

واقع الاستثمار الاجنبي في اسواق الاوراق المالية العربية

أ. بوعبد الله علي

جامعة المسيلة-الجزائر

أ.د مفتاح صالح

جامعة بسكرة-الجزائر

الملخص:

لقد حسمت الكثير من الدول النامية موقفها من الاستثمار الأجنبي خلال السبعينات والثمانينات من القرن الماضي، فبعد ان كانت تنظر اليه بنظرة الريبة والرفض لاقتراانه بمرحلة الاستعمار، تحولت النظرة تدريجيا للترحيب به، فعدلت من قوانينها وأصدرت التشريعات وقدمت كافة التسهيلات لجذب هذا الاستثمار، ذلك لان الدول النامية عامة والدول العربية خاصة أدركت أهمية الاستثمارات الأجنبية في تسريع وتيرة التنمية الاقتصادية، باعتبارها تقلص الفجوة بين الادخار المحلي وحجم الاستثمار المطلوب.

وتأخذ التدفقات الرأسمالية ثلاثة إشكال رئيسية هي الاستثمار الأجنبي المباشر، واستثمار الحافظة و التدفقات الرأسمالية في الأدوات غير قابلة للتجارة مثل القروض، وما يهمنها في هذه الورقة هو استثمارات الحافظة المتعلق بالاستثمار في البورصة، الذي يعتبر غالبا استثمار قصير الأجل ويتميز بعدم الاستقرار، لدخول عنصر المضاربة فيه لتصبح أموال ساخنة تؤثر على الاستقرار الاقتصادي، إذا أسئ استخدامها، خاصة في ظل إلغاء القيود على الاستثمار الأجنبي في البورصات ، الذي يهيئ للأجانب لعب دور مدمر في تلك الأسعار، بهدف جني الإرباح من خلال التحركات العنيفة للأسعار والعملات، وهو ما حدث في أزمة جنوب شرق آسيا 1997.

اما البورصات العربية فقد قامت متأخرة بالإصلاحات التشريعية والتنظيمية في تسعينات القرن الماضي، تزامنا مع توقيع اتفاقات الجات وما تلاها من توقيع اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، حيث أصبحت هذه البورصات أكثر انفتاحا على الاستثمار الأجنبي.

Summary:

It has resolved a lot of developing countries position of foreign investment during the seventies and eighties of the last century. After that they considered it a glance of suspicion and refusal to associate with colonial phase, outlook gradually turned to welcome it, they amended their laws and legislations issued and provided all the facilities to attract investment, This is because developing countries in general and the Arab countries, especially realized the importance of foreign investment in accelerating the pace of economic development. As shrinking the gap between domestic savings and the size of the investment required.

Capital flows take three main forms they are: foreign direct investment, portfolio investment and capital flows in the tools non-tradable, What concerns us in this paper is on portfolio investment which related to the stock market, Which is often a short-term investment and is characterized by instability because the speculative element has entered in it to become a hot funds affect the economic stability, Especially in the light of the abolition of restrictions on foreign investment in the stock market, there for it will prepare for foreigners to play a destructive role in those prices, in order to reap profits by violent movements of currencies and prices, which is what happened in the Southeast Asian crisis 1997.

The Arab bourses have done lately legislative and regulatory reforms in the nineties of the last century, Coinciding with the signing of the GATT agreements and the subsequent agreement liberalizing trade in financial services, where these stock-exchanges have become more opening to foreign investment.

لقد تعاضمت الأهمية النسبية للدور الذي تلعبه البورصات العالمية في حركة رؤوس الأموال والاستثمارات حول العالم بالتزامن مع التطور العالمي في وسائل الاتصال وسرعة نقل المعلومات والانفتاح المتزايد للأسواق العالمية وتحسن وسائل الربط بينها، فتصاعد بشكل خاص دور الأسواق في جذب الاستثمارات الأجنبية لدرجة أنها بلغت نحو 95% من إجمالي القيمة السوقية في بعض الأسواق حول العالم. ولا تختلف كثيرا الصورة على المستوى العربي، حيث تنامت أهمية الاستثمارات غير المباشرة في حركة رؤوس الأموال الواردة أو الصادرة من الدول العربية في الآونة الأخيرة وخصوصا استثمارات محفظة الأوراق المالية، ولاسيما الشق الخاص بالاستثمارات الأجنبية في أسواق المال العربية بالتزامن مع ارتفاع القيمة السوقية لتلك الأسواق إلى 983 مليار دولار بنهاية عام 2010 ونحو 1441 شركة مدرجة في تلك الأسواق ، وسنحاول من خلال هذه الورقة الإجابة على السؤال التالي: **ماهو واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية؟**

أهداف الدراسة: أصبح الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية من أهم حركات رؤوس الأموال الدولية بعد الاستثمار الأجنبي المباشر، خاصة في ظل سياسات التحرير المالي المنتهجة من طرف معظم الدول المنظمة إلى اتفاقية تحرير الخدمات ، وأيضا اكتسب أهميته من مساهمته بقسط كبير في تأجيج الأزمات المالية ، نذكر منها الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا سنة 1997، حيث يسمى هذا الاستثمار بالأموال الساخنة لسرعة خروجه من الأسواق في ظل تحرير حساب رأس المال، ولأن هذا الاستثمار يعتبر جديد بالنسبة للبورصات العربية ارتأينا من خلال هذه الدراسة توضيح اهم محدثاته في الدول العربية، وواقعه في البورصات العربية باختلاف سياساتها اتجاه هذا الاستثمار.

المنهج المتبع: لتحقيق أهداف الدراسة اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من خلال سرد اهم المفاهيم الاساسية لهذا الاستثمار، ثم تجميع المعطيات واهم البيانات على هذا الاستثمار في البورصات العربية ، وتحليله وبعدها إعطاء أهم النتائج.

محتوى الدراسة: قسمنا هذه الدراسة الى ثلاثة محاور رئيسية ،حيث تناولنا في المحور الاول مفاهيم اساسية حول هذا الاستثمار من مفهوم ،خصائص ،قنوات والمشاكل المرتبطة به ،اما في المحور الثاني فوضنا محدثات هذا الاستثمار في مختلف البورصات العربية وفي الاخير بينا واقع هذا الاستثمار في البورصات العربية .

اولا: مفاهيم أساسية حول الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية

في ظل توسع وانتشار أسواق الأوراق المالية لم تعد المحفظة الاستثمارية تقتصر فقط على الأصول الحقيقية بل تنوعت لتشمل أيضا الأصول المالية مثل الأسهم والسندات ، فيرز شكل جديد من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية يطلق عليه الاستثمار الأجنبي غير المباشر ، وفي هذا المحور سنركز على أهم بند الاستثمار الأجنبي غير المباشر المتمثل في الاستثمار في المحفظة المالية.

01 - مفهوم الإستثمار الاجنبي في المحفظة المالية وخصائصه :

رغم الاهتمام الكبير للمفكرين والاقتصاديين ورجال الأعمال أكثر بالاستثمار الأجنبي المباشر لأهميته الكبيرة ، إلا أن الاستثمار المحفظي يشكل أهمية كبيرة في اتجاهات المحفظة الاستثمارية في الدول المتقدمة والنامية، وأصبح من أهم تدفقات رؤوس الأموال الدولية ، وهذا بفضل التكنولوجيا العالية في مجال الاتصالات والمعلومات وتسارع التداول، أدى إلى زيادة تدفقات الاستثمار المحفظي ولكن يبقى ضئيلاً بالمقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر

وتعددت تعاريف الاستثمار المحفظي وكان أهمها ما يلي:

التعريف الأول : يعرف الاستثمار الاجنبي في المحافظ المالية على انه " تلك المشاركة في توظيفات استثمارية خارجية من دون ان يكون للمستثمر الحق في ادارة موجودات الشركة، ومن دون ان يكون له الحق في الرقابة والسيطرة في ادارة اعمال ذلك المشروع، وتكون الدوافع الرئيسية للمستثمرين في محافظ الاوراق المالية الحصول على الارباح من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار وكذلك تقليل المخاطرة من تنويع المحافظ الاستثمارية، وعادة ما تقوم الاسواق المالية بالوساطة في عمليات ذلك الاستثمار."

التعريف الثاني : وهناك من يعرفه بأنه " تملك الاجانب للأسهم والسندات الخاصة او الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من فروق الأسعار او للحصول على ارباح تدرها السندات ذات الفائدة الثابتة او الاسهم بشرط ان لا يملك الاجنبي من الاسهم ما يخوله حق ادارة المشروع".¹

التعريف الثالث: يعرف الاستثمار الأجنبي بالمحافظ بأنه تلك التدفقات بين الدول المختلفة التي تتجه نحو الاستثمار في الأسواق المالية العالمية وليس الاستثمار المباشر بإقامة المشروعات في الدول الأجنبية".²

التعريف الرابع: " يتمثل الاستثمار المحفظي في استثمارات محافظ البنوك العالمية وصناديق الاستثمار المشتركة الدولية والتي تحظى بتصنيف ائتماني مقبول لمدراء الاستثمار في هذه المؤسسات"³

التعريف الخامس: "وهو الاستثمار الذي يتضمن شراء غير المقيمين للأوراق المالية والمشتقات القابلة للتجارة والتبادل ويمثل هذا النوع الأموال الساخنة في البورصات"⁴

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف الاستثمار المحفظي الاجنبي : " بأنه الاستثمار غير المقيمين في أوراق الملكية وأيضاً أدوات الدين غالباً في البورصة ، تهدف لتحقيق أرباح قصيرة أو طويلة وتوزيع المخاطر ، بحيث لا يمكن للمستثمر اكتساب حق الرقابة أو الإدارة في الجهة المصدرة للأوراق المالية.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج الخصائص المميزة لهذا الاستثمار وهي كما يلي:

-سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة.

-يعمل على زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية.

-صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيفة في هذه الاستثمارات وضبطها، حيث قد تتسحب بصورة مفاجئة

نتيجة لعوامل عديدة.⁵

-يحصن الاستثمار المحفظي في المبادلة والمتاجرة بالأوراق المالية الدولية أو الأوراق المسجلة في

أسواق مالية أجنبية بالنسبة للمستثمر .

-الهدف الرئيسي له هو تحقيق أرباح وعوائد أكثر من العوائد في السوق المحلي مع تخفيض المخاطرة

من خلال هذا التنويع.

02- قنوات الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية⁶

ويقصد بقنوات الاستثمار المحفظي السبل المختلفة التي من شأنها تمكين المستثمر المحلي من الوصول إلى أسواق الأوراق المالية الأجنبية أو تلك التي تمكن المستثمر الأجنبي من الوصول للاستثمار في سوق الأوراق المالية المحلية ومن بين هذه القنوات نجد:

أ- **صناديق الاستثمار**: تتمثل هذه الشركات في مؤسسات مالية تتولى تجميع الأموال من عدد كبير من الأفراد عن طريق إصدار الأسهم أو ما يعرف بـ " وثائق الاستثمار"، حيث تستخدم متحصلات مع هذه الأسهم في شراء أوراق مالية من أسهم وسندات الشركات المختلفة سواء كانت في الداخل والخارج.

ويمكن تقسيم صناديق الاستثمار إلى نوعين هما:⁷ صناديق استثمار مفتوحة ،صناديق استثمار مغلقة

ب- **المحافظ المشتركة**: تعد المحافظ المشتركة شركات استثمارية مستقلة تؤسس عادة من قبل بنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى مثل صناديق التقاعد والضمان وشركات التأمين ، والتي تستثمر الأموال المجمعة بدل من إنفاقها مباشرة وتعتمد المحافظ المشتركة على ثقة المساهمين بإدارة تتولى أعمالها في الداخل والخارج في أسواق منتظمة وغير منتظمة ، فالمحافظ المشتركة تتلخص أعمالها في إعادة استثمار حصص المساهمين في أسواق الأوراق المالية سواء المحلية أو الأجنبية .

ج- **الاستثمار بالإصدارات العالمية للأوراق المالية**:الاستثمار من خلال ما يعرف بالإصدارات العالمية أو الدولية للأوراق المالية ، وهي أوراق يتم تشغيلها في أسواق الأوراق المالية العالمية ،مما يسمح بتداولها في دول كثيرة ، وعادة ما تتطلب هذه الإصدارات توفر شروطا معينة للتسجيل في الأسواق المالية العالمية مثل حجم الإنتاج والمبيعات ونسب استغلال الطاقة الإنتاجية ومدى إتباع معايير المحاسبة الدولية ومدى التزام سياسات ومبادئ الإفصاح والشفافية وغيرها، ويؤدي تسويق هذه الإصدارات عالميا إلى توسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الإقليمية بالإضافة إلى خفض تكلفة رأس المال ، ومن أمثلة هذه الإصدارات العالمية: شهادات الإيداع الدولية ،شهادات الإيداع الأمريكية، شهادات الإيداع الأوروبية.

د- **الشراء والبيع المباشر للأوراق المالية**:

ويكون ذلك إما عن طريق شراء وبيع أسهم الشركات الأجنبية من أسواقها المحلية ويعتبر هذا النمط أكثر أنواع الاستثمار المحفظي خطورة لأن المستثمر عندها سيكون في حالة مواجهة لمخاطر تغيرات أسعار الصرف، وكذلك مختلف القواعد والقوانين المنظمة لعمل السوق بالإضافة إلى الأنظمة المحاسبية والضريبية ومستويات الإفصاح والشفافية التي تختلف من دولة إلى أخرى، وإما عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية الأجنبية المسجلة في سوق الأوراق المالية المحلية.⁸

3- **المشاكل المرتبطة بالاستثمار الأجنبي في المحفظة**:

تنشأ المخاوف من أن تؤدي التدفقات الخاصة بالاستثمار المحفظي إلى الأضرار باستقرار الاقتصاد الكلي بالرغم من أن التدفقات الدائمة يمكن أن تخلق مشكلات للموامة ،والتدفقات غير المستمرة يمكن أن تؤدي إلى زعزعة الاقتصاد المحلي عند دخولها وكذلك عند خروجها .

ويمكن أن تقسم هذه المشكلات المرتبطة باستمرارية تدفق الاستثمارات في المحفظة إلى:⁹

حالة خروج رؤوس الأموال: إن احتمال أن يتخذ المستثمرون الأجانب قرارا مفاجئا بمغادرة البلد الذي يستثمرون فيه وهذا الاحتمال بتغير اتجاه التدفق، شبيه بحالة القروض المصرفية قصيرة الأجل، ويمكن أن تكون بالغة الضرر من حيث إحداث تقلب كبير في أسعار الصرف أو الارتفاع في أسعار الفائدة أو كليهما.

ويمكن تقسيم أسباب خروج رؤوس الأموال إلى:

- حالة ما إذا كانت التدفقات مؤقتة من نوع الأموال الساخنة ، وهذا النوع من التدفقات يكون الدافع لاجتذابه عادة إما لوجود اختلالات في السوق أو خطأ في السياسات تؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية.

- حالة خروج رؤوس الأموال بسبب صدمة سلبية مثل حدوث تطور سياسي غير متوقع ، انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية ، أو التغيير في الظروف التي تؤثر على العائد من هذه التدفقات وفي كلتا الحالتين سيكون رد فعل المستثمر هو بيع ما يملكه في أوراق محلية مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، وبالتالي انخفاض في المؤشر العام للبورصة ويشترى بعاندا عملة أجنبية مما يؤدي إلى ضغوط على العملة المحلية .

حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال للاستثمار في المحفظة: من الآثار المترتبة على الزيادة في تدفق رؤوس الأموال أن الحجم الأكبر من رؤوس الأموال التي تدخل إلى البلد من أسواق رأس المال المحلية تؤدي إلى التوسع في حجم الأصول المالية المحلية وزيادة الطلب على السلعة المحلية، وما قد يتبع ذلك من تسارع في معدلات التضخم ، وتبعاً لنظام سعر الصرف، إما حدوث ارتفاع في سعر العملة المحلية (سعر الصرف المعموم) أو انخفاض في أسعار الفائدة (سعر الصرف الثابت)، وارتفاع سعر العملة الحقيقي يؤدي إلى عرقلة إصلاحات التجارة وتدهور القدرة التنافسية للدولة، وبالتالي فإن احتمال تقاوم حالة عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ستجعل تدفقات رؤوس الأموال نفسها غير مستقرة أيضاً.

ثانياً: محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية:

قبل التطرق الى محددات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية يجب أولاً التعريف بمكونات الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الدول العربية

1 - مكونات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

يتكون الاستثمار الاجنبي غير المباشر من أشكال عديدة في الدول العربية، والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (01): الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

استثمار الأجنبي غير المباشر

استثمارات أخرى	استثمارات محافظة	استثمارات أجنبية تم استثمارها لمحيطاً مالياً	استثمارات لمستعانت نقدية تم اوراق مالية لمحيطاً على سبيل توظيف الضمانات
فروع أجنبية لتوحدات حكومية وخاصة لمحيطاً	فروع تجارية أجنبية توحدات محلية	فروع مصرفية أجنبية تم اذلال	فروع أجنبية لتوحدات توظيف الضمانات
استثمارات أجنبية تم ذوات وسندات الدين لمحيطاً	استثمارات أجنبية تم ذوات وسندات	استثمارات أجنبية تم ذوات حقوق متعينة	استثمارات أجنبية تم التمويل المحلي المدرجة وغير مدرجة بنسبة نقل عن 10% من رأس المال
استثمارات أجنبية تم ذوات اسوق لتقنية تصمير الأجل	استثمارات أجنبية تم ذوات وسندات حكومية وخاصة محلية	استثمارات أجنبية تم ذوات حقوق متعينة بالأسلوب للمشاركة بالوقت بالـ 10% من رأس المال	استثمارات أجنبية تم التمويل المحلي المدرجة وغير مدرجة بنسبة نقل عن 10% من رأس المال

المصدر: المؤسسة المصرفية لضمان الاستثمار : نشرة فصلية ملاح إدارة الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية ، العدد الفصلي الثاني، أفريل ، ماي ، 2011، ص 06

حيث من الشكل يبين أن مكونات الاستثمار الأجنبي غير المباشر يشمل على: ¹⁰

أ- استثمارات الأجنبي في محفظة الأوراق المالية في الداخل:

وتعرض استثمارات محفظة الأوراق المالية كما رأينا سابقاً بأنها معاملات مالية تتم عبر الحدود الدولية وبنود استثمارات الأوراق المالية يغطي ولكنه لا يقتصر على الأوراق والأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المحلية المنظمة ولكنه يمتد أيضاً ليشمل الأوراق المالية غير المتداولة والصادرة عن الحكومات والكيانات المحلية وكذلك الأوراق المالية المتداولة في أسواق خارجية أخرى، وتتقسم العناصر الرئيسية لاستثمارات الحافظة القابلة للتداول والاتجار في الأسواق المنظمة وغيرها من الأسواق المالية إلى:

- استثمارات الأجنبي في أدوات حقوق الملكية:

وتشمل أدوات حقوق الملكية كافة الأدوات والصكوك التي تثبت حق مالكيها أو حاملها في جزء من القيمة المتبقية للمؤسسات المساهمة بعد خصم استحقاقات كل الدائنين، وتتضمن ما يلي:

استثمارات الأجنبي بالعملة الأجنبية في الأوراق المالية غير المدرجة وكذلك المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية بشرط أن نقل عن 10% من رأس مال المشروع أو قوته التصويتية.

أدوات حقوق الملكية التي تمثل حق ملكية سكن عقاري بأسلوب المشاركة بالوقت بشرط ان نقل 10% من الأجمالي أو من قوة التصويت في إدارة هذه العقارات.

استثمارات الأجنبي في وحدات صناديق الاستثمار المحلية بأنواعها سواء صناديق الملكية الخاصة أو رأس المال المغامر أو القحوط.

- استثمارات الأجنبي في سندات وأذون الدين:

تمثل سندات وأذون الدين أدوات تعطي حاملها، حقاً غير مشروط في الحصول على دخل نقدي ثابت أو دخل نقدي متغير يتحدد عن طريق التعاقد، وباستثناء السندات الدائمة تعطي أنواع السندات الأخرى لحاملها

أيضا حقا غير مشروط في مبلغ ثابت كسداد لأصل الدين في تاريخ أو تواريخ محددة، ويشمل ذلك الأسهم الممتازة التي لا تعطي لحاملها حق الحصول على جزء من القيمة المتبقية الموزعة للمؤسسة المساهمة عند تصنيفها، والسندات القابلة للتحويل إلى أدوات حقوق الملكية، والسندات ذات الاستحقاق الاختيارية التي محل آخر موعد لها بمرور عام على تاريخ إصدارها، وتتضمن هذه الفئة أيضا شهادات الإيداع قابلة للتداول ذات آجال السداد التي تزيد على عام واحد، وغير من السندات، وهذا البند يشمل ما يلي:

• استثمارات الأجنبيات بعملة أجنبية في سندات وأذون حكومية عربية متوسطة (شركات بنوك) في أسواق المال العالمية.

• استثمارات الأجنبيات في مختلف أدوات السوق النقدية الصادرة عن الحكومات لأجل قصيرة لمدة عام فأقل، وهي أدوات عادة ما تعطي لحاملها حقا غير مشروط في الحصول على مبلغ ثابت منصوص عليه، وفي تاريخ محدد، وعادة ما يجري من تداول هذه الأدوات في الأسواق المنظمة، بخصم يعتمد على سعر الفائدة، والوقت المتبقي من أجل الاستحقاق ومن أمثلتها أذون الخزانة قصيرة الأجل.

ب: استثمارات الأجنبيات في المشتقات المالية في الداخل:

فصلت أدوات المشتقات المالية عن بند استثمارات محفظة الأوراق المالية على صدور الطبعة السادسة لدليل منهجية إعداد وإحصائيات ميزان المدفوعات الصادرة عن صندوق النقد الدولي في جانفي 2010، وأفردته بندا مستقلا بذاته، فالمشتقات المالية تمثل أوراقا وصكوكا قابلة للتداول ضمن البورصات الدولية وتجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من الاستثمار يعتبر محدودا للغاية في المنطقة العربية نظرا لندرة التعامل عليه دوليا من قبل المستثمرين الأجنبيات في البورصات العربية، واقتضاه في معظم الدول العربية التي تسمح تشريعاتها بالتعامل في مثل هذه الأدوات، على التعاملات المحلية فقط.

ج: استثمارات السلطات النقدية الأجنبية في الأوراق المالية في الداخل:

وتشمل استثمارات السلطات النقدية الأجنبية مثل البنوك المركزية في العالم في العملات والأوراق المالية وخصوصا السندات وأذون الخزانة الحكومية على سبيل تكوين تلك السلطات الاحتياطات الرسمية من العملات الأجنبية. وهناك استثمارات أخرى تدخل الاستثمار الأجنبي غير المباشر أقل أهمية وهي:

- قروض أجنبية تجارية وتسهيلات ائتمانية قصيرة الأجل لوحدات محلية.
- قروض أجنبية لوحدات حكومية وخاصة محلية.
- ودائع مصرفية أجنبية في الداخل.

2- محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية:

نحن نعلم ان من اهم هذه المتغيرات المؤثرة في سوق الأوراق المالية العربية والعالمية بصفة عامة هي المتغيرات الكلية المتمثلة في سعر الصرف، سعر الفائدة، معدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، الاستقرار السياسي، ولكننا في هذا المحور سنركز فقط على المحددات الرئيسية للاستثمار المتعلقة بأسواق الأوراق المالية العربية والتي من شأنها التأثير على تدفقات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية في الاسواق العربية، وهي كما يلي:

أ تنظيم السوق، الإفصاح وتوافر المعلومات:

أ-1-تنظيم السوق: من خلال تتبع تطور البورصات العربية من 1994 إلى 2010، يتبين أن معظم أسواق الأوراق المالية العربية وضعت الإطار التشريعي والتنظيمي لعمل هذه الأسواق من خلال إقرار هيئات عامة للرقابة، سوق منظمة "بورصة"، نظام التداول ونظام التسوية والمقاصة والحفظ المركزي.

أ-1-1- الهيئات العامة المنظمة لعمل السوق: ومن أمثلتها الهيئة العامة لسوق المال في مصر وهيئة الأوراق المالية في الأردن.

وتتضمن سلطات هذه الهيئات في وضع التنظيمات الخاصة بعمل السوق، والإشراف على توفير المعلومات والبيانات الكافية عن السوق للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وبالتالي تلعب هذه الهيئات دوراً أساسياً في حماية المستثمر وزيادة ثقته في السوق.

أ-1-2- البورصة: وهي سوق التداول ويحكم قواعد القيد بالبورصات العربية مجموعة من المعايير تتعلق بحجم الشركة التي تصدر أوراقاً مالية، وربحياتها، وعدد المكتسبين فيها، ومدى التزامها بقواعد الإفصاح وأحكامه، إلى غير ذلك.

والجدير بالذكر أن العديد من الدول العربية قد نجحت في الفصل بين إدارة البورصة (الدور التنفيذي) والإشراف عليها الدور الرقابي، وأهم البورصات التي قامت بهذا الإجراء هي مصر، المغرب، تونس، الأردن، الإمارات، السعودية.¹¹

أ-1-3-نظام التداول: أصبحت معظم البورصات العربية تستخدم نظام التداول الآلي لتنفيذ عمليات البورصة، وهذا لمواكبة التطورات الحديثة التي تشهدها الأسواق العالمية ففي ظل هذا النظام يتم تحديد سعر الورقة المالية اعتماداً على قوى العرض والطلب، فأدى هذا النظام إلى سرعة تنفيذ الأوامر وزيادة حجم التداول اليومي.

أ-1-4-نظام التسوية والمقاصة والحفظ المركزي: وتم تأسيس هذه الأنظمة في العديد من الأسواق العربية مثل شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي، ومركز إيداع الأوراق المالية في الأردن، إلى غير ذلك، وذلك بهدف الحيابة المركزية للأوراق المالية المتداولة في البورصة وتحولها من صورتها المادية إلى قيود دفترية لتسهيل وتبسيط والإسراع من تداولها فيما بين مختلف المساهمين بالإضافة إلى إجراء عمليات المقاصة وتنفيذ التسويات المالية للأوراق المالية التي يجري تداولها في البورصة.¹²

أ-2-الإفصاح وتوافر المعلومات: أعطت القوانين المنظمة لعمل أسواق الأوراق المالية العربية أهمية كبرى للإفصاح عن المعلومات، باعتباره عامل مهم في تحقيق الشفافية في السوق، وذلك على النحو التالي:

- ضرورة قيام الشركات التي تطرح أوراقاً مالية للاكتتاب العام بإصدار نشرة إصدار تتضمن كافة المعلومات المتعلقة بتنظيم الشركة ووضعها المالي كما هو الحال في مصر والأردن وتونس مثلاً.
- إلزام الشركات المقيدة بالبورصة بتوفير المعلومات وإعداد القوائم المالية طبقاً لمعايير المحاسبة التي بدأ تطبيقها في بعض الأسواق العربية والتي تتوافق مع معايير المحاسبة الدولية " كما هو الحال في مصر".

• قيام البورصات العربية بإعداد " نشرات أسعار " يومية و أسبوعية و شهرية تقوم من خلالها بنشر المعلومات عن حركة التداول و عن تغيرات أسعار الأسهم.

• قيام بعض الأسواق العربية بتزويد شبكة رويتر للمعلومات بالبيانات الخاصة بالتداول و تغيرات الأسعار بشكل فوري لحظة حدوثها في قاعة التداول كما هو الحال في البحرين و الكويت.¹³

ب- الأوراق المالية المتداولة و الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في البورصات العربية:

و قد تطور هذين العاملين في البورصات العربية بشكل كبير و يمكن تبيانها كمايلي :

ب-1- الأوراق المالية المتداولة في البورصات العربية :

تتمثل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العربية بصفة رئيسية في الأسهم بالإضافة إلى السندات الحكومية ،والتي تشكل سندات التنمية و أذون الخزانة فضلا عن بعض الإصدارات من الشركات و شهادات الإيداع الصادرة من البنوك و السلطات النقدية ،وتشكل الأسهم نسبة كبيرة من إجمالي حجم التداول في حين أن تداول السندات لا يزال محدودا.

وهذا وقد تم إدخال أدوات مالية جديدة في بعض البورصات مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، و المتداولة في بورصة الدار البيضاء، بورصة القاهرة و الإسكندرية، و في بورصة تونس ثم استحداث الأسهم ذات الأولوية في الربح من دون حق الاقتراع، و لا ننسى أيضا سندات المساهمة.¹⁴ كما تم استحداث نشاط التوريق العقاري في مصر مما أدى إلى بروز أدوات مالية جديدة أطلق عليها اسم "سندات التوريق"¹⁵.

ب-2- الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية "قطاع الوسطاء الماليين":

تتمثل أهم أنشطة الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية في الأسواق العربية في تنفيذ عمليات بيع و شراء الأسهم لصالح عملائها و يقوم بهذا الدور شركات السمسة و شركات مساهمة عامة كما في البحرين و تونس و مصر، كما تتم هذه العمليات من خلال دوائر متخصصة لدى المصارف كما هو الحال في الإمارات و السعودية أو من قبل شركات الوساطة المستقلة و التابعة بملكيتها للمصارف كما في الأردن و المغرب.

ج- الحوافز الضريبية و مساهمة الأجانب في أسواق التداول العربية:

ج-1- الحوافز الضريبية: من اجل تشجيع الاكتتاب في الأوراق المالية و تنشيط التعامل في البورصة قامت العديد من الدول العربية بمنح حوافز ضريبية للتعامل في الأوراق المالية، و قد تمثلت أهم هذه الحوافز في إعفاء الأرباح الرأسمالية الناجمة عن بيع و شراء الأوراق المالية من أية ضرائب (كما هو الحال مثلا في مصر و عمان و البحرين و الكويت و تونس).

ج-2- مساهمة الأجانب في أسواق التداول العربية: أتاحت العديد من البورصات العربية للمستثمر الأجنبي الاستثمار بسهولة في الأوراق المالية العربية و بدون أية قيود على حركة الأموال و العملة الأجنبية و تحويلها، بالإضافة إلى ذلك سمحت قواعد القيد في بعض البورصات العربية بقيد الأوراق المالية الأجنبية و التعامل فيها و السماح كذلك للوسطاء الأجانب بالعمل في السوق، و قد أدى هذا إلى تشجيع المستثمرين الأجانب، و صناديق الاستثمار الأجنبية بالشراء و البيع في الأسهم المتداولة في الأسواق العربية.¹⁶

د- بعض المعايير المستخدمة لقياس درجة نمو سوق الأوراق المالية العربية ونضجها ومعوقات الاستثمار فيها:

د-1- بعض المعايير المستخدمة لقياس درجة نمو سوق الأوراق المالية العربية ونضجها:

كما هو معلوم فهناك معايير محددة لتقدير درجة تقدم السوق ونضجها ونذكر منها حجم السوق، ودرجة السيولة، ودرجة التركيز. فبالنسبة لحجم السوق يقاس بمؤشرات هما معدل رسملة السوق وأيضاً عدد الشركات المدرجة أما درجة السيولة فتقاس بمعدل دوران الأسهم، وفي الأخير درجة التركيز والتي يقصد بها تركيز التداول في عدد محدود من الشركات أو موزعا على عدد كبير منها. بتطبيقنا هذه المؤشرات على البورصات العربية وجدنا ما يلي:

بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية 1441 شركة نهاية عام 2010، وقد كان العدد سنة 2002 ، 1826 شركة وهو أكبر عدد شركات منذ إنشاء صندوق العربي، وتقع عمان في مقدمة الدول العربية بـ 277 شركة تليها الكويت بـ 214 شركة وتليها مصر بـ 214 شركة، وتمثل الجزائر آخر بورصة بـ 02 شركات مدرجة، والمقارنة مع أسواق الناشئة الأخرى نجد هذا العدد مثلاً في البرازيل 459، و5937 إلى غير ذلك، وهو ما يعني أن الفرصة التي تعطيها الشركة للمستثمر للاستثمار في الأسواق العربية ليست كبيرة، وذلك بالمقارنة مع الأسواق الناشئة الأخرى.

أما بالنسبة للقيمة السوقية تعتبر الأسواق العربية صغيرة بالمعيار الدولي حيث تشكل القيمة السوقية الاجمالي 65 % من مثلتها في البرازيل وحوالي 72 % من مثلتها في جنوب إفريقيا، أما داخل الأسواق العربية فإن سوق الأسهم السعودي تعتبر أكبر سوقاً حجماً لتصل إلى 35.9 % من إجمالي القيمة السوقية العربية.

أما بالنسبة لمعدل رسملة السوق في الأسواق العربية: باستثناء الأردن الذي وصل إلى 113.91 %، تليها كل من السعودية، البحرين والإمارات والكويت والدار البيضاء والبحرين وفلسطين (أقل من 100 % و أكثر من 50 %) أما باقي الدول فهي أقل من 50 % وأخرها الجزائر بـ 0.07 % ، وهذا يعتبر ضعيفاً نسبياً إذا إنا قورنت بالأسواق الناشئة الأخرى حيث وصل مثلاً في هونغ كونغ إلى 1200 % من الناتج المحلي الإجمالي.

وبالنسبة لمعدل دوران فإن الأسواق العربية : يتسم بانخفاض هذا المعدل وهو ما يعني انخفاض السيولة، وان القدرة على بيع الأوراق المالية وشرائها لا يتم بسهولة خاصة أثناء الأزمة 2008 وبعدها، حيث في سنة 2010 كانت كل معدلات دوران البورصات العربية لا تتجاوز 20 % وهو معدل ضعيف جداً بالمقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى والتي وصلت إلى 168 % في كوريا الجنوبية و 164 % في الصين في نفس العام ويرجع سبب هذا الانخفاض إلى صغر عدد البائعين والمشتريين في السوق، وأيضاً إلى محدودية الأوراق المالية المتداولة نتيجة وجود عدد كبير من الشركات المغلقة التي لا يتم تداول أسهمها.

بالنسبة لدرجة التركيز: فهي تعتبر مرتفعة في معظم الأسواق العربية حيث بلغت نسبة مساهمة أكبر شركات مقيدة من إجمالي رأس المال السوقي في المغرب 90 % و 88 % في السوق التونسية في السوق، و

78% في السوق الكويتية، و 92.4% في سوق الدوحة، والأردن 50.7% عام 2010. وتدل هذه النسب المرفقة إلى تحكم وسيطرة بعض الأسهم على السوق، وهذا يعني انخفاض فرصة المستثمر لتتبع استثماراته

د-2- معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية:

على الرغم بما قامت به الدول العربية في تنظيم بورصاتها وتطويرها إلا أنه مازال هناك العديد من المعوقات التي تواجه المستثمرين في بورصات الأوراق المالية العربية والتي تحد من كفاءتها ومن أهم هذه المعوقات ما يلي:

د-2-1- عدم تنوع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق العربية وقلة المعروض منها:

حيث تسيطر الأسهم لاسيما العادية منها على أغلب التعاملات في الأسواق العربية، وينقص تلك الأسواق مجموعة من وسائل التمويل الحديثة مثل الأسهم الممتازة، والأسهم العادية المضمونة التي تتيح لحاملها المطالبة بتعويض إذا انخفضت قيمتها السوقية عن حد معين خلال فترة محددة، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم..... الخ، ويرجع قلة هذه الأوراق المالية إلى:

- ارتفاع الوزن النسبي لعدد الشركات المغلقة مقارنة بالوزن النسبي لعدد شركات الاكتتاب العام.
- تملك الدولة القطاع العام لعدد كبير من أسهم شركات المساهمة المقيدة في البورصات العربية وعدم طرحها للاكتتاب العام مما يحرم السوق منها،

- ارتفاع تكلفة إصدار وتداول الأوراق المالية في البورصات العربية.

د-2-2- ضيق سوق السندات: ويتمثل ذلك في انخفاض الوزن النسبي للسندات المصدرة بالنسبة لإجمالي الإصدارات، كما تحتل السندات الحكومية الجانب الأكبر من جملة إصدارات السندات، مما يحرم الأفراد من التعامل في هذه النوعية من السندات ذات معدل العائد المرتفع والمخاطر المنخفضة، ويرجع ضيق سوق السندات إلى عدة عوامل منها:

- اعتقاد بعض المتعاملين في السوق بأنها نوع من الربا لأنها تدر عائد ثابتاً ومحدداً مسبقاً.¹⁷
- مع تفضيل بعض الأفراد إيداع أموالهم في البنوك والحصول على فائدة تعادل فائدة السندات ولكن تميز عنها بانخفاض عنصر المخاطرة.

د-2-3- عدم التزام الشركات بمعايير الإفصاح: إن عدم قيام الشركات المتداول أوراقها في البورصة بتقديم قوائمها المالية في المواعيد المحددة أو عدم التزامها بتقديم التقارير الدورية، وكذلك تقديمها لقوائم غير معيرة في بعض الأحيان عن الوضع المالي الحقيقي للشركة، وعدم قيامها بالنشر السنوي للمعلومات الجوهرية المتعلقة بالظروف الاقتصادية للشركة، والتي قد تؤثر على مركزها المالي وعلى قيمة الأسهم المتداولة، كلها أمور تعكس قصوراً في كمية ونوعية البيانات والمعلومات المقدمة عن الأوراق المالية المتداولة، وتؤثر سلباً على مصداقية البيانات المنشورة، فالمستثمر قد لا يتمكن من اتخاذ قرار استثماري سليم في الوقت المناسب ويحجم بالتالي عن الاستثمار في البورصة.

د-2-4- انخفاض الطلب على الأوراق المالية: ويرجع انخفاض طلب المستثمرين على الأوراق المالية إلى عدة عوامل منها:

عدم توفر الوعي الاستثماري وذلك بسبب وعدم وجود وسائل إعلام متخصصة تقوم بتوضيح المفاهيم الصحيحة للاستثمار في البورصة.

تفضيل الاستثمار في المجالات قصيرة الاجل وضعف الثقة في التعامل في سوق الأوراق المالية .
تضارب القوانين والقرارات ذات الصلة بسوق الأوراق المالية من حيث كثرة القوانين وسرعة تغييرها.
و- **عدم كفاية الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية:** فالسوق العربية ينقصها مجموعة من الشركات المتخصصة واللازمة لعمل السوق، ومن أمثلة هذه الشركات: الشركات صانعة السوق، والتي تعمل على ضبط آليات التعامل في البورصة عند اختلال التوازن بين العرض والطلب، وشركات الاستشارات الاستثمارية التي تقوم بتقديم النصح الاستثماري للعملاء وتقديم النصح للسماسة أيضا فيما يتعلق بشراء الأوراق المالية وبيعها، وأيضا شركات توريق الديون والتي تقوم بشراء الديون من مانحها ثم إعادة إصدارها في صورة صكوك تطرح للتداول في البورصة.¹⁸

ثالثا: تعاملات الأجانب في البورصات العربية

شهدت الأسواق الأوراق المالية العربية بعد الإصلاحات التشريعية والتنظيمية انفتاحا أمام حركة الاستثمار الأجنبي، وقد بدأ هذا الانفتاح أكثر وضوحا بتوقيع بعض الدول العربية على الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات في سنة 1997، وإن كان بدرجات متفاوتة تتراوح بين الانفتاح المطلق بدون قيود كما في مصر ولبنان وتونس والمغرب وبين الانفتاح المقيد بشروط وينسب معينة لاستثمارات الأجانب كما هو الحال في البورصات الخليجية وبعض الأسواق العربية الأخرى:

1- **سوق مسقط للأوراق المالية:** فتحت سلطنة عمان باب الاستثمار الأجنبي بهدف تعزيز السيولة وفقا للهيئة العامة لسوق المال، وتعتبر البورصة العمانية إحدى الجهات التي تستقطب الاستثمارات الأجنبية ويسمح للأجانب بالاستثمار في أي شركة في البورصة، حسبما تنص عليه القوانين وذلك بنسبة 49 % ويجوز لوزير التجارة أن يرفع نسبة تملك الأجانب إلى 65 % في حالة ما إذا كانت هناك مصلحة للاقتصاد الوطني، وقد تصل إلى 100 % وهذا من حق مجلس الوزراء، وذلك في بعض المشاريع التي تسهم في تنمية الاقتصاد الوطني بشرط أن لا يقل رأس المال عن 500 ألف ريال عماني¹⁹، وقد وضعت البورصة العمانية عدة حوافز للاستثمار فيها نذكر منها:²⁰

- لا توجد ضرائب على العوائد الرأسمالية أو الأرباح
- لا توجد قيود على تحويل رأس المال أو الأرباح
- لا توجد قيود على عمليات الصرف
- قابلية الريال العماني للصرف مع ربطه بسعر صرف ثابت مع الدولار الأمريكي
- يمكن للمستثمرين الأجانب الاستثمار في أسهم الشركات أو صناديق الاستثمار المدرجة في السوق دون أي إذن مسبق

وكل هذه الإجراءات أدت إلى زيادة مساهمة الأجانب في بورصة مسقط حيث ازدادت من 22.6 % سنة 2009 إلى 47.56 % سنة 2011.

الوحدة: الريال العماني

جدول رقم(01): بورصة مسقط (عما)

سنوات	نوع العملية		صافي الاستثمار	نسبة تداول الأجنبي	نسب مساهمة الأجنبي في القيمة السوقية
	بيع	شراء			
2009	614715744	552229639	(62486105)	% 25.53	%22.6
2010	326804071	307051821	(19752250)	% 24.05	%45.7
2011	286573146	220946215	(65626931)	% 25.59	%47.56

المصدر: النشرات الاحصائية لسنوات 2009-2010-2011 لبورصة مسقط

حيث من الجدول نلاحظ أن صافي الاستثمار في السنوات الأخيرة 2009 - 2010 و 2011 كان سالباً أي أن المبيعات الأجنبي أكبر من مشترياتهم في البورصة.

2- سوق الأسهم السعودي: قبل سنة 2008 لم يكن بإمكان المستثمرين الأجنبي الاستثمار في هذا السوق العملاق ، ولكن بعد هذا التاريخ سمح للمستثمرين الأجنبي بشراء الأسهم المدرجة في البورصة ولكن عبر وسيط سعودي يمثل المالك القانوني للأسهم، أي استثمار غير مباشر عن طريق صناديق استثمارية محلية (سعودية)، وبالتالي يحرم المستثمر الأجنبي سواء فرد أو مؤسسة من حق التصويت في الجمعية العمومية للشركات مصدرة الأسهم، وبموجب هذا الإجراء يحق للمستثمر الأجنبي أن يجني العوائد المتولدة عن الأسهم المشتراة ويتحمل جميع المخاطر الناجمة عن هذا التملك²¹، أما فيما يخص الاستثمار المباشر في سوق الأسهم السعودي ،فلحد الآن لا يتم السماح للأجنبي بالتداول مباشرة في السوق، وهناك دراسة لمحاولة فتح هذا السوق مباشرة للأجنبي في الأعوام المقبلة²²

وبسبب هذه العراقيل كانت نسب تعاملات الأجنبي في السوق السعودي ضئيلة جداً بالمقارنة ببيع

المستثمرين المحليين حيث لم تتجاوز 6 % كما يبينه الجدول التالي:

الوحدة: الريال السعودي

جدول رقم(02): تعاملات الاجانب في السوق الاسهم السعودي

سنوات	نوع العملية		صافي	نسبة تعاملات الاجانب
	بيع	شراء		
2008	97598337124	77618852750	19979484374	% 5.25
2009	51441943604	52606243846	1164300243	% 4.11
2010	40334205633	43645726020	3311520386	% 5.52
2011	51258389228	48583928123	2674461105	% 4.54

المصدر: النشرات الشهرية لتعاملات المستثمرين حسب الجنسية في السوق السعودي لسنوات 2008 إلى 2011

ونلاحظ من الجدول أن السوق السعودي وفيما يخص تعاملات الأجنبي عرف صافي استثمار سالب سنة 2008 أي تدفق للخارج بقيمة حوالي (حوالي 19 مليار ريال) ، وكانت نسبة تداول بالنسبة للتداول الإجمالي 5.25 %، وتغيرت الأحوال سنتي 2009 و 2010 حيث أصبح التدفق للدخل أي صافي استثمار موجب حيث سنة 2010 وصل صافي الاستثمار الموجب إلى 3.3 مليار ريال سعودي ، وكانت نسبة تداول الأجنبي

ارتفعت بالمقارنة مع 2009 حيث بلغت 5.52 % وفي 2011 أصبح التدفق مرة أخرى للخارج وبلغ صافي الاستثمار بالسالب 2.6 مليار ريال ، وبلغت نسبة التداول الأجنبي 4.54 % .

3-بورصة تونس: يسمح للمستثمر الأجنبي اقتناء الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة وغيرها التي تنشط في القطاعات التنافسية إلى مستوى يصل إلى 49.99 % بدون ترخيص مسبق، ويمكن تجاوز هذه النسبة بعد الحصول على موافق الهيئة العليا للاستثمار، وفي إطار تشجيع الاستثمار الأجنبي في البورصة التونسية، يسمح للمستثمرين الأجانب تحويل الاستثمار الأصلي والأرباح بكل حرية مع إعفاء المداخل المتأتية من هذا الاستثمار من الضرائب²³.

وبسبب هذه الإجراءات ارتفعت مساهمات الأجانب في القيمة السوقية للبورصة حتى أنها وصلت سنة 2005 إلى 28.2 % وبقيت مستقرة في سنوات 2006 و 2007 ، ثم عرفت انخفاضات كبيرة بدأت من سنة 2008 إلى 2010 حيث وصلت 20.2 % وهذا بالطبع بسبب خروج الاستثمار الأجنبي من هذه البورصة وهذا ما يبينه صافي الاستثمار

الجدول رقم (03) : يبين تعاملات المستثمرين الاجانب في البورصة التونسية " الوحدة: مليون دينار

سنوات	نوع العملية		صافي الاستثمار	نسبة التداول	نسبة تملك الأجانب من رسملة السوق
	بيع	شراء			
2005	94.5	146.5	51.6	19.39 %	28.20 %
2006	99.5	143	43.5	17.14 %	27.62 %
2007	69.9	84.1	14.2	9.21 %	28 %
2008	658.1	610	(48.1)	33.10 %	24.74 %
2009	257	137	(120)		21.9 %
2010	326	185	(142)		20.2 %

المصدر: تقارير السنوية لبورصة تونس لسنوات الدراسة.

فنلاحظ من الجدول أعلاه تحقق تدفق إلى الداخل أي صافي استثمار موجب في سنوات 2005 و 2006 و 2007 حيث بلغ على التوالي (51.6، 43.5، 14.2) مليون دينار وكانت نسبة تداول الأجانب على التوالي تقدر بـ (19.39، 17.14، 9.21 %) ،ولكن في سنوات 2008 و 2009 و 2010 عرفت البورصة التونسية تدفقات للخارج أكبر وهو ما يبينه صافي الاستثمار السالب بمقدار (48.1، 120 و 142) مليون دينار على التوالي وهذا بالطبع بسبب تداعيات أزمة 2008 على الاقتصاد التونسي.

4-بورصة الكويت: يسمح للمستثمرين غير الكويتيين بتملك وتداول أسهم الشركات المساهمة المدرجة في السوق الكويت للأوراق المالية، حيث مثلاً يشترط إذا رغب المستثمر في تملك أكثر من 5 % من رأس مال البنك الواحد أخذ موافقة البنك المركزي ،ولا يجوز أن تزيد نسبة ما يملكه المستثمرون غير الكويتيين في البنك الواحد عن 49 % من رأس ماله إلا بعد الحصول على موافقة مسبقة من مجلس الوزراء.²⁴

وسمح هذا القانون بإعطاء إعفاءات ضريبية لعشر سنوات، وتسمح للشركات الأجنبية بالمشاركة في مشاريع القطاعات الأساسية في الاقتصاد، كما تمنح إعفاءات جمركية لبعض الصناعات بالإضافة إلى توفير جوانب الحماية والضمانات للمستثمرين، وفي هذا الإطار أقرت السلطات الكويتية خفض السقف الأعلى

للضريبة على ارباح الشركات الأجنبية العاملة في الكويت من 55 % إلى 25 % على أن يتم منح هذه الشركات حوافز ضريبية إضافية عند توظيف عمالة كويتية.²⁵

ولا يميز هذا القانون الجديد بين المستثمر العربي والمستثمر الأجنبي في المعاملة، من حيث الامتيازات والإعفاءات الممنوحة لأي منهما، إلا أن رعايا دول مجلس التعاون الخليجي، يتمتعون بنفس الحقوق والامتيازات التي يتمتع بها المواطن الكويتي.²⁶

ورغم هذا الامتيازات إلا أنه لم يتم التغلب على جميع العراقيل التي أمام المستثمر الأجنبي وهذا ما توضحه، خاصة بنسبة معاملات في الأجانب في البورصة الكويت التي تبقى ضعيفة، وهذا باحتساب تعاملات دول المجلس الخليجي مع معاملات الأجانب، حيث بلغت نسبة معاملات الأجانب في المتوسط لم تتعدى 8 % في سنوات من 2008 إلى 2011 حيث تتحقق صافي استثمار سالب (أو استثمار إلى الخارج)، بسبب أن مبيعات الأجانب ضاقت مشترياتهم في السنوات الأربع الأخيرة كما يبينه الجدول التالي:

جدول رقم (04): تعاملات الاجانب في البورصة الكويتية
الوحدة: الدينار

سنوات	نوع العملية		صافي الاستثمار	نسبة تعاملات الاجانب
	بيع	شراء		
2008	2999656800.51	270177760.40	2978860040.11	08.05 %
2009	16139112841.13	1612161916.75	1750924.39	7.38 %
2010	1067739287.99	1051846451.60	15892836.39	8.38 %
2011	598205240.13	489582829.76	108622410.37	09.05 %

المصدر : موقع بورصة الكويت في الانترنت: <http://www.kse.com.kw/A/>

5-بورصة البحرين:تعامل قانون رقم 10 لعام 1999 للاستثمار الأجنبي سواء من حيث التملك أو التداول كتعامله مع الاستثمار المحلي من دون تميز في الحقوق والالتزامات، باستثناء تحديده لنسبة أولية تصل إلى 49 % من رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة بالنسبة إلى تملك وتداول أسهم هذه الشركات من قبل المستثمرين الأجانب غير الخليجين، الذي سمح لهم هذا القانون بتملك وتداول نسبة تصل إلى 100 % من أسهم الشركات المذكورة، وقد أعطي هذا القانون الصلاحية لوزير التجارة في رفع حجم الاستثمار الأجنبي غير الخليجي إلى مستوى يتجاوز سنة 49 % أين رأى في ذلك مصلحة الاقتصاد الوطني.²⁷

وبموجب هذه الامتيازات لأجانب خاصة دول مجلس التعاون الخليجي ارتفعت نسبة مساهمة الأجانب في السوق البحريني من سنة إلى أخرى، حيث وصلت سنة 2007 إلى أعلى مستوى بنسبة 62.3 % من القيمة السوقية الكلية ولم تتخفف عن 45 % كما هو مبين في الجدول ادناه.

الجدول رقم (05): تعاملات الاجانب في بورصة البحرين الوحدة: الدينار البحريني

سنوات	نوع العملية		صافي الاستثمار	نسبة تعاملات الاجانب	نسبة تملك الاجانب في القيمة السوقية
	بيع	شراء			
2003	38940097	32383208	6556889.00	34.87 %	
2004	59753482	54418349	5335133.00	32.7 %	59.4
2005	118772251	161053615	42281364.00	52.18 %	59.4
2006	397612861	205570633	192042228.00	57.67 %	
2007	180590419	206369141	25778722	47.99 %	62.3
2008	482026069	268901511	213124558	47.68 %	46.7
2009	78181938	77591691	590247	43.66 %	48.36
2010	40599117	261047856	14494361	30.76 %	45.7
2011	45603938	46600651	996713	43.92 %	47.56

المصدر: نشرة التداول السنوية لأعداد مختلفة البورصة البحرين

أما فيما يخص صافي معاملات المستثمرين الأجانب (غير البحرينيين) في بورصة البحرين، فمن خلال الجدول نفسه، كانت متقلبة ففي سنوات 2003-2004 و 2006 و 2009 و 2010 كانت صافي الاستثمار سالب أي عمليات البيع كانت من عمليات الشراء من قبل الأجانب أما في السنوات المتبقية فكان صافي الاستثمار موجب أي تدفق للداخل .

06-بورصة المغرب: فيما يخص الاستثمار الأجنبي في بورصة الدار البيضاء ليس هناك أي شرط للاستثمار في رأس مال الشركات المدرجة، حيث يمكن للمستثمر الأجنبي أن تفتح حسابا بنكيا بعملة أجنبية وأن يتصرف كما يشاء من أجل عملياته في المغرب، كما أن هناك حرية تامة في ما يخص تحويل رؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة في المغرب نحو الخارج، ونفس الشيء فيما يخص الأرباح وفائض القيمة²⁸، وهناك امتيازات تمنح للمستثمرين الأجانب خاصة المؤسسات حيث تعفى من الضريبة على فائض القيمة، أما بالنسبة لشركات الوساطة الأجنبية، وقيامها بعمليات التداول في البورصة، فإن القانون لا يسمح لها بذلك إلا إذا قامت بافتتاح فرع لها بالمغرب.²⁹

من جهة أخرى ومن الجدول أدناه سجل صافي استثمار غير المغربيين (الأجانب) تدفقا سالباً سنوات 2005 و 2006 و 2007 و 2009 وسجل تدفقا إيجابيا سنتي 2008 و 2010، أما عن نسبة تداول الأجانب بالنسبة للتداول الإجمالي فبلغت أعلى مستوى لها سنة 2006 وبلغت 17 % وادنى حد لها سنة 2007 حيث وصلت إلى 5.92 % فيلاحظ في بورصة الدار البيضاء ورغم الامتيازات الممنوحة للأجانب إلا أن مساهمتهم في البورصة ليس مؤثرا بشكل كبير.

الجدول رقم (06): تعاملات الاجانب في بورصة الدار البيضاء الوحدة: الدرهم

سنوات	نوع العملية		صافي	نسبة تداول الاجانب
	بيع	شراء		
2005	11381.30	4868.30	(6513.00)	16.38 %
2006	14039.60	9614.90	(4424.70)	17 %
2007	13731.30	12031.10	(1700.20)	5.92 %
2008	18178.50	21170.90	2992.40	14.23 %
2009	10745.40	1537.20	(208.90)	12 %
2010*	6713.59	7210.89	497.3	11.17 %

المصدر: تقارير هيئة سوق المال المغربية اعداد متفرقة.

*-إدراج فقط لتداولات الأجنبي في السوق المركزية (فيبورصة المغرب تنقسم إلى سوق مركزية وسوق الكتل (الصفقات الكبيرة والإستراتيجية)).

07-بورصة الدوحة: وقد سمح منذ سنة 2004 ولتحقيق مزيد من الانفتاح في الاقتصاد القطري، حيث وافق مجلس الوزراء على اللائحة التنفيذية لصناديق الاستثمار التي يستطيع غير القطريين من خلالها الاستثمار بصورة غير مباشرة في جميع أسهم الشركات المساهمة المدرجة في السوق³⁰.

وفي 3 أبريل عام 2005 تم السماح للمستثمرين غير القطريين بالاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة لا تتجاوز 25 % من الأسهم المطروحة للتداول، وذلك لتوسيع قاعدة الاستثمار في السوق³¹. وعلى صعيد تعاملات الأجنبي غير القطريين في بورصة الدوحة، فقد سجلت من الجدول أدناه، عامي 2008 تدفق سلبي وعامي 2009 و2010 تدفق ايجابي لصافي الاستثمار أي الشركات الأجنبي أكبر من مبيعاتهم، ولكن من الملاحظ هو أن هناك استقرار في معاملات الأجنبي حيث نلاحظ أن نسب الشراء والبيع تقريبا تكون متقاربة.

الجدول رقم (07): نسب تداولات الأجنبي

سنوات	نوع العملية		صافي التدفق
	بيع	شراء	
2008	30.72 %	29.79 %	0.93 %
2009	33.99 %	35.99 %	2 %
2010	36.33 %	39.60 %	3.27 %
2011	36.51 %	33.49 %	3.02 %

المصدر : التقارير السنوية لبورصة الدوحة أعداد متفرقة.

8-بورصة الإمارات: فيما يتعلق بالسماح لأجنبي بتملك وتداول الأوراق المالية في بورصتي دبي وأبو ظبي، ليس هناك شروط للدخول للسوق المالية، ولكن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع تركت الأمر اختياريًا بالنسبة لرؤساء مجالس إدارات الشركات المساهمة وفقا لما يرونه مناسبًا لأداء ونشاط شركاتهم، أي

أن تعاملات الأجنبي وجذب الاستثمار الأجنبي لبورصة الإمارات مرهون موافقة رؤساء مجالس الإدارات للشركات المساهمة على ذلك.³²

وبالنسبة لتطور تعاملات المستثمرين الأجنبي غير الإماراتيين في بورصتي أبو ظبي ودبي، فمن خلال الجدول أدناه، كانت نسب تعاملات الأجنبي متقلبة بمرور السنوات حيث وصلت إلى أعلى مستوى سنة 2007، وكانت هذه السنة وصلت في كلا السوقين إلى 53.98 %، ثم أخذت في الانخفاض إلى أن وصلت إلى 32.18 % وهي أقل نسبة سنة 2008، وهذا بالطبع بسبب الأزمة المالية العالمية وأيضاً بسبب أزمة ديون دبي التي جاءت بعدها وهذا ما يفسر، أن في عام 2007 كان هناك صافي استثمار ايجابي أي المشتريات أكبر من المبيعات للمستثمرين الأجنبي ثم سجل سوق الإمارات ككل سنة 2008 تدفق سالب بسبب خروج المستثمرين الأجنبي وقيامهم بعمليات بيع كبيرة، وفي سنة 2009 عاود الاستقرار للسوق من خلال ارتفاع عمليات الشراء أكبر من البيع، ولكن ما لبث سنة 2010 ليعاود التدفق السلبي لصافي الاستثمار.

الجدول رقم (08): تعاملات الأجنبي في سوق الأوراق المالية للإمارات العربية المتحدة

نسبة تداول إجمالي الأجنبي	صافي الاستثمار	نوع العملية		السنة
		إجمالي قيمة البيع	إجمالي قيمة الشراء	
60.15 %	11843977695	119922285216	108078307521	دبي
				أبو ظبي
				المجموع
40.64 %	9963327480	40615823805	306524996325	دبي
				أبو ظبي
				المجموع
53.98 %	21.807.305175	16538109021	138370803846	دبي
				أبو ظبي
				المجموع
36.93 %	(6025650543.27)	109685151616.12	11571082159.89	دبي
				أبو ظبي
				المجموع
25.94 %	(54519620689.17)	57448571017.27	62900491706.44	دبي
				أبو ظبي
				المجموع
32.18 %	(11477571232.44)	167133722633.89	1788611293866.33	دبي
				أبو ظبي
				المجموع
41.22 %	1405840000	69907950000	68502110000	دبي
				أبو ظبي
				المجموع
35.51 %	1230839381	25718029827	24487190445	دبي
				أبو ظبي
				المجموع
38.37 %	2636679381	95625979827	92989300445	دبي
				أبو ظبي
				المجموع
44.92 %	180313609	30817732282	30637418673	دبي
				أبو ظبي
				المجموع
37.06 %	(235097707)	123616688589	12596786295	دبي
				أبو ظبي
				المجموع
40.99 %	(54784098)	43179420871	43234204968	دبي
				أبو ظبي
				المجموع

المصدر: التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات إعداد مختلفة

9-بورصة دمشق: تواجه هذه السوق من صدور القرار المتعلق باستثمار الأجنبي تحديات عديدة في جذب التدفقات الأجنبية إليها بسبب ضريبة الربح الرأسمالي المفروضة على خروج رأس المال والتي تصل إلى 50 % من الأرباح في حال رغب المستثمر في تحويلها للخارج قبل مضي 06 شهور، فضلاً عن محدودية الفرض الاستثمارية وقلة حجم الأسهم المطروحة للتداول وعدم تنوعها خصوصاً أن 90 % من شركات السوق هي مصارف وشركات تأمين.³³

10- البورصة المصرية: اتاح قانون رقم 95 لسنة 1992 للمستثمر الاجنبي الاستثمار في البورصة المصرية، دون قيود فلا توجد سقف لملكية الاجانب لاسهم الشركات او أية قيود على عضويتهم في مجالس

إدارة الشركات، وتم إعفاء كافة الإرباح الرأسمالية والفوائد من أية ضرائب، نتيجة لذلك بدأ التداول الفعلي للاجانب في البورصة منذ عام 1996.³⁴

كما وقعت مصر عام 1997 على اتفاقية تحرير الخدمات المالية، وهي ملتزمة طبق لها بازالة كل القيود امام مشاركة الاجانب في سوق المال، سواء في عمليات الاكتتاب او شركات السمسرة و التجارة في الاوراق المالية او المقاصة او التسوية، والتسويق وتنشيط السوق او إدارة محافظ الأوراق المالية، او إنشاء صناديق الاستثمار الجماعية ورأس مال المخاطر.³⁵

والجدول رقم(09): يبين نصيب الأجانب من التداولات في البورصة المصرية. الوحدة :مليار جنيه

سنوات	نوع العملية		صافي	نسبة تداول الأجانب
	بيع	شراء		
2005	20.84	27.35	6.5	30.3 %
2006	40.45	45.65	5.2	30.2 %
2007	52.26	60.26	08	31.7 %
2008	80.5	78.42	(02.08)	30 %
2009	42.08	43.08	01	19 %
2010	31.63	39.02	7.40	22.6 %
2011	23.51	19.41	(4.1)	29 %

المصدر: اعداد متفرقة للتقارير السنوية للبورصة المصرية

ونلاحظ من الجدول تحقق تدفق الى الخارج فقط سنتي 2008 و2011 أي صافي الاستثمار كان سالبا وهذا في تقديري بسبب الازمة المالية 2008 و الاحداث السياسية الاخيرة في مصر.

وتجدر الإشارة إلى أن مصر بدأت أول إصدار دولي لها في شكل شهادات ايداع دولية عام 1996 مسجل في بورصة لندن، ليتطور في عامنا هذا 13 اصدارا في كل من بورصة لندن ونيويورك.

11- الاردن: في اطار تشجيع الاستثمار الاجنبي صدر نظام رقم 54 لسنة 2000 ليلغي النظام السابق لسنة 1997 ، والذي الغى الحد الاقصى لملكية الاجانب والبالغة 50% ، وأصبح المستثمرون الاجانب يعاملون معاملة المستثمرين الاردنيين، ويستطعون امتلاك كل او جزء من رأسمال الشركات او المشاريع باستثناء بعض القطاعات التي يجب ان لاتتجاوز ملكيتهم فيها 50%، وهي مختلف الأنشطة التجارية (خاصة مبيعات التجزئة والجملة)، ايضا خدمات النقل، وبمختلف انواعها، و هناك بعض الأنشطة ممنوعة على الاجانب تماما من امتثلتها المساهمة في النوادي الرياضية، وخدمات التحريات والأمن..الخ.³⁶

والجدول رقم(10): يبين مساهمة الاجانب في البورصة الأردنية الوحدة :الدينار الاردني

سنوات	نوع العملية		صافي	نسبة مساهمة الأجانب في القيمة السوقية
	بيع	شراء		
2002	232.501.490	233.384.182	882.692	37.43 %
2003	199.195.647	281.085.270	81.889.623	38.844 %
2004	311.379.947	380.336.550	68.956.603	41.264 %
2005	1.739.246.534	2.152.280.127	413.033.593	45.043 %

2006	1.814.482.147	1.995.091.127	180.608.979	45.531%
2007	2.359.041.344	2.825.297.394	466.256.050	48.947%
2008	3.910.020.354	4.219.835.534	309.815.180	49.247%
2009	2.139.209.490	2.135.432.525	(3776965)	48.883%
2010	1.051.190.924	1.036.393.054	(14597870)	49.562%

المصدر : التقرير السنوي لبورصة عمان 2010

ونلاحظ من خلال الجدول ان المحفزات التي اعطيت للمستثمر الاجنبي في القانون الاخير اعطت ثمارها ، وذلك بالارتفاع المستمر لنسبة مساهمة الاجانب في القيمة السوقية للشركات المدرجة ، حيث قفزت من 37% سنة 2002 الى حوالي 50% سنة 2010.

اما فيما يخص التداولات ،بورصة عمان حققت صافي استثمار ايجابي في السنوات من 2002 الى 2008 ، الا انها سجلت تدفقات سلبية في السنتين الأخيرتين. ومن ناحية اخرى تم خلال عام 1997 ولأول مرة اصدار شهادات ايداع خارج الاردن لشركة اليوتاس العربية في سوق لندن، كما قامت ايضا شركة مناجم الفوسفات الاردنية بإصدار سندات في الاسواق الاوروبية و باسعار فائذة منافسة، مما يعكس ثقة المستثمرين الدوليين بهذه الشركات المصدرة. وفي الأخير يمكن القول أن مجمل البورصات العربية ما زالت لديها عراقيل أما جذب الاستثمار الأجنبي للبورصات العربية وهو ما يفسر انخفاض نسب مساهمة الأجانب بالمقارنة مع المستثمرين المحليين.

الخاتمة:

كخلاصة يمكن القول ان محددات الاستثمار خاصة معوقاته في البورصات العربية منها قلة المعروض من الأوراق المالية وتنوعها، ايضل تركز التداول في عدد قليل من الشركات ، اضافة الى القوانين المقيدة لهذا الاستثمار في بعض البورصات العربية خاصة العربية السعودية، قد انعكس سلبيا على تطور ونمو الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية في البورصات العربية. وفيما يلي يمكن استخلاص النتائج التالية:

1 تتمثل أهم معوقات الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية، هو عدم التزام الشركات بمعايير الإفصاح، ووجود بعض المضاربات الضارة، وأيضا انخفاض الطلب على الأوراق المالية وعدم تنوع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق العربية ونقص المعروض منها.

2 من خلال المؤشرات الدالة على نمو أوراق المال العربية يلاحظ انخفاض عدد الشركات المدرجة بالمقارنة مع الأسواق الناشئة الأخرى، أيضا مازالت القيمة السوقية لمجموع البورصات العربية منخفضة أو صغيرة بالمعيار الدولي، وبالتالي الانخفاض الشديد في معدل الرسملة وهذا يدل على ضعف مساهمة البورصة في الاقتصاد المحلي.

3 استطاعت الدول العربية من خلال ما سبق ان تقوم باستكمال مقوماتها الأساسية في التنظيم والتشريع، وذلك من خلال اقرار هيئات عامة كجهات رقابية، وأسواق منظمة للتداول وهي البورصة، وايضا وضع نظام آلي للتداول ونظام للتسوية والمقاصة والحفظ المركزي.

4 من خلال تحليل واقع الاستثمار الاجنبي في البورصات العربية وجدنا اختلاف كبير في نسب مساهمة الاجانب في البورصات العربية، كلا حسب الامتيازات المقدمة للمستثمرين من قبل السوق المضيف.

5 - رغم كل هذه المعوقات الا انه يلاحظ التزايد المستمر للجانب في البورصات العربية من سنة إلى أخرى باستثناء الإحداث السياسية الأخيرة في المنطقة العربية، وهذا يدل على تحسن مناخ الاستثمار في البورصات العربية خاصة الجانب التنظيمي.

6 - يرتبط دخول الاجانب الى البورصات العربية بمدى تحررها من القيود التشريعية وتحرير حساب راسمالها ، ففي السعودية مثلا نسبة تداول الاجانب ضعيفة جدا سبب عدم السماح للاجانب بالاستثمار مباشرة في السوق.

التوصيات:

1 - يجب وضع ضوابط لمنع المضاربة في البورصات العربية، وتشجيع الاستثمار طويل الأجل من خلال تقديم إعفاءات ضريبية لمن يحتفظ بالأوراق لمدة طويلة، وهذا ينطبق على المستثمر الأجنبي لمنع خروجه من السوق بسرعة.

2 - أيضا لتشجيع الاستثمار في البورصة يجب توعية المستثمر العربي بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية من خلال وسائل الإعلام مثلا، وتدريب هذا الاستثمار في المدارس والجامعات.

3 - باعتبار الاستثمار الأجنبية ايجابيات كبيرة منها زيادة المنافسة وأيضا زيادة سيولة السوق، ولكن يجب اخذ العبرة من أهم الأزمات التي ضربت العلم بسبب هذا الاستثمار، لهذا يجب فرض ضرائب على الأرباح الرأسمالية للأجانب ، وفرض فترة حيازة للاسهم قبل تداولها، وتقييد المعاملات الراسمالية في ميزان المدفوعات.

4 - يجب زيادة الشفافية والإفصاح الكامل عن المعلومات بإلزام الشركات بنشر هذه المعلومات دوريا، وتكون هذه المعلومات صحيحة ومتاحة لجميع المتعاملين.

5 - ضرورة الربط بين البورصات العربية واستغلال الأموال العربية فيما بينها لمواجهة تحديات العولمة، ولكن بتنظيم وقوانين موحدة تتلائم مع طبيعة البورصات العربية.

الهوامش:

1 - حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار الصفاء للنشر والتوزيع عمان ، الطبعة الأولى ، 2011، ص ص 111،112..

2 - هالة حلمي السعيد، الاسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية، سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي، العدد58، 1999، ص 38

3- ماهر كنج ، مروان عوض: "المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشقات المالية بين النظرية والتطبيق،دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، ط1، 2004، ص60.

4- شذى جمال حطيب، صعقق الركبي، العولمة المالية ومستقبل السواق العربية لراس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، للأردن، ط2008، 1، ص33.

5- صايبي عمار: محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، غ منشورة، جامعة بومرداس، 2009/2008، ص 53.

6- عاطف علاونة: الاستثمارات في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية الاستثمارية، دمشق، 17/08/2008، ص 04.

7 - صايبي عمار: مرجع سابق، ص67.

- 8 - يقصد بصناديق الاستثمار المفتوحة هي الصناديق ذات رؤوس الاموال المفتوحة والاموال المستثناة فيه غير ثابتة، اذ يجوز لهذا الصندوق اصدار حصص جديدة كلما اقتضت الحاجة، بينما المغلق فيكون راسماله محدودا وثابتا ببلغ معين يطرح للاكتتاب.
- 9- محمد صلاح الحناوي ، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية، 2002، ص 389.
- 10 - هالة حلمي السعيد: دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي، العدد62، سبتمبر 2000، ص 22/21.
- 11 -المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، ملاح اداء الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الدول العربية، نشرة فصلية، العدد الثاني (افريل،ماي)، 2011
- 12 عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبي، 2000، ص 148.
- 13 Nagwa smak and omnia helmy, foreign portfolio equity investement in egypt analytical overview, nahda quarterly journal, faculty of economic and political science, cairo university, cairo, 2002, p 31.
- 14 أميرة حسب الله محمد سليمان، محندات الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، مجلة شؤون عربية ، عدد 119، الأمانة العامة بجامعة الدول العربية، 2004، ص 155-156.
- 15 صندوق النقد الدولي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2002، ص 120.
- 16 أميرة حسب الله محمد سليمان، مرجع سابق، ص 158.
- 17 منير هندي، مستقبل أسواق رأس مال العربية، مخاطر ومعاذير، نشأة المصارف بالاسكندرية، 1995، ص 47.
- 18 أميرة حسب الله محمد سليمان، مرجع سابق، ص 165.
- 19 -أحمد السيد النجار، الاتجاهات الاقتصادية الإستراتيجية، القاهرة، 2001، ص 153.
- 20-موقع بورصة مسقط للأوراق المالية الانترنت: <http://www.msm.gov.om/>
- 21-السويلمي: الرئيس التنفيذي لشركة تداول (الهيمنة العامة لسوق المال السعودي) ، مقابلة مع قناة العربية في 04 ديسمبر 2001.
- 22-تقرير مناخ الاستثمار، 2008 ، ص 43.
- 23-بورصة تونس للأوراق المالية (موقع الانترنت): <http://www.bvmt.com.tn/>
- 24-قرار وزاري رقم (205) لعام 2000 بشأن ضوابط مساهمة غير الكويتيين في شركات المساهمة الكويتية- موقع <http://www.kse.com.kw/A>
- 25-التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2002.
- 26-شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص 127.
- 27 -صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية ، الربع الأول، 1999، ص ص 18-19.
- 28-موقع الانترنت: www.vabonkine.org بتاريخ 2012/02/10.
- 29-أحمد سيد النجار، مرجع سابق، ص 155.
- 30-التقرير السنوي البورصة قطر، سنة 2004، ص 17.
- 31-التقرير السنوي، بورصة قطر، سنة 2005، ص 19.
- 32-سلام، عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، اتحاد المصارف العربية، ابو ظبي، 2002، ص 221
- 33-تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لسنة 2010، ص 52.
- 34- محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، محندات تدفق الاستثمارات الاجنبية الى اسواق راس المال الناشئة واثارها على المتغيرات الاقتصادية، اطروحة دكتوراه، جامعة عين شمس، 2002، ص 184.
- 35-أحمد سيد النجار، مرجع سابق، ص 152.
- 36-نظام وتنظيم استثمارات غير الأردنيين رقم 54 لسنة 2000، منشور في موقع بورصة عمان: <http://www.ase.com.jo/ar>