



الموضوع

محددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية بالأردن 1994 - 2015

مذكورة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

الأستاذ المشرف:

▪ علي بوعبدالله

إعداد الطالبة

▪ خولة جراد

السنة الجامعية: 2017-2018



الشكر و العرفان

الحمد لله رب العالمين و الصلاة و السلام على أشرف المرسلين نبينا محمد و على آله
و صحبه أجمعين ، أما بعد :

فإنني أشكر الله التقدير أولا و أخرا على توفيقه لي بإتمام هذا البحث ، فهو عز وجل
أحق بالشكر و الثناء و أولى بهما .

و إنطلاقا من قوله صلى الله عليه و سلم : ((لا يشكر الله من لا يشكر الناس))
فمن خلال هذا المقام العلمي و أتقدم بالشكر الجليل و العرفان وافر التقدير و
الاحترام إلى أستاذي الفاضل المشرف :

بو عبد الله علي على هذا العمل ، وله كل الشكر و الجميل على الصبر بتقديمه كل
النصائح و التوجيهات و تحمله معي طيلة إنجاز هذا البحث .

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة لقراءتهم هذا
البحث و ابداء ملاحظاتهم القيمة التي ستكون محل اهتمامنا و تقديرنا .

كما أتقدم جزيل الشكر إلى من ساعدني في تنظيم و إنجاز هذه المذكرة .

الإهداء

يا من أحمل اسمه بكل فخر يا من أفتقدك منذ الصغر ... يا من يرتعش قلبي لذكرك
يا من تركت بصمة في قلوبنا يا من كان يريد رؤيتي في هذا النجاح
يا من أودعتني لله أهديك هذا البحث أبي العزيز رحمة الله وأسكنك فسيح جناته .
إلى التي وهبت فلذة كبدها علي كل شيء إلى التي كانت أبا وأما لنا التي
رعتني حق الرعاية و كانت سدي في الشدائد كانت دعواها لي بالتوفيق تتبعني
خطوة بخطوة إلى نبع العنان أمي أعز ملاك على القلب جزاها الله عنّي خير الجزاء
في الدارين .

إلى نجوم السماء إخوتي الأعمى و أزواجهم و أبنائهم وعلى رأسهم نور عيني هجيرة
وزوجها وأولادها وإلى من لا تعرف إلا الوفاء والعطاء مما و زوجها وأولادها .
إلى كل أهلي و أحبائي سواء من قريب أو بعيد .
إلى الأرواح التي فقدتها و التي لا نستطيع نسيها ، ورحيلها لحد الآن يمزقنا خالتي صباح و
ابنتها أسماء .

كما أهدي هذا العمل إلى من رمتهم الأقدار في دربي زملاء العمل .
إلى من جمعني معهم المشوار الدراسي من بدايته إلى نهايته خاتمة وفاء و فيصل و مريم .
إلى من شاركيني فرحتي و أحزاني و تقاسمنا أحلى الأيام و أروعها على الإطلاق دلال .
إلى توأمتي روي تركيبة الحب التي أنهى أن يوجد بمثلها الزمان هرياني قلبي سلمى ،
لبي .

خولة

الملخص:

تعتبر سوق الأوراق المالية ذو أهمية كبيرة في جميع الدول خاصة المتقدمة ، وبدرجة اقل الدول النامية ومنها الدول العربية ، وذلك لما لها من دور قوي وفعال في قياس الحالة الاقتصادية للدول ودعم الاقتصاد القومي، من خلال ما تقوم به أسواق الأوراق المالية من تجميع المدخرات الوطنية و توجيهها نحو قنوات استثمارية، أي عن طريق تحويل الموارد المالية من وحدات اقتصادية المدخرة و التي يتوفر فيها الفوائض المالية إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي.

وتلعب الاستثمارات الأجنبية دورا مهما في التنمية الاقتصادية لجميع الدول خاصة الدول النامية التي تعاني من نقص في رؤوس الأموال، فنجد الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية أحد أهم أشكال الرئيسة لتدفقات رؤوس الأموال، وتمارس أسواق الأوراق المالية دورا كبيرا في جذب الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية .

ويعتبر سوق عمان للأوراق المالية من أهم الأسواق المالية العربية الجاذبة للاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية، لكن لا يخلو هذا إلا بوجود محددات اقتصادية تتحكم في هذا السوق.

لذا من الأهمية أن نبحث في هذا النوع من الاستثمارات الأجنبية، ودراسة الإشكالية التي تنطوي على توضيح محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في بورصة عمان للأوراق المالية ، وتوصلنا إلى أن هناك عوامل داخلية وخارجية تحدد الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ، وأن المتغيرات الخارجية المتمثلة خاصة في الناتج المحلي الإجمالي لها التأثير الأكبر في جذب الاستثمارات الأجنبية في بورصة عمان للأوراق المالية .

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، سوق عمان للأوراق المالية محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

Abstract:

The stock market is of great importance in all countries, especially the developed countries, and to a lesser extent the developing countries, including the Arab countries, because of their strong and effective role in measuring the economic situation of countries and supporting the national economy through the stock markets. Channeling them into investment channels, that is, by transferring financial resources from economic units that are saved and where surplus surpluses are available to those units that have a financial deficit.

Foreign investment plays an important role in the economic development of all countries, especially developing countries that suffer from a lack of capital. Foreign investment in the financial portfolio is one of the main forms of capital flows. Stock markets play a major role in attracting foreign investment in the portfolio.

The Amman Stock Exchange is considered one of the most important Arab financial markets attracting foreign investments in the financial portfolio, but this is only with economic determinants that control this market.

Therefore, it is important to look at this type of foreign investment, and study the problem of clarifying the determinants of foreign investment in the financial portfolio on the ASE. We found that there are internal and external factors that determine foreign investment in the financial portfolio. GDP has the greatest impact on attracting foreign investments in the ASE.

Keywords: Stock Market, Foreign Investment in the Financial Portfolio, Amman Stock Exchange
Determinants of foreign investment in the financial portfolio

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
أ	مقدمة
	المقدمة العامة
أ	الإشكالية
ب	الفرضيات
ب	أهداف الموضوع
ج	أهمية الموضوع
ج	حدود الدراسة
ج	منهج و أدوات الدراسة
د	دراسات السابقة
د	هيكل الدراسة
2	الفصل الأول : الإطار لمفاهيمي لأسواق الأوراق المالية
3	المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية
3	المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية و أهميتها
5	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية
9	المطلب الثالث :مكونات سوق الأوراق المالية
12	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
12	المطلب الأول: الأسهم
15	المطلب الثاني: السندات
18	المطلب الثالث: المشتقات المالية
23	المبحث الثالث: كفاءة السوق المالي ومؤشراته
23	المطلب الأول: مفهوم وخصائص كفاءة الأسواق المالية
24	المطلب الثاني: شروط كفاءة سوق مالي وأنواعها في السوق

فهرس المحتويات

26	المطلب الثالث :مؤشرات السوق المالي
32	الفصل الثاني : مفاهيم أساسية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
33	المبحث الأول :ماهية الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
33	المطلب الأول:مفهوم و خصائص الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
35	المطلب الثاني : الفرق بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.
38	المطلب الثالث : أشكال الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية .
40	المبحث الثاني : محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية و أهم قنواته و دوافعه
40	المطلب الأول: محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
45	المطلب الثاني: قنوات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
47	المطلب الثالث دوافع الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
50	المبحث الثالث :مزايا و مخاطر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
50	المطلب الأول :مزايا الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
51	المطلب الثاني :مخاطر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالي
55	الفصل الثالث : قياس محددات الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية 1994 - 2015
56	المبحث الأول : نبذة تاريخية لبورصة عمان للأوراق المالية
56	المطلب الأول: نشأة ومفهوم بورصة عمان للأوراق المالية
59	المطلب الثاني : الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان
59	المطلب الثالث : أقسام سوق عمان للأوراق المالية
63	المبحث الثاني : واقع الاستثمار الأجنبي في بوصة عمان للأوراق المالية
63	المطلب الأول : الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في الدول العربية

فهرس المحتويات

66	المطلب الثاني :مقارنة بين تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر مع الاستثمار الأجنبي مباشر في الأردن .
68	المطلب الثالث : تحليل تطور الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية
74	المبحث الثالث : قياس محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية بسوق عمان للأوراق المالية خلال فترة 1994-2015.
74	المطلب الأول : توظيف النموذج
76	المطلب الثاني : دراسة النموذج
77	المطلب الثالث : تقييم و اختبار النموذج النهائي
84	الخاتمة
110	قائمة المراجع
-	الملاحق

فهرس الجداول و الأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	الموضوع	الرقم
22	الفرق بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة	1-1
37	أهم الفروق بين الاستثمار الأجنبي المباشر و الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية	1-2
60	إصدارات السوق الأولية من سنوات 2015/2010	1-3
61	التداول المالي في سوق عمان للأوراق المال	2-3
66	صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الأردني	3-3
69	مساهمة الأجانب في القيمة السوقية لبورصة عمان في فترة	4-3
71	مقارنة بين تداول المستثمرين الأجانب الأفراد والشركات حالة الشراء و بيع في بورصة عمان	5-3
80	تطور معاملات الارتباط الذاتي لمربعات البواقي	6-3
81	اختبار ARCH-LM	7-3

قائمة الأشكال

الصفحة	الموضوع	الرقم
10	مكونات السوق الثانوية و العلاقة بينهما	1-1
11	أقسام سوق الأوراق المالية	2-1
63	الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في الدول العربية	1-3
70	مساهمة الأجانب في القيمة السوقية لبورصة عمان قطاعيا	2-3
81	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	3-3

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الصفحة	الموضوع	الرقم
-	مساهمة الأجنبي في القيمة السوقية لبورصة عمان قطاعيا	01
-	الإحصائيات المستخدمة في بناء نموذج الدراسة	02
-	نتائج تقدير النموذج	03

المقدمـة

قد أصبحت أسواق الأوراق المالية و خاصة الأسهم تحظى باهتمام كبير في دول المتقدمة و النامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد وتنمية للمدخرات الوطنية وكذلك في استقطاب الأموال الخارجية و توجيهها إلى قنوات استثمارية تساعد على زيادة معدلات النمو في الاقتصاد الوطني و تحقيق استقرار ورفاهية أفرادها، وذلك من خلال شبكة الخدمات المالية الواسعة والمتنوعة التي تنظمها و تديرها، على اعتبار أنها أداة فعالة في تمويل طويل الأجل .

حيث اتجهت معظم اقتصاديات نحو اقتصاد السوق الذي يحتوي على متغيرات مالية واقتصادية وحرية انتقال الأسواق رؤوس الأموال في استقطاب الأموال المحلية والأجنبية خاص في ظل التطورات الكبيرة، التي أسقطت الحواجز وأصبحت عمليات التداول وعقد الصفقات وتنفيذها عالميا وفي وقت قياسي، لذلك تلعب أسواق الأوراق المالية دورا فعالا في كفاءة الأداء الاقتصادي من خلال استقطاب رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية، وازدادت أهميتها الاقتصادية في ظل العولمة المالية التي أدت بالكثير من الدول بربط أسواقها المالية بالأسواق الدولية، فارتفعت التدفقات المالية إلى العديد من الدول النامية، وكانت من أهم أشكالها الاستثمارات في الأوراق المالية، فظهر مصطلح جديد وهو الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية .

والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية يعتبر أحد أوجه العلاقات الاقتصادية الدولية ، وانطلاقا من الأهمية التي يلعبها في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية والعربية، فنجد أن تدفق هذا الاستثمار يختلف من دولة إلى أخرى، أي كل دولة لها ميزات معينة تجذب هذا الاستثمار، أي أن محددات هذا الاستثمار تختلف من دولة إلى أخرى.

وسوق عمان للأوراق المالية من الأسواق المالية التي تهتم بجذب الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية، وهي تقريبا من أفضل الدول العربية جذبا لهذا الاستثمار، مما يعني أنها نجحت في خلق محددات اقتصادية تتحكم وتجذب هذا الاستثمار.

ومن هذا المنطلق دفع بنا إلى طرحنا للإشكالية التالية :

1- الإشكالية:

ما هي المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة

(1994-2015)؟

الأسئلة الفرعية :

- هل المتغيرات الداخلية لسوق الأوراق المالية أكثر تأثيرا من المتغيرات الخارجية في تحديد الاستثمار الاجنبي؟
- هل يمكن أن يؤثر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية على أداء سوق عمان للأوراق المالية؟
- هل يعتبر سوق عمان للأوراق مالية جاذبا للاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية؟

2 الفرضيات:

- المتغيرات الداخلية الخاصة بسوق الأوراق المالية هي الأكثر تأثيرا في تحديد الاستثمار الأجنبي.
- يؤثر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية على أداء سوق عمان للأوراق المالية.
- يعتبر سوق عمان المالي من الأسواق المالية الجاذبة للاستثمار في المحفظة المالية.

3 أساليب اختيار الموضوع :

من أسباب التي دفعت بنا إلى اختيار الموضوع

- نظرا للأهمية التي يكتسبها موضوع الأسواق المالية
- التعرف على المحددات الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية.
- اختيارنا لسوق عمان للأوراق بالأردن كونه أحد أهم الأسواق العربية.

4- أهداف الموضوع:

- محاولة التعرف على الأسواق الأوراق المالية و تحديد الإطار النظري لها من خلال تعريفها ومكوناتها وأهم الأدوات المستعملة فيها
- تعرف على أساسيات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية كجانب نظري.
- دراسة محددات الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية
- محاولة تحليل وتقييم محددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق عمان للأوراق المالية بالأردن كجانب تطبيقي.

5- أهمية الموضوع :

تكمن أهمية البحث فيما يلي:

- تتبع أهمية أسواق المالية من خلال الدور الأساسي التي تلعبه مؤسستها في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى المجال الاستثمار، وكذلك باعتبارها مؤشر لقياس حالة اقتصادية للدول حيث يساعد على عكس كافة المتغيرات، و توضيح أسعار الأسهم وسندات من حيث الارتفاع و الانخفاض كما أنها تعتبر أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية وتحقيق جملة من منافع.
- إن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية من الأشكال الرئيسية لتدفقات رؤوس الأموال، كما أنه له تأثير كبير على العلاقات الاقتصادية والسوق الدولي، فهو يعتبر من العوامل المهمة التي ساهمت في تطوير الأسواق المالية ونالت اهتمام كثير من الدول لجذب رؤوس الأموال الأجنبية إلى تلك دول بغية تسريع عجلة التنمية الاقتصادية.

وهذا ما أدى بنا إلى البحث في أهمية هذا النوع من الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، ودراسة أهم المحدودات الاقتصادية لهذا الاستثمار في السوق عمان للأوراق المالية.

6- حدود الدراسة:

تتمثل حدود في دراسة في قيمة الاستثمار الأجنبية في الدول العربية بصفة عامة والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في بورصة بصفة خاصة وذلك في فترة ممتدة من 1994 إلى 2015 .

أما حدود المكانية فتتمثل في سوق عمان للأوراق المالية و الذي يعتبر من أهم الأسواق عربية، و حجم التداول والإصدارات، وقوانين ونظام تقتصر هذه الدراسة على أهم محددات الاقتصادية للاستثمار في المحفظة المالية.

7- منهج و أدوات الدراسة:

نظرا لطبيعة البحث ومن أجل إنهاء الدراسات، تم الاعتماد على الجملة من الدراسات والمناهج الاقتصادية والمالية، و تم استخدام كل منهج حسب الحاجة البحثية له، وشكل عام ثم استخدام الأسلوب الوضعي التحليلي وهذا في الفصلين الأول و الثاني، كما تم استخدام الأسلوب القياسي وهذا الفصل الثالث الخاص بالدراسة التطبيقية (استخدام النماذج الإحصائية والرياضية).

8- دراسات السابقة :

- خيضر عقبة، أثر الاستثمار الأجنبي غير مباشر على أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير جامعة محمد خيضر بسكرة، حيث تناولت هذه الدراسة تأثير الاستثمار الأجنبي غير مباشر على سوق الأوراق المالية، وتوصل من خلال دراسته هذه إلى أن الاستثمار الأجنبي غير مباشر أنه يؤثر على سوق الأوراق المالية لكن هذا التأثير يختلف من قطاع إلى آخر، وكان سوق دوحة القطري جانب للدراسة ووجد أنه من الأسواق الجاذبة للاستثمارات .

- مفتاح صالح، بوعبد الله علي، واقع الاستثمار الاجنبي في أسواق الأوراق المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، حيث وتوصلا أن البورصات العربية مع مرور الوقت أصبحت جاذبة للاستثمار بالرغم من ضالته بالمقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر(الحقيقي).

9- هيكل البحث:

تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، حتى يتم إلمام بجميع جوانب الموضوع فصلين منها تناولت فيها الجانب النظري للإحاطة الجيدة بالموضوع، وإعطاء فكرة عامة عنه، بينما تم تخصيص الفصل الثالث لدراسة تطبيقية للحالة أين تم اختبار الفرضيات من خلال الدراسة التطبيقية في بورصة عمان للأوراق المالية.

الفصل الأول بمثابة مقدمة تهدف للتعرف بمجال الدراسة وهي سوق الأوراق المالية، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، البحث الأول يخصص لإعطاء نظرة عامة حول سوق الأوراق المتداولة في السوق منها الأسهم، سندات ومشتقات المالية وفي الأخير تم التطرق في المبحث الثالث خصص لكفاءة الأسواق المالية ومؤشراته.

يأتي الفصل الثاني بعنوان الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، حيث يتم تقسيمه كسابقه إلى ثلاثة مباحث يتضمن المبحث الأول على مفهوم الاستثماري في المحفظة المالية وأهم خصائصه، كما تطرقنا فيه على أهم الفروق بينه وبين الاستثمار الأجنبي وكذلك أشكال هذه الاستثمار أما المبحث الثاني تم فيه تعرف على أهم محددات الاستثمار في المحفظة المالية وكذلك قنوات الاستثمار ودوافعه بينما المبحث الثالث فيتكون من مزايا ومخاطر التي تواجه هذا الاستثمار في المحفظة المالية.

ثم فصلنا الفصل لدراسة الحالة و أخذنا فيه بورصة عمان كحالة للدراسة والذي يتفرع بدوره إلى ثلاث
مباحث الأول تم فيه أخذ نبذة تاريخية حول سوق عمان للأوراق المالية وأهم الأوراق التي يتم تداول بها. أما
المبحث الثاني فيتم فيه دراسة واقع الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في دول العربية وأثره على بورصة
عمان من حيث تحليل تدفقاته الأجنبي إلى سوق عمان المالي ونسبة القيمة السوقية لهذا الإصدار، ودراسة
تداول من خلال سوق الأولى والثانوي لسوق عمان لأوراق المالية بينما يتناول المبحث الثالث دراسة قياسية
لمحددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ومعرفة كيفية توظيف نموذج من خلال تحديد متغيرات الدراسة
وبناء نموذج قياسي لها، كما تطرقنا فيه على تقييم واختبار نموذج النهائي.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية

تمهيد :

إن وجود الأسواق المالية يعتبر أداة مهمة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة، وذلك من خلال الدور الأساسي التي تلعبه مؤسستها المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجال الاستثمار المختلفة، كما يمكننا من خلالها التنبؤ بالمستقبل وتوضيح الحالة الاقتصادية للدولة، وهذا ما يشجع أصحاب الأموال في الاستثمار، والدخول في هذه الأسواق.

حيث أنها تساهم بشكل كبير في زيادة الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، وزيادة معدل النمو الاقتصادي وتحقيق مستوى إشباع أكبر لحاجات الأفراد .

وقصد التعرف أكثر على الجوانب النظرية والفنية من خلال التعرض إلى ماهية الأسواق المالية وآلية عملها وذلك بتقديم جملة من المفاهيم الأساسية كإطار عام للأسواق المالية وذلك وفق ثلاثة مباحث كما يلي:

- المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية .

- المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق .

- المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية ومؤشراته .

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

شهدت الأسواق المالية تطورات عديدة، وذلك على صعيد بنيتها وأدائها، حيث أنتجت صور إبداعية لأدوات الاستثمار، مما شكلت عاملا لجذب العديد من المستثمرين سواء كانت أفراد أو الشركات فضلا عن دورها حيوي في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة، من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد الوطني من سد احتياجاتها المالية .

المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية وأهميتها

نظرا للدور الكبير الذي تلعبه الأسواق المالية في الاقتصاد أصبحت تحظى بأهمية كبرى باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشاريع وهذا ما أدى بنا إلى معرفة مفهوم أسواق المالية وأهميتها .

الفرع الأول : مفهوم الأسواق المالية

للأسواق المالية مفاهيم متعددة ولكنها تصب في معنى واحد ومنها :

- المفهوم الأول : يعرف السوق المالي بأنه مكان محدد تجتمع فيه رغبة المستثمرين في الحصول على الأموال لتمويل مشاريعهم مع رغبة المدخرين في توظيف أموالهم مما يحقق السهولة في انتقال الأموال بين مدخرين والمستثمرين عن طريق عمليات بيع وشراء الأوراق المالية¹.
 - المفهوم الثاني : كما يمكن تعريف سوق المالية بأنه تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه وتوزيع ادخار الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية والغير إنتاجية².
 - المفهوم الثالث: يعرف السوق المالي على انه السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية (الأسهم والسندات) والأدوات المالية الجديدة (مشتقات المالية، عقود الخيارات)³.
- وبهذا نستنتج أن الأسواق المالية هي المكان الذي يجمع بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز لتمويل ممتلكاتهم .

¹ نسرين عبد الحميد نبيه -البورصة- المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية الطبعة 2012 ص280

² مروان عطوان ،الأسواق المالية والنقدية -البورصات ومشكلاتها- في عالم نقد والمال- ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2003،ص16.

³ رسمية احمد أبو موسى -الأسواق المالية والنقدية- المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 2010، ص 11 .

الفرع الثاني: مكونات الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية همزة وصل بين الادخار والاستثمار وذلك من خلال عدة أدوات ومؤسسات متخصصة حيث تضم كل من سوق نقد وسوق رأس المال وسيتم شرح كل من هذين نوعين :

1 سوق النقد

- يمثل سوق النقد مجال تداول الأصول قصيرة الأجل حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات فائض المالي المؤقت من تبادل الأصول قصيرة الأجل¹.
- سوق النقد هو سوق تعامل بين البنوك، الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذا السوق، كما تحصل منه على القروض اللازمة استنادا إلى وضعية احتياطياتها لدى البنك المركزي².
- ومن خلال التعاريف السابقة والتي تصب في معنى واحد فإن سوق النقد هو عبارة عن السوق الذي تتداول فيه أدوات قصيرة الأجل والتي تكون أقل من السنة ولهذا تكون درجة المخاطرة فيه أقل من تلك الموجودة في سوق رأس المال .

2 سوق رأس المال:

وتتعد تعاريف هذا السوق ومن أهمها:

- هي الأسواق التي يتم من خلالها خلق والتداول الائتمان طويل الأجل أي الائتمان الذي لا تقل مدته عن سنة³.
- هي الأسواق التي يتم فيها تداول أدوات الدين التي تبلغ أجل سدادها عاما واحدا أو أكثر وأدوات الملكية المتمثلة بالأسهم، وتتحدد مهمة سوق رأس المال في توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة طويلة الأجل⁴.

¹ محمود حامد عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار الجامعية، إسكندرية، الطبعة الأولى، السنة 2013، ص 332

² تسرين عبد الحميد نبيه، مرجع سابق ذكره، ص 278

³ محمود حامد عبد الرزاق، مرجع سابق ذكره، ص 333

⁴ رسمية أحمد أبوموسى، مرجع سابق ذكره، ص 21

- وهي أسواق مكلفة بتجميع المدخرات والأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل¹.

ومن خلال التعاريف السابقة يتضح أن سوق رأس المال يتسم بالمخاطرة وذلك لطول أجلها، كما نجد أن المستثمر تكون نظرتة نحو العائد المرتفع . كذلك يكون هذا السوق أكثر تنظيماً وأكثر حجماً بالنسبة للصفقات منفذة من قبل المتخصصين ومتعاملين في السوق .

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية

أصبح سوق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في دول النامية على حد سواء وذلك لما تقوم به الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها عبر قنوات استثمارية حي تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرخاء لأفراده، لهذا سوف يتم تطرق في هذا المطلب إلى مفهوم الأسواق الأوراق المالية وأهم وظائفها .

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

سنتناول من خلال هذا الفرع مفهوم سوق الأوراق المالية :

- يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمستثمرين لنوع معين من الأوراق أو أصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول².

- وعرف أيضاً بأنه السوق الذي يتم من خلاله تداول الأصول المالية كالأسهم والسندات، سواء ذلك عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك³.

- وأيضاً يعرف بأنه آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة وشراء، وتمكن هذه الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي

¹نسرين عبد الحميد نبيه، مرجع سابق ذكره، ص 279

²عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، الاردن عمان، سنة 2008، ص 17

³عاطف وليم اندرواس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، الطبعة الأولى، سنة 2008، ص 17.

تعاني من العجز المالي، ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد عدة، تعود على كل من مصدري الأوراق المالية (المقترضين) ومشتري الأوراق المالية (المستثمرين)¹.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج أن سوق الأوراق المالية هو المكان الذي يجتمع فيه بائعون والمشترون بهدف تداول ما لديهم من أوراق مالية سواء كانت أسهم أو سندات، وذلك بقانون العرض و الطلب.

الفرع الثاني: أهمية أسواق الأوراق المالية وأهم وظائفها

1 - أهمية سوق الأوراق المالية :

يعتبر سوق الأوراق المالية من الأسواق المهمة في القطاع الاقتصادي، وتلخص أهميته وفق النقاط التالية²:

أ - مؤشر اقتصادي:

يستخدم سوق الأوراق المالية بصفة مؤشر لقياس الحالة الاقتصادية للدول، كما يساعد على عكس كافة المتغيرات، وتوضيح أسعار الأسهم من حيث الارتفاع أو الانخفاض، والتي تشير إلى الازدهار أو الكساد في الحالة الاقتصادية .

ب وضع أسعار الأوراق المالية :

المساعدة على توفير قيم للأوراق المالية التي تعتمد على أساس تأثير العرض والطلب، ويساهم ذلك في تقييم طبيعة الطلب على هذه الأوراق، والذي يعتبر من الفوائد المهمة للمستثمرين، إذ تساعد على معرفة قيمة هذه الاستثمارات .

ت التأكيد من سلامة العمليات المالية :

وهو من الأمور المهمة التي تطبقها هذه الأسواق، فتعتمد على ملاحظة مدى سلامة الشركات وقدرتها على تطبيق الأنظمة والقواعد أثناء التعامل مع البورصة .

¹ ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها بالإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية، مجلة جامعة بابل، العلوم الانسانية المجلد 21، العدد 01 العراق، 2013، ص04

² محمد فيضي، تعريف البورصة وسوق الأوراق المالية، أكبر موقع عربي بالعالم، 26 مارس 2017 توقيت 07:24 www.mawdoo.com

ث المشاركة في النمو الاقتصادي :

تدعم أسواق الأوراق المالية القدرة على الاستثمار، من خلال تبادل الأوراق المالية بين الشركات المختلفة، مما يؤدي إلى بناء رؤوس الأموال والمساهمة في التنمية الاقتصادية.

ج -التشجيع على الادخار والاستثمار:

من خلال توفير العروض الاستثمارية لأغلب الأوراق المالية، مما يساهم في جذب الكثير من الأفراد نحو الادخار من أجل الاستثمار في الأوراق المالية المطروحة من خلال الشركات، بدلا من تطبيق الاستثمارات في الأصول التي لا تحقق أي عوائد مالية مثل الذهب.

2 وظائف سوق الأوراق المالية :

وجدت الأوراق المالية من أجل الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، ولم تقتصر على هذه مهمة بل تعددت وظائفها إلى¹:

أ -إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحررة :

تعتبر سوق الأوراق المالية سوق مستقرة، يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية، طلبا للربح أو تغيير للاستثمار، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله مادية، ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال، وتتحقق في هذه السوق المنافسة الحرة حيث تتحدد فيها الأسعار وفقا لقانون الطلب والعرض، وتكون الأسواق المالية حرة ومفتوحة للمستثمرين .

ب بضخ الأموال في عجلة الاقتصاد :

إن قيام أصحاب الفائض بالاكنتاب في أسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن طريق الشركات يعني هذا أنهم قد أضافوا مصادر تمويل جديدة للسوق، حيث لا يستطيع المستثمر سحب أمواله من السوق إلا إذا حل محله مستثمر آخر وبشراء هذه الأدوات، وهذا يدل على أن الأموال تبقى في السوق ولا تخرج منه إلا إذا تم تصفية هذه الشركة أو تم استحقاق دين الورقة كما أن عملية بيع الورقة وتحويلها إلى أموال يفتح أبواب مجالات استثمار جديدة وذلك بضخ تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى .

¹بن ضيف عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، ص ص 120-121.

ت تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع :

تحول سوق الأوراق المالية مدخرات الأفراد إلى استثمارات، وتتيح هذه الاستثمارات التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال والحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الفرد، ويتم تشجيع المدخرات نحو الاستثمار المالي بعدة أساليب منها : عن طريق الاكتتابات المقسطة، أو ضمان حد أدنى من الأرباح والفوائد، نشر الوعي الاستثماري في الأدوات المالية إضافة إلى ذلك تسهيل استثمار رؤوس الأموال في هذه السوق، وتظهر السهولة في إمكانية استثمار رؤوس الأموال في هذه السوق، وتظهر هذه السهولة في إمكانية استثمار أي مبلغ مالي صغير أو كبير، لأي مدة طالت أو قصرت ولا يحتاج ذلك إلى خيارات مالية عالية ويتيح الفرصة لتنويع الاستثمار فيمكن توزيع رأس المال على عدة مجالات وذلك بشراء أسهم لشركات صناعية وأخرى زراعية وغيرها من مجالات الاستثمار .

ث أداة لتقييم الأداء الاقتصادي للشركات:

إن الشركات والمؤسسات المسجلة في هذه السوق، هي تلك التي قد استوفت عددا من الشروط المحددة في التنظيمات والقوانين الساري العمل بها، ومن بينهما مطالبة هذه المؤسسات بالإفصاح عن نشاطها وقوائمها المالية وقوائم أعمالها بصفة دورية إلى غير ذلك من المعلومات التي تساعد على تقييم أداء هذه الشركات .

ج - مؤشر الأحوال الاقتصادية :

تعتبر سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة لما يحدث في الاقتصاد الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلاد الفرصة لاتخاذ أي إجراءات تصحيحية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي، فعند انخفاض الأسعار يعتبر مؤشرا لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وبشأن الترتيبات المقترحة لمواجهةها، ومن خلالها نستطيع أن نعرف معدلات الاستثمار والادخار، وتستطيع الدولة .

المطلب الثالث: مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى مجموعتين من الأسواق هما :

الفرع الأول: الأسواق الأولية

كما تعرف بسوق الإصدار حيث يتم تعامل فيها بالأوراق المالية لأول مرة عند إصدارها عن طريق الاكتتاب العام سواء عند تأسيس الشركات أو عند زيادة رأس مالها ،حيث تقوم بعرضها عن طريق طرحها للاكتتاب لأول مرة بقيمتها الاسمية في هذه السوق ¹.

الفرع الثاني: السوق الثانوية

كما يطلق عليها سوق التداول حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية بين مالكيها والمستثمرين الجدد الراغبين في شراء هذه الأوراق بعد إصدارها من خلال وسطاء في البورصة وبالتالي فإن البورصة تمثل الجهاز الذي يحدد ثمن الأوراق المالية التي يتم تداولها ويمكن أن نميزها بين نوعين من أسواق تداول وهما :

- السوق المنظمة :

لها مكان محدد يلتقي المتعاملون فيه بالأوراق المالية المسجلة في تلك السوق بقصد بيع وتدار هذه السوق من قبل هيئة منتجة أو مجلس من أعضاء السوق تدعى بهيئة السوق ،كما نلاحظ أن السوق المنظمة تكون المنافسة فيها من قبل المتعاملين وذلك من أجل إتمام الصفقات لما يرونها في مصلحتهم ،بمعنى أن الأوراق المالية يتم بيعها للوسطاء الذين يعرضون أعلى سعر شراء ،، ويشترى الأوراق المالية من الوسطاء الذين يقبلون أدنى سعر البيع ².

- أسواق غير منظمة :

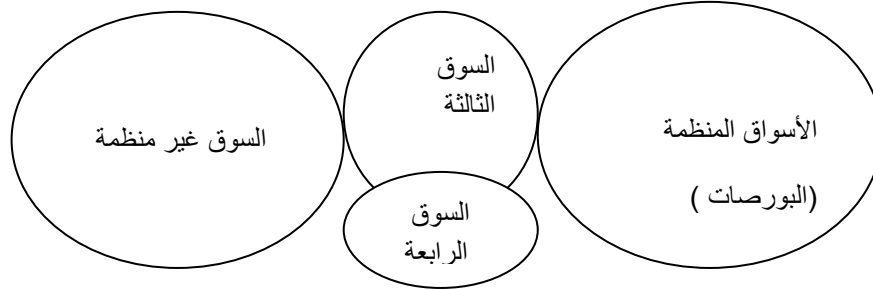
ويتم تعامل بالأوراق المالية خارج السوق النظامية (البورصات) بإشراف بيوت السمسرة ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات اليومية ،بل يتم من خلال شبكات الانترنت المنتشرة أو الشبكات

¹عاطف وليم اندرواس ،مرجع سابق ذكره ،ص ص 22-23.

²بوكساني رشيد ،معوقات أسواق الأوراق المالية و سبل تفعيلها ،رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر كلية العلوم الاقتصادية ،سنة 2005-2006الصفحة 45.

الاتصالات مختلفة، كما يتم التعامل في أوقات غير أوقات الرسمية للبورصة ويتم تحديد السعر طبقاً للتفاوض¹.

الشكل (1-1): مكونات السوق الثانوية و العلاقة بينهما



المصدر : عاطف وليم اندرواس ، مرجع سابق ذكره ص52

حيث تنقسم السوق غير منظمة إلى قسمين :

- السوق الثالث :

هو جزء من أسواق غير منظمة التي تتعامل فوق الطاولة ، أو الذي يتكون من منشآت السمسرة من غير الأعضاء في السوق المنظمة وهي سوق لا تتحدد بالتعاملات في أوقات عمل السوق المنظمة بل لتستمر لما بعد ذلك .

ومؤسسات السمسرة في السوق الثالثة هي مؤسسات كبيرة مستعدة لبيع وشراء الأوراق المالية بكميات ومبالغ كبيرة وبذلك تنافس المتخصصين في السوق المنظمة، ولوعدنا إلى الهدف وراء خلق هذه السوق فهو الرغبة من قبل السماسرة الكبار في تخفيض التكاليف والقيود التي تفرضها السوق المنظمة .

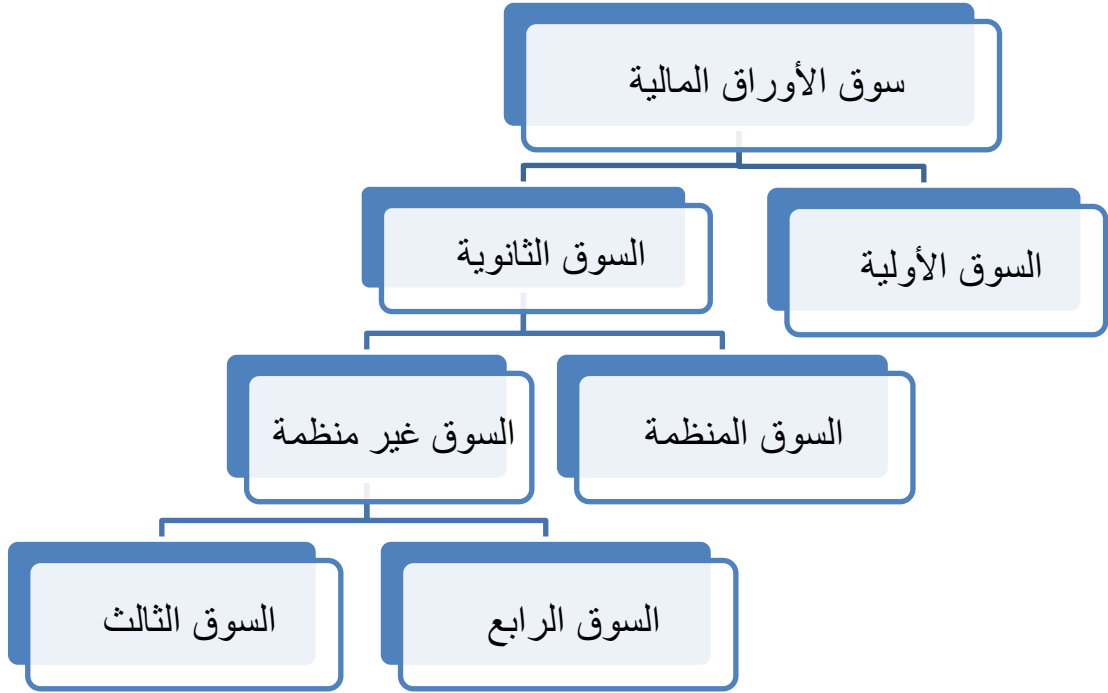
- السوق الرابع :

يعتبر سوق غير منظم، حيث يتم فيه تعامل مباشرة أي أنه يتجاوز الوساطة لشركات السمسرة باتجاه التعامل المباشر ما بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأثرياء والتعاملات الضخمة ،وبذلك فهو إستراتيجية لتحقيق إضافي في تكاليف عمولات التعامل بالأوراق المالية .

من خلال ماسبق يتم استنتاج أن هناك علاقة بين السوق الأولية و الثانوية، وهي علاقة تكاملية أي أن وجود احدهما يعتمد على تطور الآخر.

¹بن ضيف عدنان،مرجع سابق ذكره ،ص117

الشكل (1-2): أقسام سوق الأوراق المالية



- المصدر: من إعداد الطلبة من خلال أقسام السوق

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تحتاج أسواق الأوراق المالية إلى منتجات للتعامل بها، فتعتبر هذه المنتجات عن أوراق مالية يتم تداولها في السوق المالي، حيث تعرف هذه الأوراق بالأسهم والسندات التي تصدرها شركات الحكومية وغير الحكومية وتعتبر مستند ملكية أودين، إضافة إلى هذه الأوراق العقود المشتقة .

المطلب الأول: الأسهم

إن الأسهم تشكل الرأسمال المكتتب (والمضاف) من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهمتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة وبالتالي فإن كلا من الرأس المال المعلن والرأسمال الفعلي والرأسمال مساهم فيه، مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها .

الفرع الأول: تعريف الأسهم

- التعريف الأول : هي أصول مالية التي تعكس حق الملكية لحاملها أو قدر مساهمته في المنشأة المصدر لها، بحيث يكون له الحق في التوزيعات الخاصة بهذه المنشأة، والوارد في هذا الصدد هو حق تداول هذه الأصول في السوق الثانوية دون أن يحق لحملة هذه الأصول استرداد قيمتها من الجهة المصدرة لها¹.

- التعريف الثاني : وهذه الحصص متساوية القيمة لا تقل الحصة الواحدة منها عن دينار ولا يزيد عن عشرة دنانير، وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس مال الشركات المساهمة².

- التعريف الثالث: هو: أداة ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة، حيث يحصل حامله على جزء من الأرباح التي تحققها الشركة³.

وفي الأخير ومن خلال التعاريف السابقة يتضح بأن السهم هو جزء من رأس مال للشركة يزيد وينقص تبعاً لرواجها.

¹ محمد محمود شلبي، علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء بورصات الأوراق المالية، مكتب العربي للمعارف، القاهرة الطبعة الأولى، سنة 2013 ص 25

² رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق ذكره ص 129 .

³ Joel priolon , les marches finances , paris , 2004 , p03

الفرع الثاني : أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة، لكل ما يهمنا هو تقسيم الأسهم على أساسين هما:

01 - شكل الإصدار:

أ - سهم لحامله: وهي أسهم تثبت ملكيتها بمجرد الاستحواذ عليها ، ولا يحتاج نقل ملكيتها إلى تدوين اسم المشتري بل أن حيازته تكفي كسند للملكية .

ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية ومن أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو الضياع، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم¹.

ب الأسهم الاسمية: هي أسهم يسجل أسم حاملها على وجه الصك ، بحيث يرتبط نقل ملكية هذا السهم من شخص لآخر بتسجيل اسم المالك الجديد بجدول التنازلات².

ت سهم لأمر: بذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن ،وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة ،ومن الجدير بالذكر أن المادة (95) من قانون الشركات الأردني نصت على إصدار الاسمي فقط³.

02 - الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها:

أ - الأسهم العادية: يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة ،تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ،ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية ،فتخضع قيمتها لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة .

وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة ،وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة انها آخر ما يجرى تسديدها ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد⁴.

¹رسمية أحمد أبو موسى ،مرجع سابق ذكره ص 131

²محمد محمود شلبي ،مرجع سابق ذكره ص ص 25-26

³ رشام كهينة ،واقع و آفاق ربط بين الأسواق المالية العربية في ل تكامل الاقتصادي العربي ،مذكرة مقدمة لنيل درجة ماجستير ،جامعة أمحمد بوقرة بومرداس السنة 2008 ص 32

⁴هوشيار معروف ،الاستثمارات والأسواق المالية ،دار صفاء للنشر والتوزيع ،عمان ،الطبعة الأولى ، 2015 ص 92

ومن خصائص الأسهم العادية :

- حق الملكية حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وإن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة .
- إن صاحب الأسهم العادية يمتلك حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام .
- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة قبل تصفيتها .
- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي كما ويحق لهم على الأقل نظريا مراقبة العمليات الجارية¹.

ب الأسهم الممتازة : وهي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أوفي مواجهة بعض صعوباتها المالية . وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تمثل شكلا للملكية في الشركة ويتلقى أصحابها حصص في العوائد بدلا من أن تضاف إلى التكاليف كالسندات وفي المقابل تلتقي الأسهم الممتازة مع السندات في خصائص معينة².

ومن خصائص الأسهم الممتازة :

تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص الآتية :

- يحدد العائد بنسبة معينة (ثابتة) من قيمته الأداء ومن الأرباح المتحققة وأحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في الحصص الموزعة - هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة بموجوداتها الاستثمارية ،علما بأن هذه الضمانة المادية لا يجري توفيرها لأصحاب الأسهم العادية . وهكذا فإن الأسهم الممتازة أقل ضمانا من السندات وأكثر ضمانا من الأسهم العادية .
- هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة وذلك بعكس الأسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى نهايتها (تصفية) الشركة .

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق ذكره ص ص 93-94

² عاطف وليم أندراوس، سياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ،اسكندرية ، 2005 ، ص 18

- لا حق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة في المجلس العمومي أو التدخل في القرارات أو الشؤون المختلفة .
- للأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع¹.

المطلب الثاني: السندات

تمثل السندات أوراق دين تستخدم للتمويل وذلك سواء تعلق الأمر بالسوق المنظمة أو السوق غير منظمة ،حيث تتميز بثبات سعر الفائدة على الاستثمار مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية .

الفرع الأول: مفهوم السندات

- تعرف السندات بأنها ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار ،وبهذا المعنى يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال².
- وتعرف بأنها عبارة عن قروض يقدمها المشتري إلى المؤسسات والحكومات ،حيث يقوم المستثمر بالحصول على سعر الفائدة محددة نظير إقراض أمواله لفترة ما ،وفي المقابل تحصل الحكومة أو الشركة (المقترض) على الأموال التي تحتاجها³.
- مفهوم الرابع هي الأدوات طويلة الأجل التي قامت بإصدارها الحكومات أو المشروعات بهدف الحصول على التحويل اللازم ،مقابل حصول صاحب السندات على فائدة نقدية سلفا تستمر باستمرار الفترة الزمنية المحددة للسند تتحملها الجهة المصدرة للسند⁴.
- ومن خلال المفاهيم السابقة نجد أن السندات هي أدوات دين تصدرها الشركات والحكومات ،والتي تعكس مديونية لحاملها تجاه الجهة المصدرة بقيمة السند .

¹رشم كهينة مرجع سابق ذكره ص 35

²رسمية أحمد أبو موسى ،مرجع سابق ذكره ،ص 108

³زياد رمضان ،مروان شموط ،الأسواق المالية ،جامعة القدس المفتوحة ،الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ،الاردن ،الطبعة الثالثة ،سنة 2007،ص 253

⁴محمد موسى أحمدعلي ،إدارة المؤسسات والأسواق المالية ،مكتبة الوفاء القانونية ،الإسكندرية ،الطبعة الأولى 2015 ،ص 403

الفرع الثاني: أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة وسوف نتطرق إليها فيما يلي

01 - تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار¹:

- أ - سندات حكومية: تصدر السندات الحكومية عن الدولة ومؤسساتها (كالخزينة).
- ب سندات أهلية: تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص. وتمتاز السندات الأهلية عن حكومية أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى ولكنها بنفس الوقت أكثر عرضة لمخاطر الائتمان (أي عدم القدرة على الوفاء بالدين وفوائده السنوية)

02 - تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار²:

- أ - سندات لحامله: وهذه السندات تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها .
- ب سندات الاسمية: وهذه السندات تكون مسجلة باسم صاحب السند لذا لا يصرف السند أو الفائدة إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند.

03 - تقسيم السندات على أساس الآجل³:

- أ - سندات قصيرة الآجل: تتداول في السوق النقد ومدتها لا تتجاوز العام الواحد وتتمتع بسيولة عالية، ومعدلاتها منخفضة نسبياً.
- ب سندات طويلة الآجل: تتداول في السوق رأس المال ومدتها تزيد عن سبعة أعوام وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة الآجل.

¹ محمد موسى أحمد علي، مرجع سابق ذكره، ص 404.

² محمد موسى أحمد علي، مرجع نفسه، ص 405

³ سارة عابدي، أساليب أداء الحافظة المالية للأوراق المالية، دراسة حالة بورصة دار البيضاء، مذكرة لنيل شهادة ماستر، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية، تخصص مالية مؤسسة، سنة 2012، ص 19.

04 - تقسيم السندات على أساس الضمان¹:

- أ -سندات مضمونة: من أجل اجتناب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها أو بضاعتها وهذا يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.
- ب سندات غير مضمونة :

الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة وهي الأكثر مخاطرة من السندات المضمونة .

05 - السندات حسب الحقوق وامتيازات المقدمة²:

- أ -سندات قابلة للتحويل إلى أسهم :
- وتتميز بميزة إضافية ،وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهي سندات يفضلها المستثمرين كثيرا ،خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية .
- ب سندات ذات علاوة:

لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق ،إضافة إلى مبلغ إصدار السند .

06 - السندات حسب معدل العائد³

- أ -سندات ذات معدل ثابت :

هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض ،وهذا النوع يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لأن المستثمر يستطيع الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق .

- ب سندات المعدل المتغير:

في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعد.

¹ سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، رسالة دكتوراه في العلوم التجارية، سنة 2015 ص 43

² بوكساني رشيد، مرجع سابق ذكره، ص 63

³ سميحة بن محياوي، مرجع سابق ذكره، ص 46.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تعد المشتقات المالية أحد أهم ملامح التطور الذي شاهده أسواق المال، والتي هي انعكاس لمفاهيم مستحدثة في الأدب الاقتصادي كالتحرير المالي، والمشتقات المالية أحد الأدوات المالية البارزة في أسواق المال المتقدمة، حيث تعتبر أصول مالية فرعية مشتقة من أصول مالية أو عينية والتي تعطي لحاملها أما الالتزام أو الاختيار في شراء أو بيع أصل معين.

ويندرج ضمن مفهوم المشتقات المالية والتي يطلق عليها أصول المهيكلة أربعة أنماط يمكن ذكرها وشرحها على النحو التالي :

الفرع الأول: عقود الخيارات.

تعد الخيارات من الموضوعات التي نالت ومازالت اهتماما كبيرا على المستويين الأكاديمي والمهني، وهذا الاهتمام المتزايد نابع ما أهميتها وتنوع أبعادها واستخداماتها كونها تخدم أهداف المستثمرين والمتحويين .

01 - مفهوم عقود الخيارات :

- التعريف الأول: هو اتفاق بين البائع والمشتري الذي يعطي الحق لحامله في بيع أو شراء وثيقة مالية بسعر يتفق عليه الطرفان في تاريخ محدد أو قبل انتهاء صلاحية العقد، وهو غير ملزم بالتنفيذ لحامله (مالك الخيار) فله الحق بالامتناع عن التنفيذ، أما الطرف الآخر فهو ملزم بتنفيذ الخيار عندما يرغب حامله القيام بالتنفيذ وتتم هذه العملية مقابل علاوة يدفعها المشتري للبائع ويتم تسجيل الصفقة بأسواق الخيارات أو الأسواق المالية التي تتعامل بالخيارات¹.

- التعريف الثاني: تعد عقود الخيارات نوعا من العقود الآجلة التي بموجبها يمنح مصدر الخيار حامل العقد الحق دون الالتزام لشراء أو بيع أصل مالي معين بسعر متفق عليه، حيث يحصل حامل عقد الخيار على هذا الحق مقابل مبلغ يدفعه لمصدر العقد يسمى علاوة الاختيار، بحيث يجيز هذا العقد لحامله حق المفاضلة ما بين تنفيذ العقد إذا رأى أن تنفيذ العقد سيدير أرباحا له، أو الإقلاع عن

¹ مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل إدارة المشتقات المالية، انشاء للنشر وتوزيع، الأردن، الطبعة الاولى 2012 ص 51

نفيذه إذا ما رأى أن الصفقة خاسرة وفي هذه الحالة تكون (علاوة الاختيار) هي الحد الأقصى الذي خسره حامل الخيار.¹

02 - العناصر الأساسية لعقود الخيارات²:

- طرفي العقد إذ أن لكل عقد خيار طرفين هما البائع والمشتري
- تاريخ العقد
- نوع الأصل محل تعاقد
- كمية العقود وكمية الأصول في كل عقد
- سعر التنفيذ أو المضاربة وهو السعر المثبت على الموجود الذي يمكن بواسطته شراء الموجود أو بيعه عند تنفيذ الخيار
- تنفيذ الخيار ويقصد به الاتفاق أما بيع الموجود أو شراؤه .
- علاوة الخيار إذ يحصل المستثمر على الخيار بعد أن يقوم بدفع مبلغ العلاوة وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الخيار لكاتب الخيار سواء كان الخيار بيع أو شراء .
- ويكون السعر المدفوع لكل من خيار البيع أو الشراء في الغالب مقاربا لسعر السوق في الوقت الذي يتم فيه عملية الاتفاق، وأن مشتري الخيار سوف يخسر العلاوة إذا تنازل عن تنفيذ .
- تاريخ الصلاحية وهو آخر تاريخ يستطيع بواسطته حامل الخيار تنفيذ ذلك الخيار.

03 - أنواع عقود الخيارات³:

أ - من حيث موعد التنفيذ :

- عقد الخيار الأمريكي :

الذي يتيح للمستثمر الحق في شراء أو بيع كمية محددة من موجود أساسي بسعر متفق عليه مقدما إلى أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال المدة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لإنهائها .

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، الأردن الطبعة 2013 ص 43

² حاكم ربيعي و الآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الاولى 2011، ص 184

³ مؤيد عبد الرحمن الدوري والآخرون، مرجع سابق ذكره، ص ص 52-53

- خيار الأوربي :

وهو يشبه الخيار الأمريكي إلا أنه غير قابل للتنفيذ إلا في يوم انتهاء صلاحية الخيار .

ب من حيث طبيعة العقد:

- خيار الشراء :

هو عقد بين طرفين ،مشتري الخيار وهو الطرف الذي يملك الحق في الشراء أصل معين (إذا ما رغب) من الطرف الآخر (البائع أو محرر الخيار) وذلك بتاريخ مستقبلي أو خلال فترة زمنية معينة ،وبسعر محدد عند التعاقد وذلك مقابل حصول المحرر مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق ويسمى بالعلو أو بسعر الخيار كما تحددها شروط العقد.

- خيار البيع:

هو عقد بين طرفين ،مشتري الخيار وهو الطرف الذي يملك الحق في بيع أصل معين (إذا ما رغب) إلى الطرف الآخر البائع أو محرر الخيار وذلك في تاريخ مستقبلي محدد أو خلال فترة زمنية معينة ،وبسعر محدد عند التعاقد وذلك مقابل حصول بائع (محرر) الخيار مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق ويسمى بالعلو أو سعر الخيار كما تحدده شروط العقد .

الفرع الثاني: عقود المستقبلية

بدأت فكرة التعامل بالعقود المستقبلية أساسا في السوق الأمريكية ،حيث يوجد سوق مركزي ضخم لعقد هذه التعاملات ،والعقود المستقبلية مبنية على أدوات مرتبطة أسعارها بسعر الفائدة على مدار الزمن ،وبالتالي تكون التزام أكيد بشراء أو بيع الأداة المالية خلال فترة زمنية محددة ضمن إطار سوق منظم .

1 مفهوم العقود المستقبلية :

- التعريف الأول هي عقود قانونية (أو رسمية) يجرى ترتيبها في أسواق المنظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليها من أصل الاستثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل ،وتجرى كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم¹.
- المفهوم الثاني هو اتفاق معياري لبيع أو شراء سلع معينة وبوقت محدد في المستقبل ويحدد السعر من خلال الصوت المسموع في البورصة . ويركز هذا المفهوم على نقطتين هما أن العقد المستقبلي هو

¹حاكم الربيعي والآخرين ،مرجع سابق ذكره، ص 31

معياري والسعر يتغير باستمرار في البورصة وتعرف العقود المستقبلية من حيث كونها قانونية بأنها عقود تشترط لتغطية أنواع من السلع وتاريخ مستقبلي للسلعة هو تاريخ التسليم وبسعر معين للوحدة الواحدة وبمقدار معين من السلع¹.

ومن خلال مجموعة التعاريف السابقة للعقود المستقبلية يتم استنتاج أن عقود المستقبلية هي عقود تعطي حق في شراء أو بيع أصل معين في المستقبل على أن يكون تحديد السعر والكمية عاجلا.

2 - خصائص العقود المستقبلية²:

- إن لعقود المستقبلات طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المسلم للأصل الاستثماري والآخر بموقع بائع أو مسلم للأصل الاستثماري، وبالتالي فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني (في الموقع المعاكس) .
- أن طرفي هذه العقود غالبا ما لا يعرف أحدهما الآخر، وبالتالي لا يدخل هذان الطرفان التبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن من خلال بيوت التصفية التي تعمل كمشتري أو كبائع دون أن تنافس أي من مشتري أو بائعين .
- إن العقود المستقبلات عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة ويفترض مضمونها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقا .
- يقوم متاجرون المستقبلات بوضع ما يعرف بالهامش الأولي والذي وهو يمثل غالبا نسبة قليلة من القيم الاسمية للأصول الخاضعة لعقود المستقبلات والتي لا تتجاوز عادة 5 بالمئة.

3 - أنواع العقود المستقبلية³:

أ - العقود المستقبلية للسلع:

وعقود حقيقية نمطية لها سوق نشطة، كالمعادن الثمينة.

ب العقود المستقبلية المالية :

وهي عقود مستقبلية على الأصول المالية كالسندات والأسهم أو أصول نقدية مثل الودائع

ت العقود المستقبلية على العملات الأجنبية:

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي ، دار وائل للنشر ، عمان ، سنة 2007 ص 97

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق ذكره ، ص 165

³ حاكم الربيعي والآخرين مرجع سابق ذكره ص ص 53-54

وهي عقود يلتزم فيها البائع بالتسليم والمشتري بالاستلام لكمية معينة من عملات الأجنبية بسعر محدد يوم التعاقد مع التحديد الدقيق لكمية العملات الأجنبية وتاريخ تسليمها أو استلامها .

ث العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

تعتبر العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم بمثابة التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغاً من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه ويسمى بيوم التسليم وبين المبلغ متفق عليه وهو المسمى بثمن الشراء . وهذا الفرق سيدفعه البائع إذا كانت قيمة المؤشر أعلى سعر أو يدفعه المشتري إذا كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر .

الجدول رقم (1-1): الفرق بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة:

المعيار	العقود المستقبلية	العقود الآجلة
طبيعة العقد	و هي عقود معيارية في المدة و الحجم و تاريخ التسليم .	وهي عقود مكيفة بالمدة و الحجم و تاريخ التسليم .
مكان تداول	يتم التعامل بها في الأسواق المنظمة	تنظم العقود الآجلة في أسواق المالية الموازية
هامش	الهامش يكون للصيانة ضد تقلبات الأسعار	يحدد الهامش يوم الصفقة الأصلي
تسليم الأصل محل التعاقد	لا يسلم الأصل عادة و إنما تتم التسوية بصورة نقدية	يتم إنهاء العقد عادة بتسليم الأصل محل التعاقد
السيولة	تتمتع بسيولة كبيرة على عكس العقود الآجلة فإذا رغب أي طرف في تصفية مركزه يقوم بالدخول في مركز معاكس لمركزه الأصلي و ذلك نتيجة نمطية العقود.	أقل سيولة حيث لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله و يتم قبوله من الطرف الآخر .

المصدر :حاكم الربيعي و الآخرون مرجع سابق ذكره ،ص ص 52، 53

المبحث الثالث: كفاءة السوق المالي ومؤشراته

يعد الحديث عن كفاءة الأسواق المالية، أمراً محورية لكافة الأدبيات المتعلقة بالقطاع المالي عموماً، والتي وقفت تحديداً على الدور الذي يقوم به السوق المالي، لهذا نجد أنه من أهم شروط قيام هذا السوق هي توافرها على درجة عالية من السيولة والكفاءة قصد استقطاب أكبر عدد من المتعاملين فيها، ومن هذا لا بد علينا دراسة كفاءة سوق المالية.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص كفاءة الأسواق المالية

نتيجة التطورات التي شهدتها سوق المالية أدت إلى ظهور مفهوم كفاءة كضرورة حتمية، إذ أن المبدأ الذي يقوم عليه سوق كفاء هو انعكاس سريع للمعلومات التي ترد إلى سوق ورقة مالية لهذا سوف يتم تطرق من خلال هذا المطلب إلى مفهوم سوق كفاء وأهم الخصائص التي يركز عليها هذا السوق .

الفرع الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

- التعريف الأول: عندما نقول عن سوق مالي بأنه كفاء هذا يعني بأن أسعار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) فيه تعكس جميع معلومات المتعلقة بهذه الأوراق ولا يمكن لأحد تفوق على السوق وتحقيق عوائد غير عادية تتجاوز معدل مخاطر المرافقة للاستثمار¹.
- التعريف الثاني: وتعني أن سعر الورقة المالية المتداولة في تلك السوق في تاريخ معين يعكس المعلومات المتاحة من تلك الورقة حتى هذا التاريخ وأنه أية معلومات جديدة عن هذه الورقة تنعكس بصورة فورية على
- السعر بعد إتاحة هذه المعلومات إلى المتعاملين في السوق مباشرة وهذا يعني أي معلومة جديدة سوف ينعكس أثرها في السوق ايجابيا أو سلبيا².
- لتعريف الثالث هو سوق يعكس فيها سعر الورقة المالية كافة المعلومات المتاحة عنها، حيث لا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق و بين الحصول على نتائج محددة بشأن سعر الورقة³.

¹ منير ابراهيم الهندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، الاسكندرية ، التوزيع و دار النشر المعرفة الجامعية ، 2014 ، ص 375

² نور الدين بومدين ، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية ، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه ، جامعة حسيبة بن بو علي ، الشلف سنة 2014 ، ص 45

³ J.teullie , p.topsacalion , finance , edvuibert , paris , 1997 , p 75

و من خلال تعاريف سابقة نستنتج أن سوق الكفاء هو عبارة عن سوق الذي من خلاله يتم تحديد الأسعار العادلة للأوراق المالية .

الفرع الثاني: خصائص السوق الكفاء

- 1 المنافسة الكاملة في السوق ،وبمعنى آخر (عدالة السوق) ، أي أن يكون عدد المتعاملين في السوق كبيراً، وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار بحيث يصبح المشاركون متلقون للسعر بدلاً من كونهم قادرين على فرض الأسعار للسوق .
- 2 كفاءة التشغيل : فلا بد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير ويجب أن تكون تكاليف المعاملات (بيع وشراء) معقولة لكل صفقة ، وبضرائب معقولة أو غير موجودة مطلقاً على الرأسمالية ومن وسائل زيادة الكفاءة التشغيلية وجود أدوات لضبط حركة الأسعار في السوق ،كوجود المتخصصون في سوق نيويورك وطوكيو ،وكذلك وجود صناع السوق يوفرون السيولة للورقة المالية.
- 3 كفاءة السعر: أي أن يبني سعر الورقة المالية على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات.
- 4 الأمن: أي أن تتوفر الحماية ضد مخاطر (سواء كانت تجارية أو غير تجارية) التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر ،وبالتالي يجب أن تتوفر لإدارة سوق المال لإمكانية متابعة الصفقات الغير أخلاقية أو الوهمية ،وكذلك الإجراءات الرادعة لها .
- 5 العقلانية: فيجب أن يكون مستثمرون في السوق يهدفون إلى تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات، واختيار البديل الاستثماري الأفضل ،وقد يتم الاستعانة بمكاتب استثمارية في هذا المجال¹.

المطلب الثاني: شروط كفاءة سوق مالي وأنواعها في السوق

إن السوق المثالية تتطلب وجود عدة شروط لتصبح السوق مالية كاملة كما أنها تتميز بعدة أنواع من كفاءة في سوق وهذا ما سوف نتطرق إليه في هذا المطلب.

¹رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق ذكره، ص ص 155-156.

الفرع الأول: شروط كفاءة سوق مالي

هناك عدة شروط يجب توفرها وسوف نتطرق إليها في مايلي¹:

- 1- المنافسة الكاملة: وهذا يستوجب وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين، وجود حرية البيع والشراء بالكميات التي يرغبون فيها وذلك لتقليل فرص الاحتكار .
- 2 توفير السيولة : بيع و شراء الأسهم بالتكلفة المناسبة وبالتوقيت المناسب وبالسريعة المناسبة .
- 3 توفير وسائل وقنوات الاتصال الفعالة ويستطيع المتعاملون من خلالها الحصول على أدق المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية عن طريق الإفصاح المالي.
- 4 أن يكون للسوق هيئة أو لجنة تشرف على حسن سير العمل في السوق ويجب أن تكون محايدة، مكونة من أفراد ذوي خبرة .

الفرع الثاني: أنواع كفاءة في السوق

يوجد نوعين من كفاءة السوق وهما²:

1 الكفاءة الكاملة:

يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر ،فتكون توقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية :

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف .
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف معاملات أو ضرائب ،ولا قيود على دخول وخروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشراؤه لأي كمية من الأسهم للشركة التي يرغب فيها .
- تواجد عدد كبير من المستثمرين ،أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة .

¹زيد رمضان ،مروان شموط ،الأسواق المالية ،الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ،عمان، 2015 ،ص ص 199-200.

²مفتاح صالح ،معارفي فريدة ،متطلب الكفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ،مجلة الباحث ، عدد 07، جامعة ورقلة ،السنة 2009-2010، ص183.

- رشادة المستثمرين وسعي كل منهم نحو تحقيق أعم منفعة ممكنة .

2- الكفاءة الاقتصادية:

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب(المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا) نتيجة فارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثروتهم.

مطلب الثالث: مؤشرات السوق المالي

نظرا لأن سوق المالية يتواجد بها عدد كبير من الأوراق المالية يصعب على المستثمرين تتبع حركة سعر كل ورقة مالية على حدى، فكان من الضروري وجود مؤشر يرجع إليه لأخذ فكرة عامة عن أسعار تلك الأوراق المالية والذي سنحاول دراسته على النحو التالي.

الفرع الأول: مفهوم المؤشر

-التعريف الأول هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بزيادة أو بالنقصان، حيث يقيس مؤشر سوق المالية مستوى الأسعار في السوق، بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق المستهدف قياسه¹.

- التعريف الثاني وهو يقيس المؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة وغير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي سيهدف المؤشر قياسه².

و من خلال مفاهيم السابقة نجد أن المؤشر هو الذي من خلاله يتم قياس مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها .

¹نورين يومدين ،مرجع سابق ذكره ،ص 45

²عصام حسين ، مرجع سابق ذكره،ص35

الفرع الثاني: كيفية بناء مؤشر السوق

سوف يتم التطرق إلى خطوات بناء مؤشر السوق¹:

1 ملائمة العينة

حيث تعتبر العينة هنا أنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك مؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب وهي الحجم والاتساع والمصدر:

أ - الحجم: حيث يقصد به أن كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر كبيراً كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

ب الاتساع: يعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق .
ت المصدر: فهو مصدر حصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي يتداول فيه الأوراق المالية .

2 الأوزان النسبية:

تعرف الأوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة ، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهذه المداخل هي:

أ -مدخل الوزن على أساس السعر:

أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر، و يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشر على أهمية المنشأة أو حجمها.

ب مدخل الأوزان حسب القيمة:

وذلك بإعطاء قيمة نسبية لكل سهم داخل المؤشر.

ت مدخل الأوزان حسب القيمة:

أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد

¹ منير إبراهيم الهندي ، مرجع سابق ذكره ، ص94

الوحيد للوزن النسبي . فالمنشآت التي تساوي القيمة السوقية لأسهمها العادية يساوي وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة ،هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر .

3 إجراءات حساب قيمة المؤشر:

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر . فهناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية ،ومجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وقد يكون من الأفضل على المستثمر التعرف على طريقة حساب المؤشر¹.

الفرع الثالث: أهم المؤشرات السوق المالي العالمية

هناك العديد من المؤشرات العالمية أهمها :

1 مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة :

يعد مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعي من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستيريت في 3 جويلية 1884 ،وذلك باسم شخص الذي صممه وهو تشارلز جات الذي أصبح فيما بعد محرر لتلك صحيفة .

وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية ،ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26ماي 1898 ،ثم إلى 20 سهم عام 1916، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم. ومنذ ذلك تاريخ لم يتغير عدد الأسهم المكونة للمؤشر ،ويحسب المؤشر على أساس الوزن النسبي لأسعار الأسهم داخل العينة².

2 مؤشر الفانيا نشيال تايمز:

هو مؤشر يقيس التغير في متوسطات قيمة شركة كبرى قوية من الشركات التي تقود السوق في النشاط الصناعي والتجاري والمشكلة في بورصة لندن، ومنذ عام 1984 هناك مؤشر يحتوي على 100 سهم شركة

¹حسان خضر، تحليل الأسواق المالية ،سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية ،العدد السابع وعشرون ،مارس 2004، ص 08.

²عصران جلال العصران ،الاستثمار غير مباشر في محافظ الأوراق المالية ، دار التعليم العالي ،الاسكندرية 2010 ص 285.

انجليزية كبرى ليعطي صورة واضحة ودقيقة عن قيمة التحركات في سوق المال، ويستخدم هذا المؤشر في أسواق الخيار، والأسواق المستقبلية¹.

3 مؤشر ستاندر آندبورز 500 :

تتكون العينة التي يقوم عليها مؤشر ستاندر آندبورز 500 من 500 سهم تمثل في المجال المالي . وكلها منشآت كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى بورصات الكبرى أوفي سوق فاسداك . وقد تفرع عن هذا المؤشر أربعة مؤشرات وهما :

- مؤشر الصناعة (400 سهم)، مؤشر منشآت المنافع العامة 400 سهم، مؤشر النقل 20 سهم، مؤشر المنشآت المالية 400 سهم، ويعد هذا المؤشر من بين المؤشرات التي تقوم على مدخل القيمة².

4 مؤشر نيكاي :

وهو من المؤشرات الرئيسة بسوق طوكيو ويحتوي على الأوراق مالية ل 225 شركة تمثل 70 بالمائة من الشركات الكبرى في طوكيو ويستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغير المحقق في حجم الأوراق المالية ويستخدم كأساس للمتاجرة في أسواق الخيار والأسواق المستقبلية³.

و في الأخير يمكن القول أن هذه المؤشرات هي عبارة عن مؤشرات عالمية يتم الاعتماد عليها من طرف الأسواق العالمية المتقدمة .

¹ منير ابراهيم الهندي، مرجع سابق ذكره ص ص 107-108.

² محمد عبد الله شاهين، محافظ الأوراق المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت ، 2017، ص 274.

³ محمد عبد الله شاهين، مرجع نفسه، ص 278.

خلاصة الفصل الأول :

لقد تم عرض في هذا الفصل إلى التعريف بالسوق المالية وأهم الوظائف التي تقوم بها ومكوناتها، حيث نجد أنها تتكون من سوق النقد وسوق رأس مال ويمكننا التفريق بين هذين السوقين من خلال الآجال والأدوات المالية المتداولة في كل سوق من هذه الأسواق .

حيث نجد أن سوق المال تتميز بتنوع في الأدوات المالية المتداولة وتنقسم إلى أدوات ملكية كالأسهم وأدوات دين كالسندات بالإضافة إلى المشتقات المالية، وهذا التنوع يجعل السوق قادرة على تأدية وظائفها وذلك من تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار.

الفصل الثاني:

مفاهيم أساسية

للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

تمهيد :

ينطوي الاستثمار الأجنبي بشكل عام و الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية بشكل خاص على الاستثمارات الموجهة لشراء الأوراق المالية و التي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة في الدول النامية، على أن ألا يكون للأجانب حق في إدارة المشروع أو اتخاذ القرارات أو الرقابة على تلك مشروعات المرتبطة باستثماراتها، لهذا نجد أنه له تأثيرات فعالة على الاقتصاديات .

حيث يتخذ الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية أشكالاً و خصائص و محددات تميزه عن غيره من الاستثمارات، و كما يشترط القيام به توافر عدة شروط و قنوات اللازمة لذلك، و بما أنه يتم على المستوى الدولي فإنه يظهر مخاطر عديدة في سوق الأوراق المالية . و لتوضيح كل هذه المفاهيم تطرقنا في هذا الفصل إلى ما يأتي :

- المبحث الأول : ماهية الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية .
- المبحث الثاني : التقنيات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية .
- المبحث الثالث : مزايا و مخاطر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية .

المبحث الأول : ماهية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

يعتبر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية من المواضيع التي نالت أهمية كبيرة من قبل باحثين وذلك لما يتم تحقيقه من مردود ايجابي على عمليات التنمية الاقتصادية، كونه يمثل إحدى الأشكال الرئيسية لتدفقات رؤوس الأموال .

كما انه له تأثير كبير على العلاقات الاقتصادية والسوق الدولي، لذلك سوف نتناول في هذا المبحث على المفاهيم العامة على الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية وأشكالها كما نتطرق إلى الفرق بين الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظة المالية.

المطلب الأول: مفهوم و خصائص الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية هو بمثابة الاستثمار في الأوراق المالية أي من خلال بيع وشراء الأسهم والسندات من السوق المالية كما نجد انه لديه عدة خصائص يتميز بها وهذا ما سوف يتم التطرق إليه في هذا المطلب من مفهوم الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية وخصائص

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

- المفهوم الأول :هو عبارة عن استثمارات التي تتدفق داخل الدولة في شكل قروض مقدمة من طرف الأفراد أو هيئات أجنبية عامة أو خاصة، أو تأتي في شكل اكتساب الصكوك الصادرة عن تلك الدولة سواء تم الاكتساب عن طريق السندات التي تحمل فائدة ثابتة أو عن طريق الأسهم بشرط أن لا يكون للأجانب الحق في الحصول على نسبة من الأسهم تخول لهم حق إدارة المشروع¹.

- المفهوم الثاني:هي تلك الاستثمارات الموجهة لشراء الأوراق المالية والتي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة في الدول النامية على ألا يكون للأجانب منها ما يخول لهم حق إدارة المشروع أو اتخاذ القرارات أو الرقابة على تلك المشروعات المرتبطة باستثماراتها².

ومن هذا التعريف يتبين انه لا يخول للأجانب حق إدارة المشروع أو اتخاذ قرارات أو الرقابة في حين يكون لهم الحق في الحصول على عائد نظير مشاركتهم.

¹ عمر هاشم محمد صدقة ، ضمانات الاستثمارات الأجنبية في القانون الدولي ، الاسكندرية ، دار الفكر الجامعي ، 2008، ص17

² علا عادل عبد العال ، دور الاستثمار الأجنبي غير مباشر في تنشيط بورصة المصرية ، بحوث اقتصادية عربية ، العددان 24-25 الطبعة 2013 ص80

- المفهوم الثالث: هو يمثل ملكية الأوراق المالية على اختلاف أنواعها: السندات، الأسهم، ضمانات القروض، التي يحصل عليها المقرضون مقابل رأس المال المستثمر (المصدر) ولا يحق للمقرض ممارسة الرقابة على نشاط المؤسسة وقد يقترن هذا الاستثمار أحيانا بنقل التكنولوجيا والخبرات كتزويد المعدات وإبقاء الإدارة المختصة فيها¹.

و من خلال التعريف السابقة يمكن استنتاج أن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية هو عبارة عن تملك هيئات والأفراد على الأوراق المالية دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو مشاركة في تنظيم وإدارة المشروع الاستثماري .

الفرع الثاني : خصائص الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية :

سيتم تحدث في هذا المبحث إلى ابرز الخصائص التي يتميز بها الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية²:

- 1 -يعمل على زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية حيث يكون في الغالب على شكل استثمارات مؤسسية تتصف قراراتها إضافة إلى سرعة اتخاذ القرارات وتنفيذه .
- 2 صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيفة في هذه الاستثمارات وضبطها، حيث تتسحب بصورة مفاجئة نتيجة لعوامل عديدة، الأمر الذي يؤثر على استقرار أسواق الأوراق المالية في الدولة المضيفة .
- 3 -سهولة دخول وخروج الدول المضيفة والأسواق المستهدفة حيث يسعى المستثمرين إلى تعديل مراكزهم وبالتالي الخروج والدخول إلى أسواق الأوراق المالية المحلية وفقا لتطور هذه الأسواق ومما أدى ذلك إلى انعكاسات في استقرار أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.
- 4 -قد لا يساهم هذا النوع من الاستثمار الأجنبي بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني وذلك لأنه يتمثل في استثمار في الأوراق المالية المدرجة في البورصة.
- 5 -يشترط وجود سوق أوراق مالية منظمة ذات تكنولوجيا متقدمة في الإفصاح وإعطاء معلومات سريعة وشفافية عالية.

¹المعرفة WWW.almarefa.net 9decembre 2016.

²بو عبد الله علي ، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية ، رسالة دكتوراه ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2014، ص 132.

6 - ينعصر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في المبادلة والمناجزة بالأوراق المسجلة في أسواق مالية أجنبية بالنسبة للمستثمر .

7 - الهدف الأساسي له هو تحقيق أرباح وعوائد أكثر من الفوائد في السوق المحلي مع تخفيض المخاطرة من خلال هذا التنوع .

8 - يعتبر مصدر تمويل هام للدولة ومختلف الشركات التي تطرح أوراقا في الأسواق وتسمح بتداول المستثمر الأجنبي لها .

المطلب الثاني : الفرق بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر و أهم الفروق بينه و بين الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

الفرع الأول : مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر

سيتم من خلال هذا الفرع التطرق إلى مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر

- المفهوم الأول: هو الإشراف والإدارة والرقابة المباشرة من المستثمر الأجنبي أو من يوكله، لهذا يعتبر كل استخدام للمال الأجنبي بشكل مباشر بهدف تحقيق منافع لكلا طرفيه في المستقبل البعيد أو القريب¹.

- المفهوم الثاني: يعد الاستثمار الأجنبي المباشر واحدا من أكثر أشكال الاستثمار إثارة للجدل وذلك لأنه يلقى اهتماما وتفضيلا كبيرا من قبل الدول المضيفة له نظرا للآثار الناشئة من تحقيقه للنتائج المرغوبة للبلد المضيف وتحريك عجلة التنمية، لهذا يمكن اعتباره استثمار يسمح للمستثمرين الأجانب أي خارج الدولة لتملك أصول ثابتة بغرض التوظيف الاقتصادي في المشروعات المختلفة، أي تأسيس شركات أو دخول شركات لتحقيق عدد من الأهداف الاقتصادية².

¹ سعدي يحيى، الاستثمار الأجنبي المباشر ، عمان إثراء للنشر و التوزيع ،الأردن ،الطبعة الأولى، سنة 2013ص 71
² لطيفة كلافي، أثر السياسة المالية في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر ، مكتبة الوفاء القانونية الاسكندرية ،الطبعة الأولى ، سنة 2017،ص 92.

- المفهوم الثالث: هو قيام شركة أو منشأة ما بالاستثمار في مشروعات تقع خارج حدود الوطن الأم وذلك بهدف ممارسة قدر من التأثير على عمليات تلك المشروعات وفي إدارتها حيث يمتلك عشرة بالمائة أو أكثر من رأس مال الشركة¹.

ومنه نستنتج أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو استثمار مشاريع خارج حدود الوطن و له حق في الرقابة و إدارة هذا المشروع و هو عبارة عن استثمار قصير الأجل

الفرع الثاني: الفرق بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في المحفظة المالية

نجد أن الاستثمار الأجنبي ينقسم إلى نوعين حيث يشترك الاثنان في خاصية العمل في أكثر من دولة وأنهما قد يتضمننا شراء المستثمر الأجنبي الأسهم تصدرها منشآت الدولة المتلقية إلا أنهما واقعا يختلفان من حيث الآتي²:

- 1 - الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية مجرد انتقال لرأس مال فقط من دولة لأخرى دون أن يعطي أما الاستثمار الأجنبي المباشر يعتبر تدفق الرأس مال من دولة لأخرى متضمنا حق الملكية والتحكم، أي يمتلك المستثمر نسبة معينة من أسهم المنشأة حيث تعطي له حق في التحكم في إدارتها.
- 2 + الاستثمار الأجنبي المباشر يتنوع بين الاستثمارات المملوكة بالكامل للمستثمر الأجنبي والاستثمار في المناطق الحرة وأيضاً مشروعات أو عمليات التجميع. بينما الاستثمار الأجنبي في المحافظة المالية هو عبارة عن الاكتساب في الأسهم والسندات التي تصدرها الدولة المضيفة أو القروض التي تقدمها الهيئات الخاصة أو العامة أو الأفراد.
- 3 - يعتبر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية قصير الأجل مقارنة مع الاستثمار الأجنبي المباشر والذي عادة ما يكون متوسط أو طويل الأجل .
- 4 - الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية يكون في الغالب الهدف الأساسي منه هو الرغبة في تعظيم العوائد على رأس المال وتنويع الاستثمارات للحد من مخاطر المحتملة، أما بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر هدفه الأساسي يكتمل في أنه مصدر تمويل هام للدول التي تطرح أوراقها في السوق وتسمح بتداول المستثمر الأجنبي له.

¹ محمد إسماعيل ،جمال قاسم حسن ، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية ، صندوق النقد الدولي ،جانفي2017، ص 05

² إبراهيم عبد المنعم ياسين ، الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية ،موقع دكتور محمد عنتر www.mouhamedanter.com ،الأحد06جانفي2010

الجدول رقم(2-1) : أهم الفروق بين الاستثمار الأجنبي المباشر و الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

الاستثمار الأجنبي غير المباشر			الاستثمار الأجنبي المباشر			الخاصية
أوراق مالية (أسهم وسندات)			تملك موجودات ملموسة			الأصل محل الاستثمار
سوق الأوراق المالية			الشركات متعددة الجنسيات			القناة الرئيسية
عدم وجود سيطرة			جزئية أو كلية			السيطرة على المشروع
%100	%50	%25	%20	%10	نسبة الملكية	الحد الفاصل
هولندا	النمسا كندا	استراليا اليابان بريطانيا ألمانيا	فنلندا فرنسا اسبانيا	الدنمارك أمريكا	الدولة	
الاستثمار في الأوراق المالية فقط			انتاجي (نقل التكنولوجيا و الخبرات)			
منخفضة			مرتفعة			التكلفة
لا			نعم			مشاركة الملكية الفكرية
قصير الأجل			طويل الأجل			المدى الزمني
قابل للتجزئة حسب الأسهم			متكامل (لا يتجزأ)			التجزئة

المصدر : www.qarb.com/1713/ التاريخ: 2018/04/03 الوقت 13:50

المطلب الثالث : أشكال الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية .

ينقسم الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية إلى منظورين وهما :

الفرع الأول : منظور طريقة الحصول على الأصول المالية :

في هذا المنظور يتخذ الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية كالصور التالية¹:

- شراء أوراق مالية مباشرة من البورصة :

ويقصد بهذا النوع هو التعامل المباشر للأجانب بالشراء والبيع في بورصات الأوراق المالية سواء من السوق الأولية أو الثانوية، بحيث لا تتعدى مساهمة المستثمر في الشركة عشرة بالمائة لأن تجاوز هذه النسبة يعني تحوله إلى استثمار الأجنبي المباشر حيث يتيح للمستثمر فرصة السيطرة على الشركة، وإذا ما نظرنا إلى هذا النوع في الدول الناشئة نجد قد ارتفع من 3.1 مليار دولار سنة 1993 إلى 24 مليار دولار 1993 ثم انخفض إلى 14.2 مليار دولار و 23 مليار دولار سنتي 1994-1995 على التوالي نتيجة أزمة جنوب شرق آسيا .

- صناديق الاستثمار الدولية :

وهي تجمع الأموال من المستثمرين لاستثمارها في أسواق عديدة خارج دولة الأم و من ثم نجد منها ما هو دولي و ما هو إقليمي، و لهذا النوع من الاستثمارات العديد من المزايا سواء للمستثمر الأجنبي أو للشركات المحلية في السوق المحلية للبلد الأم . فهي تتيح للمستثمر فرصة التنوع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة، و بالتالي يخفض من درجة المخاطر التي يتعرض لها خصوصا في ضوء إدارة هذه المحفظة من مديريين متخصصين ، أما بالنسبة إلى الشركات المحلية فتتيح لها فرصة النفاذ إلى الأسواق العالمية و خفض تكلفة الحصول على رأس المال .

- الإصدارات العالمية :

قامت عدة أسواق ناشئة بالإفادة من رؤوس الأموال الأجنبية من خلال إصدارات تسجيل في البورصات العالمية و التي تتصف بالعمق، ما يتيح للشركات توظيف سريعا لحجم من الأوراق المالية التي يصعب

¹فلاق علي ، باصور محمد ، الاستثمار الأجنبي غير مباشر و دوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية ، المجلة الجزائرية للاقتصاد و المالية ، العدد الثالث ، أبريل 2015 ، ص 72

توظيفها في السوق المحلية، وتوسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الوطنية، ومن ثم خفض تكلفة رأس المال، وعادة تتطلب هذه الإصدارات توافر بعض الشروط في الشركة المصدرة من حيث كونها متميزة الأداء في السوق المحلية في مجال تخصصها الإنتاجي، وأن تتمتع بأداء مالي وإداري جيد، وأن يكون لها بيانات وتقارير دورية معدة وفقا للمعايير المحاسبية المقبولة دوليا، وتشتترط بعض الأسواق العالمية إتباعها لنظم المحاسبة الدولية، وقد ارتفعت الإصدارات العالمية من شهادات الإيداع الدولية والأمريكية خلال الفترة 1996-1990 بمعدل نمو في المتوسط نحو 30 %، وقد مثلت تلك الإصدارات نهاية عام 1995 نحو 02 % من إجمالي القيمة السوقية لأسهم الأسواق الناشئة في مؤشر مؤسسة التمويل الدولية .

- صناديق رأس مال المخاطر :

وتعمل هذه الصناديق على تقديم التمويل والخبرات الإدارية 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 ويحقق من خلاله الصندوق أرباحه، ويتطلب وجود هذا النوع من الصناديق توافر بيئة اقتصادية مستقرة وسوق مالي يتميز بالنشاط والسيولة، وإطار قانوني يتسم بالشفافية، وتشير إحصاءات التمويل الدولية في سنة 1996 أن صناديق رأس المال المخاطر استثمرت 196 مليون دولار في 49 من صناديق رأس المال السوقي لهذه الأسواق، واستحوذت آسيا وأمريكا اللاتينية.

الفرع الثاني: من منظور تعدد الحصول على الأوراق المالية

في هذه الحالة نجد أن الاستثمار الأجنبي غير مباشر قد يكون فرديا و يقصد به شراء أصل واحد فقط حتى لو تكررت الوحدة المشتراة من هذا الأصل، ومتعددا إذا اشتمل على نوعين أو أكثر من أصول المالية وهو ما يطلق عليه محفظة الأوراق المالية وهو تعبير يعني مجموع ما يملكه المستثمر من أصول مالية¹.
و في الأخير نستنتج أن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية عبارة عن استثمار فرديا، لا يمكن شراء أكثر من أصل .

¹فلاق علي، باصور محمد، مرجع سابق ذكره، ص 74

المبحث الثاني: محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية و أهم قنواته و دوافعه

إن نتيجة الأزمات التي ضربت اقتصاد الدولي، رغم وجود عديد من محاولات دولية في التوفيق بين دفع عجلة النمو الاقتصادي وتدفقات الاستثمارات الدولية، و باعتبار الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية دولي تحكمه العديد من المحددات وقنوات ودوافع و هذا ما سوف يتم تطرق إليه في هذا المبحث .

المطلب الأول: محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

إن قدرة الدول على جذب رؤساء الأموال الأجنبية وتوجه المستثمر نحو الأسواق المحلية يقوم على مجموعة من المحددات التي تعتبر العامل الأساسي لتحرك رؤوس الأموال الأجنبية نحو الأسواق الناشئة حيث نجد أن هناك نوعان من هذه المحددات والتي سيتم التطرق إليها من خلال هذا المطلب .

الفرع الأول: العوامل الداخلية

للاستثمار الأجنبي في محفظة المالية عوامل داخلية تربط هذه العوامل بالسياسات الاقتصادية الكلية وأيضا بنية سوق الأوراق المالية المحلية وهي كما يلي¹:

1 السياسات الاقتصادية الكلية :

تعتبر السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة من طرف الدولة المحدد الرئيسي الأول للتدفق الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية سواء كان ذلك في شكل تدفقات قصيرة أو طويلة الأجل، حيث يؤدي مثلا تطبيق برامج ناجحة للاستقرار الأسعار إلى زيادة معدلات العائد على الاستثمار، وزيادة جاذبية السوق المحلي للمستثمر الأجنبي وأيضا ترتبط هذه التدفقات بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، وتأثيرها على سوق الأوراق المالية، فارتفاع معدل النمو الاقتصادي وانخفاض معدل التضخم واستقرار أسعار الصرف من شأنه زيادة نمو السوق الأوراق المالية ومن ثم زيادة تدفق الاستثمار المحلي والأجنبي على الأدوات المالية:

أ - النمو الاقتصادي:

إن تحقيق نمو اقتصادي مرتفع من شأنه إثارة انتباه وزيادة الاهتمام لدى المستثمر الأجنبي، وبالتالي تحفيزه لإقبال على الاستثمار في السوق المحلية من اجل الاستفادة من عوائد مرتفعة، وهذا

¹ أبو عبد الله علي، مرجع سابق ذكره ص 137

الإقبال للمستثمرين الأجانب يرافقه زيادة في الطلب على الأوراق المالية المتداولة في البورصة المحلية وهو ما يعني زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية إلى داخل البلد .

ب معدل التضخم :

لمعدل التضخم تأثير كبير ومباشر على سياسات التسعيرة وحجم الأرباح وبالتالي حركة رؤوس الأموال ، ومن ثم فإن انخفاض معدل التضخم يعد من العوامل الهامة لزيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية طبقاً لنظرية المحفظة يتوقف على درجة المخاطرة ومعدلات الفائدة المتوقعة، هذه الأخيرة في الواقع تتوقف على الربح أو الخسارة الناجمة عن تقلبات .

السعر السوقي للورقة المالية وكذلك على معدل التضخم في فترة الاستثمار فثبات معدل التضخم أو انخفاضه قد يرتب للمستثمر عوائد مستقرة أو متزايدة من حيث قوتها الشرائية الأمر الذي يحفز على الاستثمار بينما ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للعوائد المتحصل عليها من طرف المستثمر مما قد يدفع هذا الأخير إلى تجنب القيام بعملية الاستثمار أو الاتجاه إلى عمليات الاستثمار قصيرة الأجل أو الابتعاد عن عمليات الاستثمار طويلة الأجل¹.

ت سعر الصرف :

يعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم على أداء سوق الأوراق المالية، حيث تشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها .

وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات.

فالاستثمار مثلاً في أسواق الأوراق المالية الناشئة يتضمن أصولاً مقومة بعملة أجنبية وهي بالتالي عرضة لمخاطر العملة، يقصد بها تلك المخاطر التي تتعرض لها عوائد المحفظة الناتجة عن تحركات أسعار الصرف العملات المقومة بها أصول المحفظة، مما يؤدي عائدات أقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر، ويمكن أن تلعب هذه المخاطر دورها في الاتجاه الآخر أيضاً، أي أن العملة الأجنبية ربما ترتفع في مقابل العملة الأساسية للمستثمر وتخلق عائداً غير متوقع وترتفع مخاطر تقلبات

¹ بوعبد الله علي ، مرجع سابق ذكره ، ص 138

العملة في الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي ولاسيما في حالات وجود معدلات مرتفعة من التضخم المحلي مما يؤدي إلى خفض قيمة العملة .

إذن استقرار سعر الصرف يشجع الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية والرغبة في الاستثمار المباشر في الأسهم والسندات، أما تقلب في هذا السعر وعدم استقراره، يؤدي إلى عدم تشجيع تدفقات الداخلة للاستثمار الأجنبي بل يؤدي إلى خروجها.

ث الخصوصة :

إن التوسع في الخصوصة وخاصة التي تتم عن طريق سوق الأوراق المالية وذلك بالطرح الكلي الجزئي لرأس مال الشركة في شكل أسهم وسندات للاكتتاب من طرف المستثمرين تؤدي إلى توسيع حجم الأوراق المالية المتداولة في البورصة . ما يخلق فرص استثمارية إضافية على أوراق المالية جديدة كما تؤدي إلى زيادة كمية ونشاط السوق المحلية وزيادة جاذبية للمستثمرين المحليين والأجانب .

ج الحوافز الضريبية :

يؤثر معدل الضريبة المفروضة على أوعية سوق الأوراق المالية وعملياتها على عائد الاستثمار في الأوراق المالية ، ومن ثم الاستثمار في هذه الأوراق، إذ ينتج عن التخفيض أو الإعفاء عن الضريبة على وعلى الأرباح الرأسمالية، زيادة الربح الصافي للمستثمر، وهو ما يترتب عليه ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية، وبالتالي زيادة معدل العائد الحقيقي الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يشجع الاستثمار المحلي والأجنبي في السوق المحلي .

2 -بنية سوق الأوراق المالية:¹

ولأهمية الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في دفع عجلة التنمية ثم وضع مجموعة من التدابير الخاصة ببنية سوق الأوراق المالية من شأنها جذب المستثمر المحلي والأجنبي وهي كما يلي:

أ -تنظيم سوق الأوراق المالية :

إن إيطار التشريعي والتنظيمي المرن والفعال له القدرة على التكيف مع المتغيرات المحيطة به محلية أدولية وذلك من خلال تسهيل المعاملات المالية ، وزيادة المنافسة داخل السوق وأيضا توفير الحماية

¹ بو عب الله علي ، مرجع سابق ذكره ص 138

للمستثمرين ، وهذا ما يؤدي إلى تدعيم ثقة المستثمرين ويؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى أسواق الأوراق المالية وذلك من خلال:

- الوصول إلى سوق عادلة تتاح فيها كافة المعلومات المالية لجميع المستثمرين عن طريق تنفيذ التشريع الخاصة بسوق رأس المال اللازمة لضبط التعامل داخل السوق .
- تدبير الجهات الرقابية للإشراف على القوانين المنظمة لعمل السوق، ومراقبة الأداء بشكل حيادي، مع تجنب تحويل هذه الرقابة إلى تقييد التي تحد من الفعالية وتؤدي إلى خروج المستثمر المحلي والأجنبي.
- حماية حقوق المساهمين التي تتضمن حقوق التسجيل، حقوق التصويت، حقوق الاشتراك في الإدارة، توزيعات الأرباح.

ب الإفصاح و توافر المعلومات:

إن أهم العقبات والمشاكل التي تواجه ازدهار التعامل في الأوراق المالية هي نقص المعلومات، بالغموض الذي يكثف الأسعار وتقييم الأسهم يؤدي إلى عزوف المستثمرين عن توجيه ادخارهم نحو التعامل في سوق الأوراق المالية، فالإفصاح والشفافية تعد ركنا أساسيا من أركان سلامة المعاملات في البورصة، فالشفافية تعني نشر البيانات والمعلومات الكافية من شركات المساهمة المسجلة في البورصة، حيث يجب على هذه الشركات التخلي عن السرية في نشر المعلومات، والإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية بطريقة سليمة و عادلة يؤدي إلى استقطاب المستثمر الأجنبي.

ت جودة و تنوع الأوراق المالية:

والمقصود بجودة الأوراق المالية هو مدى اطمئنان المستثمر أنه سوف يحصل على العائد الدوري للأوراق المالية ، وكذا اطمئنانه إلى استرداد قيمة الأوراق المالية المتداولة في البورصة والتي توافق رغبات معظم المستثمرين من حيث المدة ، قيمة الإصدار... إلخ فهذا التنوع و الجودة يؤدي إلى استقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب و المحليين ومن ثم تعظيم العائد والتقليل من المخاطرة .

ث وجود شبكة واسعة من السماسرة وشركات الاستثمار و المؤسسات المالية :

إن وجود سماسرة يعتبر أمر ضروريا في الأوراق المالية، حيث يكتفي المستثمر بإصدار الأوامر ليقوم السمسار بتنفيذها على وجه السرعة دون حضور المستثمر، ووجود شبكة متكاملة من صناديق الاستثمار والمؤسسات المالية المختلفة كالبنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد والتي تقوم بتجميع الأموال للمستثمرين

أو المساهمين فيها أو إدارة المحافظ المالية للعملاء من شأنه زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

الفرع الثاني: العوامل الخارجية

ويتمثل في تلك التغيرات التي تحدث على المستوى العالمي وبالتالي لست تحت سيطرة الدولة المستقبلية ومن أهم هذه العوامل هي¹:

1 -الاتجاه الدولي المتزايد نحو تبني ما يعرف بالتححرر المالي:

والذي نتج عنه تغير في البنية التنظيمية للأسواق المالية بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة، حيث عمدت الكثير من الدول إلى محاولة ربط أسواق الأوراق المالية بعضها البعض، وقد ساعد في ذلك الثورة التكنولوجية الهائلة من وسائل متقدمة للاتصال السريع كالحاسوب والهاتف ومع توفر شبكات للاتصالات العالمية مثل الانترنت، يضاف إلى ذلك أيضا اتجاه بعض الدول المتقدمة إلى تخفيف بعض القيود المفروضة على الأوراق المالية التي تصدرها الدول النامية ومشروعاتها في أسواق هذه الدول.

2 -الاتجاه المتزايد نحو تكون محافظ استثمارية دولية :

خاصة من طرف صناديق الاستثمار وشركات التأمين وصناديق التقاعد وذلك نتيجة لما بحوزتها من أموال ضخمة، فهي إذا تستهدف إلى تشكيل محافظ تتناسب مع سياستها وإستراتيجيتها في تحقيق أهدافها إذ عادة ما يتم توجيه هذه الأموال الضخمة إلى أسواق الأوراق المالية للدول التي تشهد نمو ملحوظا في اقتصادياتها، ويجدر الإشارة في الأخير أن المحددات السابقة الذكر تخص الأسواق المالية المتقدمة و النامية على حد سواء، والواقع المعاش يبين أن الدول المتقدمة ونسبة لتطور أسواق أوراقها المالية قد تجاوزت الكثير من هذه المحددات والتي أصبحت صعبة التحقيق فقط بالنسبة للدول النامية عامة والدول العربية خاصة، ومن أهم العوامل التي تحد من الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في دول النامية نجد:

- قلة عدد الشركات المساهمة المدرجة في أسواق الأوراق المالية و صغر حجمها
- ضعف درجة التنوع وقلة الأوراق المالية التي تصدرها في الشركات وغيرها من العراقيل

¹بوعبد الله علي، مرجع سابق ذكره، ص 139

ولكن لا يجب التعميم على كل الدول النامية حيث يمكن استثناء بعض الدول المنافسة خاصة في شرق آسيا، والتي حققت قفزة نوعية في استقطاب أحجام ضخمة من الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية والذي يبرز خاصة في سنوات التسعينات .

3 -الدورات الاقتصادية التي تحدث في الدول المتقدمة :

والتي ترافق في بعض الحالات مع حدوث انخفاض في معدلات الفائدة القصيرة والمتوسطة وطويلة الأجل وهو ما يدفع المستثمرين في هذه الدول إلى البحث عن فرص بديلة ذات عوائد مرتفعة لتوظيفه أموالهم، حيث أنه عندما 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 .

المطلب الثاني: قنوات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

يقصد بقنوات الاستثمار مجموعة الطرق المختلفة التي قد تؤدي بالمستثمر سواء كان محلي أو أجنبي حتى يتم وصول إلى الأسواق الأجنبية أو المحلية، و من بين هذه قنوات نجد¹:

-الفرع الأول: صناديق الاستثمار :

تتمثل هذه الشركات في مؤسسات مالية تتولى تجميع الأموال من عدد كبير من الأفراد عن طريق إصدار الأسهم أو ما يعرف ب:"وثائق الاستثمار"، حيث تستخدم متحصلات بيع هذه الأسهم في شراء أوراق مالية من أسهم وسندات الشركات المختلفة سواء كانت في الداخل أو في الخارج .

وهذه الصناديق تسمح لكل من صغار وكبار المستثمرين من المشاركة فيها وتمكنهم بذلك من تحقيق التنوع والإدارة الجيدة لاستثماراتهم وذلك من خلال تشكيل صناديق استثمار خاصة بها متنوعة تنوعاً جيداً ومدارة بشكل مدروس من قبل مديري محافظ كفاء، ويمكن تقسيم صناديق الاستثمار إلى نوعين هما : صناديق استثمار مفتوحة وصناديق استثمار مغلقة .

الفرع الثاني : المحافظ المشتركة :

تعد المحافظ المشتركة شركات استثمارية مستقلة تؤسس عادة من قبل بنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى مثل صناديق التقاعد والضمان وشركات التامين ، والتي تستثمر الأموال المجتمعة بدل من إنفاقها مباشرة، وذلك

¹مفتاح صالح ، بوعبد الله علي ، واقع الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية ، أبحاث و اقتصادية و إدارية ، العدد الرابع عشر ، 2013،ص68

لضمان تدفقات منتظمة ومستثمرة بشكل يضمن توازنا ديناميكيا بين حاجاتها إلى الدخول الجارية لمواجهة طلبات المتعاملين من جهة ورغباتها الدائمة في خلق دخول جديدة، وتعتمد المحافظ المشتركة على ثقة المساهمين بإدارة تتولى أعمالها في الداخل والخارج في أسواق منظمة وغير منظمة¹

وهي تتسم بكفاءة مهنية وإدارية عالية من شأنها بناء سياسات استثمارية سليمة تكفل أقصى العوائد عند التعامل بالأدوات المتاحة لها مهما كانت قيمتها ومصدرها ، ومن ثم فالمحافظ المشتركة تتخلص أعمالها في إعادة استثمار حصص المساهمين في أسواق الأوراق المالية سواء المحلية أو الأجنبية، وقد تعاضم دورها في السنوات الأخيرة حيث أصبحت ذات وزن كبير على مستوى الأسواق بسبب ضخامة الأموال التي تستثمر بها إلى درجة أنها أصبحت تؤثر في السياسات المالية النقدية المتبعة من طرف الدولة المضيفة .

الفرع الثالث : 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 و مبادئ الإفصاح والشفافية و غيرها ، و يؤدي تسويق الإصدارات عالميا إلى توسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الإقليمية بالإضافة إلى خفض تكلفة رأس المال ، بالإضافة إلى دور هذه الإصدارات الإيجابي على استقرار سوق الأوراق المالية من حيث خفض هذه التقلبات ، كما تتمتع الشركة المصدرة بفرض الحصول على التمويل الأجنبي ، أيضا يتاح لها رفع المستوى المحاسبي بما يتماشى مع الأعراف الدولي وبالإضافة إلى ارتفاع درجة الإفصاح والشفافية التي تتمتع بها التقارير المالية حتى تتماشى مع المتطلبات العالمية لتسجيلها في الأسواق المالية الخارجية ومن أمثلة هذه الإصدارات العالمية : واهمها ما يلي:

- شهادات الإيداع الدولية ، شهادات الإيداع الأمريكية ، شهادات الإيداع الأوروبية².

¹ مفتاح صالح ، بوعبد الله علي ، المرجع السابق ذكره ، ص 68

² مفتاح صالح ، بوعبد الله علي ، المرجع السابق ذكره ، ص 68 .

الفرع الرابع : الشراء والبيع المباشر للأوراق المالية

ويكون ذلك إما عن طريق شراء وبيع أسهم الشركات الأجنبية من أسواقها المحلية ويعتبر هذا النمط أكثر أنواع الاستثمار محفزي خطورة لان 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 .

المطلب الثالث: دوافع الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

يوجد العديد من الدوافع التي يتم من خلالها نشأة و قيام الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، وهذا ما سوف يتم تعرف عليه في هذا المطلب:¹

الفرع الاول: الاستفادة من مزايا التنوع الدولي :

يسعى المستثمر الأجنبي من الاستثمارات الدولية إلى تحقيق غايتين أساسيتين هما :

- الأولى تتمثل في بحثه عن قيم أجنبية توفر مردودية أعلى من تلك التي يمكنه الحصول عليها فيما لو اقتصر عليها محتوى محفظته على أوراق مالية محلية .
- الثانية فترتبط بتقليص إجمالي الخطر الذي تعرض له المحفظة وهي تلتحق عبر التنوع الدولي لمكونات المحفظة المذكورة . إذ انه ولو تحقق التنوع المطلوب لمحفظة الأوراق المالية المحلية فان ذلك لا يمكن أن يؤدي إلى إزالة الخطر طالما أن الاستثمار ينحصر في مركز مالي واحد. فإضافة قيم أجنبية حتى ولو كانت عرضة لخطر مرتفع إلى محفظة الأوراق مالية محلية يؤدي بالتأكيد إلى تقليص الخطر الإجمالي لتلك المحفظة شريطة أن يكون الارتباط بين هذه القيم الأجنبية والسوق المحلي ضعيفا . إلا إن هناك وجهات نظر معارضة للتنوع الدولي تركز إلى كون الخطر الإضافي الناجم عن تبدل أسعار الصرف، الذي يتعرض له المستثمر يبقى أهم نسبيا من تقليص الخطر الحاصل نتيجة التنوع المذكور . هذه الذريعة تناقست فعليا مع العديد من الدراسات التجريبية و من نتائج التنوع المعتمدة من

¹ خيضر عقبة، أثر الاستثمار الأجنبي غير مباشر على أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير ، في العلوم الاقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة، سنة 2014 ص 143.

قبل بعض مديري المحافظات الأوراق المالية. ويلاحظ عادة أن خطر المحفظة التي يتنوع تركيبها الدولي هو أدنى نسبياً من خطر المحافظات المستثمرة أي من الأسواق الناشئة .

يرجع الاهتمام بنظرية المحفظة وتطبيقها في مجالات الاستثمارات الدولية إلى دراسات التي قام بها مجموعة من الباحثين والتي اعتمدت على تحليل العائد المتوقع والتباين لذلك العائد ، أي أنها اعتمدت على فكرة ماركوتيز في شأن التنوع للوقوف على المزايا التي يمكن الحصول عليها من خلال التنوع الدولي وقد توصلت هذه الدراسات إلى الآتي :

- يمكن تحقيق مكاسب ضخمة من خلال التنوع سواء من حيث العوائد المتوقعة من المحافظ الاستثمارية أو من خلال الانخفاض في المخاطر .
- بفضل التنوع الدولي يمكن التخلص من المخاطر غير منتظمة والحد من المخاطر المنتظمة طالما ان معاملات الارتباط بين الدول المختلفة لا بد وان تكون اقل من الواحد الصحيح، وبالتالي أصبح الاستثمار الكوني هدفا للعديد من المستثمرين سعياً وراء تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر .
- قد أظهرت الدراسات المختلفة أن معاملات الارتباط بين أسواق المالية الدولية كانت بالفعل منخفضة بسبب اختلاف الخصائص السياسية والاقتصادية لكل منها .
- كما أظهرت الدراسات أن مخاطر تتناقص كلما زاد عدد الأسهم الأجنبية حيث أن درجة المخاطر المحفظة المكونة من أسهم أمريكية، تبلغ ضعف مخاطر المحفظة المتماثلة في الحجم و التي تشمل على أسهم أجنبية .

الفرع الثاني: المضاربة

تعتبر المضاربة هي الدافع الثاني من دوافع الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية الناشئة، حيث تتسم هذه الأسواق بتواضع مستوى الكفاءة أو انعدامها، وبالتالي يسعى المستثمر تحقيق أرباح غير عادية من جراء الاستثمار في هذه الأسواق خاصة وأن أرباح الاستثمار في الأوراق المالية معفاة من الضريبة كما هو الحال في العديد من الأسواق المالية الناشئة. ويأمل المستثمر الأجنبي في الاستثمار في أحد الأسواق المالية الناشئة التي تتسم بانخفاض الوعي الاستثماري لدى المستثمر المحلي بالإضافة تمتع السوق بالإعفاءات الضريبية، كإعفاء الضريبة على أنشطة أسواق الأوراق المالية، بالإضافة إلى سعيه إلى الاستثمار في أحد البلدان التي تتمتع باستقرار نسبي في سعر الصرف حتى يكون في مأمن من مخاطر تغير سعر الصرف.

إن اتساع أسواق المال الدولية أدى إلى زيادة نشاط الاستثمارات الدولية ، حيث توجهت بصورة واسعة نحو تفضيل المضاربات المالية، لتحقيق الأرباح و البعد قدر الإمكان عن الاستثمارات طويلة الأمد التي قد تتعرض فيها الخسارة . ومما شك فيه أن مضاربة المستثمر الأجنبي في السوق المالي الناشئ مؤداها تحقيق خسائر يمني بها المستثمر المحلي، أو بمعنى آخر أن الأرباح الهائلة التي تحققها المؤسسات الأجنبية، ومعظمها صناديق الاستثمار، تكون مقابل خسائر يتحملها المستثمر قليل المعرفة والخبرة بأمر تحليل الاستثماري، حيث أنه من المعروف أن منطق السوق هو تحقيق المعادة الصفرية وبمقتضاها أن مكاسب طرف تعادل خسائر الطرف الآخر وعليه فإن الأرباح غير العادية التي يحققها المستثمر الأجنبي في الأسواق المالية الناشئة من شأنها انتقال صريح لثرة خارج حدود الإقليم¹.

و في الأخير نجد أن المضاربة تعتبر من دوافع المهمة للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية .

¹خيزر عقبة ، مرجع سابق ذكره، ص 144

المبحث الثالث: مزايا و مخاطر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

يتم تحديد أهمية الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية من خلال تحديد أهم مزايا التي يتمتع بها الدولة متعلقة والوسائل التي تستعملها في جذب رؤوس الأموال الأجنبية ،حيث أنه كما نجد أن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية له عدة مزايا إلا أنه له مخاطر و سوف نتطرق إلى أهمها من خلال هذا المطلب .

المطلب الأول: مزايا الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

سوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى أهم المزايا التي يتميز بها الاستثمار الأجنبي في المحفظة

المالية¹:

- 1 تعمل الاستثمارات المحفظة على زيادة سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية وتساعد أيضا في تطوير كفاءة الأسواق أو تجعل الأسواق المالية أكثر عمقا وسيولة، والمقصود بالسيولة هنا التي يتم بها تحويل الاستثمارات إلى سيولة نقدية أو التي يمكن للمستثمرين من خلالها شراء الأوراق المالية بعد وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين للأوراق المالية عاملا لتوفير السيولة النقدية بشكل كبير .
- 2 إن توجيه الاستثمارات الأجنبية إلى الأسواق الأوراق المالية المحلية يعني زيادة حركة رؤوس الأموال إلى ذلك البلد وهذا من مزاياه أنه يزيد من الطلب على العملة التي تنتج إليها العملات ويرفع سعرها في الأسواق ويؤدي إلى زيادة عرض العملاء التي تخرج منها رؤوس الأموال بالنتيجة هبوط أسعارها .
- 3 ساهم الاستثمار الأجنبي المحفظي في تحقيق العديد من المنافع للدول النامية، فهو يساهم في تنشيط وتطور الأوراق المالية و ذلك عن طريق :

- العمل على تمويل الشركات المحلية في السوق الأولية من خلال المشاركة في الملكية (الأسهم) أو من خلال الإقراض للتمويل (سندات) .
- إن عملية المشاركة الأجنبية في السوق رأس المال المحلي يساعد على تطوير القواعد المحاسبية وعلى رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء الشركات .

¹حنان خالد حنش عيساوي ، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق العراق للأوراق المالية ،بحث مستلم من رسالة ماجستير،في العلوم الاقتصادية ، سنة 2012ص ص04-05.

المطلب الثاني: مخاطر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

كما أن للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية إيجابيات هناك مخاطر عديدة له حيث سوف يتم التطرق لها في هذا المطلب .

1 من أبرز سلبيات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية هو صعوبة التحكم في الأسواق المالية المضيفة لهذه الاستثمارات وضبط إيقاعها إذ قد تتسحب هذه الاستثمارات بصورة مفاجئة وفي شكل موجات بيع نتيجة عدة عوامل مما يؤثر سلبا في استقرار سوق الأوراق المالية في البلد المضيف كما هي الأزمة المالية العالمية الأخيرة فضلا عن ذلك فإن هذا النوع من الاستثمارات الأجنبية قد لا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني من خلال تخفيض معدلات البطالة و رفع الطاقة الإنتاجية، وزيادة معدلات النمو وذلك لأنه يتمثل باستثمار الأدوات المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية ولا يأخذ بالضرورة الأولويات الاقتصادية الكلية .

2 في حالة دخول مفاجئ للاستثمار في المحفظة المالية فإن ذلك يزيد من عدم الاستقرار الاقتصادي وبالتالي ارتفاع في سعر صرف العملة المحلية و ارتفاع أسعار الأصول وخصوصا الأراضي و زيادة معدلات التضخم والاستهلاك المحلي¹.

3 مخاطر السياسة:

تعد المخاطر السياسية احد أنواع المخاطر غير النظامية بالنسبة للمستثمر الأجنبي إذ ترتبط بدولة معينة ويمكن تجنبها من خلال الاستثمار في مجموعة متنوعة في الأسواق المالية في بلاد العالم.

4 مخاطر سعر الفائدة :

تتمثل في المخاطر الناجمة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات الفائدة المتوقعة ومعدلات الفائدة الفعلية بسبب التغييرات السوقية خلال المدة الاستثمارية حيث يختلف تأثير خطر تغير الفائدة حسب نوع الورق المالية إذ نجده في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة مقارنة بالأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية حيث توجد علاقة مباشرة بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة السائدة فإذا ارتفعت أسعار الفائدة فإن أسعار الأسهم تميل للانخفاض .

¹ عبد رزاق محمد حسين ،عامر عمران كاظم ،قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير مباشر على بعض متغيرات الكلية في البلدان النامية ، مجلة كركوك للعلوم الاقتصادية المجلد 2 العدد 1 ،2012،ص 107 .

5 مخاطر الضرائب :

المستثمرين على الأغلب يفضلون الاستثمار في البلد الذي تكون فيها الضرائب على إيرادات الفوائد التوزيعات الأرباح من الاستثمارات منخفضة نسبيا وذلك بتقييم الأرباح المحتملة بعد الضريبة من الاستثمارات في الأوراق الأجنبية .

إذ يلاحظ أن الضرائب تستقطع جزءا من الداخل إذ تضرع توسعات الأرباح والفوائد التي يحصل عليها المستثمر للضرائب عند حصول المستثمر عليها بينما تخضع الأرباح الرأس مالية لمعدل ضريبة اقل مقارنة بالعوائد الأخرى للاستثمارات فمثلا في الولايات المتحدة الأمريكية فان اكبر معدل للضريبة على الدخل الشخصي يساوي 39، أي 6% من الضريبة على الأرباح الرأس مالية .

6 مخاطر نقص المعلومات :

إن صعوبة الإحاطة بأفاق الشروع الأجنبي والحصول على المعلومات واختلاف المعلومات من بلد إلى آخر يطرح مشكلات في تفسيرها كل ذلك الوقت الذي ترتفع فيه المتوسط لعمولة السمسرة على الأوامر المنفذة في أسواق أجنبية بشكل قد يقف حائلا دون إبرام الصفقات ففي الولايات المتحدة الأمريكية يحصل بيت السمسرة على عمولة عن التعامل في الأسواق الأجنبية تفوق ضعف عمولة السمسرة في السوق المحلي.

7 مخاطر التضخم :

المخاطر المرتبطة باحتمال أن يؤدي التضخم يعود السبب إلى الارتفاع في كلفة المعيشة إلى تآكل جزء من القيمة الحقيقية للاستثمار ،قد يصاحب التضخم أو ضعف القيمة الشرائية للعملة ركود في إنتاج السلع والخدمات ، وتعرف هذه الظاهرة بالتضخم الركود بما يؤدي إلى آثار وخيمة¹.
و في الأخير نجد أن للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية لها عدة مخاطر رغم تميزها بعدة مزايا .

¹ عبد العال ،علا عادل علي ،دور الاستثمار الأجنبي غير مباشر في تنشيط البورصة المصرية ، مجلة بحوث الاقتصادي عربية ، العددان 23-24 صيف خريف 2013 ص ص72-74

خلاصة الفصل الثاني :

حاولنا في هذا الفصل من خلال ما تطرقنا إليه إلى معرفة أهم العناصر النظرية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ، وذلك من خلال معرفة مفهوم الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية و خصائصه ، وتحديد أهم محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية والتي تم تقسيمها إلى عوامل داخلية وخارجية ، بالإضافة إلى دوافع المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عوائد من خلال هذه دوافع وقنوات .

كما نجد أن للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية عدة ايجابيات على سوق الأوراق المالية ، حيث لها دورا هاما في تنشيط السوق من خلال زيادة سيولة في السوق ، وحتى يتم تحقيق درجات معينة من العوائد وسيولة نجد أن هناك عدة محددات اقتصادية للاستثمار الأجنبي في محفظة المالية تتحكم فيه وهذا ما سوف يتم التطرق إليه في الفصل الثالث والذي سيكون فيه دراسة تطبيقية لتحديد محددات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية.

الفصل الثالث

محددات الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق
المالية 1994 - 2015

التمهيد :

تأسست بورصة عمان سنة 1999 بعد إصلاحات عديدة من قوانين و تعليمات حتى ينم به السوق ، حيث أصبحت تعتبر من البورصات الفعالة في الشرق الأوسط ومن الأسواق المالية الناشئة و هذا راجع إلى توفير جميع الوسائل التقنية والتشريعية اللازمة حتى تصبح محل اهتمام المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب . حيث أصبح الاستثمار الأجنبي في المحفة المالية له أهمية كبيرة في حركة رؤوس الأموال الدولية بعد الاستثمار الأجنبي المباشر خصوصا في دول العربية وبشكل خاص بورصة عمان للأوراق المالية . ولمعرفة أداء بورصة عمان وتداولات هذه الاستثمارات تم التطرق في هذا الفصل إلى ثلاث مباحث التالية :

- المبحث الأول : نبذة تاريخية لبورصة عمان للأوراق المالية
- المبحث الثاني : واقع الاستثمار الأجنبي في بوضة عمان للأوراق المالية.
- المبحث الثالث :قياس محددات الاستثمار الأجنبي في الحافظة المالية بسوق الأوراق المالية بعمان خلال الفترة 1994-2015.

المبحث الأول : نبذة تاريخية لبورصة عمان للأوراق المالية

تعتبر بورصة عمان من أهم البورصات الفعالة ، حيث تم تأسيسها سنة 1999 كبورصة مستقلة إدارياً و مالياً، و تعتبر من الأسواق المالية الناشئة .

وحتى يتم دراسة سوق عمان المالي و التعرف على أهم أسسه يقتضي ضرورة تقسيم هذا المبحث إلى مطالب كالآتي :

- مفهوم ونشأة وأهداف بورصة عمان.

- الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية

- هيكل سوق عمان للأوراق المالية

المطلب الأول: نشأة ومفهوم بورصة عمان للأوراق المالية

إن بورصة عمان للأوراق المالية تم إنشائها وفق عدت مراحل وللتعرف أكثر على كيفية إنشاء هذه البورصة ومفهومها يتم تطرق إلى فرعين في هذا المطلب كمايلي :

الفرع الأول: نشأة بورصة عمان

عرفت الأردن التداول بالأسهم منذ أوائل ثلاثينيات القرن العشرين ، حيث كان التداول يتم من خلال سوق غير منظمة بواسطة بعض شركات الوساطة . ففي عام 1930 تم تأسيس البنك العربي كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ و السجائر الأردنية عام 1931 و شركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الاسمنت الأردنية عام 1957.

كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات وقد أخذ الجمهور الأردني يكتب في أسهم هذه الشركات والتعامل بها منذ ذلك التاريخ كما توالى تأسيس الشركات ليصل 66 شركة عام 1978م

وفي عام 1976 صدر القانون رقم (31) لسنة 1976 الذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي كسوق منظم وكجهة رقابية و تنفيذية في آن واحد .ظل سوق عمان المالي يلبي احتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية ، إلى أن صدر قانون الأوراق

المالية في الأردن عام 1997، وتم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي وأصبحت الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة .

وأنشئت بورصة عمان في 11 آذار 1999 بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إدارياً و مالياً، وتدار من قبل القطاع الخاص ، ولا تهدف إلى الربح و أوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية .

كما أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب القانون كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص وكجهة وحيدة مصرح لها بالحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية والإشراف على عمليات التسوية .

وظلت بورصة عمان مواكبة للتطورات التقنية والتنظيمية العالمية في مجال البورصات ، حيث أنه في عام 2009 تم إدخال نظام التداول الإلكتروني المعروف بـ NSC V900 ويذكر بأن النسخة الجديدة من نظام التداول تأتي لتطوير عمليات كونها ربطت نظام التداول الإلكتروني بأنظمة رقابية وأخرى خاصة بنشر المعلومات التي تعد من أهم المؤثرات على حجم التداول .

وقطع السوق منذ إنشائه و حتى تأسيس بورصة عمان شوطاً طويلاً ومراحل كثيرة ، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (9.7) مليون دينار عام 1978 ، ليصل غلى ملياري دينار عام 2012 ، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها حوالي (19.9) مليار دينار مقارنة مع حوالي (286) مليون دينار في نهاية عام 1978 ، كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من (66) شركة لعام 1978 إلى (243) شركة عام 2012.¹

الفرع الثاني: مفهوم بورصة عمان للأوراق المالية

يتم من خلال هذا الفرع التعرف على مفهوم بورصة عمان للأوراق المالية

- المفهوم الأول :هي بورصة تسعى لأن تكون أهم وأحدث البورصات في المنطقة وفي العالم من خلال توفير كافة الوسائل التقنية والتشريعية اللازمة لجعلها محطة اهتمام وجذب للمستثمرين المحليين

¹ديما وليد حنا الرضي، الأسواق المالية تركيبها كفاءتها سيولتها و التجربة العربية ، القاهرة ، المنمة العربية للتنمية الادارية ، 2015،ص100

والأجانب، من خلال توفير سوق عادل للتعامل بالأوراق المالية يمتاز بدرجة عالية من الشفافية والكفاءة والسيولة والعمق¹.

- المفهوم الثاني : تمثل سوق للأوراق المالية و تتمتع بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري، وهي مؤسسة لا تهدف إلى الربح ، تمثل الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي في المملكة².

ومن خلال هذه المفاهيم نستنتج أن بورصة عمان هي مؤسسة هدفها تحقيق الكفاءة والعدالة، أي سوق عادل في التعامل .

ومن أهداف بورصة عمان :

- سوق عمان المالي إلى ترسيخ مبادئ العدالة والشفافية وتحقيق الكفاءة .
- يسعى سوق عمان المالي إلى توفير البيئة الملائمة لضمان تفاعل قوى العرض والطلب في تداول الأوراق المالية وتوفير الحماية للمتعاملين بها، ولتحقيق ذلك قام سوق عمان المالي بتطبيق الإجراءات والقوانين التي تتماشى مع المعايير العالمية ، وتوفير الأنظمة الإلكترونية التي تشكل نقطة الاتصال مع العالم الخارجي، وتجهيز قاعات التداول بأحدث التقنيات الحديثة، وكذلك فرض الرقابة على عمليات التداول بالتنسيق مع هيئة الأوراق المالية وفرض العقوبات التأديبية على الأعضاء والأشخاص المخالفين لأحكام القانون والأنظمة السائدة كما تسعى إلى نشر المعلومات والتقارير المتعلقة بأنشطة سوق عمان المالي باستمرار وإمكانية إيصالها إلى المهتمين بنفس الوقت .
- كما يحرص سوق عمان المالي على إقامة علاقات تعاون مع بورصات والجمعيات والمنظمات الدولية والمشاركة بالمؤتمرات والندوات العربية والعالمية .
- تأمين السيولة للمدخر والمستثمر واستقطاب رؤوس الأموال .
- نشر أسعار التداول تحقيقاً للمساواة ودعم الثقة في الائتمان .
- توفير مناخ وتطوير سوق رأسمال عن طريق الوسطاء³.

¹صبري الحبيب ، أداء بورصة عمان ، غرفة تجارة عمان ، ادارة الدراسات و التدرجات و الاتفاقيات ، دولية 2006 ص 4

²دليل الاستثمار في بورصة عمان ، في موقع بورصة الأردن ، www.exchange.com يوم 2018/06/05 التوقيت 12:28

³نايف عبد العزيز حمد العنزي ، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي و الأردني دراسة مقارنة ، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول

على ماجستير في قانون خاص ، جامعة الشرق الأوسط 2012 ، ص 32

المطلب الثاني : الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان

أهم الأوراق المالية المتداولة في عمان هي كالاتي :

وبموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، فان تعريف الأوراق المالية يشمل :

- أ - أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول
- ب - إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.
- ت - إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية
- ث - للوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار
- ج - إسناد خيار المساهمة
- ح - للعقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية
- خ - عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع
- د - أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية¹.

المطلب الثالث : أقسام سوق عمان للأوراق المالية

نجد أن سوق عمان للأوراق المالية ينقسم إلى قسمين وكل سوق من هذه الأسواق لها وظائف تتماشى بها وهذا ما سوف يتم تعرف إليه من خلال هذا المطلب

الفرع الأول : سوق الأولية

حيث أنه يتمثل في سوق الإصدارات الأولية للشركات التي لم تستوفي شروط الإدراج، وتشمل هذه الإصدارات كلا من الأسهم و السندات للشركات القائمة و حديثة التأسيس، ويكون الاكتتاب فيه من خلال الجهاز المصرفي الأردني، ويتم تسعير هذه الإصدارات من خلال لجنة الإصدارات .

حيث أنه يتم إدراج الشركات في السوق الأولية إذا كانت تستوفي الشروط التالية²:

- مضى عام كامل على إدراج الشركات في السوق الثانوية .
- أن لا يقل صافي الحقوق المساهمين عن 100 % من رأس مال المدفوع .

¹ موقع بورصة عمان، www.ase.com.jo، تاريخ: 2018/06/02 الوقت: 03:39 .

² تقارير سنوية لبورصة عمان من 1995 الى 2015

- أن تحقق الشركة أرباحاً صافية قبل الضريبة في سنتين على الأقل خلال 3 سنوات .
- أن لا تقل الأسهم الحرة في الشركة عن 5 % .
- إذا كان رأس مال المدفوع 50 مليون دينار فأكثر 20 % .
- أن يكون عدد المساهمين في الشركة 100 مساهم فأكثر .
- أن لا يقل عدد أيام تداول الشركة عن 20 % من عدد أيام تداول الكلي خلال السنة المالية، يتم التداول بـ 10 % على الأقل من أسهم الشركة الحرة خلال نفس الفترة .

الوحدة : مليون دينار

الجدول رقم (3-1): إصدارات السوق الأولية 2010-2015

الفترة	أسهم	أذونات وسندات الخزينة	مؤسسات عامة	إسناد القرض	المجموع
2010	119,281,271	4,641,300,000	268,500,000	93,768,170	5,122,849,44
2011	136,671,251	4,110,900,000	801,380,000	38,000,000	5,086,951,251
2012	144,825,273	5,622,500,000	369,000,000	101,200,000	6,237,525,273
2013	45,979,161	5,493,395,000	180,000,000	81,500,000	5,800,874,161
2014	65,818,338	6,135,000,000	82,500,000	86,725,000	6,370,043,338
2015	40,545,362	3,275,000,000	20,000,000	500,000,92	3,428,045,362

المصدر : تقارير سنوية لبورصة عمان لسنوات 2010 / 2015 .

نستنتج من خلال الجدول أن قيمة الإصدارات الأسهم في سوق عمان من 2010 إلى 2012 كانت في ارتفاع مستمر من 119.281.271 إلى أن وصلت 144.825.251 مليار دينار أردني، ثم من 2013 إلى 2015 صارت بين ارتفاع و انخفاض، أما بالنسبة لأذونات الخزينة فنلاحظ أنه كانت في ارتفاع مستمر من سنة 2010 إلى 2014 حيث كانت بقيمة 4 مليار دينار أردن إلى 6 مليار دينار، أما سنة 2015 فشاهدت انخفاض في نشاط إصدارات إلى أن وصلت 3 مليار أردني، و يلاحظ أيضاً أن أكثر الأوراق المالية المصدرة في السوق المالي الأردني هي سندات وأذونات الخزينة، حيث هذه الأخيرة التي عرفت إقبالا كبيرا من الأعوان الاقتصاديين في الأردن للاكتتاب فيها نظرا لأنها مصدرة من طرف الحكومة، يدل على تطور هذا السوق في تمويل الاقتصاد الأردني خاصة من خلال السندات الحكومية، أما الانخفاض في سنة 2015 يعود إلى أسباب اقتصادية منها أزمة أسعار البترول.

الفرع الثاني : السوق الثانوي

وهو ذلك السوق المختص بتداولات الأوراق المالية وفقا لأنظمة و قوانين الخاصة بالأوراق المالية

الجدول رقم(3-2) : التداول المالي في سوق عمان للأوراق المالية. الوحدة:دينار أردني

السنة	سوق الأسهم	سوق السندات	التحويلات	صناديق الاستثمار	المجموع
1996	248.6	5.1	28.9	-	282.6
1997	355.2	2.0	67.7	-	424.9
1998	464.4	4.1	69.8	-	538.2
1999	389.4	4.1	109.5	0.1	503.1
2000	334.7	7.2	20.5	0.2	362.7
2001	668.7	7.2	36.5	1.68	712.4
2002	950.3	9.7	282.2	15.158	1242.2
2003	1855.176.028.2	11.376.928	54.752.360	0.0	1.921.305.316
2004	3793.3	6.0	114.0	0.0	3.913.273.982
2005	16.871.051.948	3.135.705	939.475.471	0.0	17.813.663.124
2006	14.209.870.592	1.9	835.9	0.0	15047.7
2007	12.348.101.910	3.799.874	790.963.903	0.0	13.142.865.686
2008	20.318.014.547	605.819	618.039.845	0.0	20.936.660.211

9.885.852.482	0.0	218.010.354	2.529.800	9.665.312.327	2009
6.832.192.997	0.0	142.065.667	140.175	6.689.987.155	2010
3.172.110.500	0.0	321.302.833	555.039	2.850.252.628	2011
2.022.068.651	-	43,254,773	0	1,978,813.878	2012
3,138,438,940	-	109,144,025	2,039,728	3,027,255,187	2013
2,347,338,110	-	83,913,516	20,000	2,263,404,594	2014
3,504,937,451	-	87,007,625	850,800	3,417,079,026	2015

المصدر: تقارير بورصة عمان لسنوات 1996 إلى 2015

- حجم التداول الأسهم يشكل حقوق الاكتتاب.

نلاحظ من خلال الجدول تركيز المستثمرين على الاستثمار المباشر أي مختلف الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، أما الاستثمار غير المباشر في البورصة، والمتمثل صناديق الاستثمار فهو ضعيف جدا، ونلاحظ من خلال الجدول أيضا أن النسبة الكبيرة التداول في السوق الثانوي معظمها في الأسهم، نلاحظ أن حجم تداول خلال من 1996 إلى 2003 كان بين انخفاض و ارتفاع أي أنه لم يكن مرتفع، و نجد أن حجم تداول أسهم ارتفع إلى 16 مليار دولار خلال سنة 2005، ثم انخفض إلى أن وصل إلى 12 مليار دينار خلال سنوات 2006 و 2007، ثم رجع ارتفع حجم تداول إلى ان وصل 20 مليار دينار سنة 2008 ثم انخفض حتى وصل 3 مليار دينار سنة 2015، أما السندات فنلاحظ أن حجم التداول فيها ضعيف جدا بالمقارنة مع الأوراق المالية وهذا بعكس سوق الإصدار.

ومنه نستنتج أن السوق الثانوية للسندات لا تؤثر كثيرا على سوق الإصدار في الأردن بل يؤثر على حجم الإصدار في السوق الأولية هو الجهة المصدرة، فتطور إصدار السندات وأذونات الخزينة والاكتتاب الكبير فيها بسبب أنها مضمونة من طرف الدولة (وما يؤدي بالمستثمر إلى الاحتفاظ بها والاستفادة من العوائد الدورية).

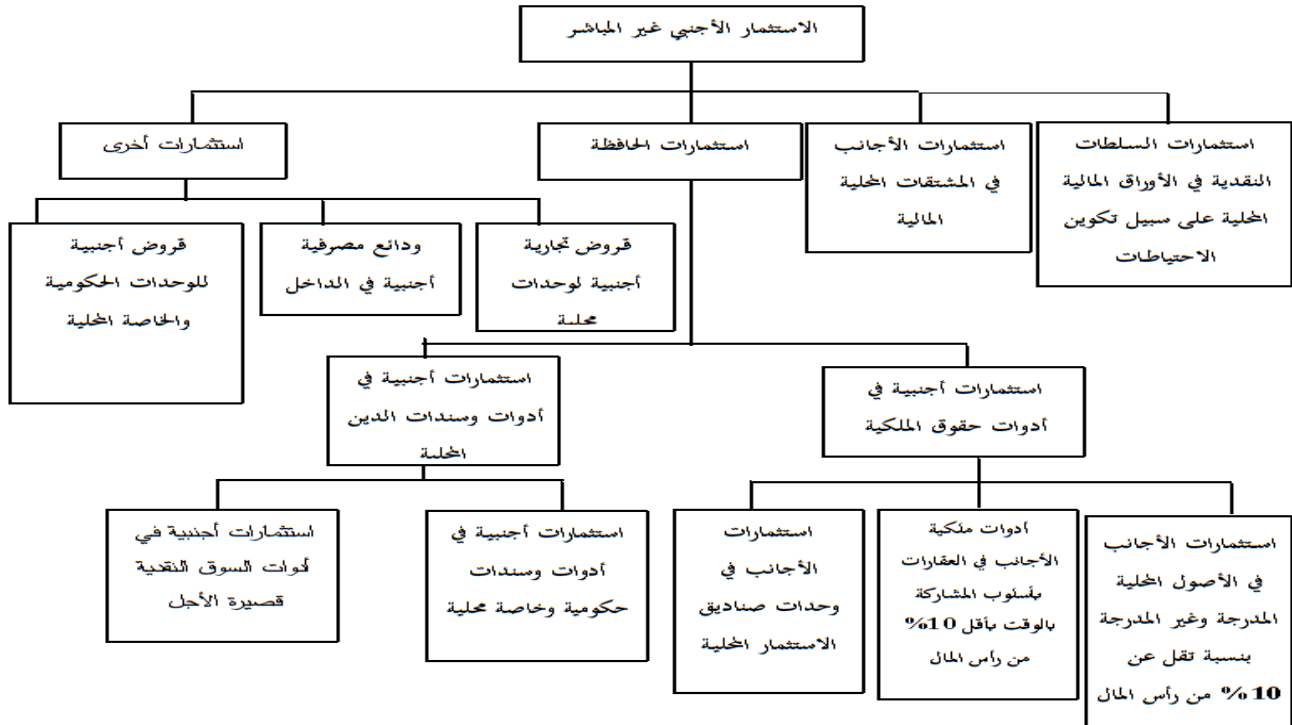
المبحث الثاني : واقع الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية

سيتم تطرق من خلال هذا المبحث على واقع الاستثمار الأجنبي في الدول العربية ، وكذا مقارنة التدفقات الاستثمار الأجنبي في المحفة المالية و الاستثمار الأجنبي المباشر ، وأيضا تطورات التي حدثت في الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان خلال الفترة 1994-2015، وأخيرا يتم دراسة مدى تأثير تعاملات المستثمرين الأجانب على أداء بورصة عمان.

المطلب الأول : الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في الدول العربية

قد تعاضمت أهمية الاستثمار الأجنبي في الدول العربية و أصبح له دور كبير في جذب رؤوس الأموال ، وهذا ما أدى بنا في هذا المطلب إلى التعرف إلى الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في الدول العربية .
للتعرف على مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية، يجب معرفة أهم إشكاله المبينة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-1): الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في الدول العربي.



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

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

- استثمارات الأجانب في محفظة الأوراق المالية في الداخل.
- استثمارات الأجانب في المشتقات المالية في الداخل.
- استثمارات السلطات النقدية، الأجنبية في الأوراق المالية المحلية.

الفرع الأول: استثمارات الأجانب في محفظة الأوراق المالية في الداخل

وتعرف استثمارات محفظة الأوراق المالية كما رأينا سابقا بأنها معاملات مالية تتم عبر الحدود الدولية وبند استثمارات الأوراق المالية يغطي ولكنه لا يقتصر على الأوراق والأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المحلية المنظمة ولكنه يمتد أيضا ليشمل الأوراق المالية غير المتداولة والصادرة عن الحكومات والكيانات المحلية وكذلك الأوراق المالية المتداولة في أسواق خارجية أخرى، وتنقسم العناصر الرئيسية لاستثمارات الحافظة القابلة للتداول في الأسواق المنظمة وغيرها من الأسواق المالية إلى¹:

1 - استثمارات الأجانب في أدوات حقوق الملكية:

- وتشمل أدوات حقوق الملكية كافة الأدوات والصكوك التي تثبت حق مالکها أو حاملها في جزء من القيمة المتبقية للمؤسسات المساهمة بعد خصم استحقاقات كل الدائنين، وتتضمن ما يلي:
- استثمارات الأجانب بالعملة الأجنبية في الأوراق المالية غير المدرجة وكذلك المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية بشرط أن تقل عن 10% من رأس مال المشروع أو قوته التصويتية.
- أدوات حقوق الملكية التي تمثل حق ملكية سكن عقاري بأسلوب المشاركة بالوقت بشرط أن تقل 10% من الإجمالي أو من قوة التصويت في إدارة هذه العقارات.
- استثمارات الأجانب في وحدات صناديق الاستثمار المحلية بأنواعها سواء صناديق الملكية الخاصة أو رأس المال المغامر أو تحوط.

¹ المؤسسة المصرفية لضمان الاستثمار، مرجع سابق ذكره، ص 06.

2 - استثمارات الأجانب في سندات وأذون الدين:

تمثل سندات وأذون الدين أدوات تعطي حاملها، حقا 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 تصفيتها، والسندات القابلة للتحويل إلى أدوات حقوق الملكية، والسندات ذات الاستحقاق الاختيارية، التي يحل آخر موعد لها بمرور عام على تاريخ إصدارها، وتتضمن هذه الفئة أيضا شهادات الإيداع قابلة للتداول ذات آجال السداد التي تزيد على عام واحد، وغيرها من السندات، وهذا البند يشمل ما يلي:

- استثمارات الأجانب بعملات أجنبية في سندات وأذون حكومية عربية متوسطة وطويلة الأجل، وكذلك استثماراتهم في الأدوات المالية الصادرة عن كيانات اقتصادية محلية (شركات بنوك) في أسواق المال العالمية.
- استثمارات الأجانب في مختلف أدوات السوق النقدية الصادرة عن الحكومات لآجال 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 تداول هذه الأدوات في الأسواق المنظمة، بخصم يعتمد على سعر الفائدة، والوقت المتبقي من أجل الاستحقاق ومن أمثلتها أذون الخزنة قصيرة الأجل.

الفرع الثاني: استثمارات الأجانب في المشتقات المالية في الداخل

فصلت أدوات المشتقات المالية عن بند استثمارات محفظة الأوراق المالية مع 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 الأجانب في البورصات العربية، واقتصره في معظم الدول العربية التي تسمح تشريعاتها بالتعامل في مثل هذه الأدوات، على التعاملات المحلية فقط¹.

¹ المؤسسة المصرفية لضمان الاستثمار، مرجع سابق ذكره، ص 06.

الفرع الثالث: استثمارات السلطات النقدية الأجنبية في الأوراق المالية في الداخل:

وتشمل استثمارات السلطات النقدية الأجنبية مثل البنوك المركزية في العالم في العملات والأوراق المالية وخصوصاً السندات وأذون الخزانة الحكومية على سبيل تكوين تلك السلطات الاحتياطيات الرسمية من العملات الأجنبية¹.

وهناك استثمارات أخرى تدخل في 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.

المطلب الثاني: مقارنة بين تدفقات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر مع الاستثمار الأجنبي مباشر في الأردن .

ومن خلال هذا المطلب سيتم تعرف على أهم التدفقات المالية للاقتصاد الأردني والجدول التالي يبين ذلك.

الجدول رقم (3-3) : صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي الأردني
الوحدة: مليون دينار

الفترة	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر	صافي استثمار الحافظة	الاستثمارات الأخرى
2000	641.4	-127.1	-250.7
2001	171.6	-201.6	-48.3
2002	159.1	-291.2	464.3
2003	390.4	-334.4	-200.3
2004	651.3	-204.8	-503.9
2005	1291.3	221.7	-257.0
2006	2610.6	-26.1	-299.5
2007	1825.0	595.8	-194.1
2008	1996.6	406.8	-494.2

¹ المؤسسة المصرفية لضمان الاستثمار، نفس المرجع ذكره، ص 06.

1599.5	-447.0	1661.9	2009
104.2	547.0	1178.7	2010
-75.6	169.1	1033.1	2011
94.8	316.2	1070.5	2012
3080.3	1172.5	1270.1	2013
391.4	824.9	1367.5	2014
313.7	918.4	904.4	2015

المصدر: البنك المركزي الأردني إحصائيات ميزان المدفوعات (أسلوب العرض القياسي)

الموقع: <http://www.cbj.gov.jo> التاريخ: 2018/05/31 على الساعة: 21:00

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن الاستثمار الأجنبي خلال فترة 2000 كان مرتقعا ب 641.4 مليار دينار ، ثم بدأ بالانخفاض خلال سنتين 2001 و 2002 إلى أن وصل 159.1، بعد ذلك نلاحظ عودة ارتفاع الاستثمار من سنة 2003 إلى 2006 حتى وصل 2610.6، بعد ذلك بدأ بالانخفاض إلى أن وصل 1070.5 مليون دينار سنة 2012 ، حيث تطور من 1070.5 إلى أن وصل 1367.5 مليون دينار سنة 2014، إلا أن سنة 2015 تراجع وانخفض انخفاض سريع إلى أن وصل 904.5 مليون دينار. حيث أنه كان جميع سنوات ايجابية، أي انه يدل على أن التدفقات الداخلة أكثر من التدفقات الخارجة يعني أن هناك استقرار نسبي في الاستثمارات رغم كل الأزمات المتتالية عالميا .

أما بالنسبة للاستثمار الحافظة والاستثمارات الأخرى نلاحظ أنها كانت بين ايجابي و السلبي وبين الارتفاع و الانخفاض، و هذا يدل على أن الاستثمارات الخارجة أكثر من الاستثمارات الداخلة إلى الأردن .

وبهذا نستنتج أن الأردن يولي أهمية أكبر للاستثمارات الأجنبية المباشرة لأنها تتميز بالاستقرار نسبيا بالمقارنة بالأنواع الأخرى التي كانت في أغلب الأحيان أهم أسباب الأزمات المالية في العديد من الدول ورغم هذا في سنة 2015 أصبح صافي الاستثمار الأجنبي في المحفظة اكبر من الاستثمار المباشر ويعود ذلك لتفضيل المستثمر الأجنبي للاستثمار غير المباشر خاصة في الظروف الأمنية للمنطقة وللخروج من البلاد بسرعة وبأقل تكلف.

المطلب الثالث : تحليل تطور الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية

الفرع الأول : قانون تشجيع الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان

تأتى أهمية الاستثمار الأجنبي من كونه أداة تعمل على زيادة الطاقة الإنتاجية للدولة المضيفة. ففي الأردن تم سن العديد من التشريعات والقوانين المنظمة لعملية الاستثمار الأجنبي بما يتناسب والأهداف المرجوة منها لدعم الاقتصاد الوطني، ورفده بالعملة الأجنبية، وتوفير فرص العمل وتحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة. بناءً عليه صدرت في الأردن مجموعة من القوانين والتشريعات لتشجيع الاستثمار الأجنبي منذ بداية الخمسينيات، والتي كانت تواكب التطور الاقتصادي والاجتماعي الذي يمر به البلد، ومن هذه القوانين والتشريعات :

1 قانون تشجيع الاستثمار وتوجيه الصناعة رقم (27) لسنة 1955 .

2 قانون تشجيع وتوظيف رؤوس الأموال الأجنبية رقم (28) لسنة 1958.

3 قانون تشجيع الاستثمار رقم (1) لسنة 1967.

4 قانون تشجيع الاستثمار المؤقت رقم (53) لسنة 1973.

5 القوانين المعدلة لقانون رقم (53) لسنة 1995.

6 قانون تشجيع الاستثمار رقم (11) لسنة 1987 .

7 قانون تشجيع الاستثمار رقم (16) لسنة 1995.

8 قانون تشجيع الاستثمارات العربية والأجنبية رقم (27) لسنة 1995.

9 قانون تشجيع الاستثمار المؤقت رقم (68) لسنة 2003.

شملت القوانين السالفة الذكر على عدد كبير من التسهيلات للمستثمرين للعمل على توفير المناخ الاستثماري الملائم، دون عوائق ومن هذه التسهيلات إعفاءات ضريبية وجمركية، وتختص أيضا بالدخل، والأرباح، وضرائب الخدمة الاجتماعية، والأبنية والأراضي، وحوافز تتعلق بتحويل رأس المال، والرواتب، والأجور للعاملين الأجانب، وعوائد رأس المال. إلا أن هذه القوانين لم تلبى حاجة المستثمرين إلا بشكل محدود ولم تكن الاستثمارات الأجنبية ضمن المستوى المأمور ل. وكان لا بد من صدور قانون جديد يلبي حاجات المستثمرين أكثر، ويكون له الأثر الكبير في تشجيع الاستثمار الأجنبي، وبناء عليه تم سن قانون تشجيع الاستثمار رقم (16) لسنة 1995، وقانون تشجيع الاستثمارات العربية والأجنبية رقم (27) لسنة 1995، كمحاولة للعمل على سد وتغطية نقاط الضعف التي عانت منها القوانين السابقة، حيث منح القانون الجديد إعفاءات جمركية وضريبية أكبر ولمدد زمنية أطول، كما أعطى للمستثمر حق التملك للمشروع وإدارته بالشكل

الذي يريد دون قيد أو شرط وفي عام 2003 صدر القانون المؤقت رقم (68) حيث كان من أهم ملامح هذا القانون: الحق لأي شخص غير أردني أن يستثمر في المملكة عن طريق المشاركة أو المساهمة على أن تحدد القطاعات، والنسبة التي يحق للمستثمر غير الأردني المشاركة، أو المساهمة في حدودها ويعامل المستثمر غير الأردني معاملة المستثمر الأردني، وللمستثمر الحق في إدارة المشروع بالطريقة التي يراها، وبواسطة الأشخاص الذين يختارهم، و للمستثمر غير الأردني الحق في إخراج رأسماله الذي أدخله إلى المملكة لأغراض الاستثمار، وتحويل عوائد وأرباح استثماره إلى خارج الأردن، وتصفية استثماره أو بيع مشروعته أو حصته أو أسهمه دون تأخير، شريطة أن يكون قد أوفى بجميع التزاماته تجاه الغير، ويحق للعاملين الفنيين والإداريين غير الأردنيين في أي مشروع تحويل رواتبهم إلى خارج المملكة ووفقا للتشريعات النافذة¹.

الفرع الثاني: مساهمة المستثمرين الأجانب في قيمة السوقية من فترة 1994 - 2015.

سوف يتم من خلال هذا الفرع التعرف على مساهمة المستثمرين الأجانب في القيمة السوقية و ذلك من

خلال

الجدول التالي :

الجدول رقم (3-4): مساهمة الأجانب في القيمة السوقية لبورصة عمان في فترة(1994-2015).

الفترة	القيمة السوقية
1994	31.148
1995	31.048
1996	32.795
1997	39.059
1998	43.931
1999	43.099
2000	41.672
2001	38.507
2002	37.430
2003	38.844
2004	41.264

¹ثائر عدنان قديمي ، مرجع سابق ذكره ، ص ص 8 9

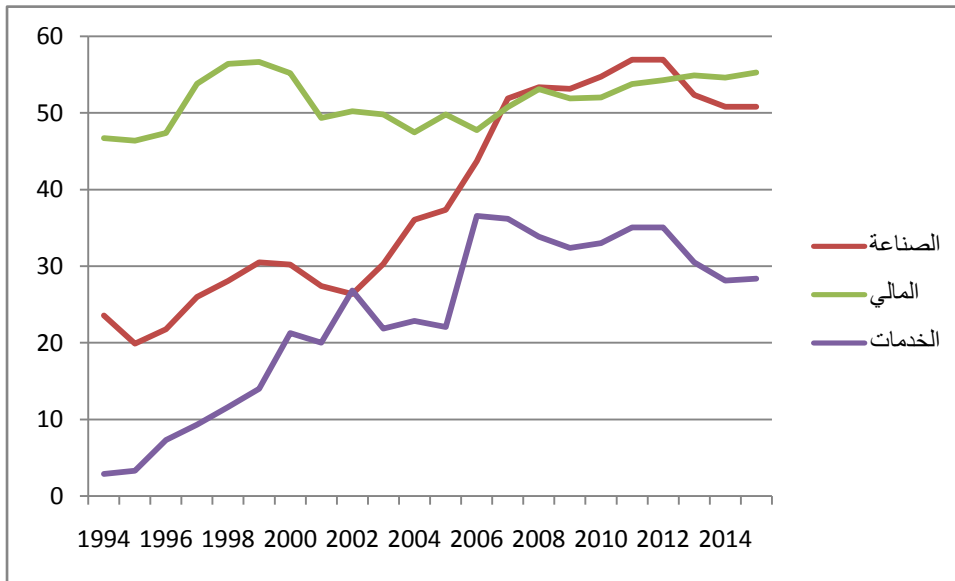
45.043	2005
45.531	2006
48.947	2007
49.247	2008
48.247	2009
49.562	2010
51.326	2011
51.326	2012
49.890	2013
49.843	2014
49.538	2015

المصدر : تقارير السنوية لبورصة عمان لسنوات 1994 إلى 2015.

من خلال الجدول نستنتج أن الأردن وبسبب امتيازات و التحفيزات المقدمة للمستثمرين الأجانب، ارتفعت مساهمة الأجانب في القيمة السوقية ، من 31% إلى أن وصلت أكثر من 50%، وبقيت مستقرة عند هذه النسبة، وهذا يدل على أن مساهمة الأجانب في القيمة السوقية توضح قدرة هذه البورصة الحفاظ على جاذبيتها للمستثمر الأجنبي على الرغم من الأزمات المتتالية في المنطقة.

أما في ما يخص مساهمة الأجانب في القيمة السوقية قطاعيا فجاءت كما في التمثيل البياني التالي:

الشكل رقم (3-2) : مساهمة الأجانب في القيمة السوقية لبورصة عمان قطاعيا.



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (01)

نلاحظ من خلال الشكل أن مستثمرين الأجانب من سنة 1994 إلى 2015 ، كانت مساهمتهم الأكبر في القطاع المالي والصناعي و بدرجة اقل في قطاع الخدمات.

ومن خلال هذا التحليل يتم استنتاج أن المستثمرين الأجانب في الأردن يتجهون نحو مساهمة في القطاعات الإستراتيجية مثل القطاع المالي والصناعي لأنها تعتبر منتجة أكثر من غيرها .

الفرع الثالث : تحليل تداولات الأجانب الأفراد و الشركات في بورصة عمان

سوف نقوم بتحليل تداولات الأجانب ، حيث تم تقسيمها إلى أفراد و شركات ومن ثم يتم مقارنتها مع العرب سواء في حالة بيع أو شراء كما هو موضح في جدولين التاليين :

الجدول رقم (3-5) : مقارنة بين تداول المستثمرين الأجانب الأفراد والشركات حالة الشراء وبيع في بورصة عمان الوحدة :مليون دينار

تداول الأجانب الأفراد و الشركات				الفترة
البيع		الشراء		
أجانب الأفراد	الأجانب الشركات	الاجانب الأفراد	الاجانب الشركات	
361.713	4.716.222	260.803	9.659.452	1996
240.331	15.248.366	813.212	54.668.875	1997
457.246	46.002.404	425.754	150.633.050	1998
758.491	40.304.403	703.745	61.575.642	1999
800.828	28.418.588	517.200	13.914.016	2000
1.207.582	36.404.749	1.124.299	29.35.009	2001
2.927.565	13.931.674	2.461.701	30.975.295	2002
5.308.783	46.410.824	4.516.117	150.317.116	2003

11.306.508	68.659.710	24.763.147	39.328.128	2004
67.796.436	298.803.382	98.290.136	593.963.463	2005
92.555.599	169.235.477	83.117.249	257.711.265	2006
83.156.062	278.686.795	64.261.615	341.512.125	2007
81.433.501	798.476.867	60.472.701	925.927.152	2008
33.744.365	261.074.170	33.958.484	205.135.911	2009
16.598.988	115.033.239	12.448.087	178.633.783	2010
26.338.889	115.456.190	955.768	34.924.328	2011
11.678.112	47.774.188	6.644.231	88.572.774	2012
18.591.718	80.857.758	6.756.015	114.248.362	2013
22.958.686	114.084.585	3.759.281	96.808.298	2014
11.205.690	86.377.170	2.500.861	84.934.469	2015

المصدر: تقارير سنوية لبورصة عمان من 1996 إلى 2015

ومن خلال الجدول أعلاه نستنتج نلاحظ سيطرة تداولات الأجانب للشركات على التداول في البورصة في معظم السنوات الدراسة حيث كانت تتجه نحو زيادة في كل سنة تقريبا، وهذا جيد بالنسبة للبورصة لأن استثمار الشركات يعتبر في كثير من الأحيان مستقر بالمقارنة مع الأفراد. وهذا ما يؤكد أن الاستثمارات الأجنبية في بورصة عمان لا تتصف بالخطورة لأنه كما قال "المدير التنفيذي لبورصة عمان¹.

¹-ندوة شهرية، جمعية البنوك الأردنية، ندوة حول دور بورصة عمان في تعزيز النمو الاقتصادي.

إن استثمارات العرب والأجانب في بورصة عمان هي استثمارات طويلة الأجل تتمثل في صناديق استثمارية وصناديق تقاعد وحكومات عربية بنوك مركزية ومؤسسات مالية"، وهذا يعني أنها لا تهدف للمضاربة.

المبحث الثالث : قياس محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية بسوق عمان للأوراق المالية خلال فترة 1994-2015.

إن الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان يعتبر من استثمارات المهمة في بورصة عمان لكن نجد أنه تحكمه محددات و لمعرفة هذه محددات ومدى فعاليتها في بورصة عمان يتم قياسها وفق عدة نماذج وهذا ما سيتم دراسته و تحليله في هذا المبحث .

المطلب الأول : توصيف النموذج

سيتم من خلال هذا المطلب توصيف النموذج وذلك من خلال معرفة إطار الزمني للدراسة ومتغيراتها وبناء هذا النموذج وهذا ما سوف يتم تطرق إليه كآتي :

الفرع الأول : إطار الزمني للدراسة و مصادر البيانات

اعتمدت الدراسة على البيانات المنشورة على الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي الأردني وأيضاً إحصائيات البنك الدولي ، بحيث تم اختيار سلاسل زمنية تمثل بيانات سنوية للمتغيرات المختارة خلال الفترة 1994 إلى 2015 تحتوي 22 مشاهدة حسب الملحق رقم (02).

الفرع الثاني:متغيرات الدراسة

- المتغير التابع: ويتمثل في الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في بورصة عمان ورمزنا له بالرمز FPI
- المتغيرات المستقلة: خلال الجزء النظري والدراسات السابقة تشمل المتغيرات المستقلة على متغيرات من داخل السوق وخارجه وهي:
- سعر الفائدة : وهو متغير من خارج السوق وله تأثير في قرارات الاستثمار، و يمثل سعر إعادة الخصم في البنوك التجارية، والعلاقة النظرية بين هذا المؤشر والمؤشر التابع هي علاقة طردية، ورمزنا له بالرمز TAUX.
- المؤشر العام: ويمثل قيمة المؤشر العام للبورصة معبرا عنه بالنقطة، والعلاقة النظرية بينه وبين المتغير التابع هي علاقة طردية، فهو يعبر عن عائد السوق، فكلما ارتفع هذا العائد شجع المستثمرين على الاستثمار في البورصة، ورمزنا له بالرمز INDX.
- الناتج المحلي الإجمالي : وهو متغير خارج السوق، ويعبر عن تطور النمو الاقتصادي، والعلاقة النظرية بينه وبين المتغير التابع هي علاقة طردية، فارتفاع هذا المؤشر يعبر عن أن الاقتصاد في نشاط وبالتالي يشجع على الاستثمار في البورصة، ورمزنا له بالرمز GDP.

- **معدل التضخم:** وهو متغير خارج السوق، وهو من المخاطر المنتظمة للسوق، والعلاقة النظرية بينه وبين المتغير التابع هي علاقة عكسية، ورمزنا له بـ INF.
- **القيمة السوقية الكلية:** وهو متغير داخل السوق، يعبر عن تطور رأس مال بورصة عمان الإجمالي، وله علاقة ايجابية نظريا فكلما كان حجم البورصة كبيرا كان مؤشرا للأداء الجيد وبالتالي زيادة الاستثمارات والمعاملات، ورمزنا له بالرمز KA.
- **الاستثمار الأجنبي المباشر:** وهو متغير من خارج السوق، يعبر عن تدفق الاستثمار الأجنبي في القطاع الحقيقي، وله علاقة ايجابية نظريا مع المتغير التابع ورمزنا له بالرمز FDI.
- **سعر الصرف الاسمي:** وهو متغير من خارج السوق، ويعتبر تقلبه أهم المخاطر التي يتعرض لها السوق، فكلما كان هذا السعر أكثر تقلبا اثر هذا على الاستثمار الأجنبي بالسلب، ورمزنا له بالرمز XRAT.
- **الديون الخارجية:** وهو متغير من خارج السوق، ويعبر عن الجدارة الائتمانية للدولة، فهذا المؤشر يؤثر كثيرا على قرارات المستثمرين، أي من الناحية النظرية هناك علاقة عكسية بين هذا المؤشر والمتغير التابع، ورمزنا له بالرمز EXD.

الفرع الثالث: بناء نموذج قياسي

سيتم العمل على قياس محددات الاستثمار الأجنبي في الحافظة المالية بسوق الأوراق المالية في عمان-الأردن- باستخدام طريقة المربعات الصغرى للفترة الزمنية 1994-2015، وقد تم استخدام طريقة تحليل الانحدار المتعدد الراجع لتحديد العلاقة بين كل من مؤشرات السيولة مع المتغيرات الاقتصادية سابقة الذكر خلال الفترة (1994-2015)، حيث نقوم بإدخال كل المتغيرات إلى النموذج ثم يتم حذف المتغيرات أو اقلها إسهاما، ويتم تقييم النموذج بعد الحذف، وإذا أدى ذلك إلى إضعاف النموذج يعاد إدخال المتغير، وإذا لم يتأثر النموذج يتم حذف المتغير، ويتم تكرار هذا الإجراء حتى يصل النموذج الى أفضل مجموعة من المتغيرات، وفيما يتعلق بمعالجة البيانات سيتم استخدام برنامج خاص بالاقتصاد القياسي والمتمثل في البرنامج الإحصائي (8 Eviews) للحصول على نتائج دقيقة، وذلك بالاعتماد على المعطيات المتوفرة في الملحق رقم (02) الذي يلخص كل المتغيرات التي يشملها النموذج.

و قدرت العلاقة كما يلي:

النموذج الخطي على النحو التالي:.

$$FPI = \beta_0 + \beta_1 \text{indx} + \beta_2 \text{fdi} + \beta_3 \text{ka} + \beta_4 \text{gdp} + \beta_5 \text{inf} + \beta_6 \text{exd} + \beta_7 \text{taux} + \beta_8 \text{xrat} + e_i \dots (1)$$

بحيث :

e_i - حد الخطأ العشوائي، التغير في قيمة التابع الغير مفسرة بالمتغيرات المستقلة في النموذج الاقتصادي.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8$: وهي معاملات النموذج القياسي المقترح وهي تعبر عن محددات الانحدار الخطي المتعدد.

المطلب الثاني : دراسة النموذج

والمتعلق بدراسة المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي للحفاظ المالية في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1994-2015، وبعد إدخال المعطيات (الملحق رقم 2) في برنامج (8 eviews)، نتحصل على النتائج الموضحة (الملحق رقم: 02) فنحصل على الدالة التالية:

$$FPI = -303.1888 - 0.001177 \text{indx} + 7.43E-11 \text{fdi} + 0.000447 \text{ka} + 0.002390 \text{gdp} - 0.246656 \text{inf} - 0.000527 \text{exd} + 0.529004 \text{taux} + 465.968 \text{xrat} + e_i$$

$$\text{Prob}(F) = 0.000026, R^2 = 89.90\%$$

حيث:

تظهر نتائج التحليل الإحصائي ارتفاع المعنوية الإحصائية للنموذج من خلال احتمالية فيشر كما هي موضحة اقل من درجة المعنوية 0.05، وأيضا القوة التفسيرية للنموذج الموضحة بواسطة معامل التحديد مقبولة حيث وصلت إلى أكثر 89% .

وهذا يدل على الأقل أن هناك متغير مستقل يؤثر على الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية (أي يحدده)، وبعد القيام في كل مرة بحذف متغير مستقل الأقل قوة معنوية، حصلنا النموذج النهائي كما في الملح

رقم (3 0)

ومنه تكون دالة النموذج النهائية كما يلي:

$$FPI = -262.5758 + 0.003283gdp - 0.000877exd + 409.4730xrat + e_i \dots -2$$

$$Prob\ t : \rightarrow \quad (0.0075) \quad (0.0000) \quad (0.0313)$$

$$R^2=87.82\% \quad R^2=85.79\% \quad Prob(F\text{-statistic})= 0.000000$$

المطلب الثالث : تقييم و اختبار النموذج النهائي

وبعد إيجاد وتقدير النموذج المناسب للدراسة سنقوم في هذه المرحلة بتقييم واختبار المعلومات وتحليل النتائج من الناحية الإحصائية والاقتصادية وأخيرا القياسية.

الفرع الأول : التقييم الإحصائي للنموذج

1-1- اختبار معامل التحديد R^2 :

لدينا هذا المعامل يقدر بـ 0.8782 مما يعني أن النموذج له قدرة تفسيرية قوية ، وتشير إلى أن 87.82% من التغيرات الحاصلة في الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية كان سببها التغيرات في كل من الديون الخارجية، سعر الصرف الاسمي ، وأيضا تغيرات الناتج المحلي الإجمالي، في حين أن حوالي 22% تفسرها متغيرات أخرى، وقد أكدت هذه النتيجة قيمة معامل التحديد المصحح $(R/2)$ والبالغة 0.8579.

1-2- اختبار ستودنت (T):

يستخدم لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع في نموذج الانحدار الخطي المتعدد، ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفرضيات.

- فرضية العدم:

وتنص على عدم وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

$$H_0 : B_1 = B_2 \dots = 0 \text{ أي}$$

- الفرضية البديلة:

وتنص على وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

$$H_1 : B_1 \neq B_2 \dots \neq 0 \text{ أي}$$

ففي مستوى معنوية 5% (أي مستوى ثقة 95%) سندرس قيمة احتمالية الخطأ (Prob.) المبنية بين قوسين في النموذج النهائي، فإذا كانت هذه القيمة أقل من 0.05 نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم أي المعلمة لها معنوية إحصائية ومنه:

- من اجل المعلمة (B1) للمتغير المستقل (الناجح المحلي الإجمالي) نلاحظ أن قيمة احتمالية الخطأ أقل من 0.05 ومنه نقبل الفرضية البديلة أي أن B1 معنوية إحصائياً، وان المتغير (الناجح المحلي الإجمالي) له تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 95%.

- من اجل المعلمة B2 للمتغير المستقل الديون الخارجية، نلاحظ ان قيمة احتمالية الخطأ أقل من 0.05 ، ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن الديون الخارجية له تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 95%.

- من اجل المعلمة B3 للمتغير المستقل سعر الصرف الاسمي، نلاحظ أن قيمة احتمالية الخطأ أقل من 0.05، ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن سعر الصرف الاسمي له تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 95%.

1-3 اختبار فيشر F :

ويستخدم هذا الاختبار لدراسة معنوية كل المعلمات في آن واحد، ويستخدم أيضاً فرضية العدم والفرضية البديلة كما سبق ذكره.

ويتم اختبار المعنوية الكلية من خلال مقارنة F المحتسبة مع القيمة الجدولية، بالاعتماد على درجات حرية الانحدار (k-1) ودرجات حرية الخطأ (n-k)، فإذا كانت قيمة فيشر المحتسبة اكبر من الجدولية فإننا نقبل الفرضية البديلة، أما إذا كانت أقل فنرفض هذه الفرضية او من خلال قيمة احتمالية فيشر، ف إذا كانت هذه القيمة أقل من 0.05 فإننا نقبل الفرضية البديلة، وبالنسبة للنموذج المدروس نجد أن $Prob(F-statistic)=0.000000$ وهي أقل من 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية البديلة، وهذا يدل على أن معادلة الانحدار الإجمالية معنوية إحصائياً، وبهذا نقول من خلال التقييم الإحصائي أن النموذج مقبول إحصائياً.

الفرع الثاني : المعيار الاقتصادي

أما فيما يتعلق بالتحليل الاقتصادي ، فتشير نتائج التقدير إلى أن العلاقة بين المتغيرات المفسرة ومتغير التابع تتوافق مع ما هو وارد بالنظرية الاقتصادية والدراسات السابقة.

1- فبالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي GDP:

من خلال الدالة النهائية رقم (2) يتضح أن هناك علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي وتغيرات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية بعمان، وهذا ما تبينه إشارة المعامل (β_1)، فعند زيادة GDP تؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي (الانتعاش)، وبالتالي زيادة أرباح الشركات خاصة المدرجة في البورصة، ومنه جذب الاستثمار الأجنبي الذي يبحث عن العائد المرتفع.

2 فبالنسبة للديون الخارجية EXD:

تدل الإشارة السالبة في معامل هذا المتغير (β_2) ، للعلاقة العكسية بين كل من تطور الديون الخارجية والاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في بورصة عمان للأوراق المالية، وهو ما يتوافق مع منطق النظرية الاقتصادية وكذا الدراسات التي أجريت في هذا المجال، حيث تشير نتائج النموذج إلى أن زيادة الديون الخارجية بنقطة واحدة تؤدي إلى انخفاض الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية بمقدار 0.000877 وحدة، لاعتبار أن الديون الخارجية يعتبر مؤشر سلبي للاستثمار المحلي والأجنبي، خاصة إذا كانت تمثل نسبة عالية من الناتج المحلي الإجمالي.

3 بالنسبة لسعر الصرف الاسمي XRAT :

يتضح من التقديرات الواردة في المعادلة رقم (2) وجود علاقة ايجابية بين تغيرات سعر الصرف وتغيرات الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية حسب ما تظهره المعلمة (β_3)، وهو ما يتوافق مع منطق النظرية الاقتصادية، فاستقرار سعر الصرف يعد مؤشر ايجابي للاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية لعمان.

وفي الأخير نقول أن المتغيرات المستقلة مقبولة من الناحية الاقتصادية، و أن من أهم محددات الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية هي في المقام الأول استقرار سعر الصرف، وبدرجة اقل تغيرات الناتج المحلي الإجمالي ثم الأقل تحديدا الديون الخارجية.

الفرع الثالث : التقييم القياسي

- دراسة استقرارية مربعات البواقي:

من خلال الجدول رقم (3-6)، ومن خلال تطور معاملات الارتباط الذاتي لمربعات البواقي، نلاحظ أن هذه المعاملات تقع كلها داخل مجال الثقة، وأيضاً احتمالية Q-Stat أكبر من 0.05 وبالتالي مربعات البواقي مستقرة.

الجدول رقم (3-6): تطور معاملات الارتباط الذاتي لمربعات البواقي

Date: 01/05/18 Time: 17:01
Sample: 1994 2015
Included observations: 22

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.149	0.149	0.5587	0.455
		2	0.321	0.306	3.2802	0.194
		3	0.214	0.153	4.5554	0.207
		4	0.147	0.022	5.1873	0.269
		5	-0.060	-0.209	5.2993	0.380
		6	-0.094	-0.195	5.5922	0.470
		7	-0.006	0.063	5.5935	0.588
		8	-0.090	0.057	5.8977	0.659
		9	-0.012	0.093	5.9035	0.750
		1...	-0.119	-0.120	6.5246	0.769
		1...	0.047	-0.000	6.6323	0.828
		1...	-0.131	-0.126	7.5414	0.820

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

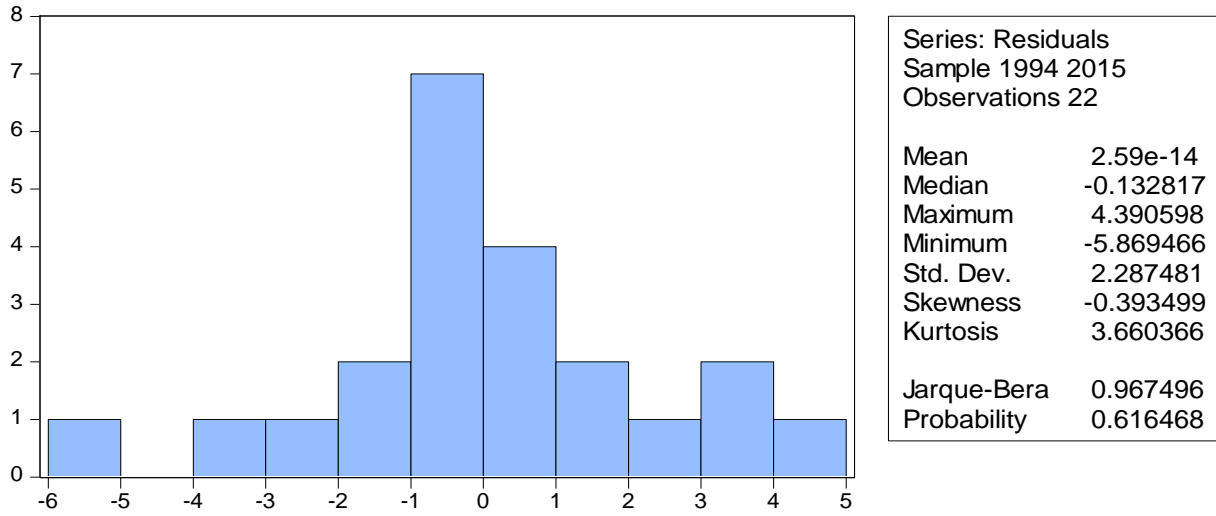
- اختبار درين واتسون:

والذي يختبر خلو مشكلة الارتباط الذاتي، ومن خلال النموذج النهائي في الملحق رقم (3)، بلغت قيمة درين واتسون المحتسبة 1.150916، وهي محصورة بين الحدين الأدنى (dl=1.05) والأعلى (du=1.66)، وفي هذه الحالة يكون القرار غير محدد.

- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

يوضح الشكل الموالي اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي، ونلاحظ من خلاله ان البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً، لان احتمالية إحصائية jarque-bera هي أكبر من 0.05 وعليه نقبل بان البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً في مجال الثقة 95%.

شكل رقم (3-3): اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا



المصدر: مخرجات برنامج Eviews

- اختبار تجانس تباين الأخطاء (اختبار ARCH-LM):

يجري هذا الاختبار انحدارا ذاتيا للأخطاء أو تباينات البواقي من الدرجة الأولى، وكانت نتائج التقدير

وفقا لهذا الاختبار كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول رقم (3-7): اختبار ARCH-LM

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.439557	Prob. F(1,19)	0.5153
Obs*R-squared	0.474841	Prob. Chi-Square(1)	0.4908

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

ونلاحظ من خلال احتمالية إحصائية فيشر وهي أكبر من 0.05، بان تباين الأخطاء متجانس أي

تباينات البواقي لا ترتبط بالزمن، ومنه يمكن القول أن النموذج خالي تقريبا من المشاكل الإحصائية أو

القياسية.

خلاصة الفصل الثالث :

و كخلاصة لهذا الفصل يمكن القول أن بورصة عمان من أهم بورصات العربية و ذلك راجع إلى مساهمة الأجانب و بنسبة كبيرة ، بالإضافة إلى أنها قامت بالعديد من الإصلاحات لجذب الاستثمار الأجنبي . و يمكن القول أن هناك تأثير للأجانب على سوق الإصدار في بورصة عمان من خلال مساهمة في هذا السوق بنسبة وصلت إلى 50%، أي ساهمت في تمويل الاقتصاد الأردني، خاصة عن طريق سندات الحكومية. وأيضا يوجد تأثير على البورصة الأردنية من خلال تداول الأجانب لكن هذا التأثير ليس كبير حسب معدل الدوران والقيمة السوقية وهذا يدل على أن الاستثمار في البورصة الأردنية استثمار مستقر وليس مضاربا.

الخاتمة

الخاتمة:

لقد عالجت هذه الدراسة موضوع محددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في بورصة عمان للأوراق المالية، حيث تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في الاقتصاد، حيث من خلاله تستقطب الاستثمارات و تدعم و تحرك عجلة الاقتصاد في دول النامية.

تعتبر بورصة هي حلقة وصل بين أصحاب الفائض الذين يريدون استثمار أموالهم وأصحاب العجز الذي يريدون تمويل استثمارهم.

ولقد حاولنا من خلال هذه دراسة التعرض إلى 3 فصول ، حيث فصلين الأولين نظرين و فصل الثالث تطبيقي بالاعتماد على المنهج و الأدوات المشار إليها في المقدمة و في الدراسة التطبيقية انطلاقا من الفرضيات المعتمدة.

حيث تعرضنا في الفصل الأول إلى أهم الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية ، و ذلك من خلال تحديد مفهومه و أهم الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى مفهومه وأهم وظائفه، و كذلك معرفة أهم مؤشرات و كفاءته مالية، أما الفصل الثاني فتناولنا فيه الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية و ذلك من خلال تعرف على مفهومه و خصائصه و أهم محدداته بالإضافة إلى تحديد دوافعه و أهم أشكاله و قنوات الاستثمار في المحفظة المالية.

أما الفصل الثالث فعبارة عن دراسة تطبيقية لقياس محددات الاستثمار في المحفظة المالية في بورصة عمان للأوراق المالية 1994-2015، حيث تعرضنا فيه إلى جوانب نظرية لبورصة عمان، و كذا واقع الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية على دول العربية، و كذلك تم قياس حدود الدراسة باستعمال نماذج قياسية.

و بالتالي يمكن ذكر اختبار الفرضيات و نتائج البحث و التوصيات دراسة كما يلي :

1 اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: المتغيرات الداخلية الخاصة بسوق الأوراق المالية هي أكثر تأثيرا في تحديد الاستثمار الأجنبي

إن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية يعتمد على عدة محددات اقتصادية في سوق الأوراق المالية ، حيث أن هذه المحددات تنقسم إلى قسمين منها الداخلية و الخارجية ، و نجد أنها لها تأثير على عمل سوق الأوراق المالية

و منه من خلال دراستنا لسوق عمان للأوراق المالية نجد أنه يتأثر بالعوامل الخارجية أكثر من الداخلية ،
و من هنا نجد أن الفرضية الأولى الأنس ذكرها خاطئة .

الفرضية الثانية : يؤثر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية على أداء سوق عمان للأوراق المالية

من خلال الدراسة التي تم القيام بها لسوق عمان للأوراق المالية نلاحظ أن الاستثمار يؤثر على أداء
السوق و هذا لأن مساهمة الأجانب في القيمة السوقية فكانت بنسبة أكثر من 50 % و كذلك حجم تداولات
الأجانب في الاستثمار في المحفظة المالية كانت مستقرة تقريبا .

لهذا يمكن القول أن الفرضية الثانية صحيحة

الفرضية الثالثة : يعتبر سوق عمان المالي من الأسواق الجاذبة للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

إن سوق عمان للأوراق المالية هو من الأسواق التي يجذب جذب الاستثمارات الأجنبية خصوصا في
الدول النامية ، وذلك من أجل تحريك و زيادة تدفقات رؤوس الأموال ، حيث أنه عند دراسة هذا السوق من
خلال التدفقات الاستثمارات الأجنبية نجد أن سوق عمان جاذب للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ، من
خلال استقرار المساهمة في القيمة السوقية في حدود أكثر من 50%

و من هنا يتم قول أن الفرضية الثالثة صحيحة .

2 نتائج البحث:

- بورصة عمان هي مؤسسة مالية لا تهدف إلى الربح ، وهدفها تحقيق الكفاءة و العدالة ، أي سوق
عادل في التعامل .

- عند مقارنة الاستثمار الأجنبي المباشر مع الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، نجد أن
الأردن يولي أهمية أكبر للاستثمارات الأجنبية المباشرة لأنها تتميز بالاستقرار نسبيا بالمقارنة مع
الأنواع الأخرى ، لكن مع هذا نلاحظ أن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية يتطور من سنة
إلى أخرى .

- هناك تأثير للأجانب على سوق الإصدار لبورصة عمان من خلال مساهمتهم في هذا السوق بنسبة
وصلت إلى 50 ، أي ساهمت في تمويل الاقتصاد الأردني ، خاصة عن طريق سندات الحكومية .

- إن التحفيزات و الامتيازات المقدمة من طرف السلطات الأردنية للمستثمرين الأجانب قد أتت أكلها ، من خلال الارتفاع المستمر لمساهمة الأجانب في القيمة السوقية (التي بلغت حدود 50 % خاصة في قطاع الصناعة و القطاع المالي) .
- خطت الأردن خطوة كبيرة في فتح سوقها المالية أمام الأجانب ، و ذلك من خلال تطور قانون تشجيع الاستثمار الأجنبي الذي سمح بحرية تملك الأجانب لجميع المؤسسات الأردنية ، حيث منح للمستثمر حق التملك للمشروع و إدارته بالشكل الذي يريد دون قيد أو شرط .
- توصلنا إلى أن المؤشرات الخارجية الأكثر تأثيرا وتحديدا للاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية.
- أن من أهم المحددات الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية في بورصة عمان للأوراق المالية هي بالدرجة الأولى استقرار أسعار الصرف، ثم في الدرجة الثانية الناتج المحلي الإجمالي أي مؤشر النمو الاقتصادي، ، وأخيرا وبتأثير اقل تطور الديون الخارجية .

3 التوصيات:

- ضرورة الربط بين الأسواق المالية العالمية و أسواق المالية العربية النامية ، و ذلك من أجل تحريك عجلة الاقتصاد و زيادة تدفقات الأجنبية .
- توعية المستثمر على أهمية الاستثمار بالأوراق المالية في البورصات ، وعدم حشد أموالهم دون فائدة، وذلك من أجل تطوير الاقتصاد في الدول النامية حيث يكون هذا التشجيع و التوعية عن طريق وسائل الإعلام الحديثة.

- اذا أرادت الأردن جذب المزيد من الاستثمارات فعليها الرفع من نموها الاقتصادي والمحافظة على استقرار سعر صرفها، بالإبقاء على نظام سعر الصرف الثابت، والتخفيض من المديونية الخارجية.

4 آفاق الدراسة : وتتمثل في:

- بحث عن كيفية جذب للاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية أكثر لسوق عمان للأوراق المالية.
- دراسة ما مدى تأثير الاستثمار الأجنبي على سوق عمان للأوراق المالية
- معوقات فتح بورصة عمان أمام الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

قائمة المراجع

الكتب:

- 01 بن ضيف عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الاسلامية ،دار النفائس للنشر و التوزيع ،الأردن .
- 02 حاكم ربيعي و الآخرون ،المشتقاتالمالية،دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن ،الطبعة الاولى 2011.
- 03 حيماء وليد حنا الرضي ، الأسواق المالية تركيبها كفاءتها سيولتها و التجربة العربية ، المنمة العربية للتتمية الادارية ، القاهرة ،2015.
- 04 رسمية احمد أبو موسى -الأسواق المالية والنقدية- المعتز للنشر والتوزيع عمان الطبعة 2010.
- 05 زياد رمضان ،مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي ، دار وائل للنشر ،عمان ،سنة 2007 .
- 06 زياد رمضان ،مروان شموط ، الأسواقالمالية ،الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ،عمان، 2015 ،ص ص 199-200.
- 07 زياد رمضان ،مروان شموط ،الأسواقالمالية ،جامعة القدس المفتوحة ،الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ،الاردن ،الطبعة الثالثة ،سنة2007.
- 08 - سعيدي يحيى ، الاستثمار الأجنبي المباشر ، عمان إثراء للنشر و التوزيع ،الأردن ،الطبعة الأولى 2013.
- 09 - سمير عبد الحميد رضوان ،المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها،دار النشر للجامعات،الاردن الطبعة 2013 .
- 10 - عاطف وليم أندراوس ، سياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ،اسكندرية ، 2005 .
- 11 - عاطف وليم اندرواس، أسواق الأوراق المالية ،دار الفكر الجامعي ،الاسكندرية ،الطبعة الأولى ،سنة 2008،ص 17.
- 12 - عصام حسين ، أسواق الاوراق المالية (البورصة) ،دار أسامة للنشر و التوزيع ،الاردن عمان سنة 2008.
- 13 - عصران جلال العصران ،الاستثمار غير مباشر في محافظ الأوراق المالية ، دار التعليم العالي ،الاسكندرية 2010.

- 14 - علا عادل عبد العال ، دور الاستثمار الأجنبي غير مباشر في تنشيط بورصة المصرية ،بحوث اقتصادية عربية ،العددان 24-25 الطبعة 2013.
- 15 - عمر هاشم محمد صدقة ، ضمانات الاستثمارات الأجنبية في القانون الدولي ،الاسكندرية ،دار الفكر الجامعي ،2008.
- 16 - لطيفة كلافي ، أثر السياسة المالية في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر ، مكتبة الوفاء القانونية الاسكندرية ،الطبعة الأولى ،2017.
- 17 - محمد عبد الله شاهين ، محافظ الأوراق المالية ،المعهد العربي للتخطيط،الكويت ، 2017.- محمد محمود شلبي ، علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء بورصات الأوراق المالية ،مكتب العربي للمعارف القاهرة الطبعة الأولى سنة 2013 .
- 18 - محمد محمود شلبي ، علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء بورصات الأوراق المالية ،مكتب العربي للمعارف، القاهرة الطبعة الأولى ،سنة 2013
- 19 - محمد موسى أحمد علي ،إدارة المؤسسات والأسواق المالية ،مكتبة الوفاء القانونية ،الإسكندرية ،الطبعة الأولى 2015 .
- 20 - محمود حامد عبد الرزاق ، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية ،دار الجامعية إسكندرية ،الطبعة الأولى،السنة 2013.
- 21 - مروان عطوان ،الأسواق المالية والنقدية -البورصات ومشكلاتها- في عالم نقد والمال- ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر الطبعة الثانية 2003
- 22 - منير إبراهيم الهندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، الاسكندرية ، التوزيع و دار النشر المعرفة الجامعية ،2014.
- 23 - مؤيد عبد الرحمن الدوري ،سعيد جمعة عقل إدارة المشتقات المالية ،إثراء للنشر وتوزيع الطبعة الأولى 2012
- 24 - نسرين عبد الحميد نبيه -البورصة- المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية الطبعة 2012
- 25 - هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ،دار صفاء للنشر والتوزيع ،عمان ،الطبعة الأولى ، 2015.

ثانياً- الملتقيات والندوات والمؤتمرات :

- ندوة شهرية، جمعية البنوك الأردنية، ندوة حول دور بورصة عمان في تعزيز النمو الاقتصادي

ثالثاً - مذكرات وأطروحات :

01 - بو عبد الله علي ، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف فيالدولالعربية ، رسالة لنيل الدكتوراه ،جامعة محمد خيضر بسكرة ،2014.

02 - بوكساني رشيد ،معوقات أسواق الأوراق المالية و سبل تفعيلها ،رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر كلية العلوم الاقتصادية ،سنة 2014

03 - خيضر عقبة ، أثر الاستثمار الأجنبي غير مباشر على أداء سوق الأوراق المالية ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير ،جامعة محمد خيضر بسكرة ،سنة2014

04 - رشام كهينة ، واقع و آفاق ربط بين الأسواق المالية العربية في ل تكامل الاقتصادي العربي ،مذكرة مقدمة لنيل درجة ماجستير ،جامعة أحمد بوقرة بومرداس السنة 2008

05 - سارة عابدي ، أساليبأداء الحافظة المالية للأوراق المالية ،دراسة حالة بورصة دار البيضاء ،مذكرة لنيل شهادة ماستر ،جامعة قاصدي مرياح ورقلة سنة 2012.

06 - سميحة بن محياوي ، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية ،أطروحة نيل شهادة دكتوراه في العلوم تجارية سنة 2015

07 - نايف عبد العزيز حمد العنزي ، الافصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي و الأردني دراسة مقارنة ، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على ماجستير في قانون خاص ، جامعة الشرق الأوسط 2012.

08 - نور الدين بومدين ، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية ،رسالة لنيل شهادة الدكتوراه ،جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف ،سنة 2014

رابعا - المجلات والدوريات :

01 - مفتاح صالح ،معارفي فريدة ،متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث ، عدد 07، جامعة ورقلة ،السنة 2009.

02 - حسان خضر ،تحليل الأسواق المالية ،سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية ،العدد السابع

- 03 - دور الاستثمار الأجنبي غير مباشر في تنشيط البورصة المصرية ، مجلة بحوث الاقتصادي عربية ، العددان 23-24 صيف خريف 2013.
- 04 - صبري الحبيب ، أداء بورصة عمان ، غرفة تجارة عمان ، ادارة الدراسات و التدريجات و الاتفاقيات ، دولية 2006
- 05 - عبد الرزاق حمد حسين ، عامر عمران كاظم، قياس أثر الاستثمار غير مباشر على بعض المتغيرات الكلية في البلدان النامية ،مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية ،المجلد 2،العدد1، 2012.
- 06 - علا عادل عبد العال ، دور الاستثمار الأجنبي غير مباشر في تنشيط بورصة المصرية ،بحوث اقتصادية عربية ،العددان 24-25 الطبعة 2013.
- 07 - فلاق علي ، باصور محمد ، الاستثمار الأجنبي غير مباشر و دوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية ، المجلة الجزائرية للاقتصاد و المالية ، العدد الثالث ، أبريل 2015 .
- 08 - محمد إسماعيل ،جمال قاسم حسن ، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية ، صندوق النقد الدولي ،جانفي 2017.
- 09 - مفتاح صالح ، بوعبد الله علي ، واقع الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية ، أبحاث و اقتصادية و إدارية ،العدد الرابع عشر ، 2013.
- 10 - ميسون علي حسين ،الأوراق المالية وأسواقها بالاشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية ،مجلة جامعة بابل ،العلوم الانسانية المجلد21،العدد 01 ،العراق،2013.
- 11 - وعشرون ،مارس 2004

خامسا - التقارير :

- 01 - تقارير سنوية لبورصة عمان من 1995 الى 2015
- 02 - المؤسسة المصرفية لضمان الاستثمار ، نشرة فصلية ملامح إدارة الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية، العدد الفصلي الثاني، افريل ماي، 2011

سادسا - المراجع باللغة الأجنبية :

- 1 Joel priolon , **les marches finances** , paris , 2004
- 2 J.teuillie , p.topsacalion , **finance** , edvuibert , paris , 199-

سابعاً - المواقع الإلكترونية :

01- <http://www.cbj.gov.jo>

02- WWW.almarefa.net

03- www.ase.com.jo

04- www.mawdoo.com

05 - موقع بورصة الأردن : www.exchange.com

06 - إبراهيم عبد المنعم ياسين ، الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية ، موقع دكتور محمد عنتر
www.mouhamedanter.com ، الأحد 06 جانفي 2010

الملاحق :

الملحق رقم 01 : مساهمة الأجانب في القيمة السوقية لبورصة عمان قطاعيا

الفترة	المالي	الخدمات	الصناعة	كافة القطاعات
1994	46.680	2.876	23.566	31.148
1995	46.348	3.277	19.888	31.048
1996	47.348	7.286	21.750	32.795
1997	53.796	9.299	26.001	39.059
1998	56.385	11.592	28.073	43.931
1999	56.647	13.967	30.484	43.099
2000	55.181	21.257	30.213	41.672
2001	49.309	20.003	27.391	38.507
2002	50.182	26.800	26.364	37.430
2003	49.773	21.836	30.276	38.844
2004	47.441	22.828	36.071	41.264
2005	49.770	22.033	37.341	45.043
2006	47.733	36.533	43.709	45.531
2007	50.733	36.152	51.881	48.947
2008	53.102	33.811	53.347	49.247
2009	51.883	32.337	53.137	48.247
2010	51.996	32.963	54.739	49.562
2011	53.762	35.014	56.937	51.326
2012	54.273	35.014	56.937	51.326
2013	54.900	30.483	52.327	49.890
2014	54.577	28.115	50.783	49.843
2015	55.245	28.340	50.801	49.538

الملحق رقم 02: الاحصائيات المستخدمة في بناء نموذج الدراسة

Année	FPI	TAUX	GDP	INDX	KA	INF	FDI	xrat	EXD
1994	31,14	8.5	4358.1	1436	3409.29	3.51	1994784	0.69	5277.82598
1995	31,04	8.5	4627.7	1591.7	3495.43	2.35	9320686	0.70	5365.285262
1996	32,79	8.5	4724.3	1534.6	3461.15	6.50	11000000	0.709	5232.249840
1997	39,05	7.75	4880.5	1692.4	3861.95	3.03	255900000	0.709	5185.512560
1998	43,93	9	5026.7	1701.3	4156.55	3.09	219800000	0.709	5360.747582
1999	43,09	8	5198	1673.5	4137.71	0.60	112000000	0.709	5747.295091
2000	41,67	6.5	5418.7	1330.5	3509.64	0.66	647500000	0.709	7843.412469
2001	38,5	5	5704.2	1727.2	4476.36	1.77	193997769	0.708	8426.770529
2002	37,43	4.5	6034.1	1700.2	5023.95	1.83	168899978	0.708	9228.219174
2003	38,8	2.5	6285.2	2614.5	7772.75	1.63	387800000	0.709	8969.077589
2004	41,3	3.8	6823.7	4245.6	13031.76	3.36	664200000	0.709	9250.495996
2005	45	6.5	7379.6	8191.5	26667.09	3.49	1407000000	0.709	9148.726136
2006	45,5	7.5	7976.8	5518.1	21078.23	6.25	2512700000	0.709	9913.112507
2007	48,9	7	8629	7519.3	29214.20	5.38	1859100036	0.708	10628.704127
2008	49,2	6.2	9253.1	6243.1	25406.26	14.92	2006046014	0.709	9913.432810
2009	48,9	4.8	9759.9	5520.1	22526.91	0.67	1713300000	0.71	10243.215440
2010	49,6	4.2	9985.5	5318	21858.18	5.01	1198760000	0.71	12122.177900
2011	51,3	4.5	10243.8	4648.4	19272.75	4.15	1055100000	0.71	12544.749310
2012	51,7	5	10515.3	4593.9	19141.52	4.52	1099400000	0.71	13123.890630
2013	49,9	4.5	10812.9	4336.70	18233.49	4.83	1382084015	0.71	16453.108320
2014	48,8	4.2	11147.6	4237.62	18082.61	2.89	1546600000	0.71	17239.816720
2015	49,5	3.8	11414.2	4229.89	17984.67	0.87	1136200000	0.71	18260.900380

الملحق رقم 03 : نتائج تقدير النموذج

Dependent Variable: FPI
 Method: Least Squares
 Date: 01/02/18 Time: 15:21
 Sample: 1994 2015
 Included observations: 22

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXD	-0.000527	0.000620	-0.850291	0.4106
FDI	7.43E-11	2.22E-09	0.033426	0.9738
GDP	0.002390	0.001849	1.292638	0.2186
INDX	-0.001177	0.003448	-0.341351	0.7383
INF	-0.246656	0.243626	-1.012436	0.3298
KA	0.000447	0.001120	0.398937	0.6964
TAUX	0.529004	0.477867	1.107010	0.2884
XRAT	465.9684	167.9840	2.773885	0.0158
C	-303.1888	116.4941	-2.602611	0.0219
R-squared	0.899000	Mean dependent var		43.50182
Adjusted R-squared	0.836846	S.D. dependent var		6.555276
S.E. of regression	2.647827	Akaike info criterion		5.077445
Sum squared resid	91.14286	Schwarz criterion		5.523780
Log likelihood	-46.85189	Hannan-Quinn criter.		5.182588
F-statistic	14.46411	Durbin-Watson stat		1.317205
Prob(F-statistic)	0.000026			

Dependent Variable: FPI
 Method: Least Squares
 Date: 01/02/18 Time: 15:27
 Sample: 1994 2015
 Included observations: 22

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXD	-0.000877	0.000376	-2.334984	0.0313
GDP	0.003283	0.000612	5.364882	0.0000
XRAT	409.4730	136.0184	3.010423	0.0075
C	-262.5758	95.39789	-2.752427	0.0131
R-squared	0.878232	Mean dependent var		43.50182
Adjusted R-squared	0.857937	S.D. dependent var		6.555276
S.E. of regression	2.470761	Akaike info criterion		4.809895
Sum squared resid	109.8839	Schwarz criterion		5.008267
Log likelihood	-48.90885	Hannan-Quinn criter.		4.856626
F-statistic	43.27406	Durbin-Watson stat		1.150916
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews