدفاعية)، وتقوم إدارة المحافظ من هذا النوع بتقسيم رأس المال إلى نوعين:

أ. الأوراق المالية ذات الربحية العالية والمخاطرة العالية.

ب. الأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت والتي لا تتأثر بتقلبات السوق.

يمكن تلخيص السياسات المتبعة لإدارة المحافظ الاستثمارية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (05): تلخيص السياسات المتبعة لإدارة المحافظ الاستثمارية



المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على عدة مراجع سابقة

الفرع الثاني: مبدأ التنوع الاستثماري: تعود فكرة التنوع في استثمار المحفظة الاستثمارية إلى العالم الأمريكي ماركويتز

الذي أسسها عام 1952 والتي تقوم على عدة فروض من أهمها: (عمارة، 2010، صفحة 06)

أولاً: المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار.

ثانياً: التحليل النمطي لشخصية المستثمر .

وتقوم سياسة التنوع على أساس تعدد وتنوع الأصول المالية الداخلة في تشكيل المحفظة وتنوع جهات الاصدار من

عدة قطاعات وشركات وهو ما يساعد على تخفيض درجة المخاطر المرتبطة بالمحفظة، وتميز بين نوعين:

أ. التنوع الساذج (السيط): نوع من أنواع التنوع يركز على فكرة مفادها تعدد الأصول المالية في المحفظة الاستثمارية ويؤدي إلى زيادة في عدد هذه الأصول، فهو تنوع عشوائي أي القيام بشراء عدد كبير من الأوراق المالية دون الأخذ بعين الاعتبار نوعية الشركات المصدرة أو العوائد المتوقعة أو المخاطر وينجم عن هذا التنوع مجموعة من الآثار السلبية:

1. صعوبة إدارة المحفظة.

2. اتخاذ القرارات غير الصائبة نتيجة كثرة الأوراق المالية.

3. ارتفاع التكاليف.

و يعبر عليه كما يلي:

$$Tn = \frac{(P - P1) + Ri + R}{P}$$

حيث أن :

Tn: العائد على الاستثمار.

P: قيمة الأصل في بداية الفترة.

P₁: قيمة الأصل في نهاية الفترة.

R_i: الأرباح الايرادية خلال الفترة.

R: الأرباح الرأسمالية خلال الفترة.

ب. تنوع ماركويتز: يعتمد هذا الأسلوب على طرق علمية محددة وصحيحة في اختيار الأصول المالية بالإعتماد على معامل الارتباط بين الأوراق المالية المراد اختيارها بمعنى استخدام الأساليب الإحصائية والرياضية اللازمة لدراسة واختيار الأوراق المالية ويفضل في هذه الحالة أن لا يكون بين الأوراق المالية المراد اختيارها درجة عالية من الارتباط وذلك لتقليل المخاطر بأكبر درجة ممكنة.

فالتنوع الكفئ هو الذي يعتمد على أساس علمي في اختيار مكونات المحفظة لتخفيض المخاطرة عند مستوى معين من العائد، حيث قدمت نظرية المحفظة مفهوم التنوع باستخدام درجة الارتباط بين عوائد الأصول، فكلما كان الارتباط بين عوائد الاستثمار أقرب إلى 1- هو ارتباط سلبي كامل، ويكون التنوع أفضل، ويعطي نتائج جيدة في تخفيض المخاطرة، أما إذا كان الارتباط أقرب إلى 1+ يكون أثر التنوع محدود جدا وتكون درجة المخاطرة كبيرة جدا.

ويمكن استخلاص أن معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية من أهم شروط نجاح أو فشل سياسة التنوع حيث أن فعالية هذه السياسة تتوقف على نوع الارتباط القائم بين عوائد ومخاطر الأسهم المكونة للمحفظة الاستثمارية. (شعوفي، 2020، صفحة 205)

الفرع الثالث: نماذج ونظريات المحفظة الاستثمارية: تتعدد أساليب تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، ومن أهم هذه

المداهيل أربعة نماذج أساسية وهي:

أولاً: نموذج شارب: قدم وليام شارب مقياساً مركباً لقياس أداء المحفظة الاستثمارية يقوم على أساس العائد والمخاطرة

أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد وفقاً للمعادلة التالية:

$$Tn = \frac{E(R_i) - R_f}{\sigma}$$

حيث ان :

Tn: العائد على الاستثمار.

E(R_i): العائد على الاستثمار.

R_f: العائد الخالي من المخاطر.

σ: الانحراف المعياري.

ويقوم نموذج شارب على أساس قياس المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة، حيث كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة الاستثمارية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية يكون أداء المحفظة أفضل. (العوض، 2015، صفحة 62)

ثانياً: نموذج جنسن: اقترح جنسن نموذجاً في عام 1968 لقياس أداء المحافظ الاستثمارية عرفه بألفا، حيث يرى أن العائد المتوقع لمحفظة المستثمر قد يتجاوز تلك التي يتنبأ بها نموذج "capm" ويقوم هذا النموذج على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ويسمى علاوة مخاطر السوق، فإذا كانت ألفا موجبة هذا يعني

أن الأداء جيد وإذا كانت سالبة هذا يعني أن الأداء منخفض، أما إذا كانت ألفا صفر فهذا يعني عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق ويعبر عليه كما يلي: (العوض، 2015، الصفحات 62-63)

$$j_p = (R_p - R_F) - \beta(R_m - R_F)$$

حيث ان :

j_p:معامل ألفا.

R_p: متوسط عائد المحفظة.

R_F: معدل العائد الخالي من الخطر.

R_m: متوسط عائد السوق (عائد محفظة السوق).

β:معامل بيتا.

ثالثا: نموذج فاما: قدم فاما عام 1972 نموذجا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر وكذلك على أساس التنبؤ بمقتضى السوق المتوقع والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر، ويمكن التعبير عن معادلة منحني السوق المتوقع كما يلي: (المومني، 2009، صفحة 203).

حيث أن :

$$R_p = R_F + \frac{(R_m - R_F) COV.(R_p, R_m)}{\sigma_m \gamma_m}$$

R_F: معدل العائد الخالي من الخطر.

R_m: متوسط عائد السوق

σ_m: الانحراف المعياري.

Cov: التباين المشترك

R_p: متوسط عائد المحفظة.

γ_m: تباين السوق.

رابعا: نموذج ترينور: هذا المؤشر يتعامل فقط مع المخاطر المنتظمة غير مصنفة لاستثمار معين، بحيث يقيس المردودية الإضافية التي تحققها المحفظة نتيجة كل وحدة مخاطرة منتظمة باعتبار لا وجود للمخاطر النظامية بسبب التنوع الجيد للمحفظة الاستثمارية ويتم حسابه كمايلي: (الراوي، 2008، صفحة 396).

$$Tn = \frac{E(Ri) - Rf}{\beta i}$$

حيث أن :

Tn: العائد على الاستثمار.

E(R_i): العائد على الاستثمار.

R_f: العائد الخالي من المخاطر.

β_i: معامل بيتا.

المطلب الرابع: محددات الاستثمار في المحفظة الاستثمارية

سوف يتم في هذا المطلب استعراض كل من العائد والمخاطرة ودورها في اختيار قرار الاستثمار، إضافة إلى دراسة العلاقة بينهما.

الفرع الأول: العائد يسعى المستثمر من وراء استثماره في الأوراق المالية لتحقيق أكبر عائد ولا يتحقق ذلك إلا إذا كان معدل العائد معتدلا من وجهة نظر المستثمر ويخلق لديه الرضا وفقا لدرجة تضحيته.

أولا: تعريف العائد: "المردود الذي يحققه الاستثمار ولكي يكون لهذا المردود معنى فإنه يجب نسبه إلى الأموال التي ولدته، كما يمثل أنه قدرة الدينار في المشروع على توليد أرباح إضافية للمستثمرين ويهدف ذلك إلى تحديد كفاءة إدارة

$$\text{العائد} = \frac{\text{الثروة في نهاية الفترة} - \text{الثروة في بداية الفترة}}{\text{الثروة في بداية الفترة}}$$

الاستثمار". (محصول و محرز، 2018، صفحة 52)

ثانيا: أنواع العائد: يشمل مايلي:

أ. العائد المتحقق (الفعلي): العائد الفعلي على الاستثمار هو عبارة عن المكاسب أو الخسائر الكلية التي يحصل عليها المستثمر خلال فترة معينة من الزمن وتمثل عوائد الاستثمار بقيمة التدفقات النقدية المتأتبة خلال فترة اقتنائها ويمكن

تحديد عائد الأصل المالي بأنه اجمالي الأرباح أو الخسائر الناتجة عن امتلاك هذا الأصل خلال فترة زمنية محددة وتنتج أرباح أو خسائر من خلال مصدرين هما:

1. الأرباح أو (الخسائر الرأسمالية) وهي تلك الأرباح و (الخسائر) الناتجة عن تغير قيمة الأصل المالي.
 2. الأرباح أو الفوائد الموزعة على ذلك الأصل خلال فترة الاحتفاظ به. (رباعة، 2007، صفحة 21).
- ب. **العائد المتوقع:** الاحتمال غير الأكيد لحدوث هذا العائد، إذ يستحيل التأكد من وقوعه فيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية وعليه لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي أصدره الاستثمار في ورقة مالية معينة، وبالتالي فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي بمعدلات عائد محتملة، أي (بمجموع العوائد المقدرة حسب ظروف مستقبلية معينة معدلة باحتمالات حدوثها). (العلي، 2005، صفحة 23).
- ج. **العائد المطلوب:** "أدنى عائد يرضى به المستثمر لشراء أداة أو ورقة استثمارية تعويضاً عن تأجيل الاستهلاك الحالي، أو مقابل المخاطر التي سيتعرض لها مستقبلاً" (سحنون م.، 2009، صفحة 122).

الفرع الثاني: المخاطرة:

يصعب على المستثمر أن يحدد بدقة معدل العائد المتوقع على الاستثمار، لذا يمكن تعرضه لاحتمال الخسارة أو احتمال عدم تحقق مستوى الربحية المنشود من الاستثمار.

أولاً: مفهوم مخاطر الاستثمار: درجة التقلب في العائد المتوقع وتحديد آخر هو احتمال إختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياساً بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح في حين يكون الثاني متوقفاً إذ قد يتحقق أولاً وعلى وفق درجة المخاطرة لذلك ففي الحالات التي تنعدم فيها المخاطرة تتساوى فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية. (حمزة و بالي، 2012، صفحة 54)

ثانياً: أنواع المخاطرة: تنقسم إلى:

- أ. **المخاطر المنتظمة:** وهي خطر فشل النظام المالي ككل وليس مؤسسة مالية معينة أي هي المخاطر التي تحدث بسبب عوامل تؤثر على أسعار جميع الأوراق المالية بصفة شاملة أي حدوث ما يسمى بأثر* الدومينو وأهم ما يميز تلك المخاطر هو عدم القدرة على تجنبها من خلال اتباع استراتيجية التنويع. (قريسي، 2021، صفحة 856)

*أثر الدومينو: تلك الحالة التي يؤدي فيها حدوث حدث ما والذي يكون غالباً شيئاً سيئاً لسلسلة من الأحداث التالية له أو الناتجة عنه.

ب. المخاطر غير المنتظمة: وهي المخاطر التي تتعرض لها شركة معينة، مثل ظهور منافس قوي أو ظهور إختراع جديد يؤدي إلى تقادم منتج أو منتجات الشركة. (محروس، 2012، صفحة 150)

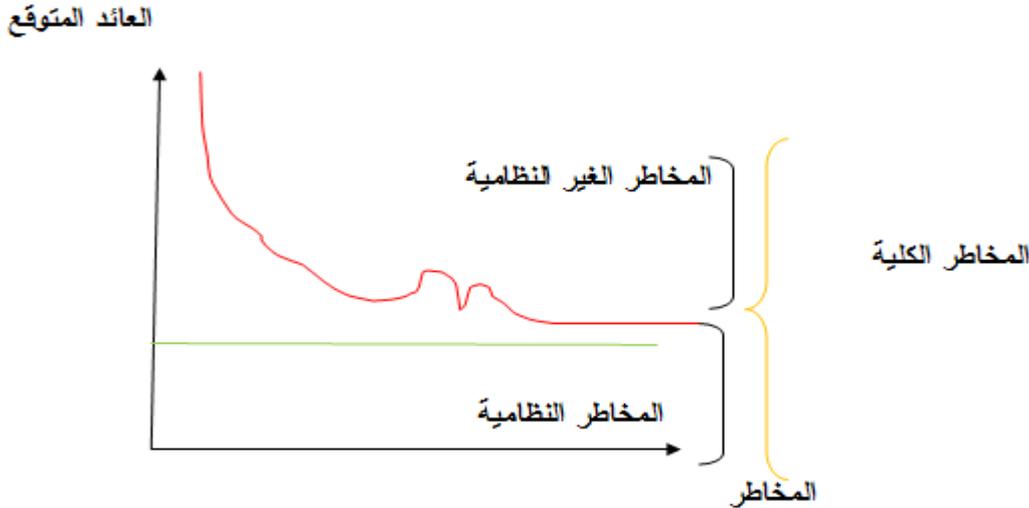
حيث: المخاطر الكلية =

المخاطر المنتظمة + المخاطر غير منتظمة.

وخلاصة القول عند وجود التنوع الكبير في المحفظة الاستثمارية يمكن القضاء على المخاطر غير المنتظمة على عكس المخاطر المنتظمة التي لا يمكن إزالتها.

ويمثل الشكل التالي أنواع المخاطرة

شكل رقم (06): أنواع المخاطرة وحالة التنوع وعدم التنوع



المصدر: (مطر و فايز، 2005، صفحة 172).

من خلال الشكل السابق نستنتج أن:

- في حالة التنوع على المستثمر أن يركز تنبؤه على حركة السوق خاصة المخاطر المتعلقة بالسوق المالية.
- إذا توقع صعود السوق فيتوجب عليه زيادة المحفظة من الأوراق المالية ذات بيتا المرتفعة والعكس صحيح.
- التنوع يؤثر على المخاطر غير المنتظمة ويجعل المستثمر يدرك أن إجمالي المخاطر يساوي فقط المخاطر النظامية ويمكن تلخيص الفروقات بين المخاطر النظامية وغير النظامية في الجدول الموالي:

جدول رقم (13): أوجه المقارنة بين المخاطر النظامية وغير النظامية

المخاطر المنتظمة	المخاطر غير المنتظمة
تمثل السوق ككل	تمثل جزء من السوق
مصدر مخاطرها مخاطر السوق، مخاطر تقلبات أسعار الفائدة	من بين مصادر مخاطرها مخاطر الإدارة، المخاطر التشغيلية
تقاس بمعامل بيتا	تقاس بمعامل الانحراف المعياري
يتم الحد منها عن طريق التنبؤ بها والتخطيط لمواجهةها	تعتبر هذه المخاطر مخاطر عشوائية يصعب التنبؤ بها ولكن يمكن الحد منها عن طريق التنوع

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على عدة مراجع سابقة

الفرع الثالث: العلاقة بين العائد والمخاطرة:

العائد هو بمثابة المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حياة أداة الاستثمار، أما المخاطرة فتنشأ عن ظاهرة حالة عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار ذلك، لأن الأهداف التي يسعى إليها المستثمر يرتبط مدى تحققها عادة بتدفقات نقدية مستقبلية ينتظر الحصول عليها من استثماره.

وبذلك العائد والمخاطرة مفهومان متلازمان لا يمكن تفسير أحدهم بمعزل عن الآخر، وعلى العموم فإن المستثمر يتعرض إلى نوع من المخاطر تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار وزمنه، وشكل الأداة الاستثمارية وقناعة المستثمر. فالعلاقة بين المخاطرة واجب قبولها والعائد المتوقع جوهرية بالنسبة لكافة قرارات الاستثمار والاقتراض الحديثة، وقد يبدو من الواضح أنه كلما زادت المخاطرة المتصورة للاستثمار كلما زاد معدل العائد المطلوب للتعويض عن تلك المخاطرة. (قسول، 2021، صفحة 188)

ومنه فإن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار في الأصول المالية إنما يسعى إلى المقارنة بين العائد والمخاطر، ويتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له: (جميل، 2013، صفحة 279).

أولاً: تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطر، أو تحقيق أقل مخاطر عند مستوى ثابت من العائد.

ثانياً: لشرح العلاقة بين العائد والمخاطرة، دعنا نضرب مثلاً بثلاثة أنواع من الأوراق المالية

أ. الأولى: أذونات الخزنة صادرة من البنك المركزي.

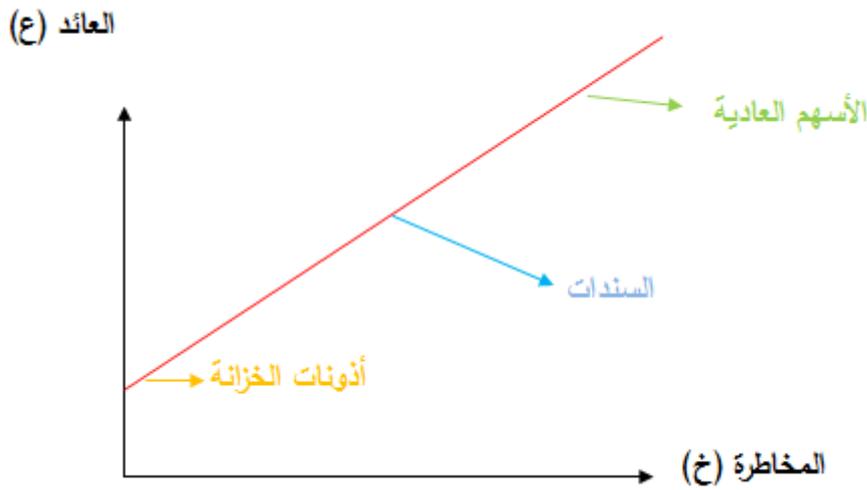
ب. الثانية: سند صادر عن شركة مساهمة عامة.

ج. الثالثة: سهم عادي لشركة مساهمة عامة أيضا.

في مثل هذه الحالة يتعرض المستثمر في هذه الأدوات لدرجات مختلفة من المخاطرة يرتبط كل منها بمعدل العائد

الذي يتوقعه من كل أداة من أدوات الاستثمار الثلاث كما يتضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (07): علاقة العائد بالمخاطرة



المصدر: (مطر، إدارة الاستثمارات، 2006، صفحة 22)

فمن الشكل، يتضح لنا أن، المستثمر في أذونات الخزنة لا يتعرض للمخاطرة على أساس أنها مضمونة من الدولة، ولذا يطلق على الاستثمار فيها بالاستثمار الخالي من المخاطر، على عكس المستثمر في الأسهم العادية فهو يتعرض لمخاطر كبيرة، لذا من المتوقع الحصول على معدل عائد مرتفع على الاستثمار، أما المستثمر في السند الصادر عن شركة مساهمة فهو يتحمل درجة كبيرة من المخاطرة بمستوى أكبر من المستثمر في أذونات الخزنة، ولكن أقل من المستثمر في الأسهم العادية على أساس أن درجة الأمان التي يتمتع بها أعلى من درجة الأمان التي يتمتع فيها حامل السهم، وأقل من درجة الأمان التي يتمتع بها حامل أذن الخزنة، ولذا فإن العائد المتوقع من استثماره سيقع في مركز وسط بين الإثنين.

(مطر، إدارة الاستثمارات، 2006، صفحة 22)

المبحث الرابع: الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ودوره في تطور سوق الأوراق المالية وتأثيره على أداء الاقتصاد الوطني

إن للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية دور كبير على اقتصاديات الدول، خاصة الدول النامية فهو يسهم اسهاما فعالا في تطوير وتنشيط أسواق أوراقها المالية، كما أنه يمكن أن يحدث عدة تأثيرات على مستوى أداء الاقتصاد الوطني، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ودوره في تطور سوق الأوراق المالية:

وذلك من خلال مايلي:(صايفي، 2009، صفحة 121)

- المساهمة المباشرة في تمويل الشركات المحلية في السوق الأولية إما في صورة اقراض للتمويل(سندات)،أو على شكل مشاركة في الملكية (الأسهم).
- المساهمة في زيادة سيولة الأوراق المالية، حيث يستطيع المستثمر شراء هذه الأوراق وبيعها بسرعة والحصول على أمواله متى أراد، مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وارتفاع قيمتها وانخفاض تكلفة الحصول على رأس المال، الأمر الذي يشجع الشركات المحلية على طرح المزيد من الاصدارات، وهو ما يدفع في النهاية إلى تنشيط سوق الأوراق المالية المحلية.
- تحت المشاركة الأجنبية في سوق رأس المال المحلية على تطوير قواعد المحاسبة ونظم التقارير، وعلى رفع مستوى الافصاح عن المعلومات لأداء الشركات، وذلك نتيجة طلب المستثمر الأجنبي لمستوى متقدم من القواعد والإجراءات التنظيمية للتعامل ونظم المعلومات والافصاح الجيد.
- يؤدي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى إيجاد حلقة حميدة تزيد من كفاءة السوق المحلية عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تملك تكنولوجيا مالية متقدمة يكون لها أثر في جذب المزيد من التدفقات وزيادة المعرفة بتلك الأسواق مما يشجع بدوره على تنشيط الاستثمار الأجنبي.

المطلب الثاني: تأثير الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية على أداء الاقتصاد الوطني: سنتطرق في هذا

المطلب إلى أهم تأثيرات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية على أداء الاقتصاد الوطني.

يشير أغلب الاقتصاديين إلى أن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية يمكن أن يؤثر على الاقتصاد ويستفيد منه

القطاع الحقيقي* في مجالات واسعة منها :

أولاً: توفير التمويل للبلد النامي: إن تدفق الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية يمكن أن يوفر للبلد النامي مصدراً مهماً للتمويل غير الديون من خلال الاستثمار الأجنبي، فالبلدان النامية تعاني من ندرة رأس المال وظهور المحفظة الاستثمارية يمكن أن تكمل الادخار المحلي لتحسين معدل الاستثمار وذلك من خلال توفير النقد الأجنبي إلى البلدان النامية فضلاً عن أن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية يقلل ضغط الفجوة لصرف العملات الأجنبية لأقل بلدان نمواً مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية اللازمة سهلة بالنسبة لهم.

ثانياً: زيادة كفاءة تخصيص رأس المال: يشير الاقتصاديون التقليديون إلى أن زيادة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية يمكن أن تزيد من كفاءة تخصيص رأس المال في بلد ما، ووفقاً لهذا الرأي يمكن للاستثمار الأجنبي أن يحفز الموارد المالية على التدفق من البلدان ذات رأس المال الوفير حيث أن العوائد منخفضة.

ووفقاً لرأي آخر، فإن الاستثمار في المحفظة لا يزيد من كفاءة استخدام رأس المال، لأن تدفق رأس المال الدولية

ليس لها علاقة بالنشاط الاقتصادي الحقيقي ونتيجة لذلك فإن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ليس له أي تأثير

على الاستثمار والنتاج أو أي متغير حقيقي. (حنش، 2016، الصفحات 52-53)

المطلب الثالث: تحليل العلاقة بين الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ونشاط أداء البورصات

من خلال ما سبق يتبين لنا وجود علاقة بين الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ونشاط أداء البورصات، حيث يعتبر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية إحدى مصادر التمويل التي تقوم الدول باتخاذها وذلك لسد فجوة الموارد المحلية التي تعاني منها، حيث أن لتدفقات هذا النوع من الاستثمار دور كبير على أداء الاقتصاد الكلي بصفة عامة، وعلى أداء البورصات بصفة خاصة باعتبارها المرآة الصادقة التي تعكس لنا الصورة الحقيقية للاقتصاد، ويظهر دور الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في تحقيق عدة مزايا، فهو يساهم في تمويل الشركات المحلية في السوق الأولية إما في صورة اقراض للتمويل أو على شكل مشاركة في الملكية، فدخل وخروج هذا النوع من التدفقات في رؤوس الأموال يؤدي إلى تنشيط و تطوير حركة سوق الأوراق المالية، من خلال مساهمته في خلق السيولة الكافية التي تعطي دفعة قوية للنهوض بالاقتصاد وبالتالي

*القطاع الحقيقي: ذلك الجزء من الاقتصاد القومي الذي يملكه و يديره الأفراد أو الشركات (أشخاص ، شركات التأمين)، التي تتطلب تشاور رجال

الأعمال في القطاع الخاص مع السلطات العامة في بعض المسائل.

يصبح السوق المالي أكثر سيولة وكفاءة، كما يجعله أيضا أكثر عمقا وذات إنشاز واسع، بالاضافة إلى منافع أخرى تعود على القطاع الحقيقي ومساهمته في التخفيف من حدة الدين الخارجي.

وبذلك نجد أن تنشيط وتطوير حركة سوق الأوراق المالية الهدف الرئيسي التي تسعى إليه كل الدول، سواء كانت دولا نامية أم متقدمة ولتحقيق ذلك الهدف يتطلب الأمر ووجود قنوات تجذب رؤوس الأموال، لذا يعد الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية عنصرا مهما، ونظرا للايجابيات التي يتمتع بها تجعله ذات تأثير بارز على أداء البورصات، وبذلك يستطيع أن يلعب دور كبيرا وفعالا في تنشيط أداء البورصات.(طلعت، 2015)

خلاصة الفصل الثاني:

تناول الفصل الثاني الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية واشتمل على أربعة مباحث رئيسية، وقد تم من خلاله استخلاص

مجموعة من النتائج نستعرضها فيما يلي:

- يعتبر الاستثمار من أهم المتغيرات الاقتصادية المعتمد عليها في بلد ما، فهو الجزء من الناتج لبلد في مدة معينة الذي يجرى إنفاقه على العديد من الأصول والمعدات والتجهيزات.

- يعد الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية محورا هاما من محاور اهتمام المفكرين والاقتصاديين والخبراء، غير أن الاستفادة من هذا النوع من الاستثمارات لا يكون قبل توفر مجموعة من العوامل والمحددات التي تساعد على جذبها وتحفيزه .

- تم التمييز بين الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية والاستثمار الأجنبي المباشر، حيث اتصف الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية على أنه حركة رؤوس الأموال الدولية قصيرة الأجل ويختلف تماما عن الاستثمار الأجنبي المباشر بكونه حركة رؤوس أموال طويلة الأجل كما يختلف عنه أيضا بحكم المميزات الأخرى التي يتصف بها والقيمة التي يضيفها إلى الاقتصاد الوطني إلى جانب معايير أخرى كالرقابة والملكية.

- تتمثل قنوات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في الطرق والسبل التي تمكن المستثمر من الوصول إلى الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العالمية.

- للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية دور كبير في تنشيط البورصات وفي التطور الاقتصادي والتنموي، غير أنه لا يخلو من بعض السلبيات، حيث عادة ما تكون تقلباته غير مستقرة وذلك راجع إلى أن هذا النوع من الاستثمارات استثمار قصير الأجل.

- العائد والمخاطرة مفهومان مترابطان لا يمكن تفسير كل واحد منها بمعزل عن الآخر، حيث تربطهما علاقة طردية أي بمعنى أنه كلما ارتفع طموح المستثمرين لتحقيق العائد على استثماره لا بد عليه من تحمل درجة عالية من المخاطرة والعكس بالعكس، كما يركز الاستثمار في الأوراق المالية على الموازنة بين كل من العائد والمخاطرة وذلك من أجل التحكم في الاستثمار.

- المحفظة الاستثمارية هي وعاء استثماري يهدف إلى تجميع مدخرات المستثمرين وتوجيهها نحو استثمار معين.

- يمكن تقييم أداء المحفظة الاستثمارية باستخدام العديد من النماذج من بين النماذج الرئيسية تشمل نموذج شارب، نموذج جنسن، نموذج فاما، نموذج ترينور.

- يحقق الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية منافع عديدة لمعظم للدول والتي من بينها دوره في تنشيط البورصات، مما له من مزايا تسمح بتطوير وتنشيط حركة السوق وتحسين فرص حصول الشركات على التمويل الضروري لأداء وممارسة نشاطها.

الفصل الثالث: الاستثمار الأجنبي في

المحافظة المالية كآلية لتنشيط بورصة عمان

تمهيد:

تحتل سوق الأوراق المالية في جميع دول العالم بالاهتمام الكبير نظرا للدور الفعال والمهم الذي تقوم به في توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية، كما أن نشاط سوق الأوراق المالية يدفع في المقابل إلى جذب الاستثمارات الأجنبية بشكل عام والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية بشكل خاص وذلك من خلال تبني سياسات واستراتيجيات لايجاد المناخ الملائم لجذب أكبر حجم من الاستثمارات، حيث توجد مجموعة من المؤشرات والمحددات التي تساعد على جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

وسنحاول في هذا الفصل اعطاء لمحة عامة عن سوق عمان للأوراق المالية ودراسة العلاقة بين محددات الاستثمار الأجنبي

في المحفظة المالية ونشاط بورصة عمان بناء على الأدوات والأساليب الإحصائية باستخدام نموذج ARDL

وعلى هذا الأساس يتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

➤ المبحث الأول: تقديم لمحة عن سوق عمان للأوراق المالية.

➤ المبحث الثاني: تحليل تطور مؤشرات أداء بورصة عمان ومؤشرات تداول الاستثمار الأجنبي في البورصة.

➤ المبحث الثالث: نمذجة واختبار علاقة التكامل المشترك بين الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ونشاط

بورصة عمان باستخدام نموذج ARDL

المبحث الأول: تقديم لمحة عن سوق عمان للأوراق المالية

عرفت الأردن تطورات اقتصادية اقتضت ضرورة تنظيم تداول الأوراق المالية، وذلك بهدف جذب المؤسسات والاستثمارات المحلية والأجنبية، حيث تعد سوق عمان من أهم الأسواق على مستوى الدول العربية لكونها تحتل مراتب متقدمة في تصنيفها بين الأسواق الناشئة، بالإضافة إلى الإمكانيات الكبيرة المتاحة لها من خلال الدعم الحكومي لهذه السوق مما أدى إلى ظهور سوق عمان المالي كسوق عربي حديث متقدم له الأثر الأكبر في الاقتصاديات العربية.

المطلب الأول: تطور سوق عمان للأوراق المالية:

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى مراحل نشأة وتطور سوق عمان للأوراق المالية.

الفرع الأول: نشأة ومراحل تطور سوق عمان للأوراق المالية:

عرفت الأردن التداول بالأسهم منذ أوائل الثلاثينات من القرن العشرين، حيث كان التداول يتم من خلال سوق غير منظم بواسطة بعض شركات الوساطة حتى صدور قانون 31 لسنة 1976 والذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي كسوق منظم وجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد وتم افتتاحه رسمياً بتاريخ 1978/01/01 وأصدرت بورصة عمان أول مؤشر بتاريخ 1980/01/01 تكون من 38 شركة مدرجة وفي 1992/01/01 ، كما قامت بورصة عمان بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية بمراجعته وتعديله ليصبح الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية. (بلفطیح، المولا، و زريقات، 2012، صفحة 436)

ويمكن استخلاص مراحل نشأة تطور سوق عمان للأوراق المالية في مرحلتين هما: (حنش، 2016)

أولاً: قبل تأسيس السوق المالية الأردنية، إذ لم يكن هناك سوق مالية بالمعنى الحقيقي لها، وكان التعامل بأسهم الشركات، يتم من خلال المكاتب العقارية الصغيرة المنتشرة في المملكة الأردنية، كما أنه لم يكن هناك أسعار موحدة أو معلنة حيث كان التعامل عشوائياً، إذ تشبه الأردن في هذه المرحلة العديد من الدول النامية والتي هي مرحلة ما قبل تنظيم القطاع المالي.

ثانياً: وتتم هذه المرحلة بعد تأسيس سوق عمان المالي إلى غاية اليوم، وتم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 21 والهدف من هذا القانون تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية وذلك بما يضمن تحقيق الشفافية والعدالة وسلامة التعامل، وبموجب القانون الأخير تم التمييز بين 3

مؤسسات رئيسية تتمتع بالإستقلال المالي والإداري وذلك للقيام بتوثيق التعاملات في الأوراق المالية في إطار منظم ومن أهم هذه المؤسسات نجد:

1. هيئة الأوراق المالية.

2. سوق الأوراق المالية (بورصة عمان).

3. مركز إيداع الأوراق المالية.

الفرع الثاني: أهداف سوق عمان للأوراق المالية: نجد مايلي: (المالية هـ، 2020، صفحة 03).

أولاً: تنظيم سوق رأسمال وتطويره بما يكفل تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية.

ثانياً: حماية المستثمرين من الأوراق المالية.

ثالثاً: حماية سوق رأس المال من المخاطر التي قد يتعرض لها .

رابعاً: المساهمة في الحفاظ على الاستقرار الكلي من خلال تحقيق استقرار سوق رأس المال.

خامساً: المساهمة في دعم النمو الاقتصادي من خلال تحسين البيئة الاستثمارية.

المطلب الثاني: مؤسسات وهيئات سوق عمان للأوراق المالية وشروط الادراج فيها

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى أهم مؤسسات سوق عمان للأوراق المالية وشروط الادراج فيها .

الفرع الأول: مؤسسات وهيئات سوق عمان للأوراق المالية:

سوف نتطرق إلى أهم مؤسسات سوق عمان للأوراق المالية والتي تتمتع بالإستقلال المالي والإداري والتي من شأنها

تؤدي إلى توفير المناخ المناسب للاستثمار بالإضافة إلى دعم الثقة في السوق بضمان الإفصاح والشفافية، ومن أهم هذه

المؤسسات نجد: هيئة الأوراق المالية، سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)، مركز إيداع الأوراق المالية.

أولاً: **هيئة الأوراق المالية:** تم إنشاء هيئة الأوراق المالية بموجب قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، كجهة

حصرية لرقابة تنظيم سوق رأس المال الوطني، وجاء إنشائها بهدف حماية المستثمرين في الأوراق المالية وتنظيم سوق رأس

المال الوطني وتطويره وحمايته من المخاطر التي قد يتعرض لها، وقد تتمتع الهيئة بإستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء

وتضطلع بتوفير البيئة التشريعية الناعمة والبنية الفنية والمؤسسية الداعمة لأداء سوق رأس المال من حيث الكفاءة والعدالة

والشفافية، وتخضع الهيئة الرقابة التدقيق الداخلي* والمدقق الخارجي ولرقابة ديوان المحاسبة، كما تخضع لمعايير المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على الأوراق المالية.(المالية ت.، 2021، صفحة 07)

ثانيا: بورصة عمان للأوراق المالية: تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان.

وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

تهدف شركة بورصة عمان إلى ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة. ولتحقيق غاياتها تضع الشركة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها إنشاء وإحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في إتفاقيات أو تحالفات إستراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير الحكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها، ومن المتوقع أن يساهم تحويل البورصة إلى شركة في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها البورصة للاقتصاد الوطني، وسيمكنها من تقديم خدمات أفضل واستقطاب شركات جديدة ومتعاملين جدد والدخول في إتفاقيات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها إقليمياً ودولياً.(بورصة عمان، 2021)

*هيئة الرقابة و التدقيق الداخلي: هي أهم مكونات النظام الإداري و المالي لمؤسسات الدولة ، فهي تؤمن حماية الموارد المختلفة من الضياع وهدر وسوء الاستخدام وكذلك يوفر بيانات مالية دقيقة.

ثالثا: مركز إيداع الأوراق المالية: تتمثل فيما يلي: أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية كمؤسسة ذات نفع عام بموجب قانون الأوراق المالية الذي صدر ضمن توجه الأردن نحو هيكل سوق رأس المال بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي، حيث تم إنشاء ثلاث مؤسسات مستقلة وهي هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية وهذا الأخير الذي بدأ بممارسة مهامه عام 1999، ويتولى إدارته مجلس إدارة يعمل على وضع السياسة العامة للمركز بما يضمن إدارة نشاطاته وتطويرها، ووضع الأنظمة والقوانين والتعليمات اللازمة لإدارة شؤون المركز وينتق عن المجلس لجنة دائمة وهي لجنة تدقيق تتمثل مهامها في الإشراف والرقابة على أعمال المحاسبة والتدقيق في المركز بالإضافة إلى مناقشة لدائرة التدقيق الداخلي قبل إقرارها من مجلس الإدارة ومدة مجلس الإدارة 3 سنوات، ولا يجوز تعيين أو انتخاب أي من أعضاء مجلس الإدارة لأكثر من دورتين متتاليتين. (مركز إيداع الأوراق المالية، 2021).

الفرع الثاني: شروط الإدراج في بورصة عمان

يعد إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان الخطوة الأولى التي لا بد منها و قد عرفت المادة الثانية تعليمات ادراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2016 ، ولم يجعل القانون الاردني من ممارسة اجراء الادراج اجراء اجباريا ، إذ أعطى الخيار لشركات المساهمة كقاعدة عامة حرية القيام بها أو الامتناع عنه. (ضمرة، 2019، صفحة 282)

وفي حديثنا عن ادراج الأوراق المالية نجد من أهم شروط الادراج في بورصة عمان نجد مايلي: (المادة 03، 2002).

أولاً: تسجيل الأوراق المالية المعنية لدى الهيئة.

ثانياً: إيداع الأوراق المالية المعنية لدى مركز إيداع الأوراق المالية.

ثالثاً: عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأوراق المالية المعنية.

رابعاً: وجود لجنة تدقيق لدى المصدر بالمعنى المقصود في قانون الأوراق المالية المعمول به.

خامساً: توقيع المصدر إتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج الأوراق المالية.

المطلب الثالث: تقسيمات بورصة عمان و أهم الأدوات المتداولة فيها

سوف نتعرض في هذه المطلب إلى تقسيمات بورصة عمان، بالإضافة إلى أهم الأدوات المتداولة فيها.

الفرع الأول: تقسيمات بورصة عمان: يوضح الجدول الموالي تقسيمات بورصة عمان

الجدول رقم (14): تقسيمات بورصة عمان

السوق الأول	ذلك الجزء الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفق لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها والتي تحكمها شروط إدراج خاصة.
السوق الثاني	ذلك الجزء الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفق لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها والتي تحكمها شروط إدراج خاصة.
سوق الأوراق المالية غير المدرجة	ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله السماح بتداول أسهم الشركات غير المدرجة في البورصة وحقوق الاكتتاب الصادرة عنها وفقا لهذه التعليمات
سوق السندات	ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بالسندات الحكومية واسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات .
سوق التحويلات المستثناة من التداول	ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الأردنية والعائلية.

المصدر: (بورصة عمان، 2021)

الفرع الثاني: الأدوات المتداولة في بورصة عمان: يتم التداول في بورصة عمان بالأدوات المالية المتمثلة فيما يلي: (بمينة

و عطية، 2017، الصفحات 254-255).

أولاً: الأسهم العادية: هي أسهم نقدية ويجوز أن تكون عينية وتسدد دفعة واحدة أو على أقساط لا تزيد عن 4 سنوات

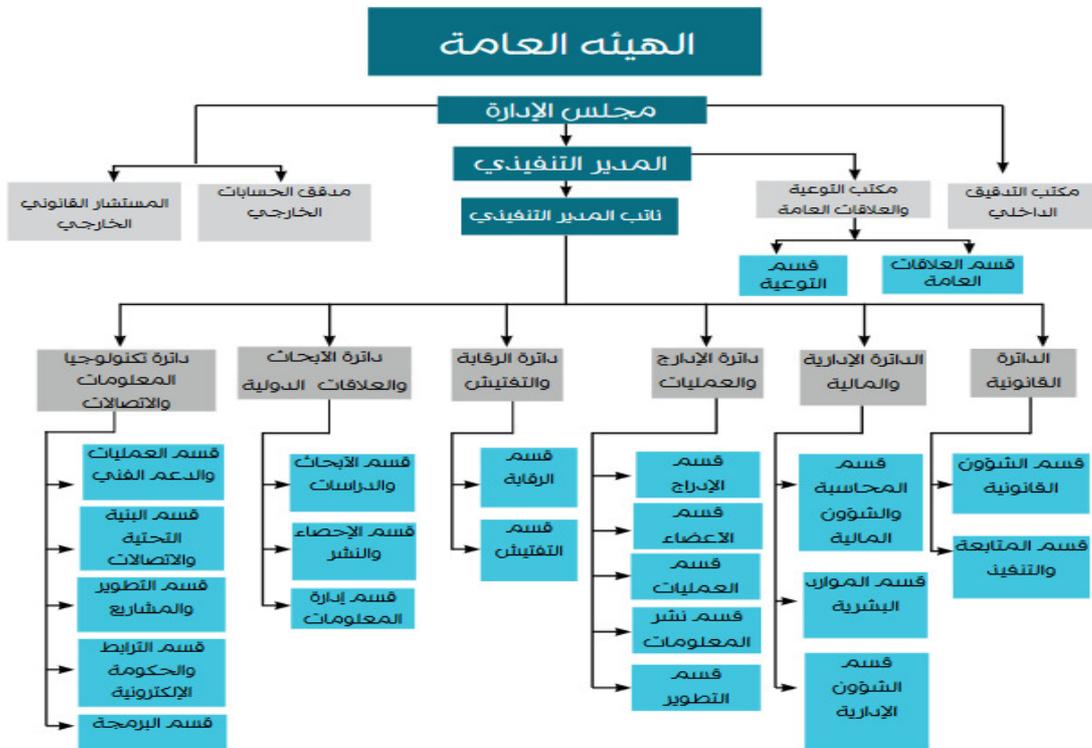
من تاريخ المباشرة وهي متساوية الحقوق والواجبات، وتأخذ أرقاما تسلسلية.

ثانيا: **إسناد القرض:** هي أوراق مالية ذات قيمة إسمية قابلة للتداول وتصدرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لا تقل مدته عن 5 سنوات وتتعهد الشركة بموجب هذا الإسناد بسداد هذا القرض وفوائده طبقا لشروط الاصدار.

ثالثا: **سندات المقارضة:** هي أداة من أدوات التمويل وفقا لقواعد التمويل الاسلامي وتختلف عن مثيلاتها في الاقتصاد الوضعي لكونها عبارة عن علاقة إقراض بين مصدر مكتتب تأخذ معنى لرد الأصل وليس المديونية أي أن الفائدة لا تحدد سلفا وإنما يترك أمرها لمدى الربح المحقق ولا يوجد أي ضمان لرد الأصل وذلك لاحتمال وجود خسائر.

رابعا: **أدوات الدين العام:** عبارة عن أذونات وسندات الخزانة التي تصدرها الحكومة للحصول على قروض من الجمهور، ويعني الصك أو الكمبيالة الصادرة وسندات الخزانة الصادرة بالنيابة عن خزينة الحكومة والتي تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم، وتنص على حق حاملها في إستيفاء قيمتها الإسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة، أما سندات الخزينة فهي السندات المسجلة أو السندات لحاملها الصادرة عن الحكومة.

الشكل رقم (08): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



تدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكونة من 7 أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة. (الخطيب، 2006، صفحة 04)

بغض النظر عن الاختلافات بين أسواق الأوراق المالية، فجميعها لها قاسم مشترك واحد وهو جمع المتعاملين في الأوراق المالية معا وتسهيل عملية التداول، وفي بورصة عمان فإن آلية التداول مبنية على الأوامر وبموجب هذا النظام يتم اتباع قواعد صارمة ذات أولوية للسعر والوقت، فعلى سبيل المثال بالنسبة إلى أي أمرين شراء أو بيع أو أكثر فإن الأمر ذو السعر الأعلى له الأولوية في التنفيذ، وإذا كان هناك أمرين أو أكثر من نفس النوع فإن الأولوية تكون للذي تم تدوينه أولا. (بورصة عمان، 2020)

المبحث الثاني: تحليل تطور مؤشرات أداء بورصة عمان ومؤشرات تداول الاستثمار الأجنبي في البورصة

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى دراسة وتحليل تطور مؤشرات الأداء ومؤشرات التداول في بورصة عمان خلال الفترة (1995/2020).

المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان:

تعتبر الأردن من الدول التي قامت منذ فترة زمنية ليست بالقصيرة على توفير مناخ استثماري جيد لجذب المستثمرين الأجانب، إذ تكمن أهمية الاستثمار الأجنبي من كونه أداة تعمل على زيادة الطاقة الإنتاجية للدولة المضيفة، ومن بين أهم أسباب الاستثمار الأجنبي في الأردن نجد مايلي: (بورصة عمان، 2020)

أولاً: الموقع الإستراتيجي والفريد من نوعه.

ثانياً: مناخ استثماري جذاب.

ثالثاً: الموارد البشرية المؤهلة والمنافسة.

رابعاً: البيئة الاستثمارية المستقرة.

خامساً: الوصول إلى الأسواق العالمية.

سادسا: حياة ذات نوعية راقية.

أما قانون الاستثمار الأجنبي في عمان: من بين هذه القوانين التي تنص على تشجيع الاستثمار في الأردن نجد: (ادريس،

2019، صفحة 37)

أ. قانون تشجيع الاستثمار وتوظيف رؤوس الأموال الأجنبية رقم 28 لسنة 1958.

ب. قانون تشجيع الاستثمار رقم 61 لسنة 1967.

ج. قانون تشجيع الاستثمار المؤقت رقم 53 لسنة 1973.

د. القوانين المعدلة لقانون 53 سنة 1995.

هـ. قانون تشجيع الاستثمار رقم 11 لسنة 1987.

و. قانون تشجيع الاستثمار رقم 16 سنة 1995 (تشجيع الاستثمارات العربية والأجنبية).

ز. قانون تشجيع الاستثمار وتوجيه الصناعة رقم 27 لسنة 1995.

ح. قانون تشجيع الاستثمار رقم 68 لسنة 2003.

تعززت صلاحيات هيئة الاستثمار الأردنية باقرار قانون الاستثمار رقم (30) سنة 2014 والذي مكن الهيئة

بجعلها الجهة الحكومية الوحيدة المسؤولة عن جذب الاستثمارات ودعم الصادرات وتوفير بيئة استثمارية آمنة ومستقرة،

ويمنح القانون وزارة الاستثمار والسلطة والصلاحيات اللازمة لإيجاد المركزية في كافة الإجراءات المتعلقة بالاستثمار وتسريعها،

بما في ذلك إنشاء وتنظيم المناطق التنموية الاقتصادية الخاصة.

وينص قانون الاستثمار على: (وزارة الاستثمار، 2022).

1. وضع إطار للحوافز والمزايا المتاحة للمستثمرين والمشاريع الاستثمارية داخل وخارج المناطق الحرة حاليا على حد سواء

باستثناء منطقة العقبة الاقتصادية الخاصة.

2. إيجاد نافذة استثمارية تعمل ضمن وزارة الاستثمار، وتضم هذه النافذة ممثلين مفوضين من جهات الترخيص المحددة

ذات الصلة يتمتعون بصلاحيات إصدار الترخيص ضمن أطر زمنية محددة.

3. كما تعمل الوزارة حاليا سنة 2022 صياغة قانون استثمار جديد بالتشاور والتناسق مع القطاع الخاص بوابك أفضل الممارسات وأعلى المعايير الدولية في مجال تبسيط الإجراءات المتعلقة بالاستثمار.

المطلب الثاني: تحليل مؤشرات أداء بورصة عمان : تعتبر بورصة عمان كغيرها من البورصات الأخرى تتأثر هي الأخرى بمجموعة من العوامل والمتغيرات الاقتصادية والتي سوف يتم التطرق إليها في هذا المطلب من خلال دراسة وتبع كل مؤشر على حدى خلال فترة الدراسة (2020/1995).

الفرع الأول: المؤشر العام للسوق: هو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أن تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق المالي عبر الزمن، كما يستخدم أيضا لتقييم أداء المحفظة المالية، والجدول التالي يبين تطور المؤشر العام للسوق في بورصة عمان خلال الفترة (2020/1995).

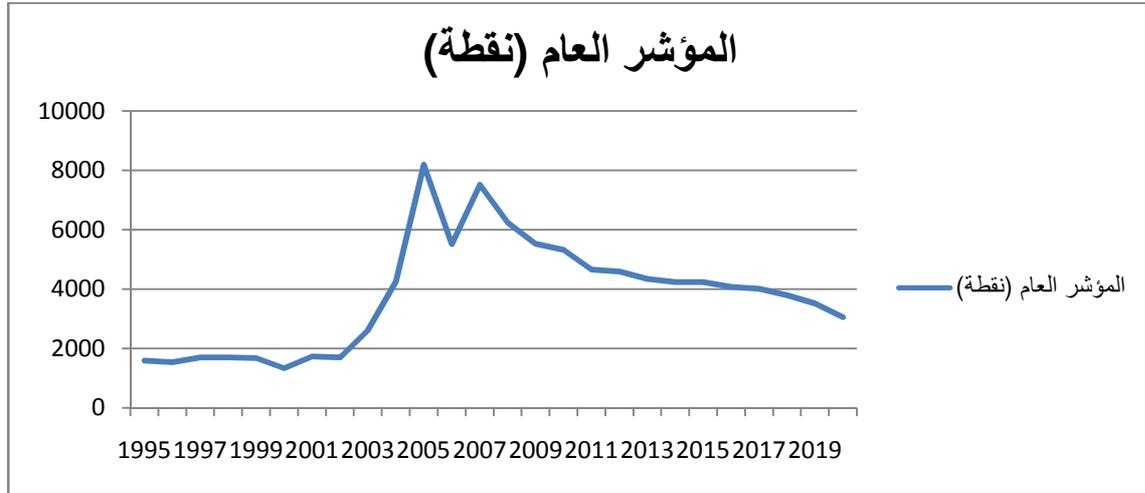
جدول رقم (15): تطور المؤشر العام للسوق في بورصة عمان

السنوات	المؤشر العام (نقطة)
1995	1591,7
1996	1534,6
1997	1692,4
1998	1701,3
1999	1673,5
2000	1330,5
2001	1727,2
2002	1700,2
2003	2614,5
2004	4245,6
2005	8191,5

5518,1	2006
7519,3	2007
6243,1	2008
5520,1	2009
5318	2010
4648,4	2011
4593,9	2012
4336,7	2013
4237,6	2014
4229,9	2015
4069,7	2016
4009,4	2017
3797,1	2018
3513,8	2019
3049,6	2020

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان لمختلف سنوات الدراسة.

الشكل رقم (09): تطور المؤشر العام للسوق في بورصة عمان



المصدر : مخرجات EXCEL بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول اعلاه

يتضح من خلال ما سبق أن هناك انخفاض في المؤشر العام للسوق سنة 1996 مقارنة بسنة 1995 ، ليرتفع المؤشر العام في بورصة عمان في كل من سنتي 1997 و 1998 ويرجع ذلك إلى اصدار قانون جديد للأوراق المالية في الأردن ، ويبقى المؤشر العام ما بين الانخفاض والارتفاع، ليصل المؤشر العام سنة 2005 إلى 8191.5 نقطة، ويرجع هذا النمو نتيجة التطور التقني الذي قامت به بورصة عمان وذلك من خلال تطبيق النسخة الجديدة من التداول الالكتروني ، ثم بدأ المؤشر العام ينخفض تدريجيا ويرجع ذلك إلى أسباب مختلفة من أبرزها تداعيات الأزمة العالمية، واستمر هذا الانخفاض حيث وصل سنة 2020 إلى 3049.6 نقطة بسبب تداعيات جائحة كورونا التي مست العالم والتي كان لها دور كبير في تراجع أداء مختلف البورصات العربية والعالمية.

الفرع الثاني: الشركات المدرجة: تعتبر الشركة المدرجة التي يتم فيها تسجيل أي نوع من الأوراق المالية لها في البورصة المعترف بها ويتم تداول الأوراق المالية لهذه الشركات بحرية بين المستثمرين، كما يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة في السوق المالية، حيث تسعى بورصة عمان لزيادة الشركات المدرجة لمنح المستثمرين فرص وخيارات أوسع تسمح لهم في التنوع والتقليل من المخاطر.

ولدراسة مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان قمنا بتتبع تطور عدد الشركات المدرجة خلال فترة الدراسة وهذا

ما يوضحه الجدول التالي:

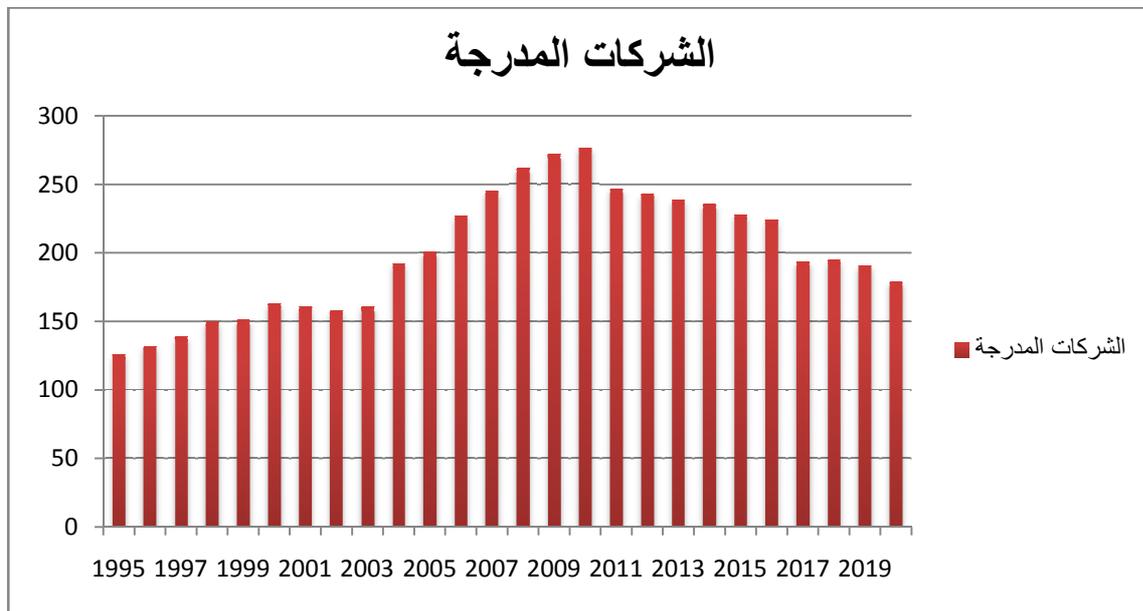
جدول رقم (16): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان

الشركات المدرجة	السنوات
126	1995
132	1996
139	1997
150	1998
151	1999
163	2000
161	2001
158	2002
161	2003
192	2004
201	2005
227	2006
245	2007
262	2008
272	2009
277	2010
247	2011
243	2012
239	2013
236	2014
228	2015
224	2016

194	2017
195	2018
191	2019
179	2020

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان لمختلف سنوات الدراسة.

الشكل رقم (10): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان



المصدر: مخرجات EXCEL بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول اعلاه

عرف سوق عمان للأوراق المالية تطور إيجابي في عدد الشركات المدرجة في البورصة خلال فترة الدراسة (2020/1995)، حيث ارتفع عدد الشركات المسجلة من 126 شركة سنة 1995 إلى 163 شركة سنة 2000، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على التوجه نحو إتساع السوق من سنة لأخرى، كما أن زيادة عدد الشركات المدرجة يؤدي إلى توسيع قاعدة الاستثمار، وبالتالي زيادة كفاءة السوق، إلا أنه وبعد سنة 2000 نلاحظ انخفاض تدريجي في عدد الشركات المدرجة في السوق حيث وصلت سنة 2002 إلى 158 شركة، ليعود إلى التحسن واستمرارية زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة سنة 2003 إلى 161 شركة واستمر هذا الارتفاع إلى غاية سنة 2010 والتي بلغت عدد الشركات المدرجة 277 شركة، ويعود هذا الارتفاع إلى قيام الدولة بتنفيذ برامج الخوصصة وتنشيط السوق وتوسيع قاعدة

الاستثمار، ثم انخفض عدد الشركات بشكل تدريجي حيث وصلت سنة 2020 إلى 179 شركة وذلك راجع إلى العديد من الأسباب من بينها الأزمة المالية العالمية، خروج وإفلاس بعض الشركات واندماجها في شركة واحدة لمواجهة المنافسة ومواكبة التغيرات والتطورات الجديدة، بالإضافة إلى تداعيات جائحة كورونا الذي كان لها أثر واضح على أداء مختلف البورصات بما في ذلك بورصة عمان.

الفرع الثالث: القيمة السوقية: ويشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعاً لسعر السوق، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، وهذا ما يعكس مستوى نشاط السوق. والجدول التالي يبين تطور القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة (2020/1995).

جدول رقم (17): تطور القيمة السوقية في بورصة عمان

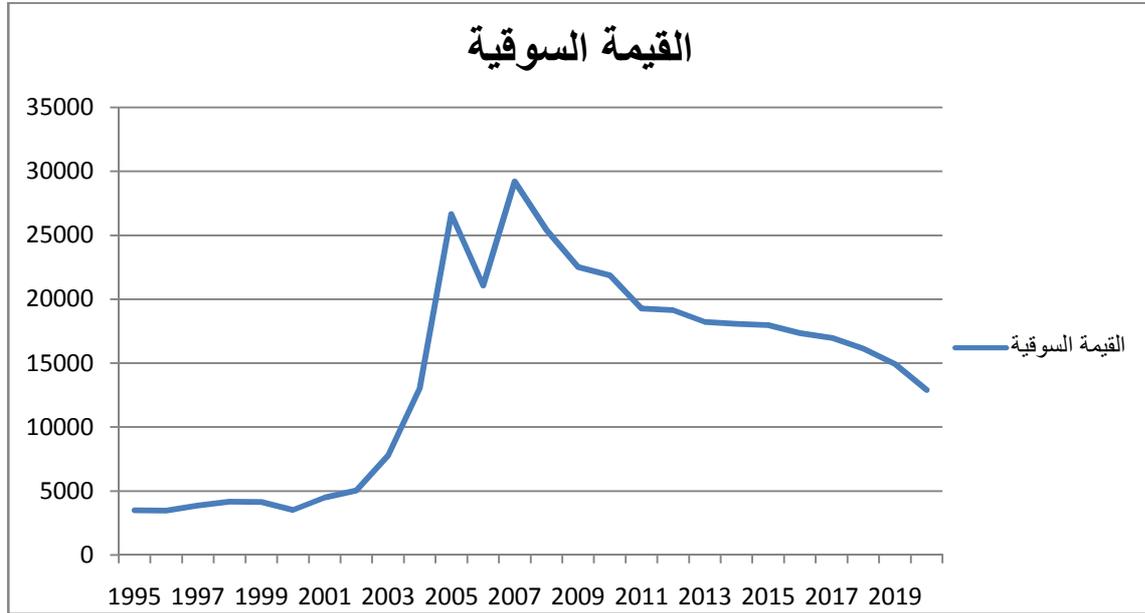
الوحدة: مليون دينار

القيمة السوقية	السنوات
3495.4	1995
3461.2	1996
3862	1997
4156.6	1998
4137.7	1999
3509.6	2000
4476.4	2001
5029	2002
7772.8	2003
13033.8	2004
26667.1	2005
21078.2	2006

29214.2	2007
25406.3	2008
22526.9	2009
21858.2	2010
19272.8	2011
19141.5	2012
18233.5	2013
18082.6	2014
17984.7	2015
17339.4	2016
16962.6	2017
16122.7	2018
14914.8	2019
12907.8	2020

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان لمختلف سنوات الدراسة.

الشكل رقم (11): تطور القيمة السوقية في بورصة عمان



المصدر: مخرجات EXCEL بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول اعلاه

من خلال ما سبق أعلاه نلاحظ أن هناك تذبذب في القيمة السوقية بين الارتفاع والانخفاض خلال الفترة الممتدة ما بين (1995/2007)، إذ في نهاية سنة 2008 بلغت القيمة السوقية 25406.3 مليون دينار، إذ نلاحظ أنها تراجعت قيمتها مقارنة مع سنة 2007 والتي قدرت حوالي 29214.2 مليون دينار ويرجع ذلك الانخفاض إلى أثر الأزمة المالية التي ضربت السوق وأزمة انخفاض البترول في العالم.

وقد استمر هذا التراجع في حجم القيمة السوقية وصولاً إلى سنة 2020 والتي قدرت حوالي 12907.8 مليون دينار، وذلك راجع إلى تداعيات إنتشار فيروس كورونا الذي كان له أثر بالغ على أداء بورصة عمان.

الفرع الرابع: حجم التداول: يعبر مؤشر حجم التداول عن الأسهم التي يتم تداولها في السوق المالي خلال مدة زمنية معينة سواء كانت يوماً أو أسبوعاً أو شهراً، والجدول التالي يبين حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (2020/1995).

جدول رقم (18): تطور حجم التداول في بورصة عمان

الوحدة: مليون دينار

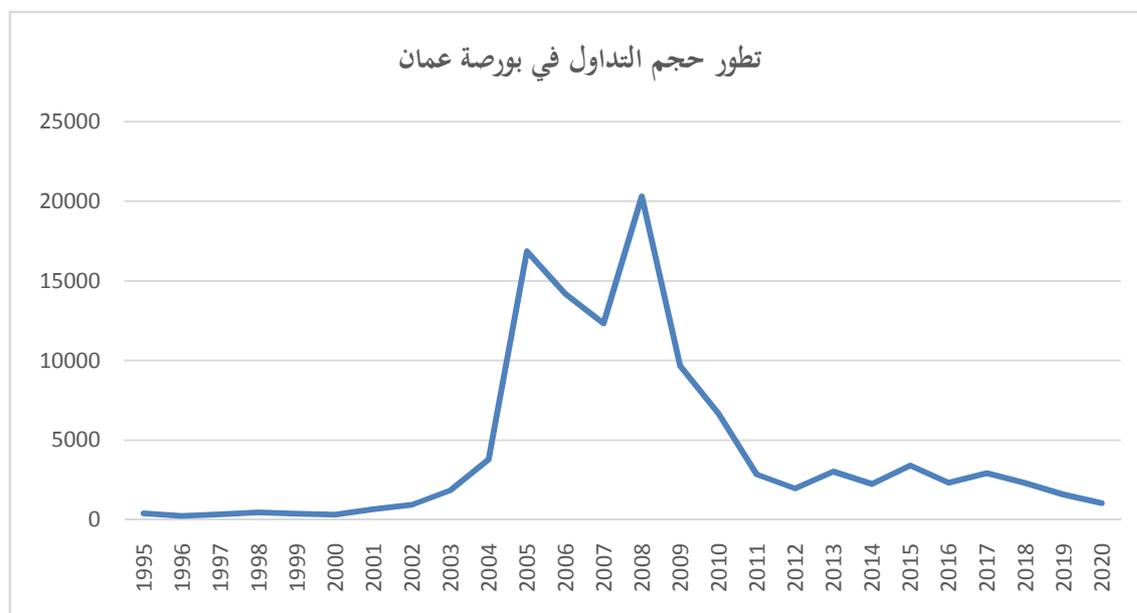
حجم التداول	السنوات
419	1995
248.6	1996
355.2	1997
464.4	1998
389.4	1999
334.7	2000
668.7	2001
950.3	2002
1855.2	2003
3793.2	2004
16871.1	2005
14209.9	2006
12340.1	2007
20318	2008
9665.3	2009
6690	2010
2850.3	2011
1978.8	2012
3027.3	2013
2263.4	2014
3417.1	2015

2329.5	2016
2926.2	2017
2319.3	2018
1585.4	2019
1048.8	2020

المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان لمختلف سنوات الدراسة

الشكل رقم (12): تطور حجم التداول في بورصة عمان

المصدر : مخرجات EXCEL بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول اعلاه



المصدر : مخرجات EXCEL بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول اعلاه

نلاحظ من خلال ما سبق أن بورصة عمان قد سجلت انخفاض في حجم التداول سنة 1996 مقارنة بسنة 1995، لتعود ترتفع مرة أخرى سنة 1997 ويعود سبب الارتفاع في صدور قانون الأوراق المالية والذي من بين أهدافه إعادة هيكلة وتنظيم السوق بما يواكب الأسواق المالية الدولية، عرفت السنوات اللاحقة نموا كبيرا في حجم التداولات وذلك راجع إلى الاستقرار السياسي والأمني من جهة وتنفيذ برامج الخوصصة من جهة أخرى، أما الفترة ما بين 2006 و2007 شهدت حجم التداولات انخفاضا، لتعود ترتفع سنة 2008 وذلك بسبب العمليات الواسعة التي قام المستثمرون بها في السوق نتيجة للأزمة المالية العالمية، حيث فقدت السوق أدائها الجيد في نهاية سنة 2008 وصولا إلى سنة 2012

ويرجع ذلك إلى الأوضاع غير المستقرة في العالم، وتداخيات الأزمة العالمية، وقد عاودت بورصة عمان الارتفاع في حجم التداولات سنة 2013، حيث شهدت الفترة الموالية تذبذباً كبيراً بين الارتفاع والانخفاض في حجم التداولات، ولكن سرعان ما تراجع أدائها خلال السنوات اللاحقة واستمر هذا الانخفاض إلى غاية سنة 2020 ويرجع ذلك بسبب التغيرات و المستجندات في بيئة الأعمال وانتشار فيروس كورونا .

المطلب الثالث: تحليل مؤشرات تداول الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان

قامت الحكومة بانتهاج مجموعة من السياسات الاقتصادية التي تقوم على جذب الاستثمار الأجنبي وتوفير بيئة استثمارية ملائمة وذلك عن طريق إصدارها قوانين وتشريعات تسمح باستقطاب المستثمر الأجنبي داخل البورصة وذلك من منطلق مساهمة هذه الاستثمارات جنباً إلى جنب مع الاستثمارات المحلية.

الفرع الأول: تحليل تطور صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان

يعتبر صافي الاستثمار الأجنبي من بين المؤشرات المهمة لقياس السوق المالي ومدى مساهمة الأجنبي في تنشيطه وسوف نقوم بتحديد هذا التطور من خلال تحليل صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان خلال فترة الدراسة.

جدول رقم (19): تطور صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان

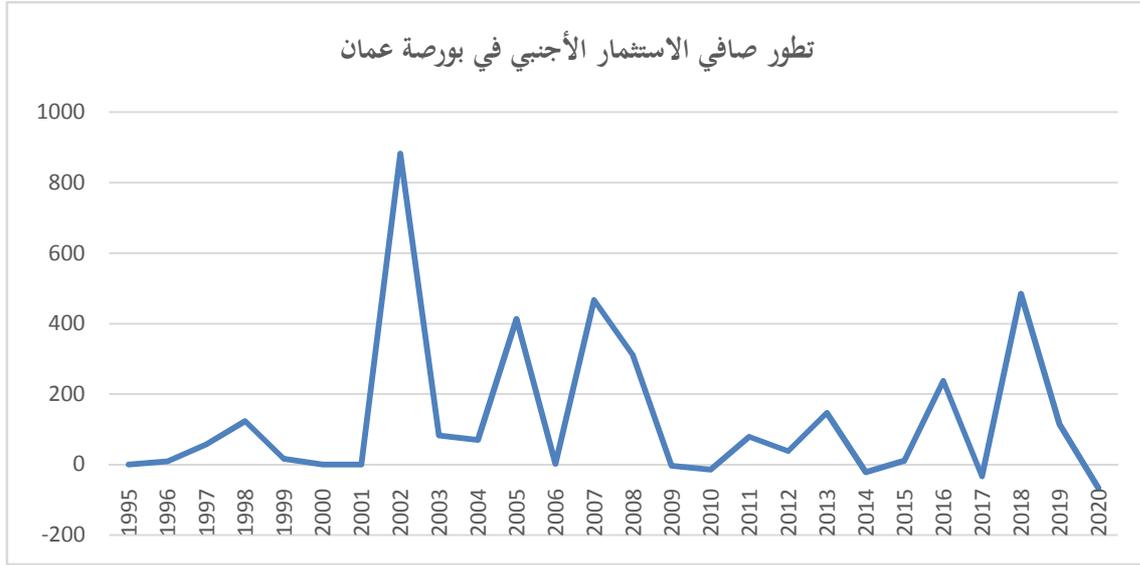
الوحدة: مليون دينار

السنوات	صافي تدفق الاستثمار الأجنبي
1995	/
1996	8.521
1997	56.764
1998	122.606
1999	15.471
2000	-11.833
2001	-107.504
2002	882.692

81.889	2003
68.956	2004
413.033	2005
1.813	2006
466.256	2007
309.815	2008
-3.776	2009
-14.594	2010
78.616	2011
37.650	2012
146.860	2013
-22.153	2014
10.583	2015
237.078	2016
-34.290	2017
484.539	2018
114.085	2019
-67.505	2020

المصدر : من اعداد الطلبة بالاعتماد على البنك المركزي الأردني لمختلف سنوات الدراسة.

الشكل رقم (13): تطور صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان



المصدر : مخرجات EXCEL بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول اعلاه

تعتبر بورصة عمان من أنشط البورصات العربية خاصة في مجال فتح فرص للمستثمرين الأجانب واستقبالها للاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية، ومما سبق نلاحظ أن هناك تذبذب واضح في صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة 2007/1996 بين قيم موجبة وسالبة وهذا بسبب انعكاس الآثار السياسية والاقتصادية والمالية والعالمية، بالإضافة لجملة من الأسباب كالعولمة والانفتاح الاقتصادي وإزالة القيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية، بالرغم من انعكاسات الأزمة العالمية حققت بورصة عمان سنة 2008 قيم موجبة للاستثمار الأجنبي هذا ما جعلها محل ثقة للمستثمرين الدوليين .

شهدت السنوات ما بعد الأزمة من سنة 2009 إلى غاية 2017 تذبذباً ملحوظاً وكبيراً في صافي الاستثمار الأجنبي وهذا راجع إلى النتائج التي خلفتها الأزمة العالمية.

في حين شهد صافي الاستثمار الأجنبي سنة 2018 في بورصة عمان ارتفاعاً كبيراً ليصل إلى ذروته محققاً 484.5 مليون دينار، وهذا يعود إلى مجموعة الإجراءات التي قامت بها الحكومة الأردنية، لينخفض مرة أخرى سنة 2019 وذلك بسبب تنفيذ قانون ضريبة الدخل على أرباح المضاربة في الأسهم مما أدى إلى هروب المستثمرين وعدم اللجوء إلى

الاستثمار في البورصة، ويستمر هذا الانخفاض إلى غاية سنة 2020 مسجلا بذلك قيم سالبة سنة 2020 وهذا راجع إلى تداعيات جائحة كورونا بالإضافة إلى أسباب سياسية أخرى.

الفرع الثاني: نسبة مساهمة غير الأردنيين (الأجانب) في بورصة عمان

إن تطور الأهمية النسبية لمساهمات الأجانب في تدبب دائم ومستمر وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

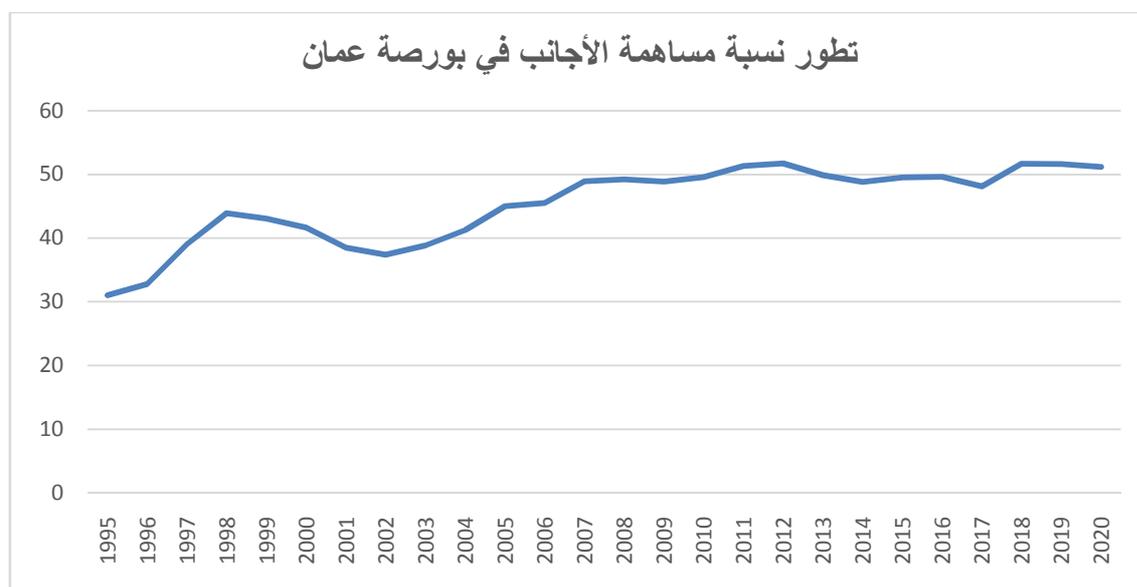
جدول رقم (20): تطور نسبة مساهمة الأجانب في بورصة عمان

البيان	نسبة مساهمة الأجانب في الشركات الأردنية%
1995	31.04
1996	32.79
1997	39.05
1998	43.93
1999	43.09
2000	41.67
2001	38.50
2002	37.43
2003	38.84
2004	41.26
2005	45.04
2006	45.53
2007	48.94
2008	49.24
2009	48.88
2010	49.56
2011	51.32

51.74	2012
49.89	2013
48.84	2014
49.53	2015
49.61	2016
48.13	2017
51.71	2018
51.63	2019
51.21	2020

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان لمختلف سنوات الدراسة.

الشكل رقم (14): تطور نسبة مساهمة الأجانب في بورصة عمان



المصدر: مخرجات EXCEL بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول اعلاه

تعمل الأردن على تعزيز مؤشر انفتاح أسواقها المالية للاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية من خلال محاولة

جذب المزيد من المستثمرين، ويوضح الجدول أعلاه نسبة مساهمة الأجانب في الشركات الأردنية، حيث شهدت نسبة

مساهمة الأجانب تذبذب مستمر بين الارتفاع والانخفاض خلال الفترة 1995 إلى غاية 2007، حيث في سنة 2008 سجلت نسبة مساهمة الأجانب 49.24% لتراجع سنة 2009 تراجع طفيف ويعود ذلك إلى آثار الأزمة العالمية وخوف المستثمرين من المخاطرة باستثمارات غير مضمونة، وفي سنة 2010 ارتفعت نسبة مساهمة الأجانب إلى 49.56% واستمر هذا الارتفاع وصولاً إلى سنة 2012 وذلك نتيجة انتعاش الاقتصاد الأردني، ولاكن لم يستمر هذا الارتفاع لتعود تنخفض مرة أخرى في سنة 2013 إلى غاية سنة 2014 نتيجة توتر الأوضاع في المناطق العربية، أما فيما يخص سنة 2015 ارتفعت نسبة مساهمة الأجانب وصولاً إلى سنة 2016، لتراجع مرة أخرى سنة 2017 وتعود ترتفع سنة 2018 لكن لم تستمر هذه الزيادة وذلك راجع لعدم الاستقرار الأمني والسياسي لمختلف الدول العربية مما أدى إلى انخفاض طفيف في نسبة مساهمة الأجانب في الأردن سنة 2019 واستمر هذا الانخفاض سنة 2020 بسبب أزمة كورونا التي ضربت العالم بأكمله.

المبحث الثالث: نمذجة واختبار علاقة التكامل المشترك بين الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ونشاط

بورصة عمان باستخدام نموذج ARDL:

هذا المبحث هو بمثابة الجزء التطبيقي والقياسي لهذه الدراسة حيث نحاول من خلال هذه الدراسة العلاقة بين محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ونشاط بورصة عمان بناء على الأدوات والأساليب الإحصائية.

المطلب الأول: تحديد النموذج ومنهجية الدراسة

سنحاول من خلال دراستنا تفسير التغير الحاصل في القيمة السوقية في بورصة عمان للفترة (1996/2020)، من خلال التغيرات الحاصلة في بيع وشراء المستثمرين الأجانب للأصول المالية بالإضافة لمتغير حجم التداول في البورصة.

الفرع الأول: عموميات حول نموذج ARDL

من أجل دراسة العلاقة والأثر بين المتغير التابع والمتغير المستقل سوف نستخدم في هذه الدراسة منهجية حديثة أكثر خصوصية من نماذج التكامل المشترك وهي منهجية التكامل المشترك بإستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة "ARDL"، حيث تم تطوير هذا الأسلوب من طرف العالم الأمريكي بيسرن "PESARAN" من أصول إيرانية بمساعدة العالم شين "SHIN" سنة 1998 وبعد ذلك بيسرن "PESARAN" والعالم "ALL" عام 2001 .

كما يستخدم نموذج الانحدار الذاتي للفجوات المتباطئة الموزعة المقترح "ARDL" من قبل "PESARAN" الفارق الزمني لتباطؤ الفجوة "Lag" بعين الاعتبار. (محمد س.، 2015، صفحة 110)، حيث تتوزع المتغيرات التفسيرية على فترات زمنية يدمجها النموذج "ARDL" في عدد من الإبطاءات الموزعة في حدود (معلومات) تتوافق وعدد المتغيرات التفسيرية، حيث تستغرق العوامل الاقتصادية المفسرة قيد الدراسة مدة زمنية للتأثير على المتغير التابع متوزعة بين الأجل القصير والطويل. (مختاري و بلحاج، 2017، صفحة 11).

كما أن منهجية "ARDL" تمكننا من فصل تأثيرات الأجل القصير عن الأجل الطويل، حيث يستطيع من خلال هذه المنهجية تحديد العلاقة التكاملية للمتغيرات المستقلة في المدى القصير والطويل في نفس المعادلة وتحديد حجم تأثير كل المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وكذلك اختبار متى تحقق العلاقة التوازنية بين المتغيرات، وبذلك يعتمد اختبار "ARDL" على إحصائية فيشر، لتحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة في المديين الطويل والقصير في نفس المعادلة.

وبالتالي يمكن تطبيق اختبار "ARDL"، ويكتب النموذج على الشكل التالي: (عميش، 2018، صفحة 338).

$$d(y_t) = \overbrace{c + \lambda y_{t-1} + \sum_{i=0}^{\infty} \beta_i * x_{it-1}}^{\text{معلومات الأجل الطويل}} + \overbrace{\sum_{i=1}^{\infty} a_{1i} * d(y_{t-i}) + \sum_{i=1}^{\infty} a_{2i} * d(x_{t-i})}_{\text{معلومات الأجل القصير}} + \varepsilon_t$$

حيث:

λ : معلمة المتغير التابع المبطأة لفترة واحدة عند المستوى (حد تصحيح الخطأ)، وحتى يكون لدينا تكامل مشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة وذات علاقة طويلة الأجل يجب أن يتوفر شرطين لقيمة λ ، شرط لازم أن تكون إشارتها سالبة وشرط كاف أن تكون معنوية.

β : معاملات العلاقة طويلة الأجل.

α : معاملات العلاقة قصيرة الأجل (نموذج تصحيح الخطأ).

C: تشير إلى الجزء القاطع.

ε_t : أخطاء الحد العشوائي.

الفرع الثاني: تحديد نموذج الدراسة:

استنادا إلى التحليل النظري والدراسات السابقة التي أكدت على العلاقة القائمة بين الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية والقيمة السوقية لبورصة عمان، ومحاولة منا الإجابة على الإشكالية الأساسية لهذه الدراسة، قمنا باختيار المتغيرات الموضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (21): السلاسل الزمنية المشكلة للنموذج القياسي

النموذج	رمز السلسلة	إسم السلسلة	التعريف
المتغير التابع	KA_T	القيمة السوقية كنسبة من GDP	القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، إذ تعد من أهم القيم بالنسبة للمستثمر سواء كان محليا أم اجنيا، كما تتوقف على أعلى سعر يرغب المستثمر بشرائه وعلى أقل سعر يرغب المستثمرون ببيعه.
المتغيرات المستقلة	BA	شراء المستثمرين غير الأردنيين	يشير إلى تطور شراء المستثمرين غير الأردنيين خلال الفترة (2020/1996).
	SAL	بيع المستثمرين غير الأردنيين	يشير إلى تطور بيع المستثمرين غير الأردنيين خلال الفترة (2020/1996).
	TRAD_T	القيمة المتداولة كنسبة من GDP	يعبر عن عدد الحصص المتداولة من طرف الأجانب في بورصة عمان خلال الفترة (2020/1996).

المصدر: من اعداد الطالبة

ومنه وبناء على هذه المتغيرات يمكن كتابة النموذج كالتالي:

$$KA_T = f(BA_t, SAL_t, TRAD_T) \dots \dots \dots (1)$$

وهو النموذج الذي سنعمد عليه في دراستنا القياسية.

الفرع الثالث: دراسة استقرارية متغيرات الدراسة (اختبار جذر الوحدة)

تكتسي خاصية الاستقرار أهمية بالغة في الجانب الإحصائي، وما يمكن أن يؤدي عدم توفرها في مختلف المتغيرات المستخدمة إلى إستنتاجات مزيفة، لذا سنستخدم إختبار "PP" الذي تستخدمه أغلب الدراسات الحديثة خاصة في حالة العينات الصغيرة، في دراسة إستقرارية سلاسل النماذج المختارة والتي سنأخذها في شكلها اللوغاريتمي، ويقوم إختبار "PP" على إختبار الفرضيتين التاليتين عند مستوى المعنوية 5%:

1. الفرضية العدم: وجود جذر الوحدة، ويعني عدم استقرار السلسلة الزمنية.

2. الفرضية البديلة: عدم وجود جذر الوحدة، ويعني استقرار السلسلة الزمنية.

حيث أن صيغة افتراضات العدم والقبول على الشكل التالي:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{السلسلة تحتوي على جذر وحدة} \Rightarrow \left\{ \begin{array}{l} |t - stat| < |t - tab| \\ Prob > 0,05 \end{array} \right. \\ \text{السلسلة لا تحتوي على جذر وحدة} \Rightarrow \left\{ \begin{array}{l} |t - stat| > |t - tab| \\ Prob < 0,05 \end{array} \right. \end{array} \right. \begin{array}{l} H_0 : \text{الفرض العدمي} \\ H_1 : \text{الفرض البديل} \end{array}$$

ومن الجدول التالي يلخص لنا نتائج هذا الإختبار:

جدول رقم (22): إختبار استقرارية السلاسل الزمنية إختبار (phillips-perron)

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (PP)					
Null Hypothesis: the variable has a unit root					
<u>At Level</u>					
		KA_T	BA	SAL	TRAD_T
With Constant	t-Statistic	-1.6504	-2.0185	-1.9865	-1.8528
	Prob.	0.4425	0.2774	0.2903	0.3475
		n0	n0	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-1.6469	-1.8523	-1.8105	-1.9020
	Prob.	0.7430	0.6473	0.6679	0.6223
		n0	n0	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.8722	-1.4595	-1.4153	-1.5145
	Prob.	0.3278	0.1316	0.1423	0.1191
		n0	n0	n0	n0
<u>At First Difference</u>					
		d(KA_T)	d(BA)	d(SAL)	d(TRAD_T)
With Constant	t-Statistic	-4.7964	-4.8511	-4.7834	-5.1060
	Prob.	0.0009	0.0008	0.0010	0.0004
		***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-5.0063	-4.8581	-4.7963	-5.0744
	Prob.	0.0029	0.0039	0.0045	0.0025
		***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-4.8989	-4.9669	-4.8963	-5.2265
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***

Notes:
a: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant
b: Lag Length based on SIC
c: Probability based on MacKinnon (1996) one-sided p-values.

This Result is The Out-Put of Program Has Developed By:
Dr. Imadeddin AlMosabbeh
College of Business and Economics
Qassim University-KSA

من خلال نتائج الجدول يمكن أن نستنتج كل السلاسل الزمنية عند $I(0)$ غير مستقرة حسب العبارة، no ، في حين مستقرة عند الفرق الأول وبالتالي فهي متكاملة من الدرجة $I(1)$ ، وبذلك هذه النتائج تشير إلى إمكانية استخدام منهجية اختبار التكامل المشترك ARDL.

كما أن طريقة PESARAN تتمتع بخصائص أفضل في حالة السلاسل الزمنية قصيرة الأجل مقارنة بالطرق الأخرى المعتادة في اختبار التكامل المشترك مثل طريقة غرانجر، أو اختبار لبتكامل المشترك لجوهانسن في إطار نموذج Var ومن بين هذه الخصائص قد تكون بعض المتغيرات المعنية مستقرة عند $I(0)$ أو بعضها عند $I(1)$ ، أو حتى متكاملة جزئياً وهناك أيضاً إمكانية التكامل المشترك بين بعض المتغيرات $I(1)$ بشرط أن لا تكون السلاسل مستقرة عند $I(2)$.

كما يمكننا هذا الاختبار من تقدير معادلاتي الأجلين الطويل والقصير في نفس المعادلة، بالإضافة إلى أخذ عدد كافي من فترات الإبطاء المثلى لكل سلسلة زمنية على حدى (أي أن لكل سلسلة زمنية فترة إبطاء مثلى خاصة بها)، وهذا ما يسمح لنا بالحصول على نتائج أفضل.

المطلب الثاني: مساهمة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في تنشيط بورصة عمان

سنحاول من خلال ما تم عرضه سابقاً بناء نموذج قياسي يعبر لنا عن العلاقة الطويلة والقصيرة الأجل بين الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية والقيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة (2020/1996).

الفرع الأول: الاختبارات القبلية: سيتم التعرض لكل من الصياغة العامة للنموذج، ثم توزيع فترات الإبطاء على متغيرات النموذج حسب معيار (AIC).

أولاً: بناء النموذج: تستغرق العوامل الاقتصادية المفسرة قيد الدراسة مدة زمنية للتأثير على المتغير التابع متوزعة بين الأجل القصير والطويل، وبالتالي يمكن تطبيق اختبار، ويكتب "ARDL" ويكتب نموذج الدراسة على الشكل التالي:

$$\Delta KA_T = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta KA_{T-t-i} + \sum_{t=0}^q \beta_2 \Delta BA_{t-i} + \sum_{t=0}^m \beta_3 \Delta SAL_{t-i} + \sum_{t=0}^z \beta_4 \Delta TRAD_{T-t-i} + \alpha_1 KA_{T-t-1} + \alpha_2 BA_{t-1} + \alpha_3 SAL_{t-1} + \alpha_4 TRAD_{T-t-1} + \varepsilon_t$$

حيث:

KA_T: القيمة السوقية كنسبة من GDP (نشاط البورصة) .

BA: شراء المستثمرين غير الأردنيين.

SAL: بيع المستثمرين غير الأردنيين.

TRAD_T: القيمة المتداولة كنسبة من GDP.

Δ : يشير إلى الفروق من الدرجة الأولى.

q, p, m: الحد الأعلى لفترات الإبطاء الزمني للمتغير التابع والمستقل للنموذج.

β : معاملات العلاقة قصيرة الأجل (نموذج تصحيح الخطأ).

α : معاملات العلاقة طويلة الأجل.

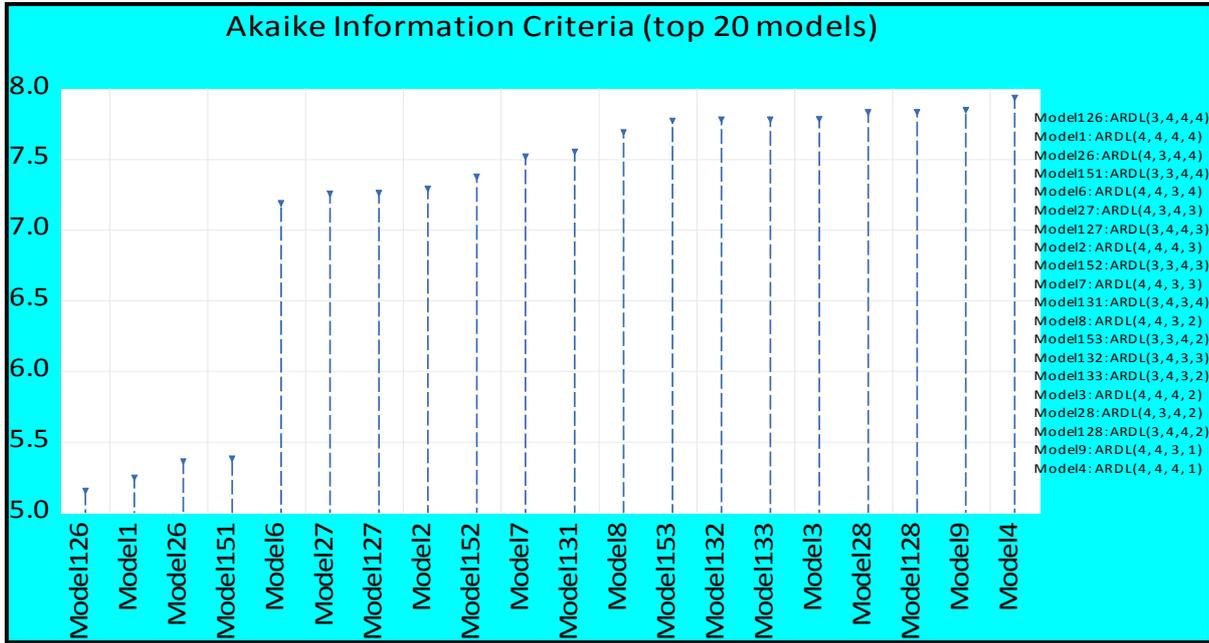
ثانيا: اختيار فترات الإبطاء المثلى للنموذج:

هناك عدة معايير احصائية تستخدم لتحديد فترات الإبطاء الغرض منها العمل على تدنية مجموع مربعات البواقي إلى أقل

قيمة ممكنة، حيث اعتمدنا في دراستنا على معيار AKAIKE أين اختار لنا أفضل 20 نموذج .

والشكل الموالي يوضح لنا نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى

الشكل رقم (15) نتائج اختبار فترات الابطاء المثلى



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 12.

من خلال الشكل رقم (15) الذي يوضح مجموع النماذج الممكنة عند تغيير درجات ابطاء متغيرات النموذج، حسب إحصائية (Schwarz Information Criterion)، ومنه يتضح أن النموذج $ARDL(3,4,4,4)$ هو النموذج الأمثل ويمتلك أقل قيمة حسب إحصائية (Akaike Information Criterion).

حيث أن المتغيرة KA_T مبطأة بثلاث درجات، والمتغيرات المستقلة مبطأة بأربع درجات، كما هو موضح في الشكل السابق.

الفرع الثاني: اختبار معلمات النموذج في الأجلين القصير والطويل: ندرس هنا إمكانية وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، وتقييم تأثير المتغيرات المستقلة على القيمة السوقية في بورصة عمان، وذلك في الأجلين القصير والطويل.

أولاً: اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds Test): يهدف هذا الاختبار إلى رؤية إذا ما كان هناك دليل على علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، حيث تم الكشف عن مدى إمكانية وجود تكامل مشترك من عدمه عبر اختبار الفرضية التالي: يوجد تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، حيث يتم القيام بهذا الاختبار بالنسبة لنموذج "ARDL" من خلال الصيغة التالية:

$$\begin{cases} F - statistic < F_{I(0)F-Pesaran} \Rightarrow H_0 : \text{لا يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات} \\ F_{I(0)F-Pesaran} < F - statistic < F_{I(1)F-Pesaran} \Rightarrow \text{منطقة عدم اتخاذ القرار} \\ F - statistic > F_{I(1)F-Pesaran} \Rightarrow H_1 : \text{يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات} \end{cases}$$

والجدول التالي يوضح نتائج اختبار الحدود

جدول رقم (23): نتائج اختبار الحدود (Boinds test)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	35.84952	10%	2.37	3.2
k	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66
Finite Sample: n=35				
Actual Sample Size	21	10%	2.618	3.532
		5%	3.164	4.194
		1%	4.428	5.816
Finite Sample: n=30				
		10%	2.676	3.586
		5%	3.272	4.306
		1%	4.614	5.966

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 12.

وتشير النتائج إلى أن القيمة المحسوبة لـ "F-statistic" أكبر من القيم الحرجة للحد الأدنى والأعلى عند معظم مستويات المعنوية، ومنه نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، ويعني ذلك وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

ثانياً: تحليل وتفسير علاقة الأجل القصير:

يتم تقدير العلاقة قصيرة الأجل من خلال تقدير نموذج تصحيح الخطأ والذي يعبر عن متغيرات الدراسة، بحيث يكون تصحيح الخطأ مبطاً لفترة زمنية واحدة فقط، باعتباره كمتغير تفسيري فمن خلاله يمكن الحصول على سرعة تكيف الاختلالات التي تحدث في الأجل القصير إلى التوازن طويل الأجل. (مناد و بوقناديل ، 2021، صفحة 201)

✓ يوضح الملحق رقم (06) علاقة الأجل القصير كما يلي:

- التأثير الموجب والمعنوي إحصائياً لشراء المستثمرين الأجانب على القيمة السوقية، حيث كلما زاد شراء المستثمرين الأجانب للأوراق المالية بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية بـ 0.34 وحدة وهو ما يتوافق والنظرية الاقتصادية والدراسات السابقة، حيث أن زيادة الشراء تؤكد على دخول مستثمرين جدد أو زيادة حصة المستثمرين الأجانب المتواجدين في بورصة عمان، ما يساهم في الرفع الأردني ومساهماتهم في عمليات الشراء.

- التأثير السالب والمعنوي إحصائياً لبيع المستثمرين الأجانب على القيمة السوقية، حيث كلما زاد بيع المستثمرين الأجانب للأوراق المالية بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية بـ 0.29 وحدة، وهو ما يتوافق والنظرية الاقتصادية، حيث أن زيادة البيع تؤكد على خروج المستثمرين من السوق أو خفض مساهماتهم في السوق المالي، ما يجعل البورصة تتكبد الخسارة في القيمة السوقية، وهذا بسبب ضعف تنافسية السوق المالي الأردني مقارنة بالأسواق النشطة، خاصة سوق الأوراق المالية السعودية التي تصنف ضمن البورصات العربية الصاعدة، حيث بلغت نسبة القيمة السوقية فيها ما نسبته 41.2% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية سنة 2018.

- التأثير الموجب والمعنوي إحصائياً للقيمة المتداولة على القيمة السوقية، حيث كلما ارتفعت القيمة المتداولة بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية بـ 0.77 وحدة وهو ما يتوافق والنظرية الاقتصادية والدراسات السابقة، إذ أن ارتفاع القيمة المتداولة تعني حركة ونشاط أكبر في السوق ما يؤثر إيجابياً على بورصة عمان، وهذا ما يفسر الاستجابة القوية بين القيمة المتداولة بالقيمة السوقية في سوق عمان للأوراق المالية.

- هناك علاقة ديناميكية قصيرة الأجل بين القيمة السوقية وعوامل جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، وهذا راجع للخطأ المقدر سالب الإشارة والمعنوي إحصائياً وكانت قيمته $(\text{CointEq}(-1)=-0.24)$ ، وهو يقيس نسبة إحتلال التوازن في المتغير التابع التي يمكن تصحيحها من فترة زمنية لأخرى، والإشارة السالبة تدعم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

- إن معامل تصحيح الخطأ ذو معنوية احصائية مقبولة عند 5% و بإشارة سالبة و يكون عندئذ نموذج تصحيح الخطأ مقبول وعليه يمكننا القول أن 24% يمكن تصحيحها في كل سنة من أجل العودة إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل وهذا ما يعبر عن سرعة العودة إلى الوضع التوازني في حالة وجود صدمات تزيج الاقتصاد الأردني عن وضعه التوازني وهذا

ما يقودونا في الأخير إلى التأكيد على أن متغيرات النموذج محل الدراسة هي في حالة تكامل مشترك ولها علاقة توازن في الأجل الطويل .

ثالثا: تحليل وتفسير علاقة الأجل الطويل:

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك عند درجة المعنوية 5% تم تقدير وقياس العلاقة طويلة الأجل في إطار نموذج .ARDL

✓ حيث يوضح الملحق رقم (07) علاقة الأجل الطويل كما يلي:

- التأثير الموجب والمعنوي إحصائيا لشراء المستثمرين الأجانب على القيمة السوقية، حيث كلما زاد شراء المستثمرين الأجانب للأوراق المالية بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية بـ 0.14 وحدة وهو ما يتوافق والنظرية الاقتصادية الكلية والدراسات السابقة، لكنه تأثير ضعيف مقارنة بالأجل القصير، وهذا في ظل ضعف تنافسية بورصة عمان مقارنة بالأسواق المجاورة وبالأخص الخليجية كالسوق السعودي وسوق دبي وأبو ظبي، وهذا يعود إلى اعتبار الأسواق الخليجية من الأسواق العربية الأكثر تنظيما وتشهد نموا اقتصاديا كبيرا من خلال نمو بعض القطاعات الموجودة فيها .

- التأثير السالب والمعنوي إحصائيا لبيع المستثمرين الأجانب على القيمة السوقية، حيث كلما زاد بيع المستثمرين الأجانب للأوراق المالية بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية بـ 0.10 وحدة، وهو ما يتوافق والنظرية الاقتصادية، لكنه تأثير ضعيف مقارنة بالأجل القصير وهذا راجع إلى ضعف تنافسية بورصة عمان مقارنة بالأسواق المجاورة، ما يجعل المستثمرين الأجانب يبيعون ما بحوزتهم للبحث عن عوائد أفضل.

- التأثير الموجب والمعنوي إحصائيا للقيمة المتداولة على القيمة السوقية، حيث كلما ارتفعت القيمة المتداولة بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية بـ 0.86 وحدة وهو ما يتوافق والنظرية الاقتصادية، إذ أن زيادة القيمة المتداولة تعمل على توفير السيولة والتي تعتبر محركا قويا ومنشطا للأسواق المالية وبالتالي حدوث زيادة في القيمة السوقية.

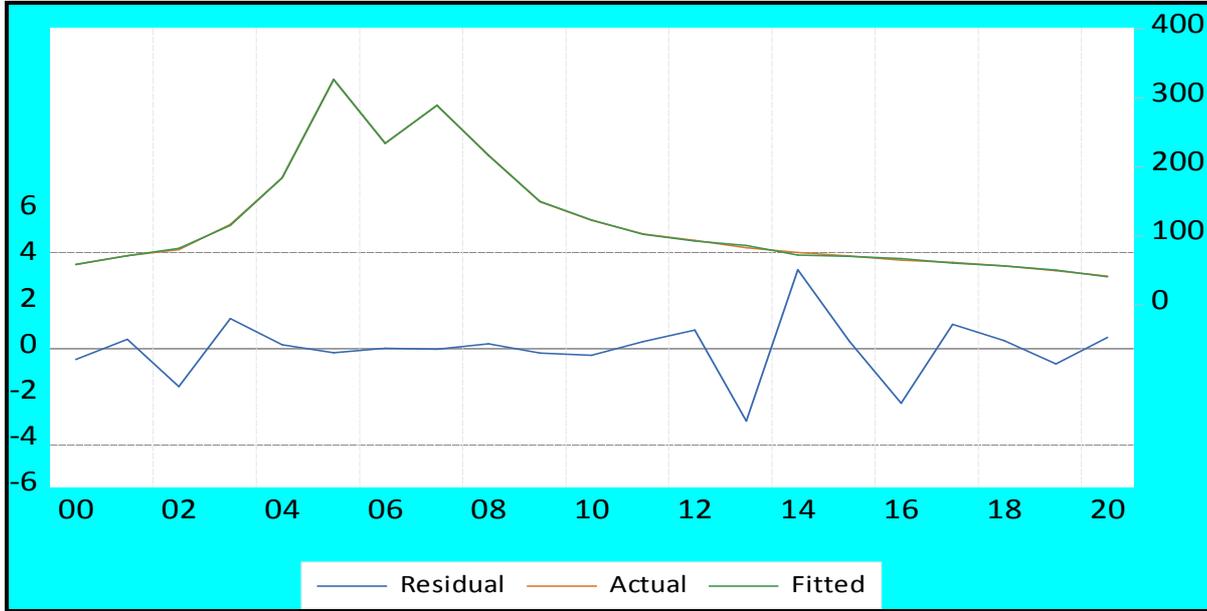
الفرع الثالث: اختبار جودة النموذج (تشخيص بواقي النموذج)

قبل اعتماد النموذج (3, 4, 4,4) "ARDL" في تقدير الآثار قصيرة وطويلة الأجل، ينبغي التأكد من جودة أداء هذا النموذج، وذلك من خلال استخدام الاختبارات التالية:

أولاً: جودة النموذج: من أجل دراسة مدى جودة النموذج لا بد من مقارنة القيم الحقيقية بالمقدرة من خلال الشكل

التالي:

الشكل رقم(16): القيم الحقيقية والمقدرة والبواقي (جودة النموذج)

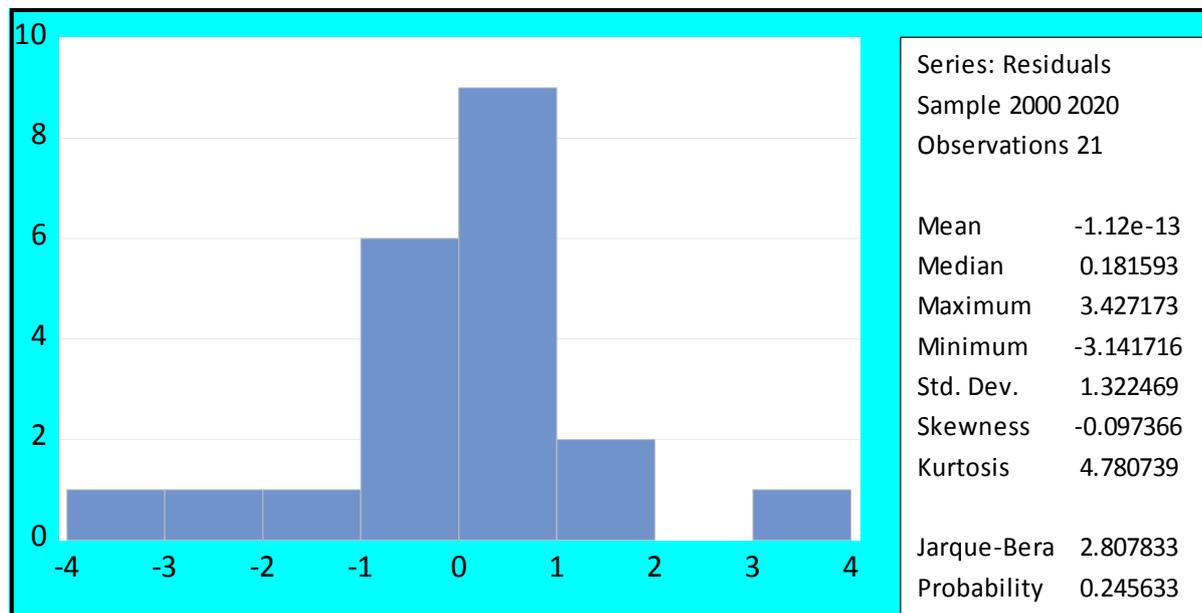


المصدر: مخرجات برنامج Eviews 12.

من خلال الشكل نلاحظ تقارب القيم المقدرة من القيم الحقيقية مما يشير لجودة النموذج المقدر، لذا يمكن الإعتماد عليه في تفسير وتحليل النتائج.

ثانياً: التوزيع الطبيعي للبواقي : يتم الكشف عن طبيعة توزيع البواقي عبر اختبار الفرضية التي مفادها أن "البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً"، ويكون ذلك من خلال استقرار البيان الذي يسمح بملاحظة تجمع البواقي حول المركز وتناقص كلما ابتعدت عن المركز نحو الأطراف، أو عند تجمعها حول المركز، أو من خلال مقارنة إحصائية (jarque-bera) بالقيمة الجدولية (Chi-Square) عند درجة حرية 02 ومستوى معنوية 0.05، لذا يبين الشكل التالي نتائج اختبار التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (17) التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 12.

من خلال نتائج اختبار التوزيع الطبيعي والتي نصت على أن القيمة المقدرة الاحصائية (J-B) تساوي 2.807833 والاحصائية المحتملة قدرت ب 0.245633 وبالتالي هي أكبر من 0.05 وهو ما يؤكد أن بواقي النموذج تخضع للتوزيع الطبيعي.

ثالثاً: اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء: يتم الكشف عن عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي عبر اختبار الفرضية التي مفادها أنه "لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي"، وذلك من خلال مقارنة إحصائية لاغرانج ($R-Square$) المحسوبة عبر

اختبار "LM" بالقيمة الجدولية لتوزيع $Chi-Square$ عند درجة حرية 02 ومستوى معنوية 0.05 .

وللتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي نلجأ لاختبارات الارتباط الذاتي، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم(24): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags			
F-statistic	0.433395	Prob. F(2,12)	0.6581
Obs*R-squared	1.482061	Prob. Chi-Square(2)	0.4766
Test Equation:			
Dependent Variable: RESID			
Method: ARDL			
Date: 04/10/22 Time: 16:19			
Sample: 2000 2020			
Included observations: 22			
Presample missing value lagged residuals set to zero.			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 12.

من الجدول نلاحظ أنه وحسب " LM test " فإن " Prob chi-square " أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية الصفريّة بعدم وجود ارتباط ذاتي، وعليه حلّو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.

رابعاً: اختبار تجانس التباين (ثباته عبر الزمن): ويكون من خلال مقارنة إحصائية (*R-Square*) المحسوبة عبر

اختبار "Breuch-Pagan-Godfrey" بالقيمة الجدولية لتوزيع " Chi-Square " عند درجة حرية 02 ومستوى

معنوية 0.05 $\chi_{0,05}^2$. حيث أن صيغة افتراضات العدم والقبول على الشكل التالي:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{تباين البواقي غير متجانس} \Rightarrow \begin{cases} R - sward > \chi_{0,05}^2(1) \\ Prob_{F-stat} < 0,05 \end{cases} : H_0 \text{ الفرض العدمي} \\ \text{تباين البواقي متجانس} \Rightarrow \begin{cases} R - sward < \chi_{0,05}^2(1) \\ Prob_{F-statistic} > 0,05 \end{cases} : H_1 \text{ الفرض البديل} \end{array} \right.$$

والجدول التالي يوضح لنا اختبار ثبات التباين:

جدول رقم (25): نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
Null hypothesis: Homoskedasticity			
F-statistic	0.621758	Prob. F(18,2)	0.7723
Obs*R-squared	17.81617	Prob. Chi-Square(18)	0.4678
Scaled explained SS	0.305480	Prob. Chi-Square(18)	1.0000
Test Equation:			
Dependent Variable: RESID^2			
Method: Least Squares			
Date: 04/10/22 Time: 16:18			
Sample: 2000 2020			
Included observations: 21			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 12.

حسب هذا الاختبار فإن " Prob F " أكبر من 0.05 ما يعني أن F ليست معنوية، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة التي

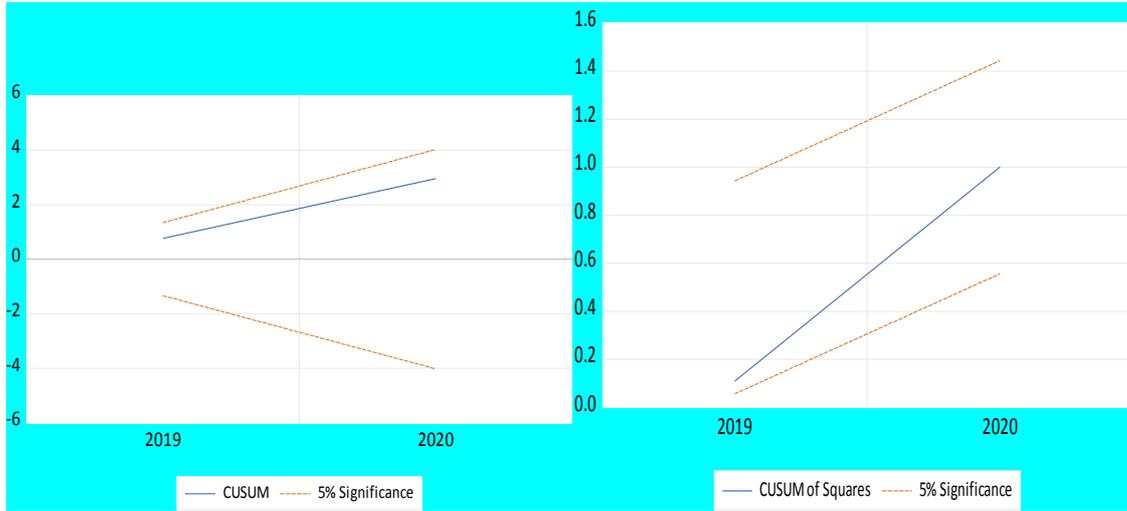
تنص على ثبات التباين.

الفرع الرابع: اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج : لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة من وجود أي تغيرات

هيكلية فيها وأن النموذج صالح للتنبؤ، لا بد من الحكم على استقرار النموذج من خلال الاختبار البياني لحركة بواقي

النموذج، وكذا مربعات بواقي النموذج، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم(18): نتائج اختبار استقرارية النموذج



المصدر: مخرجات برنامج **Eviews 12**.

يتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة لصيغة تصحيح الخطأ لنموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الموزع، إذا أوقع الشكل البياني لاختبار "CUSUM Test" أو "CUSUM of Squares Test" داخل الحدود الحرجة عند مستوى 5%، وهذا يعني أن المعاملات مستقرة على مدى فترة الدراسة .

بما أن التمثيل البياني في كل من "CUSUM Test"، "CUSUM of Squares Test" داخل الحدود الحرجة عند مستوى 0.05، نقبل باستقرارية النموذج.

وما يمكن استنتاجه من هذين الاختبارين أن هناك استقرارا وانسجاما في النموذج بين نتائج الأجلين القصير والطويل

المطلب الثالث: النظرة المستقبلية لبورصة عمان: تمثلت فيما يلي: (بورصة عمان، 2021).

قامت بورصة عمان بإعداد الخطة الاستراتيجية للأعوام (2023/2021)، والتي تضمنت مجموعة من الأهداف التي من شأنها أن تساهم في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها البورصة وتمكنها من تقديم خدمات أفضل، وتطوير العمل في البورصة من كافة النواحي، للبورصة دور مهم وأساسي في تطوير وتعزيز الاقتصاد الوطني من خلال حشد المدخرات الوطنية وجذب الاستثمارات غير الأردنية للسوق.

تم تحديد الأهداف الاستراتيجية لبورصة عمان للأعوام (2023/2021)، تماشيا مع وثيقة الأردن العشرية من 2015 إلى 2025 وبناء على الخطة الاستراتيجية السابقة للأعوام (2020/2018)، والتوصيات والمشاريع الواردة في استراتيجية

خارطة الطريق، بالإضافة إلى تحليل البيئة الداخلية والخارجية التي حددت نقاط القوة ونقاط الضعف والفرص والتحديات

وتتضمن الخطة الاستراتيجية الأهداف التالية:

أولاً: تعزيز البنية التقنية وتطوير بيئة العمل.

ثانياً: تعزيز تنافسية السوق.

ثالثاً: تقديم خدمات مبتكرة ومؤشرات جديدة.

خلاصة الفصل الثالث:

إنطلاقاً من الدراسة التحليلية والقياسية استخلصنا النتائج التالية :

- تعد سوق عمان للأوراق المالية من أبرز الأسواق المالية المتداولة في الدول العربية من خلال تطور اقتصادها وزيادة مؤشرات أداء سوقها مثل المؤشر العام للسوق، القيمة السوقية، حجم التداول، بالإضافة إلى عدد الشركات المدرجة ويعود هذا إلى الجهود المبذولة من طرف المسؤولين القائمين على ذلك.
- ومن أهم مؤسساتها والتي تتمتع بالاستقلال المالي والإداري وذلك للقيام بتوثيق التعاملات في الأوراق المالية في إطار منظم نجد: هيئة الأوراق المالية، سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)، مركز إيداع الأوراق المالية.
- ينص قانون الاستثمار في بورصة على وضع إطار للحوافز والمزايا المتاحة للمستثمرين والمشاريع الاستثمارية داخل وخارج المناطق الحرة حالياً على حد سواء بإستثناء منطقة العقبة الاقتصادية الخاصة.
- رغم الجهود الكبيرة التي بذلتها بورصة عمان للدفع بعجلة التنمية والرفع من كفاءتها خاصة في مجال الاستثمار الأجنبي أو توفير السيولة، إلا أنها شهدت تذبذباً واضحاً في تدفقات كل من الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية والقيمة السوقية وذلك نتيجة تأثرها بالأوضاع السياسية والأمنية والاقتصادية للدول المجاورة لها ومختلف الأزمات العالمية، بالإضافة إلى وجود أسواق أخرى تشجع هذا النوع من الاستثمار على رأسها الأسواق الخليجية .
- هناك علاقة ديناميكية قصيرة الأجل بين القيمة السوقية وعوامل جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، وهذا راجع للخطأ المقدر سالب الإشارة والمعنوي إحصائياً، والإشارة السالبة تدعم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

خاتمة

تعتبر سوق الأوراق المالية النظام الذي يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

يعد الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية عمود الاقتصاد الدولي، مما جعل معظم الدول العربية تسعى بكل السبل لتوفير بيئة جاذبة لهذا النوع من الاستثمار من خلال تحقيق الأمن والاستقرار السياسي والاقتصادي، مع ضرورة مراعاة متطلبات التنمية لديها.

قدمت هذه الأطروحة نظرة شاملة على الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ودوره في تنشيط البورصات، حيث تم إسقاط الدراسة على بورصة عمان للأوراق المالية. وكمحصلة لما تم التوصل إليه عبر الدراسة، سيتم عرض أهم النتائج ومجموعة من التوصيات بالإضافة إلى اقتراحات بحثية لدراسات مستقبلية:

أولاً : نتائج الدراسة المتوصل إليها : فيما يلي عرض لأهم النتائج النظرية والتطبيقية المتوصل إليها:

أ.النتائج النظرية:وقد خلصت الدراسة إلى:

1. تشير الأسواق المالية إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة، والتي تتكون أساساً من سوقين : الأول الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية طويلة الأجل، أما السوق الثاني السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية قصيرة الأجل.
2. تقاس القوة الاقتصادية لدولة ما بقيمة الثروة المتراكمة لديها ومعدل نمو هذه الثروة من خلال عمليتي الادخار والاستثمار، إذ تلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في تحريك المدخرات من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي لاستثمارها، هذا الأمر يؤدي إلى تجميع هذه المدخرات واحداث النمو والتقدم الاقتصادي .
3. ارتبط تطور البورصة بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، وقد ترتب على ذلك إصدار المزيد من الأوراق المالية، ومن ثم إستحداث أنواع جديدة .

4. تعتبر الاستثمارات الأجنبية بمثابة العامل والمحرك الأساسي لعجلة الاقتصاد والتنمية الاقتصادية في أي مجتمع خاصة الدول النامية لمحدودية الموارد الداخلية المتاحة وعدم كفايتها .
5. الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية هو الاستثمار في الأصول المالية والأوراق المالية من خلال شراء الأسهم والسندات في البورصة في دولة ما عن طريق مقيمين في دولة أخرى.
6. يحقق الاستثمار في المحفظة المالية منافع ومزايا عديدة للدول وبالأخص الدول النامية، المساهمة في زيادة سيولة الأوراق المالية، حيث يستطيع المستثمر شراء هذه الأوراق وبيعها بسرعة والحصول على أمواله متى أراد، مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وارتفاع قيمتها وانخفاض تكلفة الحصول على رأس المال، الأمر الذي يشجع الشركات المحلية على طرح المزيد من الاصدارات، وهو ما يدفع في النهاية إلى تنشيط البورصات.
7. إن أهم العوامل التي تدفع المستثمر نحو الاستثمار في بورصة عمان تتمثل في إستكمال البنية الأساسية للبورصة، الاستقرار السياسي، سهولة إجراءات التعامل في البورصة .
8. أما أهم معوقات الاستثمار في بورصة عمان للأوراق المالية تتمثل في انخفاض درجة السيولة، عدم التزام الشركات بمعايير الإفصاح والشفافية، عدم توفر الوعي الاستثماري وهو من الأسباب الرئيسية لانخفاض الطلب على الأوراق المالية.
- ب. النتائج التطبيقية: وقد خلصت الدراسة إلى:

1. هناك علاقة طردية ومعنوية بين القيمة المتداولة والقيمة السوقية في الأجلين القصير والطويل، حيث أن ارتفاع القيمة المتداولة تعني حركة ونشاط أكبر في السوق ما يؤثر إيجابيا على بورصة عمان.
2. وجود علاقة طردية ومعنوية بين شراء المستثمرين الأجانب والقيمة السوقية لبورصة عمان في الأجلين القصير والطويل وهو تأثير مهم يؤكد على أهمية تواجد المستثمرين الأجانب في السوق المالي الأردني ومساهماتهم في عمليات الشراء.
3. ثبت وجود تأثير سالب ومعنوي لبيع المستثمرين الأجانب على القيمة السوقية في الأجلين القصير والطويل حيث كلما زاد بيع المستثمرين الأجانب للأوراق المالية انخفضت القيمة السوقية الاقتصادية، وهذا راجع إلى ضعف تنافسية السوق المالي الأردني مقارنة بالأسواق الخليجية وبالأخص سوق الأوراق المالية السعودية التي بلغت نسبة القيمة السوقية فيها ما نسبته 41.2% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية سنة 2018.

4. رغم تأثر الاقتصاد الأردني بجائحة كورونا التي ساهمت في عرقلة العملية الإنتاجية في مختلف دول العالم ، إلى أن تجربة جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في بورصة عمان كانت مثمرة مقارنة بالعديد من الدول العربية المجاورة.

5. أما فيما يخص النموذج المقترح توصلنا إلى أنه مقبول إحصائيا حيث أن هناك علاقة بين محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ونشاط بورصة عمان.

تبعاً للنتائج السابقة، تم قبول جميع فرضيات الدراسة التي تنص على أن:

1. الفرضية الأولى : تعاني العديد من الأسواق المالية العربية من ضعف الإفصاح المالي على المعلومات المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، فرضية صحيحة، وذلك من خلال قصور مهنة تدقيق الحسابات وغياب العدالة في الحصول على المعلومات المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق والذي ينتج عنه تدفق الاستثمارات العربية نحو البورصات المتقدمة التي تتميز بمستوى عال من درجة الإفصاح والشفافية.

2. الفرضية الثانية : للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية عدة عوامل تحكمه وتضبط تحركاته، فرضية صحيحة، فالاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية عوامل تحكم تدفقاته منها ماهو داخلي والتي تملك الدولة كامل الحرية في تغييره نحو الأفضل، ومنها ماهو خارجي والذي يرتبط بالبيئة الاستثمارية العالمية وليس للدولة المضيفة تحكم فيه.

3. الفرضية الثالثة : توجد علاقة بين سوق الأوراق المالية والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، فرضية صحيحة، وذلك باعتبار الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية يتخذ شكل من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وإعتبار أيضا سوق الأوراق المالية المكان الذي يتركز فيه هذا النوع من التدفقات، فزيادة الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية تؤدي بدورها إلى زيادة رأس المال للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية وهو ما ينعكس بالإيجاب على نشاط واداء سوق الأوراق المالية.

4. الفرضية الرابعة : تعتبر بورصة عمان أحد القنوات المهمة لجذب الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية، فرضية صحيحة وذلك من خلال تطوير بنيتها التحتية والتكنولوجية بهدف جذب الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية إن كان على شكل شراء أسهم أو سندات، حيث وصلت نسبة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في بورصة عمان لسنة 2020 ما نسبته 51.1%، من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، وبذلك نجد أن بورصة عمان تشجع تدفق هذا النوع من الاستثمار والذي من شأنه يؤدي إلى الدفع بعجلة التنمية والنهوض بالاقتصاد الأردني.

5. **الفرضية الخامسة :** يلعب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية دورا فعالا في تنشيط بورصة عمان، فرضية صحيحة وهو ما توصلنا إليه من خلال نتائج الدراسة التطبيقية، فقد كان لشراء المستثمرين الأجانب الأثر الموجب والمعنوي على القيمة السوقية لبورصة عمان، فزيادة الشراء تؤكد على دخول مستثمرين جدد أو زيادة حصة المستثمرين الأجانب المتواجدين في بورصة عمان، وهو تأثير مهم يؤكد على أهمية تواجد المستثمرين الأجانب في السوق المالي الأردني ومساهماتهم في عمليات الشراء.

ثانيا : اقتراحات الدراسة : من بين الاقتراحات والتوصيات التي يمكن الخروج بها في هذه الدراسة مايلي:

- الحفاظ على إستقرار الاقتصاد الكلي وتحقيق التناسق بين مختلف السياسات الاقتصادية.
- الإستقرار التشريعي مع مراعاة الشفافية والوضوح في القوانين، وعدم التضارب بين القوانين المختلفة .
- تقليل الاعفاءات الضريبية وإستغلال هذه الأموال في خلق فرص استثمارية، أكبر لحوافز استثمار جديدة .
- تنمية الوعي الاستثماري لدى الأفراد من خلال إضافة مقررات دراسية عن الاستثمار في البورصة.
- إعادة النظر في هيكل البورصات العربية وضرورة الربط والدمج بينهما كتوفير شبكة عالمية تسمح لها بمواكبة العصر وخلق بيئة تقنية وتنافسية تتلائم مع المعايير الدولية.
- الإرتقاء ببورصة عمان لتكوين مناخ جاذب للاستثمار، تتمتع بالعدالة والشفافية والكفاءة وفق شواخص القانون وسيادته.
- تنشيط سوق الأسهم والسندات في بورصة عمان، وذلك عن طريق تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار والتي تلعب دور كبير في تنشيط وتحقيق التوازن في البورصة عن طريق تحكيم صناديق الاستثمار بأدوات الاستثمار.

ثالثا: آفاق الدراسة : رغم سعينا للإمام بمختلف جوانب الموضوع إلا أن هذه الدراسة جزء يسير لا يخلو من

النقائص وهو ما يفتح آفاقا جديدا يمكن أن تكون أبحاثا في المستقبل:

- أثر المشتقات المالية على أداء البورصات العربية في جذب الاستثمارات الأجنبية.
- متطلبات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر
- أثر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية على أداء السوق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.
- الأزمة الاقتصادية العالمية وأثرها في تنشيط البورصات العربية، أزمة كورونا "كنموذجا".

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

- 1 ابتسام سمري. (2017). قياس اثر تداول المشتقات المالية على اداء الاسواق المالية - دراسة حالة السوق المالي الاوروي خلال الفترة 2002/2016-. مجلة الحقوق و العلوم الانسانية، 02 (34).
- 2 ابراهيم الكراسنة. (2010). ارشادات عملية في تقييم الاسهم و السندات. تأليف صندوق النقد العربي (المحرر). ابو ظبي: معهد السياسات الاقتصادية.
- 3 ابراهيم طرايش، و محمد امين بيري. (جوان، 2019). دور الاستثمار الاجنبي غير مباشر في تنشيط سوق الاوراق المالية- دراسة حالة سوق الاوراق المالية مصر- خلال الفترة (2004/2017). مجلة التكامل الاقتصادي، 07 (02).
- 4 ابو البصل الاحمد. (2009). المضاربة في بيع و شراء الاسهم -دراسة فقهية - . عمان.
- 5 ابو السعود محمدي فوزي، عفاف عبد العزيز، علي عبد الوهاب نجما، و احمد اسامة خليل. (2010). مبادئ الاقتصاد الكلي. الاسكندرية: دار التعليم الجامعي.
- 6 ابو القحف عبد السلام. (2001). نظريات التمويل وحدوى الاستثمارات الاجنبية المباشرة. مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
- 7 أحمد ابو الفتوح علي الناقه. (2001). نظرية النقود و الأسواق المالية - مدخل حديث للنظرية النقدية و الاسواق المالية-. الاسكندرية: دار الاشعاع للنشر و التوزيع.
- 8 احمد الشناوي، و عبد المنعم مبارك . (2002). اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية. مصر: الدار الجامعية.
- 9 أحمد صلاح عطية. (2003). مشاكل المراجعة في أسواق المال. مصر: الدار الجامعية.
- 10 احمد عبد الموجود، و محمد عبد اللطيف. (2010). محددات الاستثمار في الاقتصاد الاسلامي. مصر: دار التعليم الجامعي.
- 11 احمد عكاشة عزيزي، عبد السلام بلبالي، و أسماء بللعماء. (2021). كفاءة أسواق الأوراق المالية -دراسة قياسية للفترة 2010/2020. مجلة الاقتصاد الجديد، 12 (04).

- 12 احمد محمد فرحات. (2019). ادارة المحافظ الاستثمارية. بنغازي: المنظمة العربية للتنمية الإدارية .
- 13 احمد محمود نصار. (2010). الاستثمار بالمشاركة في البنوك الاسلامية. بيروت: دار الكتب العلمية.
- 14 ارشيد فؤاد التميمي، و عبد السلام اسامة عزمي. (2004). الاستثمار بالاوراق المالية. عمان: دار الميسرة للنشر و التوزيع.
- 15 ازهري أحمد الطيب الفكي. (2014). أسواق المال. عمان: دار الجنان للنشر و التوزيع.
- 16 أسامة طيب. (2022). تداعيات جائحة كورونا على الاقتصاد العالمي - الآثار و الإجراءات - . مجلة الحوكمة المسؤولية الاجتماعية و التنمية المستدامة، 04(01).
- 17 أسامة عبد الخالق الأنصاري. (2008). الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - التحليل الاساسي - . مصر: دار السحاب للنشر و التوزيع.
- 18 اسامة نائل المحيسن. (2008). الوجيز في الشركات التجارية و الافلاس. عمان: دار الثقافة.
- 19 اسعيد حميد العلي. (2005). استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية. عمان: دار وائل للنشر و التوزيع.
- 20 ال شيب كمال دريد. (2009). الاستثمار و التحليل الاستثماري. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع.
- 21 الزين منصورى. (2012). تشجيع الاستثمار و اثره على التنمية الاقتصادية. عمان: دار الراية للنشر و التوزيع.
- 22 السيد عبد القادر متولي. (2010). الاسواق المالية في عالم متغير. عمان: دار الفكر موزعون و ناشرون.
- 23 الطاوس حمداوي. (2017). الاستثمار في الاوراق المالية و ادارة الخطر. عمان: دار الاعصار العلمي للنشر و التوزيع.
- 24 العربي غويني، و عادل مستوي. (2012). آلية تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة - دراسة حالة بورصة الجزائر - . مجلة المناجر(01).

- 25 المادة 03. (2002). تعليمات ادراج الاوراق المالية في بورصة عمان الصادرة بالاستناد على احكام المادة 72. (76).
- 26 أمال مصطفىاوي، و عيسى نجاة فراح. (2018). فعالية التداول الالكتروني في تحسين مؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية -دراسة حالة سوق فلسطين للأوراق المالية. *مجلة الحقوق و العلوم الانسانية*، 12 (02).
- 27 محمد عبد الحفيظي، و عادل سليمان. (2014). كيفية تقييم الاوراق المالية الاسهم و السندات في سوق راس المال. *مجلة البديل الاقتصادي*، 01 (02).
- 28 آمنة لعصامي. (2021). توظيف المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق المالي -دراسة تحليلية للعقود المستقبلية خلال الفترة (2020/2010). *الآفاق للدراسات الاقتصادية*، 02 (06).
- 29 امنة مخناشة. (مارس، 2016). تأصيل لفكرة البورصة ومضمونها. *مجلة الاجتهاد القضائي* (11).
- 30 أمين تمار، و سلاوتي حنان. (2021). واقع و افاق الاسواق المالية في ظل العولمة المالية - دراسة حالة الدول النامية-، *مجلة الدراسات التجارية و الاقتصادية المعاصرة*، 04 (01).
- 31 أمين عبد العزيز حسن. (2007). *الاسواق المالية*. مصر: دار القباء الحديثة.
- 32 اياد محمد الطاهر، و صلاح حسن أحمد. (2013). الاستثمار الاجنبي غير المباشر و انعكاسه على تداول الاسهم العادية -دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية. *مجلة بغداد للعلوم الاقتصادية*.
- 33 ايمان رحال. (جوان، 2016). تفعيل دور أسواق الاوراق المالية لتمويل مشاريع النمو الاقتصادي. *أبحاث اقتصادية و ادارية* (19).
- 34 بالي حمزة، و مصعب بالي. (ديسمبر، 2012). ادارة مخاطر الاستثمار المالي. *رؤى اقتصادية* (03).
- 35 بدر الخطيب حازم. (ماي، 2007). دور و اهمية العائدات و الاوراق المالية في اسواق المال الاسلامية. *مجلة العلوم الانسانية* (11).

- 36 براني مختارية، و اسحاق حسيني. (2020). سياسة توزيع الارباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي. *مجلة ابحاث اقتصادية و ادارية*، 14 (03).
- 37 بسام الحجار، و عبد الله رزق. (2014). *الاقتصاد الكلي*. بيروت: دار المنهل اللبناني.
- 38 بشار ذنون محمد الشكرجي، و صلاح الدين مايدة تاج. (جانفي, 2007). علاقة مؤشر الاسهم في الاسهم المالية بالحالة الاقتصادية -دراسة تحليلية لسوق الرياض للاوراق المالية. *مجلة تنمية الرافدين*(49).
- 39 بكاري مختار. (نوفمبر, 2020). سبل تعزيز السندات الخضراء في اسواق راس المال. *مجلة وحدة البحث في تنمية الموارد البشرية*، 11 (03).
- 40 بلقاسم سعودي. (مارس, 2017). تسعير عقود خيار الشراء وفقا لنموذج بلاك وسكولز - دراسة تطبيقية على بورصة باريس-. *دراسات العدد الاقتصادي*، 08 (02).
- 41 بن ابراهيم الغالي، و محمد عدنان بن الضيف. (2019). *الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم و السندات-*. الجزائر: دار بن زيد للطباعة و النشر.
- 42 بن حاسين آعمر. (2013). فعالية الاسواق المالية في البلدان النامية-دراسة قياسية-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص : بنوك ومالية، العلوم الاقتصادية، تلمسان: جامعة ابي بكر بلقايد.
- 43 بن صقر بن سالم الذيابي بندر. (2018). الاستثمار الأجنبي المباشر -دراسة فقهية مقاصدية-، *مجلة الذخيرة للبحوث و الدراسات الاسلامية*، 02 (01).
- 44 بن لخضر عمر، و علي باللموشي. (جوان, 2012). تكامل الاسواق المالية العربية لمواجهة تحديات الازمات المالية العالمية. *مجلة رؤى اقتصادية*(02).
- 45 بيومي محمد عمارة. (2010). *تحليل و تشكيل المحافظ المالية*. مصر: سلسلة التعليم المفتوح.
- 46 تقرير هيئة الاوراق المالية. (2021). *التقرير السنوي 2020*. الأردن.

- 47 توفيق احمد جميل. (2013). *أساسيات الادارة المالية*. لبنان: دار النهضة العربية للنشر و التوزيع.
- 48 توفيق بشير العوض. (2015). *بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم اداء الاسهم - دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية*. فلسطين: الجامعة الاسلامية.
- 49 جابر زيد، و سهام عيساوي. (29 ماي، 2021). *انعكاسات استخدام المشتقات المالية و إدارتها*. مجلة البحوث القانونية و الاقتصادية، 04 (02).
- 50 جبار محفوظ. (2002). *سلسلة التعريف بالبورصة - تنظيم وادارة البورصة - الجزائر: دار هومة*.
- 51 جليل كاظم العارضي مدلول، زيد متعب، و عباس العباسي. (2019). *ادارة المشتقات المالية -مدخل نظري و تطبيقي متكامل - عمان: دار المنهجية للنشر و التوزيع*.
- 52 جمال عديدو، و مكى مكاوي. (2022). *تحليل أداء سوق الأوراق المالية في ظل التحفيز السلوكية للمستثمرين -دراسة حالة سوق الاوراق المالية العربية 2020/2007*. مجلة الاقتصاد و المالية، 08 (02).
- 53 جهاد بوضياف. (2020). *دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الاوراق المالية - دراسة حالة سوق الاوراق المالية السعودية - ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص : مالية بنوك و تأمينات*. بسكرة: جامعة محمد خيضر.
- 54 حافظ ابراهيم بورقعة. (ديسمبر، 2022). *البيع على المكشوف في سوق الاوراق المالية*. مجلة العلوم و آفاق المعارف، 02 (02).
- 55 حسن محروس. (2012). *الاسواق المالية و الاستثمارات المالية*. مصر: الدار الجامعية.

- 56 حسن محمد الرفاعي. (2010). سوق الاوراق المالية من المخاطر الى الازمات قراءة في ابعادها المالية و احكامها في الاقتصاد الاسلامي. متطلبات التنمية في اعتقاب افرزات الازمة المالية العالمية، بشار: كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير.
- 57 حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد، و محفوظ احمد جودة. (2012). الاستثمار و التمويل - بين النظرية و التطبيق-. دار زهران للنشر و التوزيع.
- 58 حسين بلعجوز، و عفاف بشيري. (2016). ادارة مخاطر الائتمان للمحافظ الاستثمارية باستخدام تنوع ماركويتز. مجلة الدراسات المالية و المحاسبية (07).
- 59 حسين حمد عبد الرزاق، و عمران كاظم عامر. (2012). قياس اثر الاستثمار الاجنبي غير مباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في البلدان النامية- دراسة حالة الهند-. مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية و الاقتصادية، 02(01).
- 60 حسينة شرون، و قاسمي الرزقي. (مارس، 2020). المنتجات المستحدثة محل التداول في بورصة الاوراق المالية. مجلة الاجتهاد القضائي، 12 (01).
- 61 حكيمة بوسلمة. (ديسمبر، 2016). اختبار كفاءة اسواق الاوراق المالية العربية عند المستوى شبه قوي - دراسة سوق عمان المالي. المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية (05).
- 62 حليلة عطية، و محمد لمين علون. (2020). دور السوق الأولية لبورصة عمان للأوراق المالية في تمويل استثمارات المملكة الأردنية الهاشمية خلال الفترة 2008/2019. مجلة افاق للبحوث و الدراسات، 03 (02).
- 63 حميدة مختار. (2013). الخصخصة عن طريق الأسواق المالية. لبنان: مكتبة حسن العصرية.
- 64 حنان سعدي. (2020). دور قياس القيمة الحقيقية للاسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري -دراسة تطبيقية للاسهم المدرجة في بورصة الجزائر-. مجلة الحوكمة ، المسؤولية الاجتماعية و التنمية المستدامة، 02 (01).

- 65 حياة زيد. (2015). دور التحليل الفني في إتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم -دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الاردن،السعودية ، فلسطين)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص : الاسواق المالية و البورصات، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
- 66 حياة عوايحية، و صالح مفتاح. (2017). تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للاوراق المالية بالكويت. مجلة رؤى اقتصادية، 07 (02).
- 67 حيدر حسن الله طعمة. (أفريل، 2013). الاسواق المالية - النشأة، المفهوم، الادوات. مركز الدراسات الاستراتيجية.
- 68 خالد احمد فرحان المشهداني، و عبد الله العبيدي رائد عبد الخالق. (2013). مدخل الى الأسواق المالية. الأردن: دار الايام.
- 69 خالد عيجولي. (2007). وظيفة الوساطة المالية في البورصة و دورها في تنمية التعاملات -دراسة مقارنة بلدان المغرب العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير . الجزائر، قسم علوم التسيير.
- 70 خالد محمد ساحل، احمد ابو بكر سلامي، و عبد الحق بن تفات. (2019). اختبار علاقة التكامل المتزامن بين الاستثمار الاجنبي المحفظي و النمو الاقتصادي في مصر -مقاربة اقتصادية باستخدام منهجية ardl خلال الفترة 2002/2016. مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الادارية، 04 (12).
- 71 خالد وهيب الراوي. (2008). ادارة المخاطر المالية. الاردن: دار الميسرة للنشر و التوزيع.
- 72 خلود كمال، و سماح طلحي. (ديسمبر، 2021). اثر الاستثمار الاجنبي المحفظي على حجم التداول في بورصة عمان. مجلة البحوث الاقتصادية و الادارية، 08 (02).
- 73 خولة مناصرية. (2016). اثر السياسة المالية على اداء سوق الاوراق المالية -دراسة حالة الاردن 1990/2014- ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ، تخصص : اقتصاديات النقود و البنوك و الاسواق المالية، بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية: جامعة محمد خيضر.
- 74 خيرة الداوي. (2012). تقييم كفاءات و أداء الأسواق المالية ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير. ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.

75 ديماء وليد حنا الرضي. (2015). الأسواق المالية - تركيبها ، كفاءتها ، سيولتها والتجربة العربية. مصر: دار الكتب المصرية.

76 رباح خوي، ريس فاطمة الزهراء، و مبروك ريس. (2021). محددات و عوامل جذب الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية في بورصة عمان خلال الفترة 2019/2008. مجلة آفاق للعلوم، 06 (04).

77 راوية لموشي. (2018). أثر الوساطة المالية على كفاءة سوق رأس المال - دراسة حالة بورصة عمان-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص : مالية و بنوك، أم البواقي، علوم التسيير: جامعة العربي بن مهيدي.

78 رشا حمدوش. (2017). أثر التضخم على عوائد الاسهم بالتطبيق على سوق دمشق المالية. مجلة جامعة البعث، 39 (15).

79 رشيد بوكساني. (2006). معوقات اوراق مالية و سبل تفعيلها ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزائر، العلوم الاقتصادية.

80 ريمة العمري بلفطیح، منى ممدوح المولا، و زياد زريقات. (2012). اختبار عملي لاداء استراتيجية DOW10 للاستثمار في بورصة عمان. المجلة الاردنية في ادارة الاعمال، 08 (03).

81 زياد رمضان، و مروان شموط. (2014). الأسواق المالية. مصر: الشركة العربية المتحدة للتسويق.

82 سعاد يحيى. (2019). دور الاسواق المالية في التنمية الاقتصادية وآفاق تطويرها -دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي 2015/2008-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص: اقتصاد دولي، بسكرة، قسم العلوم الاقتصادية: جامعة محمد خيضر.

83 سعدية هلال حسن التميمي. (2015). تحليل مؤشرات البيئة الاستثمارية و دورها في تحفيز النمو الاقتصادي في دول مختارة ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في فلسفة العلوم الاقتصادية . العراق، كلية الادارة و الاقتصاد : جامعة كربلاء.

- 84 سعيد الخضري. (2003). مبادئ الاقتصاد. مصر: جامعة قناة السويس.
- 85 سعيد عبد الحميد مطوع. (2001). الأسواق المالية. الأردن: دار وائل للنشر و التوزيع.
- 86 سعيدة بن ثابت، و محمد قويدري . (2020). تقييم أداء و كفاءة الأسواق المالية الناشئة للفترة 2019/2013. مجلة التكامل الاقتصادي، 08 (02).
- 87 سلسبيل الطيب، و وسيلة شريط. (2022). الاستثمار الاجنبي المباشر في الجزائر -واقع و تحديات-. مجلة التنمية و الاقتصاد التطبيقي، 06 (01).
- 88 سليم قط. (2016). مفاضلة الاستثمار بين سوق الاوراق المالية المعاصرة و سوق الاوراق المالية الاسلامية - دراسة مقارنة-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص : نقود و تمويل، العلوم الاقتصادية، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
- 89 سليمان بن خمة، و ربحان الشريف. (2017). مؤشرات فعالية اسواق الاوراق المالية العربية - دراسة تحليلية لسوق الاوراق المالية السعودي خلال الفترة (2007/2016). مجلة العلوم التجارية و التسيير، 13 (01).
- 90 سماح كحل الرأس، و منية شوايدية. (2021). تداول القيم المنقولة في البورصة طبقا للتشريع الجزائري. مجلة دفاتر السياسة و القانون، 13 (01).
- 91 سميحة بن محياوي. (2015). دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية - دراسة حالة بعض الدول العربية-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، العلوم الاقتصادية، بسكرة: جامعة محمد خيضر بسكرة.
- 92 سهام عيساوي. (جانفي, 2014). مخاطر المشتقات المالية و ادارتها. مجلة الاقتصاد و التنمية (02).
- 93 سي كمال محمد. (2015). اختبار منحني ج للتجارة الخارجية في الجزائر. مجلة اقتصاديات شمال افريقيا (15).
- 94 شافية كتاف، و لطرش ذهبية. (مارس, 2017). عقود المشتقات المالية بين الاهمية الاقتصادية و الرؤية الشرعية. مجلة افاق للعلوم (07).
- 95 شعبان محمد اسلام البرواي. (2001). بورصة الاوراق المالية من منظور اسلامي - دراسة تحليلية-. دمشق: دار الفكر.

- 96 شكري ماهر كنج، و مروان عوض. (2003). *المالية الدولية - العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظرية و التطبيق*-. عمان: دار الحامد للنشر و التوزيع.
- 97 شمعون شمعون. (1999). *البورصة*. الجزائر: الاطلس للنشر.
- 98 صباح النوري عباس الميماوي. (2017). *الازمة الاقتصادية في اقليم كردستان و اثرها على الاستثمار الاجنبي*. *مجلة الاقتصاد و المالية*، 03 (02).
- 99 صبري الخطيب. (2006). *تقرير حول اداء بورصة عمان . غرقة تجارة عمان -إدارة الدراسات و التدريب-*، .04
- 100 صلاح الدين حسن السيسى. (2014). *البورصات و الاسواق - دور المنظمات و التكتلات الدولية و الاهلية-*. مصر: دار الكتاب الحديث.
- 101 صلاح الدين شريط. (2012). *دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجربة جمهورية مصر العربية -*، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص : نقود و مالية . الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية: جامعة الجزائر 3.
- 102 ضياء مجيد. (2008). *البورصات -أسواق المال و أدواتها ، الأسهم و السندات*. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
- 103 طلال عبد الكريم قرعان. (2020). *العوامل المؤثرة على الاستثمار الاجنبي غير المباشر في بورصة عمان خلال الفترة 2008/2018*. *مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية و الادارية*، 28 (03).
- 104 عائشة عميش. (2018). *دراسة تحليلية قياسية لاثر مضاعف كينز على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1970/2016-* باستخدام نموذج ARDL. *مجلة الادارة و التنمية و البحوث و الدراسات* (13).
- 105 عباس بهناس. (2010). *المشتقات المالية و دورها في ادارة المخاطر المصرفية*. *مجلة الحقوق و العلوم الانسانية* (11).
- 106 عباس كاظم الدعيمي. (2010). *السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية*. عمان: دار صفاء للنشر و التوزيع.

- 107 عبد الحفيظ خزان. (2014). تفعيل دور اسواق الاوراق المالية و اثرها على النمو الاقتصادي- دراسة سوق عمان للاوراق المالية خلال الفترة (2002/2013)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص : اسواق مالية وبورصات، بسكرة، العلوم الاقتصادية: جامعة محمد خيضر.
- 108 عبد الحكيم قلوچ. (2021). دور تحفيزات الاستثمار الاجنبي المباشر في ترقية الصادرات -دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2020/1993، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص : اقتصاد دولي، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
- 109 عبد الحكيم هشام طلعت. (2015). الاستثمار الاجنبي غير المباشر و اثره في مؤشرات التداول - دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية. مجلة التراث، 04 (20).
- 110 عبد الحلیم محمد فرج. (2013). الأسواق المالية و البورصات. السودان: جامعة العلوم و التكنولوجيا للكتاب الجماعي.
- 111 عبد الحميد صلاح. (2018). البورصة و الاسواق المالية -أهميتها و دورها و تأثيرها-. مصر: مؤسسة طيبة للنشر و التوزيع.
- 112 عبد الرؤوف خليل محمد رابعة. (2007). نموذج لتقدير المخاطر النظامية لترشيد قرارات الاستثمار في بورصة عمان، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، الاردن: جامعة عمان للدراسات العليا.
- 113 عبد السلام احمد خالد. (2018). البورصات (اسواق المال ، المؤشرات، انواع الاوراق المالية). مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
- 114 عبد السلام بلبالي، و حسين بن العارية. (نوفمبر , 2017). قياس القيمة العادلة للاسهم العادية و اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى لها - دراسة تطبيقية للاسهم المدرجة ببورصة الجزائر - 2016/2013. مجلة المؤشر للدراسات الاقتصادية، 01 (04).
- 115 عبد العال على عادل. (2013). دور الاستثمار الاجنبي غير مباشر في تنشيط البورصة المصرية. مجلة بحوث اقتصادية عربية.
- 116 عبد الغفار حنفي. (2004). الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. الاسكندرية: دار الجامعة.

- 117 عبد الغني حريري، و عبد القادر مطاي. (سبتمبر, 2018). الربط كالية لتطوير و عملة الاسواق المالية العربية. مجلة البحوث و الدراسات التجارية (04).
- 118 عبد القادر بسبع، و بن عيسى بن علي. (مارس, 2017). دور الافصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية واثره على زيادة كفاءة الاسواق المالية. مجلة البحوث و الدراسات التجارية (01).
- 119 عبد القادر بلعربي. (06, 2017). الاستثمار الأجنبي في ظل قانون ترقية الاستثمار الجزائري. مجلة القانون الدولي و التنمية، 05 (01).
- 120 عبد القادر بوشامي، و بن عمر محمد الشبي. (2021). دراسة الخطر و العائد في بناء المحفظة الاستثمارية باستخدام اسلوب البرمجة التريبيعية -دراسة حالة الشركات الناشطة في القطاع البنكي بالسوق المالي السعودي 2018/2014. مجلة ابحاث اقتصادية و ادارية، 15 (02).
- 121 عبد القادر بيكحل، و عبد القادر عيادي. (2013). اثر جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الاوراق المالية. بيئة الاعمال الدائمة لتطور الاسواق المالية و تفعيلها ، المركز الجامعي تيبازة.
- 122 عبد القادر حمزة. (2010). اساسيات البورصة و قواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية. مصر: دار الكتاب الحديث.
- 123 عبد القادر حسين، و جميلة الجوزي. (2017). حدود التحوط ضد مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية - مدخل تحليلي للفترة 2003/2013. مجلة الاقتصاد الجديد، 01 (16).
- 124 (2021). سلسلة كتيبات تعريفية موجهة إلى الفئة العمرية الشابة في الوطن العربي. تأليف عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية ، أبو ظبي: صندوق النقد العربي .
- 125 عبد الكريم قندوز. (2007). الهندسة المالية الاسلامية. مجلة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الاسلامي، 20 (02).

126 عبو عمر، ربيعة عبو، و نبيل بوفليح. (مارس، 2017). مؤشرات تقييم اداء المحافظ الاستثمارية. مجلة التنمية والاقتصاد(01).

127 عبو هدى، و ربيعة عبو. (2017). سياسات و استراتيجيات ادارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية. مجلة البحث في المالية و المحاسبة(04).

128 عز الدين محمدي، و عبد العالي صالح. (جانفي، 2019). تصنيف برمجة الأهداف في تحديد المحفظة الاستثمارية المتلى -دراسة حالة عينة أسهم مختارة من سوق البحرين للاوراق المالية. مجلة دراسات، 16(01).

129 عصام الطويل. (2020). استخدام القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للاسهم العادية للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين باستعمال نموذج مضاعف الربحية. مجلة الاقتصاد و المالية، 06(02).

130 عصام حسين. (2008). اسواق الاوراق المالية. عمان: دار اسامة للنشر و التوزيع.

131 عصام فهد العرييد. (2002). الاستثمار في بورصات الاوراق المالية بين النظرية و التطبيق. سوريا: دار الرضا.

132 عصران جلال عصران. (2010). تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية - مدخل مقارنة-. الاسكندرية: دار التعليم الجامعي.

133 عطا الله احمد ماجد. (2011). ادارة الاستثمار. الاردن: دار اسامة للنشر و التوزيع.

134 علي بوعبد الله، و شريف بوقصبة. (2017). المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية - دراسة حالة بورصة عمان 1994-2015-، مجلة العلوم الانسانية(47).

135 علي رضوان ادريس. (2019). اثر المخاطر السوقية على الاستثمار الاجنبي في بورصة عمان ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المالية و ادارة المخاطر، عمان: جامعة العلوم التطبيقية.

136 علي عبد القادر بن الضب. (2020). مبادئ الهندسة المالية - تطبيقات الرياضيات المالية المتقدمة و الحوسبة المالية. عمان: دار حامد للنشر و التوزيع.

- 137 علي عيشاوي. (2018). محددات الحركة الدولية لرؤوس الاموال في ظل الازمة المالية العالمية 2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ، تخصص : اقتصاد تطبيقي، بسكرة.
- 138 علي فلاق، و محمد باصور. (2015). الاستثمار الاجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الاوراق المالية. *المجلة الجزائرية للاقتصاد و المالية*(03).
- 139 علي مناد، و محمد بوقناديل . (أوت, 2021). اثر العمق المالي على معدل النمو الاقتصادي في الجزائر - دراسة قياسية للفترة (2019/1980) باستخدام نموذج Ardl. *مجلة اقتصاد المال و الأعمال*, 05 (02).
- 140 عمار صايفي. (2009). محددات الاستثمار الاجنبي المحفطي و اثاره على اسواق الاوراق المالية ، دراسة مقارنة بين مصر تونس الجزائر ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، بومرداس، العلوم الاقتصادية.
- 141 عمر حسين. (1996). *الموسوعة الاقتصادية*. مصر: دار الفكر العربي.
- 142 عوض الله زينب، و محمد أسامة الفولي. (2003). *أساسيات الاقتصاد النقدي و المصرفي*. بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية.
- 143 عياش قويدر، و قويدر معاش. (31 مارس, 2017). دور الاستثمار الاجنبي المباشر في تطوير اداء و كفاءة السوق المالي - دراسة حالة بورصة عمان-. *مجلة دفاتر اقتصادية*.
- 144 عيساوي حنان خالد حنش. (2016). دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة - دراسة سوق العراق و سوق عمان للاوراق المالية نموذجاً-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية. العراق، كلية الادارة و الاقتصاد: جامعة القادسية.
- 145 عيسى محمد الغزالي. (مارس, 2004). تحليل الاسواق المالية. سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الاقطار العربية(27).
- 146 غازي فلاح المومني. (2009). *ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة*. عمان: دار المناهج للنشر و التوزيع.

- 147 فاتح لقوقي. (2019). استخدام نماذج ARCH في دراسة تقلبات اسعار الاسهم لقطاع الاتصالات في السوق المالي السعودي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير ، تخصص : الاساليب الكمية في التسيير. علوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
- 148 فاضل جويد عواد. (2016). دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تفعيل اسواق الاوراق المالية في البلدان النامية(1996-2010).،- السوق المالية في مصر نموذجا. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية.
- 149 فاضل محمد عبيدي. (2012). البيئة الاستثمارية. عمان: مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع.
- 150 فاطيمة الزهراء شعوفي. (ديسمبر, 2020). اثر سياسة التنويع الاستثماري على خصائص المحفظة المالية - دراسة قياسية لحالة بعض البورصات العربية-. مجلة البشائر الاقتصادية، 06(02).
- 151 فائزة حسن مسحت، و بان ياسين مكي. (2021). دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر (المحفظي) في سوق العراق للاوراق المالية - 2018/2007. مجلة الادارة و الاقتصاد، 10(37).
- 152 فتيحة مختاري، و فراجي بلحاج. (2017). اثر تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري - دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL خلال الفترة 1990/2015-. مجلة البشائر الاقتصادية(12).
- 153 فريدة معارفي، و صالح مفتاح. (2010). متطلبات كفاءة سوق الاوراق المالية. مجلة الباحث(07).
- 154 فريدة همال. (2017). دراسة سلوك أهم مؤشرات الأسواق المالية المتطورة من جانفي 1991 إلى غاية 31 ديسمبر 2015، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص: اقتصاد كمي. الجزائر: جامعة الجزائر 01.
- 155 فيصل محمود الشواوه. (2008). الاستثمار في بورصة الاوراق المالية و الاسس النظرية و العلمية. عمان: دار وائل للنشر و التوزيع.

- 156 قاسم نايف علوان. (2009). *ادارة الاستثمار - بين النظرية و التطبيق*-. عمان: دار الثقافة للنشر و التوزيع.
- 157 قيصر عبد الكريم الهيني. (2009). *أساليب الاستثمار الاسلامي و أثره على الاسواق المالية و البورصات*. دمشق: دار رسلان للطباعة و التوزيع.
- 158 كمال بن يمينة، و حليلة عطية. (2017). *الاسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الازمات - دراسة حالة بورصة عمان للاوراق المالية - مجلة المالية و الاسواق، 04(01)*.
- 159 كمال قسول. (2021). *أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي -دراسة حالة ماليزيا-*، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير ، تخصص: ادارة مالية،ميلة، قسم علوم التسيير: المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف.
- 160 لخضر مرغاد. (نوفمبر، 2009). *الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة. مجلة العلوم الانسانية(17)* .
- 161 ماهر كنج شكري، و عوض مروان. (2003). *المالية الدولية - العملات الاجنبية و المشتقات المالية بين النظرية و التطبيق*-. عمان: دار الحامد للنشر و التوزيع.
- 162 مبارك بن سليمان ال فواز. (2010). *الأسواق المالية من منظور اسلامي*. جدة: مركز النشر العلمي.
- 163 مبروك عبد المقصود نزيه. (2007). *صناديق الاستثمار بين - الاقتصاد الاسلامي و الاقتصاد الوضعي-*. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
- 164 محفوظ بصيري. (2016). *المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية و أثرها على التنمية الاقتصادية - دراسة حالة بورصة الجزائر-*. مجلة معارف(21).
- 165 محمد أحمد حلمي الطوايبي. (2011). *البورصات و سوق الاوراق المالية في ميزان الفقه الاسلامي*. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.

- 166 محمد الجميل العدوي شكري. (2012). المعاملات الاجلة في بورصة الاوراق المالية من منظور الشريعة الاسلامية. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
- 167 محمد الحناوي، نihal مصطفى فريد، و عبد الفتاح اسماعيل السيدة. (2007). مقدمة في الاستثمار - تحليل الاوراق المالية و ادارة المخاطر-. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
- 168 محمد الصيرفي. (2008). البورصات. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
- 169 محمد بن رجم خميسي. (20-21 اكتوبر, 2009). المنتجات المالية المشتقة- ادوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها-. ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول الازمة الماليو و الاقتصادية و الدولية و الحوكمة العالمية.
- 170 محمد سامي فوزي. (2006). الشركات التجارية الاحكام العامة و الخاصة- دراسة مقارنة-. عمان: دار الثقافة للنشر.
- 171 محمد سحنون. (2003). الاقتصاد النقدي و المصرفي. الجزائر: دار بهاء الدين للنشر و التوزيع.
- 172 محمد سيد طه بدوي. (2001). عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الاجلة من الوجهة القانونية. مصر: دار النهضة العربية.
- 173 محمد صالح الحناوي، و جلال ابراهيم العبد. (2005). بورصة الاوراق المالية بين النظرية و التطبيق. مصر: الدار الجامعية.
- 174 محمد صلاح. (2016). أهداف السياسة الاقتصادية الكلية في الجزائر حسب المربع السحري لكالدور. مجلة كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية(16).
- 175 محمد عباس عبد الرحمان واثق. (ديسمبر, 2017). التعامل مع الاجنبي (الاستثمار نموذجاً)، شروط ضوابط ، اهداف. مجلة الشهاب(09)،.

176 محمد عبد الحي أبو يونس، و نسيم حسن أبو جامع. (جوان, 2017). مدى كفاءة سوق دبي المالي. مجلة أكاديمية (06).

177 محمد عبد المجيد عطية. (2011). الاستثمار في البورصة - سوق المال ، التحليل الاساسي، التحليل الفني ، ادوات التحليل المالي، مؤشرات اداء السوق، اتجاهات الاسعار، محفظة الاستثمار. مصر: دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع.

178 محمد عدنان بن الضيف. (2012). مقومات الاستثمار في سوق الاوراق المالية الاسلامية. عمان: دار النفائس.

179 محمد علي سويلم. (2012). أدوات الاستثمار في البورصة - دراسة مقارنة- . الاسكندرية: دار المطبوعات الجامعية.

180 محمد علي سيمران. (2020). تحفيز الاستثمار في الفقه الاسلامي - دراسة مقارنة بالقانون العام-. مجلة البحوث العلمية و الدراسات الاسلامية، 12 (01).

181 محمد كمال ابو عشة. (2011). أهمية تطوير اسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي. مجلة بحوث اقتصادية عربية (55-56)،.

182 محمد لمين مسعودي. (مارس, 2015). بورصة الاوراق المالية و دورها في ازمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الامركية. مجلة الباحث للدراسات الاكاديمية (06).

183 محمد مطر. (2006). إدارة الاستثمارات. عمان: دار وائل للنشر .

184 محمد مطر، و تيم فايز. (2005). إدارة المحافظ الاستثمارية. عمان: دار وائل للنشر.

185 محمد يوسف ياسين. (2005). البورصة - عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم-. لبنان: منشورات الحلبي الحقوقية.

- 186 محمود سحنون. (جوان, 2009). ادارة محفظة الاوراق المالية و تقييم الاداء بالاعتماد على العائد و المخاطرة. مجلة العلوم الانسانية بحوث اقتصادية (31)،.
- 187 محمود محمد الداغر. (2005). الاسواق المالية- مؤسسات ، أوراق ، بورصات- . عمان: دار الشروق للنشر و التوزيع.
- 188 مروان شموط، و كنجو عبود. (2008). اسس الاستثمار. مصر: الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات.
- 189 مروان عطون. (2005). الاسواق النقدية و المالية و مشكلاتها. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- 190 مريم هاني. (06 ديسمبر, 2016). بناء محفظة استثمارية مثلى - دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة (2011/2008). مجلة البحوث في العلوم المالية و المحاسبة، 03 (02).
- 191 مصطفى امال فراح، و سعيده ولد أغواطي. (2017). أثر تداعيات الصدمات الاقتصادية على الأسواق المالية في الدول العربية خلال الفترة 2014/2006. مجلة البحوث الادارية و الاقتصادية (02).
- 192 مصطفى بريشي. (ديسمبر, 2014). عقود الاستثمار في الفقه الاسلامي. مجلة الدراسات الاسلامية (05).
- 193 مصطفى يوسف كافي. (2014). الاقتصاد الكلي - مبادئ و تطبيقات- . عمان: مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع.
- 194 معروف هويشار. (2003). الاستثمارات و الأسواق المالية. الاردن: دار صفاء للنشر و التوزيع.
- 195 مقدم عبد الاله، و زين الدين قдал. (2019). تطور حجم اسواق المشتقات المالية في العالم خلال الفترة (2017/2005). مجلة المالية و الاسواق، 05 (10).
- 196 ملاك وسام. (2003). البورصات و الاسواق العالمية. لبنان: دار المهل اللبناني.

- 197 منال بلعابد، و ليلي غفوري. (2022). تحليل اثر استخدام المشتقات المالية للتحوط دراسة تطبيقية. مجلة البحوث الاقتصادية و ادارية، 16 (01).
- 198 منصور عيساني. (2016). اثر المشتقات المالية على استقرار الاسواق المالية. مجلة دراسات في الاقتصاد و التجارة المالية، 05 (02).
- 199 منير عوادى. (ديسمبر، 2016). مساهمة سوق الاوراق المالية في تمويل المؤسسة الاقتصادية. مجلة اقتصاد المال و الاعمال، 01 (01)،
- 200 منيرة بياس. (2016). المجازفة و المشتقات المالية بين الواقع العملي و التكييف الشرعي. مجلة الاقتصاد الجديد، 02 (16)، صفحة 136.
- 201 مهند محمد ضمرة. (2019). الآليات القانونية لتداول الاسهم في بورصة عمان -دراسة قانونية-. مجلة دراسات -علوم الشريعة و القانون-، 46 (04).
- 202 مونية سلطان. (2015). كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني -دراسة حالة بورصة ماليزيا - ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص، إقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية .
بسكرة : جامعة محمد خيضر .
- 203 ميلود بوعبيد. (جوان، 2015). الاستثمار الاجنبي المباشر في قطاع المحروقات و دوله في التنمية الاقتصادية. مجلة دراسات و البحوث اقتصادية في الطاقات المتجددة (02).
- 204 نبيل بهوري. (افريل، 2019). معوقات الاستثمار في اسواق الاوراق المالية و سبل تنشيطها - دراسة حالة الدول العربية-. مجلة الحقوق و العلوم الانسانية دراسات اقتصادية (37).
- 205 نبيل حركاتي، و جهرة شنافة. (2021). اثر الاستثمار الاجنبي غير مباشر على مؤشر اداء بورصة عمان -دراسة تحليلية قياسية باستخدام نموذج ARDL خلال الفترة 2020/1996. مجلة دراسات اقتصادية، 21 (01).

- 206 نسرین عبد الحمید نبیه. (2012). البورصة (ماهيتها، تاريخها، مستقبلها، ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية). مصر: المكتب الجامعي الحديث.
- 207 نعمان محمول، و نور الدين محرز. (جوان، 2018). تقييم الاستثمار في الاوراق المالية في ظل نظرية المحفظة الاستثمارية. مجلة دراسات اقتصادية، 15 (02).
- 208 نعيمة العربي، و فوزية قديد. (جوان، 2021). الصكوك كتقنية حديثة و ناجعة ل جلب الأموال وأقل مخاطرة من السندات. مجلة المنهل الاقتصادي، 04 (01).
- 209 نعيمة برودي، و يوسف فيلاي. (جوان، 2020). اثر الرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي خلال الفترة (2019/2005)، -قياسية باستعمال نموذج ardl. مجلة الباحث الاقتصادي، 08 (13).
- 210 نورة حمليل. (2021). تداعيات الجائحة الصحية كوفيد 19 على الأسواق المالية. المجلة النقدية للقانون و العلوم السياسية، 16 (01).
- 211 نوال مشروم. (جوان، 2018). استراتيجيات ادارة محفظة الاوراق المالية في البنوك التجارية. مجلة دراسات و اجات (31).
- 212 نور الدين بوالكور. (2018). تحليل الكفاءة الاقتصادية لبورصة عمان للاوراق المالية عند المستوى الضعيف. مجلة البحوث الاقتصادية و المالية، 05 (01).
- 213 نور الدين زحوفي، و يوسف دبوب . (2020). أثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي - دراسة قياسية على عينة مختارة من الدول العربية-. مجلة الاقتصاد الجديد، 11 (01).
- 214 نوري موسى شقيري. (2015). ادارة المشتقات المالية - الهندسة المالية - عمان: دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة.
- 215 هاشم فوزي دباس العبادي. (2008). الهندسة المالية و ادواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية. الأردن: مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع.

- 216 هيئة الاوراق المالية. (2020). *التقرير السنوي*. تاريخ الاسترداد 15 10 , 2022، من هيئة الأوراق المالية:
[/https://www.jsc.gov.jo](https://www.jsc.gov.jo)
- 217 واثق عباس عبد الرحمان محمد. (ديسمبر, 2017). *التعامل مع الاجنبي (الاستثمار نموذجاً)*، شروط ضوابط ،
اهداف. *مجلة الشهاب*(09).
- 218 وسيلة سعود. (2018). *الاستثمارات الأجنبية في الامارات العربية المتحدة واقع و آفاق*. *مجلة علمية دولية محكمة*
متخصصة في الميدان الاقتصادي(03).
- 219 وليد بيبي. (2015). *اليات جذب الاستثمار الاجنبي المباشر في ظل الازمة المالية الحالية - دراسة حالة دول*
شمال افريقيا-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاديات النقود و البنوك و الاسواق
المالية، كلية العلوم الاقتصادية، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
- 220 ياسين قريسي. (2021). *تقدير درجة عدوى المخاطر النظامية بين أهم الساحات المالية خلال جائحة كورونا*
باستعمال نموذج Beek Garch. *المجلة الجزائرية للعلوم الاجتماعية و الانسانية*، 09(01).
- 221 يوسف مسعداوي. (2014). *متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية -دراسة تحليلية لبورصة الجزائر*. *مجلة الاقتصاد*
و التنمية البشرية، 05(02).

المراجع باللغة الأجنبية:

1. Anthony, S., cornett , M., & Erhemjamts, o. (2001). *Financial Markets and Institution*. new york: Eighth Edition.
2. Boughaba, A. (1998). *Analyse Evaluatoin De Projet*. berti Edition .
3. Caballero, C. (1989). *Le Marche Monetaire*. paris: edition dalloz gestion pratique.
4. Joseph, A., Claire, M., & Huart, C. (2010). *Dictionnaire Des Marches Financiers*. belegique: pages bleues internationales.
5. Kindleberger, P. C., & Nicolas, A. (1971). *Investissements Etrangers etats* . paris: calmann levy.
6. Kuznets, S. (1973, june). MODREN ECONOMIC GROWTH -findings and reflections. *the american economic review*, 63 (03).
7. Mansouri, M. (2002). *La Bourse des Valeurs Mobiliers d'alger*. alger: distributiion houma.
8. Navatte, p. (1992). *Marches Et Instruments Financiers*. paris: edition Managements .
9. Paul, L. J. (2003). *Bourse Et Marches Financiers*. paris: 3ed.
10. Reilly, f., & Keith, B. (2002). *Investment Analysis portfolio Management*. USA: 10 th edition.
11. Robert, M. C. (2007). *Continuous Time Finance*. new york: black well publishers.
12. Roger, M. L., & David, D. V. (2001). *Mony Banking and Financial*. america: publishing thomsonlemaning.
13. Topsaclian, P. (1996). *Les Indices Boursiers Sur Action*. paris: economica.
14. Yves, B., & jean, c. c. (1976). *vocabulaire de economique et financier*. paris: Edition seuil.
15. Yvis, S. (1997). *Enyclipodie De Marches Financiers*. paris: economica.

المواقع الالكترونية:

بورصة عمان. (20 ,11 2020). تم الاسترداد من <https://www.stockexchange.jo>

(2021 ,07 12). تم الاسترداد من مركز إيداع الأوراق المالية: <https://www.sdc.com.jo/arabic>

(2021 ,08 17). تم الاسترداد من بورصة عمان: [/https://www.ase.com.jo](https://www.ase.com.jo)

(2022 ,06 14). تم الاسترداد من وزارة الاستثمار: <https://www.moin.gov.jo/ar/investment>

الملاحق

الملحق رقم (01): مراحل و أوقات جلسات التداول للسوقين الأول و الثاني و سوق حقوق الاكتتاب و سوق السندات

الأوقات	المرحلة
10:00 – 8:30	مرحلة الاستعلام
±10:30 – 10:00	مرحلة ما قبل الانفتاح
±10:30	مرحلة الانفتاح
12:30 – ±10:30	مرحلة التداول المستمر
12:45 – 12:30	مرحلة الصفقات

المصدر: بورصة عمان www.ase.com.jo/ar

الملحق رقم (02): مراحل و أوقات جلسات التداول لسوق الأوراق المالية غير المدرجة في بورصة عمان

سوق الأوراق المالية غير المدرجة	المرحلة
9:45–9:50	مرحلة ما قبل الانفتاح
9:50	مرحلة الانفتاح
10:15– 9:50	مرحلة التداول المستمر
12:45–12:30	مرحلة الصفقات

المصدر: www.ase.com.jo/ar

الملحق رقم (03): الشروط العامة لتنفيذ الصفقات

حقوق الاكتتاب	السوق الثاني	السوق الأول	
	200 ألف دينار		الحد الأدنى
حسب السوق الناشئ عنه	± 5 % من اغلاق اليوم	± 7.5 % من اغلاق اليوم	الحدود السعرية
	12:45–12:30		أوقات التنفيذ

المصدر: بورصة عمان www.ase.com.jo/ar

الملحق رقم (04): عمولات التداول

الورقة المالية	الحد الأدنى للعمولة	الحد الأعلى للعمولة
الأسهم	5.4 دينار لكل ألف دينار	7.4 دينار لكل ألف دينار
السندات	0.45 دينار لكل ألف دينار	0.95 دينار لكل ألف دينار
وحدات الاستثمار	2.0 دينار لكل ألف دينار	2.2 دينار لكل ألف دينار

المصدر: بورصة عمان : www.ase.com.jo/ar

الملحق رقم (05): الاحصائيات المستخدمة في الدراسة التطبيقية

السنوات	القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي	القيمة المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي	شراء المستثمرين غير الاردنيين	بيع المستثمرين غير الاردنيين
	KA_T	TRAD_T	BA	SAL
1995	31.6	8.78	/	/
1996	30.65	5.05	26.4	17.9
1997	33.11	6.91	100.4	43.7
1998	73.6	8.24	205	82.4
1999	72.3	6.73	94.3	78.8
2000	58.4	5.57	53	64.8
2001	71.5	10.51	104.5	212
2002	80.4	13.97	233.4	132.5
2003	116.8	25.66	281.1	199.3
2004	184.4	46.88	380.3	311.4
2005	326.6	189.18	2152.3	1739.3

1814.5	1995.1	129.88	233.9	2006
2359.1	2825.3	101.84	289	2007
3910	4219.8	120.02	216.7	2008
2139.3	2135.5	52.59	149.6	2009
1051.2	1036.6	31.68	122.7	2010
477.2	555.8	13.2	102.7	2011
285.3	322.9	8.62	93.5	2012
792.6	939.5	9.94	83	2013
384.8	362.7	8.39	75.8	2014
971.1	918.7	9.21	70.7	2015
429.4	66.5	6.47	65	2016
1329.2	994.9	5.63	61.8	2017
747.3	1231.8	5.5	56.7	2018
414	528.7	3.78	49.7	2019
164.4	96.8	3.37	41.5	2020

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على:

- التقارير السنوية لبورصة عمان لمختلف السنوات: بورصة عمان : www.ase.com.jo/ar

- دائرة الاحصاءات العامة <https://portal.jordan.gov.jo/wps/portal/Home>

الملحق رقم (06): نتائج تقدير معاملات الأجل القصير و معلمة تصحيح الخطأ

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(KA_T)				
Selected Model: ARDL(3, 4, 4, 4)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 01/29/23 Time: 05:09				
Sample: 1996 2020				
Included observations: 21				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(KA_T(-1))	-2.192239	0.112645	-19.46142	0.0026
D(KA_T(-2))	-0.698409	0.054057	-12.91987	0.0059
D(BA)	-0.062414	0.003877	-16.10011	0.0038
D(BA(-1))	0.348018	0.018071	19.25848	0.0027
D(BA(-2))	0.211989	0.010736	19.74572	0.0026
D(BA(-3))	-0.017483	0.006895	-2.535505	0.1267
D(SAL)	0.056100	0.006754	8.306581	0.0142
D(SAL(-1))	-0.290464	0.015242	-19.05623	0.0027
D(SAL(-2))	-0.172921	0.008772	-19.71174	0.0026
D(SAL(-3))	0.096216	0.006866	14.01394	0.0051
D(TRAD_T)	0.725139	0.060752	11.93609	0.0069
D(TRAD_T(-1))	0.778564	0.108811	7.155173	0.0190
D(TRAD_T(-2))	0.417826	0.047734	8.753152	0.0128
D(TRAD_T(-3))	-1.295202	0.151523	-8.547912	0.0134
CointEq(-1)*	-0.244374	0.139908	3.766207	0.0019
R-squared	0.999293	Mean dependent var	-1.466667	
Adjusted R-squared	0.997642	S.D. dependent var	49.72663	
S.E. of regression	2.414487	Akaike info criterion	4.776659	
Sum squared resid	34.97849	Schwarz criterion	5.522747	
Log likelihood	-35.15492	Hannan-Quinn criter.	4.938579	
Durbin-Watson stat	3.033025			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 12.

الملاحق رقم (07): نتائج تقدير معاملات الأجل الطويل

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(KA_T)				
Selected Model: ARDL(3, 4, 4, 4)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 04/10/22 Time: 16:16				
Sample: 1996 2020				
Included observations: 21				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-164.9587	18.41711	-8.956817	0.0122
KA_T(-1)*	3.244375	0.331339	9.791701	0.0103
BA(-1)	-0.462467	0.060187	-7.683852	0.0165
SAL(-1)	0.351532	0.052793	6.658669	0.0218
TRAD_T(-1)	-2.797339	0.467481	-5.983862	0.0268
D(KA_T(-1))	-2.192239	0.250323	-8.757632	0.0128
D(KA_T(-2))	-0.698409	0.101165	-6.903649	0.0203
D(BA)	-0.062414	0.009802	-6.367690	0.0238
D(BA(-1))	0.348018	0.045632	7.626650	0.0168
D(BA(-2))	0.211989	0.029026	7.303469	0.0182
D(BA(-3))	-0.017483	0.020060	-0.871516	0.4754
D(SAL)	0.056100	0.014678	3.821969	0.0621
D(SAL(-1))	-0.290464	0.042185	-6.885445	0.0204
D(SAL(-2))	-0.172921	0.026317	-6.570633	0.0224
D(SAL(-3))	0.096216	0.020396	4.717456	0.0421
D(TRAD_T)	0.725139	0.137401	5.277523	0.0341
D(TRAD_T(-1))	0.778564	0.305386	2.549444	0.1255
D(TRAD_T(-2))	0.417826	0.153841	2.715965	0.1130
D(TRAD_T(-3))	-1.295202	0.322901	-4.011150	0.0569
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				
Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BA	0.142544	0.015129	9.421788	0.0111
SAL	-0.108351	0.013178	-8.222116	0.0145
TRAD_T	0.862212	0.080973	10.64809	0.0087
C	50.84452	0.812460	62.58098	0.0003
EC = KA_T - (0.1425*BA -0.1084*SAL + 0.8622*TRAD_T + 50.8445)				

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 12.

الملحق رقم (08): بعض المؤشرات الاقتصادية في بورصة عمان خلال فترة الدراسة

السنوات	سعر الصرف الرسمي %	معدل النمو الاقتصادي %	معدل التضخم %	سعر الفائدة %
1996	0.71	2.09	6.5	8.5
1997	0.71	3.31	3.04	9.11
1998	0.71	2.99	3.09	8.21
1999	0.71	3.41	0.61	8.3
2000	0.71	4.25	0.67	6.97
2001	0.71	5.27	1.77	5.81
2002	0.71	5.78	1.83	4.43
2003	0.71	4.16	1.63	3.14
2004	0.71	8.57	3.36	2.49
2005	0.71	8.15	3.49	2.91
2006	0.71	8.09	6.25	4.62
2007	0.71	8.18	4.74	5.45
2008	0.71	7.23	13.97	5.46
2009	0.71	5.48	0.74-	4.94
2010	0.71	2.31	4.85	3.53
2011	0.71	2.59	4.16	3.4
2012	0.71	2.65	4.52	3.77
2013	0.71	2.83	4.82	4.85
2014	0.71	3.1	2.9	4.52
2015	0.71	2.39	-0.88	3.5
2016	0.71	2	-0.78	3.03

3.43	3.32	2.12	0.71	2017
4.38	4.46	1.94	0.71	2018
4.93	0.76	2	0.71	2019
4.08	0.33	1.9	0.71	2020

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على:

<https://www.albankaldawli.org/ar/home>: البنك الدولي

الملحق رقم (09): بعض مؤشرات أداء بورصة عمان خلال فترة الدراسة

المعروض النقدي %	معدل دوران الأسهم %	السنوات
100.18	21	1995
95.3	17.7	1996
98.07	17.8	1997
95.48	18.6	1998
107.07	19.1	1999
111	11.3	2000
113.11	19.9	2001
115.04	26.5	2002
126.09	49.1	2003
124.44	58.2	2004
136.96	94.1	2005
129.21	101.1	2006
127.83	91.2	2007

120.42	91.5	2008
138	91.3	2009
135.87	102.2	2010
127.85	58.2	2011
116.75	33.9	2012
122.74	38	2013
110.3	32.8	2014
113.27	37.3	2015
114.71	27.2	2016
110.4	25.7	2017
106.56	18.8	2018
108.18	18.2	2019
114.51	17.3	2020

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على:

<https://www.albankaldawli.org/ar/home>: البنك الدولي

الملحق رقم (10): القروض المقدمة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي خلال فترة الدراسة

السنوات	القروض المقدمة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي %
1995	68.86
1996	69.35
1997	69.98
1998	69.12
1999	71.39
2000	72.09

75.7	2001
72.74	2002
70.8	2003
74.7	2004
88.09	2005
91.76	2006
91.63	2007
78.43	2008
73.31	2009
71.25	2010
71.82	2011
71.28	2012
70.52	2013
66.66	2014
66.71	2015
70.95	2016
74.85	2017
76.36	2018
76.9	2019
83.14	2020

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على:

<https://www.albankaldawli.org/ar/home>: البنك الدولي