

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله الذي علم العلم ورفع أهل العلماء فقال: "يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ".

إلى من يقدس شعلة العلم.....ويمجد جدوة المعرفة..... ويناضل دوماً ويجاهد للنهوض بقيمة الحرف وعمق الكلمة..... أهدي ثمرة جهدي وحصيلة مشواري :

*إلى والدي الكريمين أطال الله في عمرهما في خير.

*إلى كل الأهل والأقارب سواء كانوا من قريب أو من بعيد .

*وإلى كل من يؤمن بأن بذور نجاح التغيير هي في ذواتنا وفي أنفسنا قبل أن تكون في أشياء أخرى ...
*إلى كل من سلك طريقاً يتغي فيه علماً.....

أهديكم هذا العمل المتواضع.

الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

مقدمة الفصل الثالث:

بورصة قطر (Qatar Stock Exchange) هي أهم سوق أوراق مالية في قطر، بورصة قطر لديها العضوية الكاملة في الاتحاد الدولي للبورصات واتحاد البورصات العربية، وتمت ترقيتها من قبل أم أس سي إي وأس أند بي مؤشرات داو جونز.

تتكون البورصة حاليا من 43 شركة، وتعرف تحت اسم سوق الدوحة للأوراق المالية. تم تأسيس هذه البورصة في 1997 في الدوحة.

الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

المبحث الأول: الجهاز المصرفي والمالي القطري.

شهد الاقتصاد القطري تطوراً كبيراً في مختلف المجالات الاقتصادية والاجتماعية خلال السنوات الماضية، مدعوماً بسياسة حكومية حرصت على انتهاز مبدأ الاقتصاد الحر القائم على قوى السوق، ويتجلى ذلك في الخارطة الاقتصادية للبلاد التي جاءت منسجمة مع التطورات الاقتصادية العالمية، وبما يتفق مع مصلحة الاقتصاد القطري، ويتضح ذلك أيضاً في التطور الذي حققه الجهاز المصرفي والمالي ومدى استجابته للإنجازات التي حققها الاقتصاد القطري على مستوى المتغيرات الاقتصادية الكلية.¹

المطلب الأول: مصرف قطر المركزي.

أنشئ مصرف قطر المركزي في عام 1993 ويعطي القانون للمصرف صلاحيات العمل في مجالات إصدار النقد والعمل كبنك للحكومة و للبنوك بالإضافة إلى وظيفته الرئيسية في مجال إدارة السياسة النقدية، وقد تم رفع رأس مال المصرف المدفوع ليتماشى مع التطور الذي يشهده القطاع المالي والمصرفي في البلاد.²

المطلب الثاني: بورصة قطر.

تأسست بورصة قطر (سوق الدوحة للأوراق المالية سابقاً) بموجب القانون رقم 14 لسنة 1995، وباشرت أعمالها في السادس والعشرين من مايو 1997، وفي 14 سبتمبر 2005، صدر القانون رقم 33، والمعدل بالمرسوم بقانون رقم 14 لسنة 2007، بشأن هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية الذي يقضي بإنشاء كل من الهيئة والسوق، وبموجب هذا القانون، تتولى الهيئة الجانب التشريعي والرقابي، بينما يكون دور السوق تنفيذياً فيما يتعلق بتداول الأسهم ونقل ملكيتها وإجراء التسويات المالية بين الوسطاء.

¹ - <https://mofa.gov.qa/>، قطر/الإقتصاد-اليوم/الجهاز-المالي-والمصرفي، date de 06/05/2019, heure (15:01)

² - <http://www.qcb.gov.qa/English/AboutQCB/Pages/History.aspx>, date de 06/05/2019, heure (15 :17) موقع من الإنترنت

الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

ودخل السوق مرحلة جديدة بدأت بصدور القانون رقم (33) للعام 2009 الذي أسفر عن تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى شركة مساهمة تحت مسمى (بورصة قطر)، بهدف إحداث نقلة جديدة في بنيتها من شأنها أن تحولها إلى بورصة عالمية تعمل وفق أحدث النظم. ولتنفيذ تلك الرؤية كان القرار بدخول نايسي يورونكست شريكا استراتيجيا بنسبة 20% لتبدأ بورصة قطر نشاطها تحت المسمى الجديد ابتداء من 2009/6/21.

تم السماح لمواطني دول مجلس التعاون بالاستثمار في قطاعي الصناعة والخدمات بنسبة لا تتجاوز 25%، ووافق مجلس الوزراء الموقر في التاسع والعشرين من شهر مايو 2002 على مشروع قانون صناديق الاستثمار التي تتيح لغير القطريين الاستثمار في جميع الشركات المساهمة المدرجة في السوق، وقد تم تأسيس بعض تلك الصناديق منها صندوق (الوسيلة) وصندوق (الوطني 2) وصندوق (بوابة قطر) بالإضافة إلى قيام السوق بفتح باب الاستثمار في الأسهم المدرجة في السوق أمام المستثمرين من غير القطريين تنفيذا للقانون رقم (2) لسنة 2005 بتعديل بعض أحكام قانون رقم (13) لعام 2000 بشأن تنظيم رأس المال الأجنبي¹.

المطلب الثالث: هيئة قطر للأسواق المالية.

تعد هيئة رقابية مستقلة تختص بالإشراف على بورصة قطر وتنظيم الأنشطة المتعلقة بالتعامل مع الأوراق المالية في سوق رأس المال القطري وتسعى إلى إرساء الأسس الصلبة لخلق سوق رأس مال في دولة قطر على أفضل المستويات العالمية تمكنه من اعتلاء مركز ريادي في المنطقة².

المطلب الرابع: البنوك التجارية.

يعمل في دولة قطر (20) مصرفاً تجارياً منها (12) بنكا وطنيا تجاريا يعمل (4) منها وفق أحكام الشريعة الإسلامية وتمارس تلك المصارف عملها من خلال (223) فرعاً محلياً.

¹- [https://www.qe.com.qa/ar/about-qse, 06/05/2019, heure \(16 :21](https://www.qe.com.qa/ar/about-qse, 06/05/2019, heure (16 :21) موقع من الإنترنت

²- [https://www.qfma.org.qa/Arabic/Pages/default.aspx, date de 06/05/2019, heure \(16 :21](https://www.qfma.org.qa/Arabic/Pages/default.aspx, date de 06/05/2019, heure (16 :21) موقع من الإنترنت

الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

المطلب الخامس: شركات الصرافة.

تلعب شركات الصرافة دورا مهما في تلبية الاحتياجات المحلية من العملات الأجنبية والمعادن النفيسة لأغراض مختلفة لاسيما ما يتعلق منها بتلبية المعاملات الاقتصادية غير المنظورة، وقد بلغ عدد شركات الصرافة العاملة في قطر نحو 20 شركة.

المطلب السادس: شركات التأمين.

يعتبر قطاع التأمين أحد المكونات المهمة للجهاز المالي والمصرفي وقد تزايدت ضرورة التأمين مع تزايد تعقيدات الحياة اليومية وخاصة النشاطات الاقتصادية حيث وصل معدل المخاطرة والخسائر إلى مستويات مرتفعة ، وقد تنوعت خدمات التأمين لتغطي أنواعا مختلفة من المخاطر كالتأمين ضد الحوادث والحريق والتأمين البحري والبري والتأمين الصحي وغيرها، ويبلغ عدد شركات التأمين (10) شركات خمس منها وطنية والخمس الأخرى وكالات أو فروع لشركات تأمين عربية أو أجنبية.

الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

المبحث الثاني: الأداء المالي لبورصة قطر.

في هذا السياق اعتمدنا على ثلاثة مؤشرات (منطلقات) رئيسية هي:¹

المطلب الأول: المؤشر العام للبورصة.

المؤشر العام للبورصة: أنظر الشكل أدناه خلال الفترة 2010-2018:

الشكل رقم 3-1: تطور المؤشر العام لبورصة قطر للفترة (2010-2018)



نلاحظ من خلال الشكل اعلاه، أن المؤشر في نمو خلال الفترة 2010-2014 كما نلاحظ ان في الفترة 2010-2013 شهد المؤشر استقرارا هذا نتيجة الازمة الاخيرة 2008، أما في سنة 2014 هو اقصى قيمة للمؤشر، ويمكن إرجاع هذا المستوى الى تزامن البدء الفعلي لترقية البورصة القطرية من مبتدئة الى ناشئة، اما في السنة التي تليها فهناك انخفاض راجع لانخفاض أسعار البترول وتداعياته على الأداء الإقتصادي للدول المصدرة للنفط، ثم واصل المؤشر إنخفاضه الى غاية 2016 ليرتفع مباشرة في السنة التي تليها ثم ينخفض

¹ - موقع من الإنترنت <https://www.qe.com.qa/ar/home>, date de 06/05/2019, heure(16 :24)

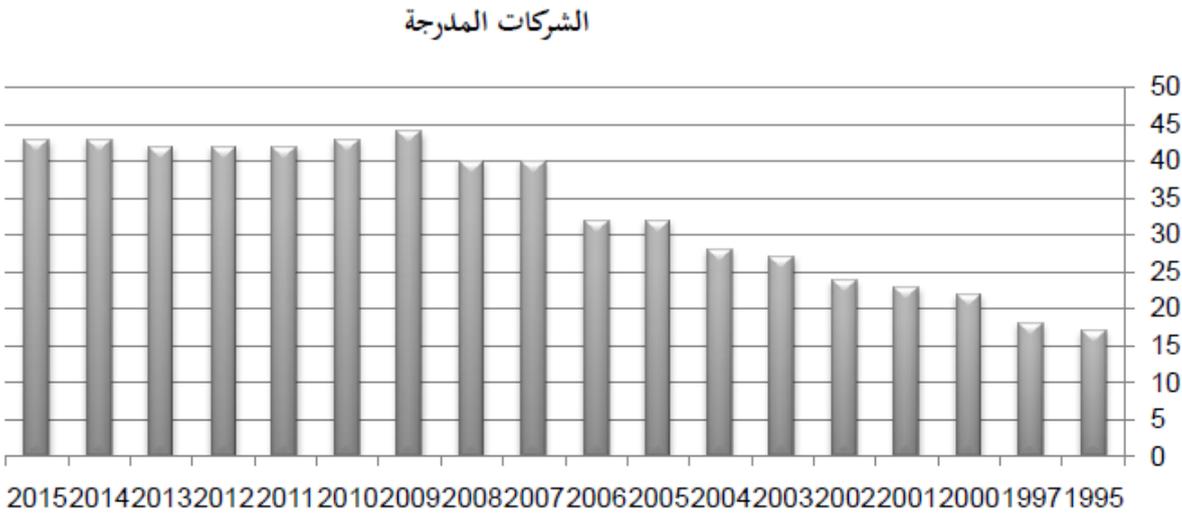
الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

لأدناه ويرتفع من نفس سنة 2018 وتعتبر الفترة بين 2016 الى نهاية 2018 بيوادر ظهور أزمة الخليج وبداية محاصرة دولة قطر التي استحدثت اسواقا جديدة مثل ايران والصين وروسيا وهذا ما انعكس على اقتصادها¹.

المطلب الثاني: الشركات المدرجة في البورصة.

افتتحت البورصة القطرية ب 17 شركة لتصل سنة 2015 الى 43 شركة مدرجة في هذه البورصة، والشكل التالي يوضح تطور ادراج الشركات في البورصة القطرية للأوراق المالية:

الشكل رقم 3-2: تطور ادراج الشركات في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة 1995-2015



المصدر: حجاج صليحة ، مرجع سبق ذكره، ص 24.

كما ارتفعت أرباح الشركات المدرجة في بورصة قطر بنسبة 7.17% خلال 2018، قياساً مع العام الذي سبقه 2017. وقالت بورصة قطر، في بيان اليوم الأحد، إن أرباح 45 شركة مدرجة سجلت 41.23 مليار ريال (11.3 مليار دولار) العام الماضي. وكانت أرباح الشركات المدرجة ببورصة قطر، سجلت 38.47 مليار ريال (10.6 مليارات دولار) في 2017.

¹ صليحة حجاج، دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الاسهم- دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة 2010-2015، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية فرع علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015-2016، ص 23.

الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

وحسب البيان لم تتضمن الأرباح نتائج شركة قطر لصناعة الألمنيوم (قامكو) التي أُدرجت في ديسمبر الماضي، لتكون الشركة الـ46 المدرجة بالسوق.

واستحوذ قطاع البنوك (يضم 9 مصارف مدرجة) على نسبة 55.5% من إجمالي أرباح الشركات المدرجة بالبورصة بقيمة 22.9 مليار ريال (6.3 مليارات دولار).

ويحسب المسح استحوذ بنك "قطر الوطني"، أكبر مصرف في البلاد، على الحصة الكبرى من أرباح البورصة بنسبة 33.6% من إجمالي أرباح البنوك للعام الماضي.¹

تدخل بورصة قطر إلى العام الجديد 2019، وقد تمكنت بنهاية عام 2018 من تحقيق العديد من الإنجازات على صعيد تجاوز التحديات أو تحقيق معدلات نمو قياسية في الأداء وضعتها في مقدمة الأسواق الناشئة على مستوى العالم. ولم يأت الأداء الإيجابي لبورصة قطر من فراغ، وإنما كان نتيجة لعدد من المحفزات والعوامل الداخلية، أهمها قوة الاقتصاد القطري والنمو المتسارع الذي يحققه، وذلك بشهادة المنظمات الدولية ومؤسسات التصنيف الائتماني، التي أكدت أن قطر قادرة على تحقيق معدلات نمو متسارعة حتى ولو استمر الحصار لسنوات أخرى. وفي هذه الفترة من العام، وفترة الحصار المستمرة شهدت البورصة نقلات نوعية بفضل الإجراءات والأدوات التي تم تطبيقها من بينها إدراج شركات جديدة وصناديق مؤشرات، فقد أكدت تفوق قطر على نظيراتها "بلومبيرغ" الخليجية على صعيد أداء أسواقها المالية رغم ظروف الحصار، في وقت تعثرت فيه تلك الأسواق. وتقول الوكالة إنه وبرغم الحصار المفروض على قطر منذ الخامس من يوليو 2017 إلا أن أصولها المالية كانت الأفضل أداء هذا العام مقارنة بباقي دول إلى "بلومبيرغ" الخليج الأخرى.

¹ - <https://alkhaleejonline.net/2018-اقتصاد/ارتفاع-أرباح-الشركات-المدرجة-في-بورصة-قطر-خلال-2018>, date de 05/06/2019, heure (16 :27)

الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

وأشارت أن قطر استطاعت تعويض آثار الحصار، حيث تراجعت مخاطر الائتمان، وأقبل المستثمرون

الأجانب على الأسهم القطرية بوتيرة هي الأسرع منذ 2016 على الأقل.¹

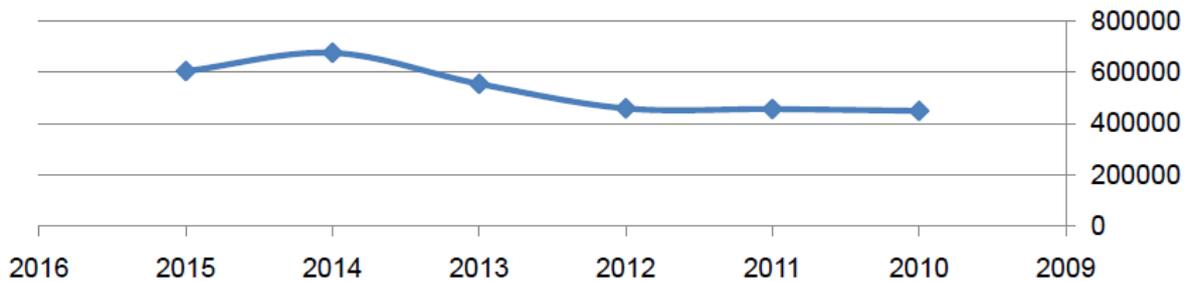
المطلب الثالث: القيمة السوقية.

تمثل القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة قطر على المستوى العربي ما مقداره 14,3 % من

اجمالي القيم السوقية للشركات المدرجة بالاسواق العربية لسنة 2015 محتلة بذلك الدرجة الثانية بعد بورصة

السعودية، وتليها كل من بورصة أبوظبي ودبي ثم الكويت، والشكل التالي يوضح نمو القيمة السوقية خلال :

الشكل رقم 3-3: نمو القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2010-2015



المصدر : حجاج صليحة، مرجع سبق ذكره، 24.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه نمو القيمة السوقية بشكل متزايد لتصل سنة 2014 إلى 676 792

(م.ر.ق) محطة بذلك جميع أرقامها القياسية السابقة، لتشهد إنخفاض سنة 2015 حيث بلغت 605 254

(م.ر.ق) جاء هذا الإنخفاض إنعكاسا للتراجع المحقق في مؤشرات الأسعار حيث ساهم إنخفاض مستويات

أسعار النفط العالمية سنة 2015 في تعميق هذا التراجع في القيمة السوقية.²

¹ - موقع من الإنترنت www.al-sharq.com, date de 06/05/2019, heure (16 :42)

² - حجاج صليحة، مرجع سبق ذكره، ص24.

الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

المطلب الرابع: قيد وقبول الأوراق المالية.

كل شركة مساهمة قطرية قائمة أن تطلب بكتاب رسمي قيد أسهمها للتداول في السوق بشرط أن تكون قد نشرت ميزانيات (آخر ثلاث سنوات) أو أقل حسب عمر الشركة ، ويجب على كل شركة مساهمة حديثة التأسيس وقطرية الجنسية يبلغ رأسمالها المدفوع عشرة ملايين ريال قطري على الأقل، أن تطلب بكتاب رسمي قيد أسهمها للتداول في السوق خلال شهر من تاريخ تأسيس الشركة نسائية من قبل الجمعية العامة التأسيسية، وطبقا للقرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999 بإصدار اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق.

حيث يتم قيد الأوراق المالية لشركة المساهمة القائمة في السوق، طبقا للشروط التالية:¹

- أن لا يقل عدد المساهمين عن (100) مائة مساهم.
- أن لا يملك أحد المساهمين ما يزيد عن الحد الأقصى المسموح به من رأس مال الشركة وفقا لعقد التأسيس والنظام الأساسي، فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة.
- تسديد (50%) من قيمة الأسهم الاسمية على الأقل.
- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة كما هي في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب القيد وكذلك الحسابات الختامية الأخرى، وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية المتعلقة بتلك السنة، على أن تلتزم الشركة بنشر هذه البيانات في صحيفتين محليتين يوميتين باللغة العربية، وتقديم البيانات المالية التي تغطي الفترة من بداية السنة المالية حتى نهاية الشهر الذي يسبق تقديم طلب القيد.

¹ - خضير عقبة، أثر الاستثمار الأجنبي الغير مباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الدوحة - قطر - للأوراق المالية خلال فترة (2008-2013)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم الإقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2014-2015، ص 159-160.

الفصل الثالث: حركة رؤوس الأموال في بورصة قطر

- أن لا ينطبق على الشركة أي من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها في السوق وعلى الشركة تقديم طلب القيد مرفقا به جميع البيانات والمعلومات المطلوبة إلى السوق للدراسة والعرض على اللجنة لاتخاذ اللازم بشأنه.

بينما يتم قيد الأوراق المالية لشركة المساهمة حديثة التأسيس في السوق، طبقا للشروط التالية:

- أن لا يقل عدد المكتتبين عن (100) مائة مكتتب.
- أن لا يملك أحد المكتتبين ما يزيد عن الحد الأقصى المسموح به، من رأس مال الشركة، وفقا للعقد التأسيس والنظام الأساسي، فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة
- تسديد (50%) من قيمة الأسهم الاسمية على الأقل.
- أن لا ينطبق على الشركة أي من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها في السوق وعلى الشركة تقديم طلب القيد مرفقا به جميع البيانات والمعلومات المطلوبة إلى السوق للدراسة والعرض على اللجنة لاتخاذ اللازم بشأنه.

على الشركة الراغبة في قيد أوراقها المالية في السوق تقديم المعلومات والبيانات التي يطلبها السوق وتلتزم

الشركات على وجه الخصوص بتقديم ما يلي:

- نسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي.
- قائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة مع نماذج توقيع الأشخاص المفوضين بالتوقيع عن الشركة
- الميزانية السنوية والحسابات الختامية للشركات القائمة لآخر سنة مالية مصادق عليها من مراقب حسابات قانوني مرخص.
- نسخة من السجل التجاري للشركة ساري المفعول.
- بيانات المساهمين في الشركة بالشكل الذي تحدده إدارة التسجيل المركزي في السوق.

الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

- تعهد من الشركة بأن تتقيد بجميع الأحكام والواجبات المنصوص عليها في اللوائح الداخلية للسوق والتعليمات الصادرة بموجبها، كما تتعهد الشركة بتقديم أية معلومات تتوفر لديها وذات أثر على أسعار أسهمها بشكل دوري ومستمر.

يحق للسوق بناء على قرار اللجنة شطب قيد أي من الشركات عند عجزها عن الوفاء بالتزاماتها المالية الجارية والقروض المتوسطة والطويلة الأجل وعدم قدرتها على تمويل نشاطها الطبيعي، وفق آخر تقرير المدقق حسابات الشركة، أو وفق تقرير مدقق حسابات الشركة المعد بناء على طلب اللجنة من إدارة الشركة.

المطلب الخامس: التعامل في الأوراق المالية.

يتم تداول الأوراق المالية وفقا للقواعد والشروط والقواعد التي تقرها اللجنة ، ويقع باطلا كل تعامل يجري خارج القاعة، وينحصر حق التعامل داخل القاعة بشركات الوساطة المرخصة من قبل السوق، ويسمح للمستثمرين بالتواجد داخل السوق لغرض الاطلاع على أسعار الأوراق المالية المتداولة. وتستثنى الأوراق المالية من التداول داخل القاعة في الحالات التالية¹:

- التحويل الإرثي.
- التحويل ما بين الزوجين وبين الأقارب حتى الدرجة الثانية.
- عمليات مصرف قطر المركزي لحماية الأوراق المالية الحكومية أو المكفولة من الدولة.
- عمليات تداول الأوراق المالية القطرية في مرحلة الاكتتاب الأولى بما في ذلك حالات الاكتتاب العام عند زيادة رأس المال من قبل شركات المساهمة.
- عمليات البيع التي تتم بناء على حكم تسوية صادر من المحكمة.
- أية عمليات أخرى ترى اللجنة استثناءها من التداول داخل القاعة وفقا لما تراه مناسبا.

¹- خضير عقبه، مرجع سبق ذكره، ص161-162.

الفصل الثالث: حركة رؤوس الأموال في بورصة قطر

يعتمد لتداول الأوراق المالية داخل القاعة، نظام المزيدة المكتوبة على الألوان لأغراض عرض أوامر الشراء والبيع العادية والمتقابلة والخاصة وتنفيذها، وتجري عمليات البيع بالمزاد العلني سواء بالاستناد إلى قرارات المحاكم أو بموجب قرارات مجلس إدارة الشركات في داخل القاعة وفقا للتعليمات المتعلقة بالبيع بالمزاد العلني. يجب على كل وسيط الحصول على تفويض رقمي من خلال نظم الحاسب الآلي بالسوق قبل القيام بتنفيذ أم أمر للعميل ، لا يجوز للوسيط أن يعرض عدد أوامر على لوحة تداول الأوامر العادية يزيد مجموع قيمتها السوقية في العرض الواحد عن 1000000 مليون ريال قطري، ولا يجوز لأي سهم لأي شركة أن يرتفع أو ينخفض بأكثر من 10% من قيمته خلال اليوم الواحد من سعر الإغلاق في اليوم السابق، ويحق للجنة تعديل هذه النسبة بما يتناسب ومصلحة السوق.

ويترتب على كل عملية شراء أو بيع أوراق مالية تسديد الثمن ونقل ملكية الأوراق المالية، وتكون عمليتا التسديد ونقل الملكية مرتبطين وتتم وفقا للإجراءات المحددة من قبل اللجنة. تقوم السوق بتسجيل ملكية الأوراق المالية التي تم بيعها أو شراؤها في السوق دون أم قيد أو شرط، على الرغم مما ورد في عقود التأسيس والأنظمة الأساسية للشركات المساهمة، باستثناء الحالات التالية:

- إذا كان البيع أو النقل مخالفا لأحكام القوانين النافذة أو الأنظمة المتعلقة بحظر تلك الأوراق المالية.
- إذا كانت الأوراق مرهونة أو محجوزا عليها.
- إذا كانت الأوراق مفقودة ولم تعطي شهادات أو إيصالات جديدة بدلا عنها.
- إذا كان تسجيل ملكية الأوراق المالية باسم المشتري الجديد، سوف يزيد رصيد ملكيته عن الحد الأقصى للملكية المسموح به من قبل الشركة والوارد في نظامها الأساسي.

الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

المبحث الثالث: الواقع العملي لسوق الدوحة.

المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة.

تعتبر الأوراق المالية المرخص بإدراجها والمقبولة للتداول أي أداة مالية قابلة للتحليل ومقبولة التداول في البورصة مثل الأسهم، وشهادات الإيداع المتعلقة بالأسهم، وسندات الدين والأوراق المالية الأخرى المسابغة لها وصكوك الشراء اللاحق للأسهم والأوراق المالية التي تخول مالكيها الحصول على أي من الأوراق المالية المذكورة، أو مبلغاً من النقد يتم تحديده بالسعر المستقبلي لأي من الأوراق المالية، أو وحدات ضمن تعهدات الإستثمار الجماعي أي أوراق مالية أخرى خاضعة للقانون الواجب التطبيق والتي تعتبرها البورصة المؤهلة للتداول في البورصة.¹

المطلب الثاني: إدراج الأوراق المالية.

تتضمن إجراءات إدراج الأوراق المالية تلبية متطلبات خاصة بالتأسيس للحصول على كافة الموافقات

للإدراج، حيث ينبغي أن تستوفي الأوراق المالية للشروط التالية ليتم قبولها للطرح أو الإدراج :

- الإمتثال للقوانين التي تم إصدارها بموجبها .
- أن تكون مرخصة حسب الأصول وبالتوافق مع عقد التأسيس والنظام الأساسي الخاص بجهة الإصدار، وفي حالة الانطباق، الموافقة عليها بموجب فتوى صادرة عن هيئة شرعية معترف بها من قبل الهيئة.
- أن تكون من النوع المحدد من قبل الهيئة كنوع قابل للإدراج، وان تكون قابلة للتداول.

¹- خضير عقبة، مرجع سبق ذكره، ص163.

الفصل الثالث: حركة رؤوس الأموال في بورصة قطر

يجب أن تحتوي نشرة الإصدار على الإفصاح بمعلومات حول الورقة المالية، وان الاستجابة لشروط ومتطلبات الإفصاح عن المعلومات التي تمكن من المستثمرين ومن يقدمون لهم خدمات استشارية، من تقييم تكاليف ومنافع ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ذات الصلة وتقدير أسعارها المناسبة.

تلتزم الهيئة العامة للأوراق المالية كل شركة مساهمة قطرية قامت بإصدار أسهم وطرحها إلى عامة الجمهور أن تتقدم إلى الهيئة لطلب الحصول على ترخيص بإدراج أسهمها تمهيدا لتداولها في السوق، وذلك خلال فترة لا تتجاوز ثلاث أشهر من تاريخ إغلاق الطرح، أو خلال ست شهور من تاريخ انتهاء الإجراءات الرسمية لتحويل الكيان القانوني إلى شركة مساهمة. أما فيما يخص الإدراج للتداول في بورصة أجنبية فإن لا يجوز لجهة الإصدار المرخص لها بالإدراج في السوق المحلية إلا بعد موافقة الهيئة.¹

المطلب الثالث: أنظمة الاستثمار في البورصة.

تخضع بورصة قطر لأنظمة هيئة قطر للأسواق المالية. وهي هيئة رقابية مستقلة تختص بالإشراف على سوق رأس المال القطري حيث صدر في 14 سبتمبر 2005 القانون رقم 33 لسنة 2005 والذي يقتضي بإنشاء كل من هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية ، وفي 3 أبريل 2005 صدر قانون بتعديل بعض أحكام القانون رقم 13 لسنة 2000 والخاص بتنظيم استثمار رأس المال الأجنبي في النشاط الاقتصادي، حيث أجاز القانون للمستثمرين غير القطريين تملك نسبة لا تزيد عن 25% من أسهم شركات المساهمة القطرية المطروحة للتداول.

¹ - خضير عقبة، مرجع سبق ذكره، ص163-164.

الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

المطلب الرابع: قواعد تداول الأوراق المالية.

تحدد البورصة بعد موافقة الهيئة، أيام التداول سنويا، وكذلك عدد ساعات التداول، ووقت الافتتاح والإغلاق عن طريق الإشعار الذم تنشره وتبلغ به الأعضاء. و يتم تداول الأوراق المالية بالريال القطري، أو بأي عملة أخرى تكون مناسبة للورقة المالية، وعند إجراء أي عملية تداول في البورصة أن يمتثلوا للمتطلبات التشغيلية والإجراءات الفنية الخاصة بالبورصة وشبكتها كما هو محدد في القواعد أو الإشعارات التي تنشرها البورصة.

ويتم تداول الأوراق المالية عن طريق التداول المستمر أو عن طريق المزاد وذلك حسب قرار البورصة الذي يصدر وفق سيولة الورقة المالية، باستثناء الوقت المحدد للتداول المستمر أو سوق طريق المزاد. ويجوز للبورصة من تلقاء نفسها أو بناء على طلب الهيئة، وقف تداول أي ورقة مالية مؤقتا، لمنع حالات اضطراب السوق وعدم انتظامه، أو إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوى أو المتعاملين فيه.¹

¹ - خضير عقبة، مرجع سبق ذكره، ص165.

الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر

خلاصة الفصل الثالث:

من خلال الفصل الثالث تطرقنا الى نشأة وتطور بورصة قطر، وكيف أن الإرادة السياسية لخلق فوائض قيمة خارج مجال المحروقات جعل قطر تحتل المرتبة الأولى عربيا في ميدان اسواق المال رغم حداثة نشأتها، كما أن الأزمة الحديثة للخليج وحصار دولة قطر من قبل أبناء العمومة جعلها تستقطب أسواقا خارج الحيز الجغرافي التي كانت فيه، وبالتالي صمودها اتجاه الضغوطات السياسية والاقتصادية المفروضة عليها في الاجل المتوسط والطويل.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

تمهيد.

تشير الإستثمارات الأجنبية الى الاستثمار خارج الحدود الوطنية للمستثمرين، سواء كان المستثمرون افراداً أو مؤسسات وشركات وفي مختلف المجالات الإستثمارات مالية كانت او حقيقية. وقد اصبح الاستثمار الأجنبي من اهم المظاهر التي عرفت بها البيئـة الاستثمارية في العصر الموسوم بعصر العولمة الاقتصادية ورفع القيود وتسهيل حركة السلع ورؤوس الأموال. وقد تداخلت الدول مع بعضها في الاستثمارات الدولية فيما يعزى سبب تدفق الاستثمارات الأجنبية للدول المتقدمة الى الدول النامية على الأغلب بسبب ضعف الدول النامية واخفاقها في هذا المجال. و عليه سيتخصص هذا الفصل في دراسة نظرية للإستثمار الأجنبي غير المباشر من حيث مفهوم الإستثمار بصفة عامة والإستثمار الأجنبي غير مباشر بصفة خاصة و كذلك التطرق لأهمية الإستثمار الأجنبي غير المباشر ودوافعه، بالإضافة إلى محدداته ومخاطر ناجمة عنه.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للإستثمار الأجنبي غير مباشر.

في ظل الإقتصاديات المعاصرة التي نتعايش معها أصبح موضوع الإستثمار الأجنبي غير مباشر في غاية الأهمية لما له دور تنموي كبير على مختلف الأصعدة فهو ينطوي على عمليات التنمية وتحقيق المكاسب الإقتصادية، وهو بذلك لها تأثير كبير على العلاقات الإقتصادية والسوق الدولية، حيث سوف نتناول في هذا المبحث على مفاهيم في الإستثمار الأجنبي غير مباشر وأنواع وأهمية الإستثمار الأجنبي غير مباشر وكذلك الدوافع التي أدت الى الاستثمار الأجنبي المباشر.

المطلب الأول: مفهوم الإستثمار الأجنبي.

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى تحديد مفهوم الإستثمار وكذلك الإستثمار الأجنبي غير المباشر بالإضافة إلى الأنواع الموجودة في الإستثمار الأجنبي المباشر.

1- مفهوم الإستثمار:

يتم تعريف الإستثمار بمصدرين لغة وإصطلاحاً:

أ- الإستثمار لغة: مصدر استثمر يستثمر وهو للطلب بمعنى طلب الاستثمار واصله من اثمر وهو حمل الشجر وأنواع المال والولد: ثمرة القلب والثمر الشجر: خرج ثمره ابن سيده وثمر الشجر وثمر: صار فيه الثمر وقيل الثامر الذي بلغ أمران أن يثمر والمثمر الذي فيه ثمر وقيل ثمر مثمر لم ينضج وثمر قد نضج¹.

ب- اصطلاحاً: أما في الاصطلاح الاقتصادي توجد تعاريف نذكر منها:

¹ - ابن منظور، لسان العرب، ط4، ج3، دار صادر، بيروت، 2003، ص38.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

1- الإستثمار هو تخصيص رأس المال للحصول على وسائل إنتاجية جديدة لتطور الوسائل الموجودة لغاية زيادة الطاقة الإنتاجية¹.

2- الإستثمار هو كل تضحية بالموارد حالياً هدف الحصول منها في المستقبل على مداخيل خلال فترة زمنية ممتدة يكون مبلغها الإجمالي أكبر من الإنفاق الدولي².

3- والإستثمار استغلال المنتج المتمثل في ضعف الذمة المالية للتجهيز ومن ثم تعريفه من أحد رجال القانون على النحو التالي: "يفهم من عبارة استثمار أنها عمل أو تصرف لمدة معينة، من أجل تطوير نشاط اقتصادي، كان هذا العمل في شكل أموال مادية أو غير مادية (من بينها الملكية الصناعية، المهارة الفنية، نتائج البحث) أو في شكل قروض³.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن أن نميز بين نوعين من الإستثمار هما الإستثمار الحقيقي المتمثل بالإستثمار بالأراضي والمباني وتجهيزات الانتاج والذي يساهم في زيادة الدخل والنتاج القومي ويكون استثمار في سلع رأسمالية يشار إليها بأنها تخصيص الدخل للاستهلاك المستقبلي بدل الاستهلاك الجاري وتشكل هذه السلع للاشتراك مع العنصر البشري ادوات مهمة لتوليد الدخل المستقبلي⁴.

2- الإستثمار الأجنبي:

يعرف الإستثمار الأجنبي بأنه كل استثمار يتم خارج موطنه بحثاً عن دولة مضيضة سعياً وراء تحقيق حزمة من الاهداف الاقتصادية والمالية والسياسية سواء لهدف مؤقت او لاجل محدد او لاجيال طويلة الأمد.

¹ - محمد بتير عليه، القاموس الإقتصادي، بيروت، المؤسسة العربية للنشاطات والنشر، بدون سنة نشر.

² - سعيد توفيق عبيد، الإستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، الأردن، 2003، ص 23-24.

³ - قطب مصطفى سانو، الإستثمار أحكامه، وضوابط في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص 15.

⁴ - طاهر حيدر حردان، مبادئ الإستثمار، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص 14.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

كما يعرف بأنه تملك الأصول والممتلكات الأجنبية مقابل الحصول على عائد مالي معين مثل الفوائد والأرباح¹.

وعرفه آخرون بأنه استخدام الاموال الفائضة في الأدوات الاستثمارية والفرص المتاحة في الأسواق الأجنبية أي إنه استثمار يتم خارج الحدود الاقليمية لدولة المستثمر المقيم مهما كانت طبيعة هذه الاستثمارات فردية أو جماعية أو بصورة مباشرة أو غير مباشرة².

ونستنتج من المفاهيم السابقة أن الاستثمار الأجنبي هو مجموع الاستخدامات من الموارد المالية التي تجري خارج البلد الام وتشكل في الاخير حركات دولية لرؤوس الأموال لغرض تحقيق الأهداف الاقتصادية والسياسية سواء كانت هذه الاستثمارات مالية أو حقيقية ويقسم الاستثمار الأجنبي على شكلين رئيسين هما الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر او ما يعرف بالاستثمار المحفظي.

وهناك نوعين من الإستثمار الأجنبي هما:

أ- الإستثمار الأجنبي المباشر: يعتبر الاستثمار الأجنبي عامل أساسي لتحقيق التنمية الاقتصادية للدول إذ ينال

اهتمام العديد من الباحثين والمفكرين الاقتصاديين حيث تباينت آرائهم حول مفهوم واحد شامل.

- يعتبر استثمار ما استثمار أجنبيا متى كان المستثمر شخص طبيعيين أو معنويا لا ينتج بجنسية البلد

المضيف للاستثمار، وإذا كان من السهل تحديد جنسيته المستثمر إذا كان شخص طبيعيا فإنه من الصعب

تحديدها إذا كان المستثمر شخص معنويا كثير المساهمة وعليه فالمستثمر الأجنبي هو الذي يحصل على

جنسية الدولة التي يعمل عليها الاقتصاد³.

¹- فريد النجار، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص23.

²- دريد كمال ال شبيب، الإستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009، ص50.

³- محمد عبد العزيز عبد الله، "الإستثمار الاجنبي المباشر في الدول الإسلامية في ضوء الإقتصاد الإسلامي"، ط1، دار النفائس، الأردن 2006، ص16-

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

- هو الإستثمار القادم من الخارج والمالك لرؤوس الأموال والمساهم في إنشاء مشروعات استثمارية في اقتصاد ما من قبل مؤسسة قائمة في اقتصاد آخر¹.

- إن استثمار الأجنبي المباشر نوع من أنواع الاستثمار يتم خارج موطنه تماما عن دولة مستقلة سعيا وراء تحقيق جملة من الأهداف الاقتصادية والمالية والاجتماعية وسياسية سواء بهدف مؤقت أول لأجل محدد أو الأجل طويلة أو غير مباشر ملكا للدولة واحدة أو لعدة دول أو شركة أو عدة شركات².

تعريف الاستثمار المباشر حسب كل من:

- تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية للاستثمار المباشر (OCDE):

التعريف الأول: هو تحرير حركات رؤوس الأموال الدولية ويمكن لهذا التحرير أن يكون في مجال عمليات معينة³.

التعريف الثاني: هو استثمار من أجل تحقيق أهداف إحصائية لأن عملية قياس حركة الاستثمارات المباشرة لا يمكن أن يكون انطلاقا من توحيد المعارف المستعملة من طرف الدولة الأصلية للاستثمار والدولة المضيفة له⁴.

- تعريف صندوق النقد الدولي FMI: يعرف صندوق النقد الدولي للاستثمار الأجنبي المباشر أنه تلك الاستثمار المخصصة لهدف اكتساب فائدة، دائمة في مؤسسة تمارس نشاطها داخل تراب دولة أخرى ويكون هدف هذا الأخير هو امتلاك سلطة قرار معنية فعلية في تسيير المؤسسة فإن الوحدات المشاركة وغير المقيمة والتي تخصص استثمارات في مسماة استثمارات أجنبية مباشرة⁵.

¹ - زغيب شهرزاد، الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، واقع وآفاق، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، بسكرة، الجزائر، 2008، ص 04.

² - قطب مصطفى سانو، مرجع سابق، ص 15.

³ - [http://www.ocde.org.date de 10/03/2019 ,heure \(11 :56\).](http://www.ocde.org.date de 10/03/2019 ,heure (11 :56).)

⁴ - [http://www.ctubuddd-jecrar.com date de 10/03/2019,heure \(15 :12\).](http://www.ctubuddd-jecrar.com date de 10/03/2019,heure (15 :12).)

⁵ - فارس فضيل، أهمية الاستثمار الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة (الجزائر، مصر، السعودية)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 14.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

ب- الإستثمار الأجنبي غير المباشر: ان الإستثمار الأجنبي غير المباشر يمثل احدى الأشكال الرئيسية لتدفقات

رؤوس الأموال عبر العالم ويدعى هذا النوع ايضا بالاستثمار الأجنبي المحفظي (Foreign Portfolio

Investment FPI) والمشتقة من الإستثمار الأجنبي في المحافظ الاستثمارية فالإستثمار الأجنبي في محفظة

الأوراق المالية يتعلق بتحركات رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل بين دول العالم المختلفة ويعني شراء

بعض الأوراق المالية من اسهم وسندات لمؤسسات وطنية في دولة ما عن طريق مقيمي دولة أخرى ويعطي

هذا الإستثمار للمستثمر الحق في نصيب من ارباح الشركات التي قامت باصدار الاسهم الا انه لا يترتب عليه

- وخلافا للإستثمار المباشر - حقوقة للرقابة او المشاركة في إدارة هذه الشركات¹.

وعرفته اميرة حسب الله محمد على أنه الإستثمار الذي يتعلق بقيام المستثمر بالتعامل في أنواع مختلفة من

الاوراق المالية سواء كانت حقوق ملكية (أسهم) أو حقوق دين (سندات). وقد يقوم المستثمر نفسه بالعملية

الإستثمارية وذلك بالتعامل من خلال بيوت سمسة، أو قد يقوم بالتعامل على تلك الادوات من خلال مؤسسات

مالية متخصصة مثل صناديق الإستثمار عن طريق شراء الوثائق التي تصدرها².

ومما سبق نستخلص أن الإستثمار الأجنبي غير المباشر يمكن تعريفه على انه تملك الاجانب اوراقا مالية

وعلى وجه الخصوص اسهم وسندات في السوق المحلي وذلك بهدف تحقيق عائد معين ويقتصر دور المستثمر

الأجنبي فيه على تقديم رأس المال الى جهة معينة دون أن يكون للمستثمر أي نوع من الرقابة او الاشراف او

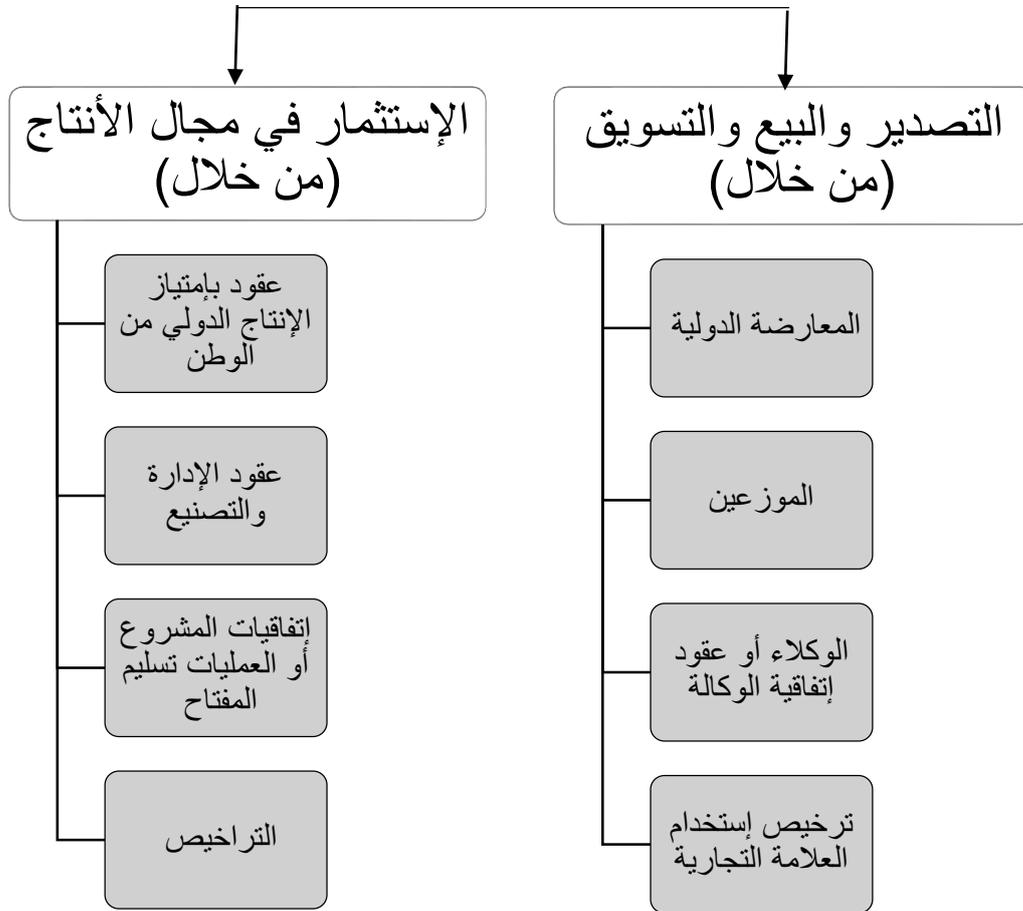
المشاركة في ادارة المشروع الإستثماري.

¹ - إياد ظاهر محمد، صلاح حسن أحمد، الإستثمار الأجنبي غير المباشر وإنعكاساته على تداول الأسهم العادية، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، بحث منشور، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص105.

² - أميرة حسب الله محمد، محددات الإستثمار الأجنبي المباشر وغير مباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دراسة مقارنة (تركيا، كوريا الجنوبية، مصر)، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص43.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

شكل رقم (1-1) : أنواع الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة



المصدر: عبد السلام قحف، إدارة الأعمال الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص29.

المطلب الثاني: خصائص وأهمية الإستثمار الأجنبي المباشر.

1- خصائص الإستثمار الأجنبي غير مباشر:

- سهولة الدخول والخروج الى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة.
- يعمل على زيادة سيولة وعمق اسواق الاوراق المالية.
- صعوبة تحكم الاسواق المالية المضيفة في هذه الاستثمارات وضبطها حيث قد تنسحب بصورة مفاجئة نتيجة عوامل عدة.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

- ينحصر هذا الاستثمار في المبادلة والمتاجرة بالأوراق المالية الدولية أو الأوراق المسجلة في اسواق مالية اجنبية بالنسبة للمستثمر.
- الهدف الرئيس له تحقيق ارباح وعوائد اكثر من العوائد في السوق المحلي مع تخفيض المخاطرة من خلال هذا التنوع¹.

2- أهمية الإستثمار الأجنبي غير مباشر:

- يحقق الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية منافع عديدة للدول النامية، فهو يسهم إسهاما فعالا في تنشيط أسواق أوراقها المالية وفي تطورها وذلك من خلال:
- المساهمة مباشرة في تمويل الشركات المحلية في السوق الأولية إما في صورة إقراض للتمويل (سندات) أو على شكل مشاركة في الملكية (أسهم).
 - زيادة درجة سيولة الأوراق المالية حيث يستطيع المستثمر شراء هذه الأوراق وبيعها بسرعة والحصول على أمواله متى أراد، مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وارتفاع قيمتها وانخفاض تكلفة الحصول على رأس المال الأمر الذي يشجع الشركات المحلية على طرح المزيد من الإصدارات وهو ما يدفع في النهاية إلى تنشيط سوق الأوراق المالية المحلية).
 - وتحث المشاركة الأجنبية في سوق رأس المال المحلية على تطوير القواعد المحاسبية ونظم التقارير، وعلى رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء الشركات، وذلك نتيجة طلب المستثمر الأجنبي لا سيما المستثمر المؤسسي لمستوى متقدم من القواعد والإجراءات التنظيمية للتعامل ونظم المعلومات والإفصاح الجيد وأيضا طلبه توافر مستوى متقدم من الخدمات التي تساعد على التداول مثل شركات السمسرة، الحفظ والإيداع والتسوية والمقاصة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة درجة نمو وكفاءة الأسواق الناشئة.

¹ - <http://almerja.com/reading.php?idm=84189> , date de 03/02/2019, heure (15 :07).

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

- يؤدي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى إيجاد حلقة حميدة تزيد من كفاءة السوق المحلية عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تملك تكنولوجيا مالية متقدمة يكون لها أثرها في اجتذاب المزيد من التدفقات وزيادة المعرفة بتلك الأسواق مما يشجع بدوره على تنشيط الاستثمار الأجنبي¹.

المطلب الثالث: دوافع الإستثمار الأجنبي غير المباشر.

هناك العديد من الدوافع التي من شأنها قيام ونشأة الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ومن أهم هذه الدوافع، الاستفادة من مزايا التنوع الدولي بالإضافة إلى المضاربة.

1- 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 محتوى محفظته على أوراق مالية محلية. أما الثانية فترتبط بتقليص إجمالي الخطر الذي تعرض له المحفظة، وهي تتحقق عبرالتنوع الدولي لمكونات المحفظة المذكورة. إذ أنه ولو تحقق التنوع المطلوب لمحفظة الأوراق المالية المحلية، فإن 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 أن هناك وجهات نظر معارضة للتنوع الدولي ترتكز 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 تناقضت فعليا مع العديد من الدراسات التجريبية ومن نتائج سياسات التنوع المعتمدة من قبل بعض مديري المحافظات الأوراق المالية. ويلاحظ عادة أن

¹ - أميرة حسب الله محمد، مرجع سابق، ص 46-47.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

خطر المحفظة، التي يتنوع تركيبها الدولي، هو أدن نسبيا من خطر المحفظات المستثمرة في أي من الأسواق الناشئة¹.

يرجع الاهتمام بنظرية المحفظة وتطبيقاتها في مجال الاستثمارات الدولية إلى الدراسات 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 الآتي²:

- يمكن تحقيق مكاسب ضخمة من خلال التنوع الدولي سواء من حيث العوائد المتوقعة من المحافظ الاستثمارية أو من خلال الانخفاض في المخاطر.
- بفضل التنوع الدولي يمكن التخلص من المخاطر غير المنتظمة والحد من المخاطر المنتظمة طالما أن معاملات الارتباط بين الدول المختلفة لا بد وأن تكون أقل من الواحد الصحيح ، وبالتالي أصبح الاستثمار الكوني هدفا للعديد من المستثمرين سعيا 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 المخاطر تتناقص كلما زاد عدد الأسهم الأجنبية حيث أن درجة مخاطر المحفظة المكونة من أسهم أمريكية، تبلغ ضعف مخاطر المحفظة المماثلة في الحجم والتي تشمل على أسهم أجنبية.
- أثبتت دراسات أخرى أن التنوع يمكن أن يؤدي إلى زيادة عائد ابورصات الأاقلمحفظة دون أن تزداد مخاطر العوائد.

¹ - وسام ملاك، بورصات والأوراق المالية، ج2، بيروت، دار المنهل اللبناني، 2003، ص120.

² - قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص358-359.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

2- المضاربة (speculating):

تعتبر المضاربة هي الدافع الثاني من دوافع الإستثمار الأجنبي في الأسواق المالية الناشئة، حيث تتسم هذه الأسواق بتواضع مستوى الكفاءة أو انعدامها، وبالتالي يسعى المستثمر تحقيق أرباح غير عادية من جراء الإستثمار في هذه الأسواق خاصة وأن أرباح الإستثمار في الأوراق المالية معفاة من الضريبة كما هو الحال في العديد من الأسواق المالية الناشئة. ويأمل المستثمر الأجنبي في الإستثمار في أحد الأسواق المالية الناشئة التي تتسم بانخفاض الوعي الإستثماري لدى المستثمر المحلي بالإضافة تمتع السوق بالإعفاءات الضريبية، كالإعفاء الضريبي على أنشطة أسواق الأوراق المالية، بالإضافة إلى سعيه إلى الإستثمار في أحد البلدان التي تتمتع باستقرار نسبي في سعر الصرف حتى يكون في مأمن من مخاطر تغير سعر الصرف¹.

إن اتساع أسواق المال الدولية أدى إلى زيادة نشاط الإستثمارات الدولية، حيث توجهت بصورة واسعة نحو تفضيل المضاربات المالية، لتحقيق الأرباح والبعد قدر الإمكان عن الإستثمارات طويلة الأمد التي قد تتعرض فيها للخسارة². ومما لا 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 استثمار، تكون مقابل خسائر يتحملها المستثمر قليل المعرفة والخبرة بأمور التحليل الإستثماري. 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 لثروة خارج حدود الإقليم.

¹ - هشام محمد فرج، المضاربة الأجنبية في الأسواق المالية الناشئة دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، ص21.

² - نشأت عبد العال، الإستثمار والترابط الاقتصادي الدولي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص254.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

وثمة أحد الآراء المنادية بتشجيع نشأة وتكوين صناديق الإستثمار في الأسواق المالية الناشئة، حيث يعني تواجدها نجاح سياسات الإستثمار في بلد ما في اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية ، إلا أن هذا الرأي مردود عليه، بأن وجود مثل هذه الصناديق في أحد الأسواق المالية الناشئة يمثل عبء على هذا السوق حيث أن مخاطرها تفوق مزاياها ومن الخطأ النظر إلى مواردها على إنها رؤوس أموال أجنبية نجح السوق في اجتذابها، حيث أن تلك الصناديق تتعامل في أسهم محلية ، بغض النظر عن معدلات أداء الشركات التي تستثمر فيها، وكيفية تطوير أداء السوق.

وللخروج من هذا المأزق، فإن الولايات المتحدة الأمريكية استخدمت المعيار الضريبي محاولة منها لتشجيع المستثمر على الإستثمار وليس المضاربة، حيث يقضي المعيار الأمريكي بأنه إذا كان 30% من الأرباح المتولدة، ناتجة عن إستثمارات لم تبقى في حوزة المؤسسة ثلاثة أشهر أو أكثر فتفرض عليها ضريبة على الأرباح التي تحققها¹.

¹ - هشام محمد فرج، مرجع سابق، ص22.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

المبحث الثاني: أساسيات حول الإستثمار الأجنبي غير المباشر.

بعد التطرق إلى أهم الإشكاليات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر والمتمثلة في صعوبة إعطاء مفهوم موحد له، وكذا تحديد الخصائص والأهمية المتعلقة بالإستثمار الأجنبي غير المباشر وكذا الدوافع التي أدت إليها، وسيتم التطرق إلى المحددات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر، بالإضافة إلى التطرق إلى سلبيات وإيجابيات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وسيتم التعرض إلى المخاطر الناجمة عنه.

المطلب الأول: محددات الإستثمار الأجنبي غير المباشر.

يميز الكتاب المحدثون عادة بين نوعين من عوامل جذب الاستثمار غير المباشر إلى الدول النامية، والتي أدت إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال للاستثمار في أسواق تلك الدول، النوع الأول ويتمثل في العوامل الخارجية: أو عوامل الدفع " التي حدثت في البيئة الاقتصادية العالمية مثل انخفاض أسعار الفائدة العالمية، أما النوع الثاني فيتمثل في العوامل الداخلية " أو عوامل الجذب " الخاصة بالدول النامية والتي تعكس فرص الاستثمار ومخاطره في هذه الدول ويتعلق جزء من هذه العوامل بالهيكل الاقتصادي الكلي لهذه الدول، والمتمثل في سياسات الإصلاح الاقتصادي والهيكلية التي نفذتها العديد من البلدان النامية في السنوات الأخيرة والتي نجم عنها انخفاض معدلات التضخم واستقرار أسعار الصرف وانخفاض العجز المالي إلى غير ذلك من الآثار الإيجابية. أما الجزء الآخر من هذه العوامل فينصرف إلى سوق رأس المال والتدابير التي اتخذت لتحسين الوضع المؤسسي الذي يساعد على زيادة ثقة المستثمرين المحليين والأجانب مثل وضع القواعد المنظمة للعمل السوق، توفير متطلبات الإفصاح عن المعلومات، توفير مجموعة كبيرة من الأدوات المالية التي يتم التعامل فيها بالسوق، إلى غير ذلك من عوامل تحسين الوضع المؤسسي للسوق، بالإضافة إلى إزالة أو خفض القيود على الاستثمار الأجنبي وتحرير أسواق رأس المال. وبتناول فيما يلي كلا من العوامل الخارجية والداخلية ودورها في جذب الاستثمار.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

الفرع الأول: عوامل خارجية (عوامل الدفع) (The external factors).

تتضمن العوامل الخارجية مجموعة من العوامل التي ترتبط بالبيئة الاستثمارية العامة في الخارج والتي توجه المستثمر نحو الأسواق المحلية، فهي خارج سيطرة الدولة المضيفة، واهم هذه العوامل هي:

1- الدورات الاقتصادية: (The Economic cycles):

إن الدورات الاقتصادية التي تحدث في الدول المتقدمة والتي تترافق في بعض الحالات مع حدوث انخفاض في معدلات الفائدة القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل ، مما يدفع المستثمرين في تلك الدول إلى البحث عن فرص بديلة ذات عوائد مرتفعة لتوظيف أموالهم. إذ أنه عندما تكون معدلات الفائدة أو معدلات العوائد على الأوراق المالية الأجنبية أكثر منها في الأوراق المالية المحلية للمستثمر، فإن ذلك سيدفع هذا الأخير إلى توجيه أمواله للإستثمار في الموجودات المالية للدول الأجنبية. إذ تعد معدلات الفائدة السائدة أهم محددات الدول التي تتمتع بمعدلات فائدة مرتفعة، إذ إن الزيادة في معدلات الفائدة الحقيقية وهي المعدلات التي تتكيف مع معدل التضخم المتوقع (سوف تجذب رأس المال الأجنبي)، كما إن البيئة الانكماشية في الدول الصناعية ولا سيما في الولايات المتحدة كانت بمثابة المحددات الأساسية لزيادة تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الدول النامية ولا سيما الإستثمار في المحفظة¹.

2- اتجاه الأسواق المالية إلى التكامل:

إن اتجاهات التكامل الاقتصادي وتشكيل التكتلات الاقتصادية، وانتهاج هذه التكتلات سياسة تحرير التجارة والإستثمار، محاولة لتفعيل هذه التكتلات في ظل المنافسة الدولية، وقد زادت أهمية التكتلات عقب توقيع اتفاقيات جولة أوروغواي للجنة الحات، وهو ما أدى إلى زيادة المنافسة في الأسواق الدولية والتسابق على جذب المزيد من الإستثمارات الأجنبية. وكما أن تطور الأسواق المالية وتكاملها، مع ارتفاع رسملة الأسواق في العالم أدى إلى

¹ -أياد طاهر محمد، صلاح حسن أحمد، ص106.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

اتساع أسواق المال، وذلك بوصول الخدمات المالية والمصرفية إلى الأسواق الدولية المختلفة، ومن ثم زيادة نشاط المضاربات المالية، ودخول الاستثمارات المالية مرحلة انتشار واتساع أكبر، حيث مكنت كثير من الأفراد من الاستثمار المالي في شبكة البورصات العالمية بسهولة، ومن ثم تكوين مدخرات عالمية تتفاعل يوميا داخل هذه البورصات، وهو ما جعل نشاط المضاربات المالية له أهمية كبيرة للاقتصاديات الدولية، وأصبحت البورصات مركز ثقل له أهمية¹.

3- الاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق العالمية:

إن الاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق العالمية أحد أهم الاتجاهات الحديثة في مجال الاستثمار فقد ظهرت فرصة الاستثمار على مدار اليوم في أسواق مالية تقع في دول مختلفة ولم يعد المستثمر محصور في السوق المحلي فقط، إذ شهدت أسواق المال الأجنبية نموا سريعا أتاح للمستثمرين فرصة زيادة العائد وتقليل المخاطرة من خلال الاستثمار الدولي².

الفرع الثاني: عوامل داخلية: (the internal factors).

وتشمل مجموعة من العوامل داخل البلدان والتي من شأنها أن تشجع على جذب المستثمر الأجنبي وتنقسم إلى مجموعتين:

1- السياسات الاقتصادية الكلية:

إن إستقرار البيئة الاقتصادية الكلية تؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر ف هذه البيئة وإلى تحسين معدلات العوائد على الاستثمار، ومن ثم تصبغ البيئة أكثر جذبا للاستثمار، فالمتغيرات الاقتصادية ترتبط ارتباطا وثيقا بسوة الأوراق المالية، فارتفاع معدل النمو الاقتصادي، واستقرار سعر الصرف وانخفاض معدل التضخم وغير ذلك من

¹ - نشأت عبد العال، مرجع سابق، ص254.

² - أياد طاهر محمد، صلاح حسن أحمد، مرجع سابق، ص109.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

العوامل الاقتصادية لها تأثير إيجابي على نمو سوق الأوراق المالية ومن ثم زيادة تدفقات رؤوس الأموال أسواق الدول النامية.

أ- ارتفاع معدل النمو الاقتصادي:

إن تحقيق معدلات نمو اقتصادى مرتفعة في الأسواق الصاعدة من العوامل المحفزة على الاستثمار في هذه الأسواق، إذ أنها تعني حدوث تغييرات إيجابية في مستوى النشاط الاقتصادي الحقيقي وهو ما يسبب ارتفاع أسعار الأسهم وبالتالي زيادة العائد المتوقع من الاستثمار في هذه الأدوات، ومن ثم زيادة الإقبال عليها من جانب المستثمرين المحليين والدوليين.

ب- انخفاض معدل التضخم:

إن خفض معدلات التضخم من العوامل الهامة لزيادة تدفقات المحفظة للأسواق الناشئة، إذ أن قرارات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية طبقا النظرية محفظة الأوراق المالية تتوقف على معدلات العائد المتوقعة والتي تتوقف على الربح أو الخسارة الرأسمالية المتوقعين كنتيجة لارتفاع او انخفاض السعر السوقي للأصل المالي، ويتأثر السعر السوقي للأصل المالي بمعدل التضخم، إذ يرتبط التضخم ارتباطا عكسية بأسعار الأوراق المالية، فارتفاع معدل التضخم يعنى انخفاض القوة الشرائية للنقود، وبالتالي انخفاض القيمة الحقيقية لأصول المستثمر المالية والدخل المتولد من هذه الأصول، مما يجعل المستثمر يتحرك بعيدا عن الاستثمار في الأدوات المالية وتفضيله الاستهلاك الحالي عن الاستثمار في هذه الأدوات والعكس صحيح.

ج- استقرار سعر الصرف:

إن استقرار سعر الصرف من المتغيرات الاقتصادية الهامة التي تمكن المستثمرين الماليين من اتخاذ قرارات استثمارية سليمة ومربحة، مما يشجع على الاستثمار المالي وعلى الرغبة في الاستثمار المباشر في الأسهم والسندات، أما تقلب سعر الصرف أو عدم استقراره في الدولة المستثمر فيها يؤدي إلى تقليل العوائد المتوقعة على

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية من ناحية، وزيادة المخاطر التي تتعرض لها من ناحية أخرى، وبالتالي عدم تشجيع تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى داخل هذه الدولة بل ويشجع على خروج رأس المال، إن احتمال انخفاض قيمة العملة التي سبق تقويم الاستثمار بها يؤدي إلى عائدات أقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر، وبالتالي يخشى المستثمر الأجنبي من توجيه استثماراته إلى تلك الأسواق التي تتعرض لمخاطر عدم إستقرار سعر صرف عملتها مقابل العملات الأخرى¹.

د- الحوافز الضريبية (the tax incentives) :

لقد استخدمت غالبية الدول الحوافز الضريبية لتشجيع الاستثمار الأجنبي، سواء بتخفيض نسبة الضريبة أو الإعفاء الكامل منها، كذلك اتجهت هذه السياسات إلى إجراء التخفيف من القيود المفروضة على الملكية، بتخفيف الإجراءات وتبسيطها والسماح للأجانب بالتملك للمشروعات بنسبة 100% لجذب الاستثمارات الأجنبية².

2- العوامل الاقتصادية : (Economic Factors):

إن من أهم العوامل الاقتصادية التي تؤثر نصيب الدولة من الاستثمار الأجنبي غير المباشر، الناتج الوطني الإجمالي، معدلات النمو، مستوى التضخم، أسعار الفائدة، هيكل الجهاز المصرفي، حيث تمثل هذه العوامل أهمية كبرى في اتخاذ القرارات الاستثمارية بالنسبة للمستثمرين الأجانب، حيث كلما زادت القوة الاقتصادية لدولة ما كلما جعلها ذلك موقعا مرغوبا من قبل المستثمرين.

3- السياسة المالية والنقدية : (fiscal and nonetary policy):

اتجهت الدول إلى تحرير القطاع المصرفي وإجراء الكثير من الإصلاحات المالية والنقدية بما ييسر حركة رؤوس الأموال وإلغاء القيود المفروضة على تحويل الأرباح إلى الخارج، وذلك من أجل جذب رؤوس الأموال

¹ - أميرة حس الله محمد، مرجع سابق، ص 52-53.

² - نشأت عبد العال، مرجع سابق، ص 255.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

الأجنبية للاستثمار. كذلك اتجهت الدول إلى تحرير أسواق المال وتقديم حوافز تشجيعية للعمل فيها، للدفع بهذه الأسواق نحو النمو والتفاعل مع الأسواق الدولية المختلفة، وجذب رؤوس الأموال للاستثمار في محافظ الأوراق المالية، حتى يمكن التوفير اللازم للمشروعات الاستثمارية، ومن هذه الحوافز منح حرية تحويل أرباح حافظة الأوراق المالية إلى الخارج دون قيود¹.

المطلب الثاني: مزايا وسلبيات الإستثمار الأجنبي غير المباشر.

تتجسد أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر من خلال تحديد أهم المزايا التي تتمتع بها الدول المضيفة له والوسائل التي تتبعها في سبيل جذب رؤوس الأموال الأجنبية وخاصة نحو الدول النامية ومنها الدولة العربية حيث ازدادت حركة الاستثمارات الأجنبية (غير المباشرة) في السنوات الأخيرة بسبب عولمة الأسواق المالية والنمو السريع لحركة الاستثمارات والتي اثرت على اقتصادات الدول المختلفة وعلى النظام النقدي العالمي وكذلك اثرت على قدرة الدول في الحصول على مصادر التمويل في اسواق التمويل الدولية ويمكن توضيح أهم المزايا التي ساهمت في زيادة الإقبال على الاستثمار المحفظي وخاصة في الدولة النامية منها.

أ- مزايا الإستثمار الأجنبي غير مباشر:

- تعمل الاستثمارات المحفظية على زيادة سيولة اسواق الأوراق المالية المحلية وتساعد ايضا في تطوير كفاءة الأسواق اذ تجعل الأسواق المالية اكثر عمقا وسيولة، والمقصود بالسيولة هنا السهولة التي يتم بها تحويل الاستثمارات الى سيولة نقدية أو التي يمكن للمستثمرين من خلالها شراء الاوراق المالية دون تأثير كبير على المستوى العام للأسعار وفي سوق الأوراق المالية يعتبر وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين للأوراق المالية يضمن توفر السيولة النقدية بشكل أكبر².

¹ - نشأت عبد العال، مرجع سابق، ص 255.

² - أمين السيد أحمد لطفي، تحليل المالي لاغراض تقييم ومراجعة أداء الإستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 475.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

- أن توجيه الاستثمارات الأجنبية الى اسواق الأوراق المالية المحلية يعني زيادة حركة رؤوس الأموال إلى ذلك البلد وهذا من مزاياه انه يزيد من الطلب على العملة التي تتجه اليها العملات ويرفع سعرها في الاسواق ويؤدي الى زيادة عرض العملات التي تخرج منها رؤوس الأموال وبالنتيجة هبوط اسعارها¹.
- يشير الاقتصاديون أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يعود بالنفع على القطاع الحقيقي للاقتصاد اذ يمكن التدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي توفير مصدر للاستثمارات الأجنبية ولاسيما في البلدان النامية ذات الشحة في رؤوس الأموال، لذا فانه يمكنها أن تكون مكتملة للادخار المحلي لتحسين معدل الاستثمار من خلال توفير النقد الأجنبي في البلدان النامية كما انها تقلل ايضاً من ضغط فجوة العملات الأجنبية لاقبل البلدان نمواً مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية اللازمة سهلة بالنسبة للسهم، لذا فان تحرر تدفقات رأس مال المحفظة العالمية قد يقود الى معدلات أعلى من النمو الاقتصادي لانه يميل الى تسريع اسواق الأسهم العالمية وتلك تقوم بدورها في زيادة انتاجية العامل المحلي².

ب- سلبيات الإستثمار الاجنبي غير المباشر:

أما سلبيات هذا النوع من الاستثمار الاجنبي فهو صعوبة تحكم الاسواق المالية المضيفة أو الوطنية في مثل هذا النوع من الاستثمار وذلك لسهولة الدخول والخروج الى الدول المضيفة والاسواق المستهدفة، إذ قد تتسحب هذه الاستثمارات بصورة مفاجئة وبشكل موجات بيع ضخمة نتيجة عدة عوامل اذ يسعى المستثمرون الاجانب في هذه الحالة الى تعديل مراكزهم الاستثمارية وبالتالي الدخول والخروج الى اسواق الاوراق المالية في الدول المضيفة وفقاً لتطور الاسواق المالية لهذه الدول، أي ان هناك احتمال ان يتخذ المستثمرون الاجانب قراراً مفاجئاً بمغادرة البلاد الذي يستثمرون فيه وهذا الاحتمال بتغيير اتجاه التدفق شبيه بحالة القروض المصرفية قصيرة الاجل، ويمكن ان تكون بالغة الضرر من حيث احداث تقلب كبير في اسعار الصرف أو الارتفاع في اسعار الفائدة أو كليهما،

¹- أياد طاهر محمد، صلاح حسن أحمد، مرجع سابق، ص106.

²- محمد كمال أبو عشة، الإستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الإستثمارات الأجنبية، دراسة حالة بورصة قطر، مجلة بحوث إقتصادية عربية، العدد 61-62، 2013، ص75.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

مما يؤثر سلباً في استقرار سوق الأوراق المالية الوطنية أو الدولة المضيفة، فضلاً عن أن هذا النوع من الاستثمار لا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني سواء أكان من خلال تخفيض معدلات البطالة أو رفع الطاقة الانتاجية أو زيادة معدلات النمو لأنه يتمثل بالاستثمار في الأدوات المالية المدرجة في السوق ولا يأخذ بالضرورة بالاوليات الاقتصادية الكلية. وكذلك من سلبياته هي حالة زيادة تدفقات رؤوس الاموال للاستثمار في المحفظة إذ يترتب على هذه الزيادة إن الحجم الاكبر من رؤوس الاموال التي تدخل الى البلد من اسواق راس المال المحلية تؤدي الى التوسع في حجم الاصول المالية المحلية وزيادة الطلب على السلعة المحلية وما قد يتبع ذلك من تسارع في معدلات التضخم وتبعاً لنظام سعر الصرف، إما حدوث إرتفاع في سعر العملة المحلية أو انخفاض في اسعار الفائدة وارتفاع سعر العملة الحقيقي يؤدي الى عرقلة اصلاحات التجارة وتدهور الفترة التنافسية للدولة، وبالتالي فان احتمال نفاذ حالة عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ستجعل تدفقات رؤوس الاموال نفسها غير مستقرة ايضاً¹.

المطلب الثالث: مخاطر الإستثمار الاجنبي غير المباشر.

نتطرق في هذا المطلب إلى مخاطر الإستثمار الاجنبي غير المباشر بالإضافة إلى مختلف مصادرها.

1- تعريف المخاطرة (Risk):

تعرف المخاطرة في الاستثمار "بأنه تذبذب العائد المتولد، أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد، أو من حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور محتمة معاً"². كما تعرف على أنها "حالة عدم التأكد من أن الاستثمار يحقق المعدل المتوقع من العائد عن تلك الاستثمارات ولذلك فانه كلما اتسع مدى تذبذب العوائد المتوقعة أصبح الاستثمار أكثر مخاطرة"³.

¹ - <http://almerja.com/reading.php?idm=84189> , date de 05/02/2019, heure (17 :53).

² - زياد رمضان، مبادئ الإستثمار (المالي والحقيقي)، ط4، دار وائل للنشر، عمان، 2007، ص286.

³ - Reilly, Frank K. Brown, Keith C. Investment Analysis and Portfolio Management , 6th Edition , South-Western, U.K ,1996,p10

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

ومن خلال التعريفين السابقين يتبين بأن مخاطر الاستثمار في ورقة مالية معينة تكون أكبر وقد تؤدي إلى الفشل في تحقيق العائد المنتظر من الاستثمار. لذلك يلجأ المستثمرين إلى التنوع في الاستثمار، وهو الاستثمار في أكثر من ورقة مالية من أجل تخفيض درجة المخاطرة من خلال الاستثمار في أوراق مالية ذات خصائص مختلفة بالنسبة للعائد والمخاطرة. وإن درجة الانخفاض في المخاطرة التي تتحقق من خلال التنوع تعتمد على درجة الارتباط بين عوائد مختلف الأوراق التي تكون هذه المحفظة.

حيث يمكن تصنيف مخاطر الاستثمار إلى قسمين:

- مخاطر منتظمة (systematic risk): وهي التي تؤثر على عائد وأرباح جميع أنواع الأسهم والسندات التي تتداول في البورصة، وعادة تحدث عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها مثل حدوث حرب أو تغير النظام السياسي¹، وتتعكس هذه المخاطر على جميع الأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق بصورة عامة وتختلف درجة تأثير هذه الأدوات بالمخاطر بنسب ودرجات مختلفة حسب طبيعة الصناعة أو الخدمة أو القطاع الذي ينتمي إليه المشروع ودرجة حساسية الاستثمار للتغيرات المذكورة التي تظهر بصورة تقلبات سعرية².

- مخاطر غير منتظمة (Non systematic risk): تسمى أيضا بالمخاطر الخاصة القابلة للتنوع وهي المخاطر الناجمة عن عوامل تتعلق بمؤسسة معينة أو قطاع معين، دون مؤسسات أخرى أو قطاعات أخرى، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل. وتعتبر هذه المخاطرة عشوائية يصعب التنبؤ بها ولكن يمكن الحد منها عن طريق التنوع أي تنوع "المحفظة" بأصول مختلفة و لكي ينجح التنوع يجب أن يكون معامل الارتباط سالبا و قويا بين هذه الأصول³.

¹ - نشأت عبد العال، مرجع سابق، ص 208.

² - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 106.

³ - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط2، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 149.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

2- مخاطر الإستثمار الأجنبي غير المباشر:

تشير المخاطرة إلى حالة عدم التأكد من أن الإستثمار يحقق المعدل المتوقع من العائد عن تلك الإستثمارات، ولذلك فإنه كلما اتسع مدى تذبذب العوائد المتوقعة أصبح الإستثمار أكثر مخاطرة، والمخاطر الإستثمارية تصنف إلى صنفين أساسيين وهو: المخاطر النظامية، والمخاطر غير النظامية: فالمخاطر النظامية تتعلق بالنظام العام في الأسواق وحركتها و عوامل طبيعية و عوامل سياسية ... إلخ، ومثل هذه العوامل لا ترتبط بنوع معين من الإستثمار وإنما عندما تقع عندها تصيب جميع مجالات الإستثمار وقطاعاته، لذا فإن هذا النوع لا يمكن تجنبه بالتنوع لأنها مخاطر عامه وشاملة. أما المخاطر غير النظامية أو مخاطر التنوع، هي المخاطر الناتجة عن عوامل خاصة بالشركة المراد الإستثمار بها وتكون مستقلة عن العوامل التي تؤثر في النشاط الإقتصادي ككل أي أنها يمكن تجنبها من خلال التنوع كونها خاصة بشركة معينة أو قطاع معين وليست شاملة. إذ أن الإستثمار الأجنبي غير المباشر لا تخلو من مخاطر عديدة ومتنوعة فمنها تتعلق بالمخاطر السياسية التي قد يتعرض لها المستثمر الأجنبي، ومنها ما تتعلق بأسعار الصرف، وغيرها من المخاطر المحفوفة بتلك الإستثمارات، وفيما يلي نبين أهم تلك المخاطر:

- المخاطر السياسية political Risk: تعد المخاطر السياسية أحد أنواع المخاطر غير النظامية بالنسبة للمستثمر الأجنبي إذا ترتبط بدولة معينة يمكن تجنبها من خلال الإستثمار في مجموعة متنوعة من الأسواق المالية في بلاد العالم وتعزى تلك المخاطر إلى التغيرات في الظروف السياسية والتي تؤثر على أسهم الشركات وسنداتها، فمثلا تدخل الدولة في القطاع الخاص، وإعادة تقويم العملة، وتغيير الحكومة، والضرائب على الدخل، فكل من هذه الجوانب تأثير على أرباح الشركة، وبصفة عامة فإنه من السهل تجنب الإستثمار في الشركات التي توجد في دول مضطربة ولكن من الصعب التنبؤ بالأحداث السياسية التي يحتمل أن تؤثر على أسعار الأسهم.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

- مخاطر أسعار الصرف Exchange Rates Risk: يمثل سعر الصرف مبلغ إحدى العملات التي يمكن تبادلها للحصول على عملة أخرى، أو سعر إحدى العملات مقابل عملة أخرى. المستثمرين في الأوراق المالية في بلد أجنبي، عوائدهم تتأثر بالتغيير في قيمة الأوراق المالية، وكذلك التغيير في قيمة العملة التي يتم تسعير الأوراق المالية بموجبها. فإذا كان من المتوقع تعزيز عملة البلد الأصلي، فإن المستثمرين الأجانب قد يكونون على إستعداد للإستثمار في الأوراق المالية للبلد للإستفادة من حركة العملة، على العكس من ذلك، إذا كان من المتوقع إنخفاض عملة البلد الأصلي، يمكن للمستثمرين الأجانب أن يقرروا شراء الأوراق المالية في بلدان أخرى. ذلك إن العائد على الإستثمار في أسواق رأس المال الأجنبية يشمل العائد المتوقع نتيجة التغيير في سعر صرف العملة الأجنبية، وبالتالي فإن الأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر تتأثر بالتغيرات في أسعار العملة مما يعني أن علاوة المخاطرة التي يحصل عليها هذا المستثمر يكون جزء منها مقابل المخاطر العامة أما الجزء الآخر فيغطي مخاطر سعر الصرف.

- مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk: إن ارتفاع سعر الفائدة أو إنخفاضه، له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى إنخفاض أسعار الأسهم والسندات، لأن المستثمر العادي يفضل بيع الأوراق المالية التي يملكها وإيداع مقابلها كوديعة في البنك. لذا تتأثر الإستثمارات بالتغيرات في أسعار الفائدة، فالأموال تتجه نحو البلدان ذات أسعار الفائدة العالية طالما لا يتوقع إنخفاض قيمة العملات المحلية، وبناء على ذلك فإن المستثمر الأجنبي يتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الفائدة في البلدان التي يستثمر فيها. ويعد ارتفاع معدلات الفوائد القصيرة والطويلة الأجل من أكثر العوامل التي تؤثر على الإستثمار في الأسهم والسندات. فقد إنخفض مؤشر "داو جونز" في نيويورك 400 نقطة خلال الأشهر الأولى من عام 1994 نتيجة لرفع البنك الفدرالي للفوائد أكبر دليل على ذلك.

- الضرائب Taxes: المستثمرين على الأغلب يفضلون الإستثمار في البلد الذي تكون فيها الضرائب على إيرادات الفوائد أو توزيعات الأرباح من الإستثمارات منخفضة نسبية، وذلك بتقييم الأرباح المحتملة بعد

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

الضريبة من الإستثمارات في الأوراق المالية الأجنبية. إذ يلاحظ أن الضرائب تستقطع جزء من الدخل، إذ تخضع توزيعات الأرباح والفوائد التي يحصل عليها المستثمر للضرائب عند حصول المستثمر عليها، بينما تخضع الأرباح الرأسمالية لمعدل ضريبة أقل مقارنة بالعوائد الأخرى للإستثمارات، فمثلا في الولايات المتحدة الأمريكية فإن أكبر معدل للضريبة على الدخل الشخصي يساوي 39.6% بينما معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية 20% .

- مخاطر التضخم Inflation Risk: التضخم أو ارتفاع الأسعار يؤدي إلى تخفيض القوة الشرائية للنقود فالأموال التي تستثمر اليوم تملك قوة شرائية أعلى من الأموال حينما تسترد بعد عدد من السنوات وهذا ما يعرف بالقيمة الزمنية للنقود. وأصبح التضخم سمة العصر، وبالتالي فإن للمستثمرين أن ينظروا إلى تلك الإستثمارات التي يمكن أن تحميهم من التضخم. فمثلا السندات وجميع الإستثمارات ذات الدخل الثابت هي أدوات إستثمارية عاجزة عن مقاومة التضخم وبالتالي فإن ارتفاع الأسعار قد يفوق العوائد التي تحققها هذه الإستثمارات، ويعرف الفرق بين العائد الإسمي والعائد المتوقع الحقيقي بعلاوة التضخم، وإن علاوة التضخم الفعلية المتحققة لمدة العقد واضحة إلا أن علاوة التضخم المتوقعة للإستثمارات أكثر تعقيدة. لذا فإن العرض والطلب على الأموال المتاحة للإقراض تتأثر بتوقعات التضخم. وعلى الأغلب أن الإستثمار في الأسهم العادية يعد حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، وذلك على أن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالبية الظروف التضخم فترتفع إستجابة لإرتفاع معدل التضخم مما يحافظ على القيمة الحقيقية للإستثمار فيها.

- مخاطر أخرى Other Risk: توجد مجموعة من القيود والعوائق أمام الإستثمارات الدولية سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة فالإختلافات الثقافية من المخاطر الرئيسية للإستثمارات الدولية، في الغالب يكون المستثمرون غير مطلعين على الثقافات الأجنبية لتلك الأسواق. فضلا عن أن بعض الحكومات تسيطر تماما على أنشطة الأوراق المالية العاملة في بلدانها وبدرجات متفاوتة. إذ في بعض البلدان لا يستطيع

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

المستثمر الأجنبي أن يتعدى الحد المسموح به للإستثمار في الأوراق المالية ، وذلك لوجود سقف مالي لا يمكن تجاوزها. إن المخاطر التي تصطب عملية الإستثمارات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية عامة في كل الأسواق في العالم، غير أن الأسواق الناشئة والأسواق المالية للدول العربية قد تكون من أكثر الدول إحتضان لتلك المخاطر، وعلى وجه الخصوص العراق الذي لا يخلو فيه نوع من أنواع تلك المخاطر¹.

¹ - محسن شاكر إبراهيم، الإستثمار الأجنبي الغير مباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية، مذكرة من متطلبات نيل شهادة البكالوريوس، تخصص العلوم المالية والمصرفية، قسم العلوم المالية والصرفية، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة القادسية، العراق، 2018، ص15-18.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

المبحث الثالث: تأثير الإستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفزي) على الاقتصاد.

يشير أغلب الاقتصاديين إلى أن الاستثمار الأجنبي (المحفزي FPI) يمكن أن يؤثر على الاقتصاد ويستفيد منه القطاع الحقيقي في ثلاثة مجالات واسعة.

المطلب الأول: توفير التمويل للبلد النامي.

أن تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر (FPI) يمكن أن يوفر للبلد النامي مصدرا مهما للتمويل غير الديون من خلال الاستثمار الأجنبي فالبلدان النامية تعاني من ندرة رأس المال وظهور المحفظة الاستثمارية يمكن أن تكمل الادخار المحلي لتحسين معدل الاستثمار وذلك من خلال توفير النقد الأجنبي الى البلدان النامية فضلا عن أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يقلل ضغط الفجوة لصرف العملات الأجنبية لأقل البلدان نموا مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية اللازمة سهلة بالنسبة لهم.

المطلب الثاني: زيادة كفاءة التخصيص من رأس المال.

يقترح الاقتصاديون التقليديون أن زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر يمكن أن يعمل على زيادة كفاءة التخصيص من رأس المال في بلد ما ووفقا لهذا الرأي فان (FPI) مثل الاستثمار الأجنبي المباشر يمكن ان يحفز الموارد المالية لتدفق من البلدان ذات الوفرة في رأس المال إذ أن العوائد المتوقعة تكون منخفضة في البلدان ذات الندرة في رأس المال حيث العوائد المتوقعة تكون مرتفعة وان تدفق الموارد في البلدان ذات رأس المال النادر يقلل تكلفة رأس المال على زيادة الاستثمارات ومع ذلك ووفقا لرأي آخر لا يؤدي الاستثمار في المحفظة الى زيادة كفاءة تخصيص رأس المال لأن تدفقات رأس المال الدولية ليس لها علاقة بالنشاط الاقتصادي الحقيقي ونتيجة لذلك فان محفظة الاستثمار ليس لها أي تأثير على الاستثمار والنتاج او أي متغير حقيقي اخر.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

المطلب الثالث: تأثير الإستثمار المحفظي على الاقتصاد عن طريق سوق الأوراق المالية.

يؤثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاقتصاد من خلال ارتباطه بسوق الأوراق المالية المحلية إذ إن الاستثمار المحفظي يعطي الاتجاه التصاعدي لسوق الأسهم المحلية الاسعار وهذا له تأثير على نسبة الربح / سعر الشركات (P/ E) فارتفاع هذه النسبة يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل وهذا بدوره يمكن أن يؤدي إلى كمية أكبر من الاستثمار فضلا عن انخفاض تكلفة رأس المال وارتفاع حصتها في السوق المزدهر يمكن أن تشجع قضايا المساواة وارتفاع اقساط التأمين ومع ذلك فإنه يجب توضيح أن تلك الاستثمارات في الاسهم قد لا تؤدي دائما إلى زيادة في الاستثمار الحقيقي في القطاع الخاص وذلك الان معظم مشتريات الأوراق المالية هي في السوق الثانوي بدلا من شراء الأسهم المحررة حديثا.

الأثر الأول هو أن زيادة سعر السهم بدلا من التدفق الاموال الشركات التي ترغب في زيادة الاستثمار وان زيادة الثروة من المستثمرين المحليين قد تزيد في الواقع الاستهلاك وبهذه الطريقة فان تدفق رأس المال يمكن أن يكون توجه نحو الاستهلاك وهذه الميزات السلبية للإستثمار الأجنبي غير المباشر يمكن تقليلها إلى ضعيفة، أن عادة ما يكون هناك جزء كبير من الاستثمار يأخذ شكل أرباح رأس المال بدلا من أن تكون عبء على الاجانب على المدى القصير وعلى المدى المتوسط.

المطلب الرابع: اثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر (FPI) على تطوير سوق الاسهم المحلية.

يعمل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على تطوير سوق الاسهم المحلية من خلال المنافسة مع المؤسسات المالية الاجنبية وهذه المنافسة تحتم استيراد التكنولوجيا المالية الأكثر تطورا والتكيف مع التكنولوجيا في البيئة المحلية وزيادة الاستثمار في معالجة المعلومات والخدمات المالية وكانت النتائج مزيد من الكفاءة في تخصيص رأس المال وتقاسم المخاطر وان تقرير كفاءة رأس المال يجعل السوق المالية أكثر سيولة الامر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال الاجنبي لان المحافظ الاجنبية تكون اكثر تنوعا من الوطنية وهي بذلك تكون اكثر

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

كفاءة في تقليل المخاطر الخاصة بكل بلد مما أدى الى انخفاض علاوة المخاطر . وإن وجود سوق أسهم منظورة يؤثر على جانب الطلب ايضاً إذ يوفر للمستثمرين مجموعة واسعة من الأصول وبدرجات متفاوتة من المخاطر والعائد والسيولة وهذه الزيادة في الاصول ووجود سوق للأوراق المالية توفر للمدخرين المزيد من السيولة والخيارات ومن ثم تحملها المزيد من المدخرات أدى الى زيادة المنافسة من المؤسسات المالية الأجنبية مما مهد الطريق ايضاً لسوق المشتقات كل هذا جاء وفقاً للاعتقاد السائد في تشجيع المدخرات في صكوك ذات الصلة بالأسهم يؤدي بدوره الى زيادة معدل الادخار المحلي ويحسن تكوين رأس المال¹.

¹ - حنان خالد حنش عيساوي، دور الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة : سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان أنموذجاً، رسالة ماجستير، قسم الإقتصاد، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة القادسية، العراق، 2016، ص52-55.

الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر

خلاصة :

من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل، حاولنا أن نظهر أهمية الجانب النظري للدراسة، انطلاقاً من تحديد مفاهيم عامة حول الاستثمار والإستثمار الأجنبي غير المباشر وأهميته، بالإضافة إلى دوافع كل من المستثمرين الذين يرغبون في التنوع الدولي الذي يحقق لهم عوائد مرتفعة ودرجة خطورة منخفضة، إلى جانب الاستفادة من إمكانية المضاربة في الأسواق العالمية التي لهم أرباح رأسمالية قد لا يستطيع تحقيقها في السوق المحلية.

وكذلك إن للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة ايجابيات كثيرة اقتصاديات الدول المضيفة وعلى سوق الأوراق المالية بصفة خاصة، وكما توجد ايجابيات هناك أيضا سلبيات قد تؤثر في تطوير وتنشيط السوق من خلال زيادة السيولة وعمق السوق وكذلك عدد الأسهم المتداولة وزيادة في الإصدارات الجديدة، بالإضافة إلى المحددات التابعة للإستثمار الاجنبي غير المباشر، وأيضا المخاطر الناجمة عنه التي قد تكون شكل موجات بيع نتيجة عدة عوامل ما يؤثر سلباً في استقرار سوق الأوراق المالية في البلد المضيف كما حصل في الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

تمهيد.

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة خاصة والرأسمالية منها، وذلك نتيجة التطور الحاصل في الحياة الاقتصادية إذ تؤدي دور مهم جدا في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية و التي تبحث عن مجالات الاستثمار فوائضا وبين فئات العجز التي تبحث عن التمويل وبشروط جيدة. ولهذه الأسواق نوع معين من المنتجات يتمثل في الأوراق المالية وهي الأسهم والسندات بمختلف أنواعها والمستحدثات المالية أيضا وهنا برزت أكثر أهمية أسواق رأس المال نتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه في توفير السيولة وأصبحت أداة مهمة للحكم على وضعية الاقتصاد حسب أسعار الأوراق المالية فهي تحدد حالة السوق إما كساد أو العكس وعليه سيتخصص هذا الفصل في دراسة طبيعة الأسواق المالية من حيث مفهومها ووظائفها وتقسيماتها وكذلك دراسة خاصة لأسواق رأس المال من حيث الأدوات وكفاءة ومؤشرات هاته الأسواق (سوق رأس المال).

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

المبحث الأول: مفاهيم حول سوق رأس المال.

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى نشأة سوق رأس المال وتعريفه بالإضافة إلى وظائفه وتقسيماته.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم سوق رأس المال.

الفرع الأول : نشأة سوق رأس المال.

حتى نصل إلى نشأة و تطور أسواق رأس المال يجب أن نعود إلى دراسة مراحل تطور علم الاقتصاد لأن مفهوم أسواق رأس المال هو مفهوم قديم جدا تطور بتطور الاقتصاد في جميع أنحاء العالم.

ترتبط فكرة أسواق رأس المال إلى حد ما بنظرية "آدام سميث" التي تقوم على فكرة تقسيم العمل التي تستوجب كبر حجم السوق الذي يعتمد بدوره على حجم الإنتاج الذي يستدعي نوع من التخصيص في هذا الصدد تنطبق العلاقة القائمة بين تقسيم العمل، حجم السوق و حجم الإنتاج على التطورات المالية عامة وحجم التعامل بالأوراق المالية خاصة، أي الأداة المتعامل بها في هذه السوق، ومن ثم بدأ التعامل بالأوراق المالية، حيث حدث ذلك لأول مرة في الطريق العمومية، في الدول الكبرى مثل Wall Street وبعد ذلك إستقرار في بنية خاصة.

إن ما دفع الناس آنذاك إلى التعامل بالأوراق المالية هو وجود جماعات تفتقر للأموال و تستطيع الاستثمار والتجارة، وجماعات أخرى تملك الأموال الضخمة وليست على استعداد لممارسة التجارة أو الصناعة ولهذا السبب أصبح هناك عرض للأموال و طلب عليها في أماكن معينة وكانت الأداة أو وسيلة التبادل هي الأوراق المالية.

والمكان سمي بمفهوم ضيق السوق المالي¹.

وتسمية الأوراق المالية جاءت من مفهوم السوق بصفة عامة والأداة المتعامل بها في هذه السوق، ألا وهي الورقة المالية التي تبين المدخرات التي تم تعبئتها ثم إعادة استثمارها وتوجيهها إلى مختلف أوجه الأنشطة.

ولأن المال من الاحتياطات الأساسية في الحياة اليومية مثل غيره من الحاجات التي تتمثل في سلعة أو خدمة و هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال باعتباره المحرك الأساسي للوظائف و المهام داخل هذه المنظمة و

¹- Belletante.B, La bourse : son fonctionnement ,son rôle dans la vie économique hatier,Paris,1992 ,P 9.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

من ثم لا بد أن يتوفر المال في المكان و الوقت المناسب لتلبية هذه الحاجة، ولهذا وجدت أسواق رأس المال و وجودها كان ضروري لتقديم المال للأنشطة المختلفة والتي تتلخص في تعبئة المدخرات و توجيهها إلى التمويل. أما فيما يخص تطور أسواق رأس المال، فيعود إلى ظهور الحشد الكبير من الأفراد الذين يريدون وضع أموالهم في المشاريع الاستثمارية الكبيرة و الطالبين لرؤوس الأموال الضخمة للقيام بمشاريعهم الاقتصادية، فوجدت الدولة نفسها محيرة على تنظيم هذه العملية بوضع أماكن خاصة بها لاجتتاب الفوضى و للاستفادة من فوائد هذه المشاريع المتراكمة¹.

ومن ثم بدأت منشآت أسواق رأس المال تترصع وتتطور وخاصة بعد دخول الحكومة فيها كعضو من أعضاء السوق المالي، عندما بدأت تصدر السندات الحكومية، و بعد ذلك كان من المحتم التفرقة بين الأسواق و الأسواق المالية أو بطريقة أخرى بين السوق و البورصة. فالبورصة هي وليدة السوق و كل منهما يلتقي فيه العرض والطلب، إلا أن السوق يمكن أن تتوفر فيه أي نوع من السلع في أي مكان بدفع فوري، لكن البورصة، السلعة فيها يجب أن تتميز بخصائص وتتوفر فيها شروط معينة والدفع يكون غالبا مؤجل في مكان محدد، وتتميز البورصة أيضا بأسعار مستقبلية و قد يعقد فيها صفقات على عينة من السلع ليست موجودة فعلا².

تطور سوق رأس المال تم من جانبين، جانب العرض وجانب الطلب فمن جانب العرض يكون ذلك بتشجيع وإنشاء شركات الأموال وخلق أدوات مالية جديدة. أما من جانب الطلب فيكون ذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات العمال المختلفة ونشاطها³.

¹ - منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، منشآت المعارف، مصر، 1997، ص9.

² - زرفة زهية، بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في العمليات البورصية : دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم اتسيير، جامعة الجزائر، 1999-2000، ص03.

³ - نوزاد الهبتي، مقدمة في الأسواق المالية، طرابلس، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، 1998، ص27.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

الفرع الثاني : تعريف سوق رأس المال.

تعرف أسواق رأس المال على أنهما: " عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل 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 ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق المالية المركزي، و بالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول اما التعريف الضيق أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعا في الاستعمال والذي يقتصر على السوق المنظمة" البورصة "للأسهم والسندات والتي يتم التعامل فيها بالبيع والشراء عن طريق خدمات الوسطاء والمسموح لها بالتعامل في السوق وضامي تغطية الاكتتاب¹.

يعرف سوق رأس المال على أنه" مجموعة المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب علي الأصول المالية بشكل عام وعلي الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات)². ويتضح من خلال التعاريف ان السمة الأساسية لهذه الأسواق هي المخاطرة العالية "High Risk" وذلك لان أدواتها تتصف بتاريخ استحقاق طويل لأكثر من سنة، وبالتالي يعطي للمستثمر عائد أعلى نظير المخاطرة الكبيرة. كما يتميز سوق رأس المال بـكبر حجم الصفقات المنفذة من قبل المتعاملين والمشاركين في هذه السوق، بالإضافة لبعض الخصائص نذكر أهمها في النقاط التالية:

أ- تتميز الأسواق المالية بالتنظيم، أي لابد من وجود شروط وقيود قانونية لتداول الأدوات المالية داخلها، توضع و تدار المعاملات من قبل هيئات و إدارات مستقلة متخصصة، مع ضرورة توفر كافة المعلومات للمتعاملين.

¹ - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال ، الجامعة الإسلامية-غزة فلسطين، 2007، ص28.

² - الزبيدي حمزة، الاستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص114.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

ب- يستدعي التداول في أسواق رأس المال وسطاء ماليين متخصصين ذوي خبرة في الشؤون المالية.

ج- لا بد لأسواق رأس المال تتميز بالمرونة العالية والاستجابة السريعة لكافة المتغيرات والمستجدات التي قد

تطرأ عليها ، و ذلك باستخدام أحدث ما توصلت إليه تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات مما يكسبها

خاصية تتميزها عن غيرها من الأسواق .

ح- اتساع نطاق التعامل في أسواق رأس المال خاصية تتميز بها كذلك ، حيث تتم عقد العديد من صفقات

وعبر عدة مناطق من العالم في آن واحد¹.

المطلب الثاني: الوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال.

و جد سوق رأس المال أساسا لإشباع رغبات و حاجات المتعاملين، و القيام بالعديد من الوظائف الاقتصادية

التي تخص تمويل و تنشيط و نمو الاستثمار ومن ثم فقد أصبحت ضرورة حتمية إستلزمتهما المعاملات الاقتصادية،

و يعمل سوق رأس المال وفق مجموعة من المستلزمات تعمل على تحقيق التوازن بين قوى الطلب و قوى العرض

فضلا عن إمكانية إتاحة إجراء كافة المعاملات و المبادلات، و يستمد أهميته الاقتصادية من وظائفه العديدة التي

يمكن إبرازها كالتالي:

• تعبئة المدخرات و تمويل الاستثمارات:

للأسواق رأس المال دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من الأموال الغير الموظفة في الاقتصاد الوطني

و تحويلها من مال عاطل إلى رأس مال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية، و ذلك من خلال عمليات الاستثمار

في الأدوات المالية المتنوعة. كالأسهم و السندات، فضلا عن ذلك يساهم سوق رأس المال في تمويل خطط التنمية

الاقتصادية و تسريع معدلات النمو الاقتصادية، من خلال تعبئة رؤوس الأموال التي تعجز الحكومات و البنوك

¹ - نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 29.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

التجارية عن توفيرها لأسباب عديدة منها مشاكل التضخم الناتجة عن الإصدار النقدي و محدودية إيرادات بعض الدول إلى جانب المشاكل التي تتعرض لها بعض البنوك سيما عند منحها للقروض طويلة الأجل¹.

• توفير السيولة:

وهي أهم وظيفة تؤديها أسواق رأس المال بعد وظيفة تجميع المدخرات، إذ يوفر سوقا مستمرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة، وتشجع ميزة السيولة للمستثمرين على توظيف مدخراتهم لشراء الأوراق المالية من السوق الأولية أو السوق الثانوية طالما انه يمكن تحويلها بسرعة إلى سيولة نقدية، دون تحمل خسائر معتبرة، لذلك تساهم سيولة السوق في تمويل الاستثمارات طويلة الأجل مما ينعكس على النمو الاقتصادي، و المستوى المعيشي للأفراد.

• تخفيض مخاطر الاستثمار و توفير المعلومات على أداء الشركات:

يوفر سوق رأس المال فرصا عديدة لتخفيض مخاطر الاستثمار من خلال إمكانيات التنوع التي توفرها الأدوات المالية المتداولة، حيث تمكن من تكوين محافظ مالية متنوعة لمختلف الشركات المدرجة في السوق و القطاعات متعددة. و إلى جانب وظيفة تخفيض المخاطر توفر أيضا سوق رأس المال وظيفة توفير المعلومات حول أداء الشركات التوفير التسعير العادل للأوراق المالية، و كذا تساعد في اتخاذ قرارات الاستثمار².

• الاحتفاظ بالثروة:

يعد سوق رأس المال من خلال الأدوات المالية التي توفرها على القيام بدور مخزن للقيمة، أو مخزون للثروة و ذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح و الأمان و زيادة الثروة، و تتسم الأدوات المالية التي يوفرها سوق رأس المال مثل السندات و الأسهم بأنها لا تتعرض للاهلاك،

¹ - محمد زيدان، ريمة عمري وآخرون، أسواق رؤوس الأموال: مصدر لتمويل التنمية الاقتصادية أم قناة لعدوى الأزمات المالية، مجلة حوليات بشار، العدد 08، 2010، ص 232-233.

² - رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إقتصاد دولي، قسم العلوم الإقتصادية علوم التسيير، جامعة بانتة، 2006-2007، ص 15.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

كما أنها توفر دخلا للمحتفظ بها، و زيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات و زيادة العائد على الأصول المالية، يعينان زيادة الثروة في الاقتصاد و بالتالي زيادة الاستثمار .

• تحقيق الاستقرار الاقتصادي:

يعد سوق رأس المال أداة من أدوات السياسة الاقتصادية، لتؤدي الحكومة مهامها للوصول إلى الاستقرار الاقتصادي و تجنب التضخم أو الكساد، و ذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، و بالتالي تغيير مستويات الاقتراض و الاستثمار في الاقتصاد¹.

وتقوم أسواق رأس المال أيضا بالعديد الوظائف الداعمة لأهميتها والتي يمكن إيجاز أهمها في النقاط التالية:

- أولا: إن سوق الأدوات المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات. حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات و المشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.
- ثانيا: تقوم سوق رأس المال بتحديد أسعار الأدوات المالية على ضوء آخر المعلومات عنها، خلال عمليات التداول ما بين المستثمرون. وما يجعل عملية التقييم تتم على أسس موضوعية أكثر أن المستثمرين لا يعرف بعضهم بعضا أي لا يدخل فيها العوامل الذاتية. تعلن إدارة البورصة أسعار تداول الأدوات المالية لكافة المستثمرين فور تشكلها من خلال وسائل الإعلام والاتصالات المتاحة.
- ثالثا: تلزم قوانين أسواق رأس المال الشركات المساهمة بالإفصاح Disclosure عن المعلومات المتعلقة بأدائها وعن الأدوات المالية التي ترغب بإصدارها، مما يوفر للمستثمرين المعلومات الآنية والدقيقة لاتخاذ قرارات الاستثمار.

¹ - رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ البرامج الخاصة: دراسة مجموعة من الدول المغرب العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الإدارة المالية، جامعة قسنطينة، 2010، ص16-17.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

- رابعاً: يشجع وجود السوق المالي بنوك الاستثمار على الإقدام على ضمان إصدارات أوراق مالية في السوق الأولي، لمعرفتهم والمستثمرين الذين يتعاملون معهم بوجود السوق الثانية "After- market" يضاف إلى ذلك وجود بورصة أوراق مالية نشيطة وذات كفاءة عالية يجعل الإصدارات الجديدة في السوق الأولي أكثر قابلية للتسويق، مما يخفف من خطر ضمان هذه الإصدارات¹.
- خامساً: تمثل السوق المالي سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات التي تتبع إدارتها سياسات كفؤة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتتحسن أسعار أسهمها في السوق. أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة، فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية، لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق².

المطلب الثالث: تقسيمات اسواق رأس المال.

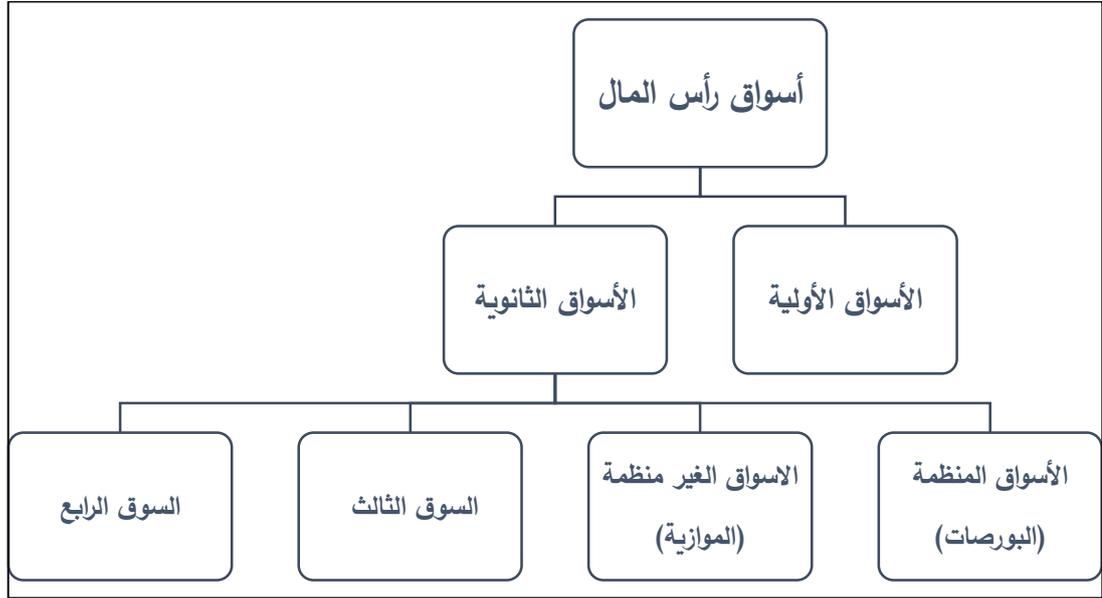
ترتكز بنية عمل أسواق رأس المال يتم بداية عند قيام مصدري الأداة المائبة بعرضها على المشتريين المحتملين للاكتتاب بها. وهذا اللقاء بين المشتريين والمصدرين لهذه الأدوات المالية يمثل الدورة المالية الأولى ما يعرف بالسوق الأولي ليقوم في ما بعد حاملها (المشتريين) ببيعها إما بسبب حاجاتهم للسيولة النقدية أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة، وهذا يخلق دورة مائبة ثانية ما تعرف بالسوق الثانوي وعليه يمكن القول إن أسواق رأس المال " الفورية " يتكون على مرحلتين هما السوق الأولى والثاني ثم يتكون من نوعين : أسواق منظمة وغير منظمة . والشكل التالي يوضح

¹- نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص29.

²- بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص ونقود مالية، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013 ، ص21-22.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

الشكل رقم (2-1) تقسيمات أسواق رأس المال.



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية "إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري، عمان، 2010، ص93.

أولاً: الأسواق الأولية .

هي تلك السوق التي يتم التعامل بالإصدارات الجديدة من الأدوات المالية سواء كانت للشركات في مرحلة التأسيس أو الشركات القائمة التي تقوم بزيادة رأس المال ، وتباع الإصدارات الجديدة بالجملة، أي أنه يتم في هذه السوق طرح الأدوات المالية للاكتتاب لأول مرة والهدف الرئيسي لهذه السوق الحصول على التمويل بغرض التأسيس المشروعات جديدة أو لتوسع في مشاريع قائمة بغرض زيادة رأسمالها. حيث تعتبر هذه الأسواق الوسيلة التي يتم من خلالها جمع المدخرات وتحويلها مباشرة إلى استثمارات.

أما عن تنظيم أنشطة الاكتتاب فتقوم بها هيئة الأدوات المالية بموجب قوانين و تعليمات نشرع لهذا الغرض، حيث يبدأ عمل الأسواق المالية بموجب حصول الشركة على موافقة هذه الهيئة على بيان التسجيل الذي يتضمن معلومات حول طبيعة الأعمال التي تمارسها الجهة المصدرة للورقة المالية. وخصائصها وطبيعة المخاطر

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

الاستثمارية، إضافة لقوائم المالية الخاصة بالشركة موثقة من طرف محاسب قانوني مستقل ويقدم هذا البيان إلى هيئة الأوراق المالية في جزأين:

أ- الجزء الأول يتضمن نشرة الإصدارات الأولية تحمل عنوان بالخط الأحمر الواضح يطلق عليها مصطلح وهذه النشرة تعرض للجمهور معرض أولي عن الورقة المالية.

ب- أما الجزء الثاني لا يعرض على الجمهور بل يتم توفيره حسب طلب الهيئة.

كما تقوم هيئة الأوراق المالية عن طريق قسم تمويل الشركات بمراجعة المعلومات المفصّل عنها في بيان التسجيل التأكد من ملائمة المعلومات ودقتها.

وعليه تنشأ علاقة بين الجهة المصدرة للأوراق المالية والمكتبين من الجمهور سواء كانوا أفراد أو مؤسسات مالية سواء كان ذلك مباشرة أو عن طريق تدخل هيئات متخصصة تقوم بإصدار وتسهيل تداول تلك الأدوات إضافة إلى الترويج لها، ويعتبر أهم متدخل أو وسيط في هذه السوق هي بنوك الاستثمار التي تؤدي دورا هاما وكبيرا كمتعهد الإصدارات الجديدة للشركات وتسويقها للمستثمر. وبالتالي فإن عملية اختيار بنك الاستثمار من أهم خطوات الاكتتاب الناجح في سوق الأولية وتجدر الإشارة هنا أن لابد للشركات قبل اختبار بنك الاستثمار هناك قرارات رئيسية ينبغي أن تتخذها وهي تحديد حجم الأموال المطلوب الحصول عليها وتوقيت الإصدارات ونوع الأداة المالية التي ينبغي إصدارها أي ما إذا كانت سهم أو سند.

لتأتي بعدها دور بنوك الاستثمارات حيث يخصص البنك من البداية وقتا أطول ومجهودا أوفر لوضع برنامج متكامل لتسويق الإصدار ويمكن توضيح المهام الرئيسية لبنك الاستثمار في النقاط التالية:

أ- تقديم و توجيه النصح والمشورة بشأن حجم الإصدار ومدى ملائمة توقيته، وما إذا كان هناك وسائل تمويل بديلة أكثر ملائمة وهو ما يعني في الواقع احتمال إعادة النظر في القرارات المبدئية التي سبق وأن اتخذتها

الشركات¹.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 64.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

ب- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة، وما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بجهات

أخرى مثل لجنة الأوراق المالية و البورصة.

ج- التعهد بتصريف كل أو حد أدنى من الكمية المقررة إصدارها وقد يدفع البنك مقدما للجهة صاحبة الإصدار

قيمة الكمية التي تتعهد بتصريفها وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد البنك على بذل جهد لتصرف الإصدار.

وفي حالات أخرى قد يقصر دور البنك على القيام بمهمة وكيل البيع الذي يعرض الإصدار الجديد على حملة

الأسهم على أن تكون بنك الاستثمار جاهزا و متعهد لشراء ما تبقى بعد ذلك.

خ- يتمثل في التوزيع الفعلي للإصدار وذلك ببيعة للجمهور أو لعملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه من

خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه.

وتعتبر المهمة الرابع المحور الأساسي لعملية الإصدار إذ يبدأ التمهيد لها منذ التفكير في إصدار الورقة

المالية ففي البداية يتم التفاوض بين المنشأ أتفاق يتضمن كافة الشروط عدا السعر الذي ستباع به الورقة المالية.

وكلها أنشطة تلعب دورا في التأثير على مهمة التوزيع¹.

ثانيا: الأسواق الثانوية (سوق التداول).

هي السوق التي يتم من خلالها تداول الأدوات المالية التي سبق إصدارها وتم توزيعها وبيعها بواسطة بنوك

الاستثمار أو أحد المؤسسات المالية المتخصصة في الأسواق الأولية. كذلك تعبر السوق الثانوية عن المكان الذي

تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأدوات المالية السابق إصدارها من

بائع لمشتري طبقا السعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات المالية من

خلال أسواق منظمة أو غير منظمة².

¹ - أحمد حسين، أسواق الأوراق المالية البورصة، دليل المحاسبين، الانبار، العراق، على الموقع الإلكتروني: <http://jps->

dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=3514، تاريخ الإطلاع: 02-03-2019، الساعة (20:56).

² - جبار محفوظ، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة فرنسا، على الموقع الإلكتروني: تاريخ الاطلاع،

<http://static2.docstoccdn.com/search/%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84>، تاريخ الإطلاع: 02-03-2019،

الساعة: (22:22).

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

إن ضرورة وجود السوق الثانوية هي أنه بعد أن يتم البيع الأدوات المالية ، يوجد دائما راغب بالتخلص منها، و آخر يرغب بشراء تلك الأدوات، كما الوظيفة الأساسية لهذه السوق تأمين السيولة المستمرة لسوق الأولية و المستثمرين¹.

كما أن السوق الثانوية تكون في أحيان كثيرة أهم من السوق الأولية، حيث إذا كانت السوق الأولية تتيح للمستثمرين الحصول على ما يحتاجونه من رؤوس الأموال فإن السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة لجملة الإصدارات. فبدون هذه السوق قد يضطر الحملة للاحتفاظ بما لديهم من أدوات مالية حتى ميعاد استحقاقها، و بذلك في توفر المرونة النسبية للورقة المالية في تسيلها. وبالتالي فان حجم التداول في السوق الثانوية أكبر بكثير من السوق الأولية، إلا إنه لا بد من التنويه إلى أنه هناك ارتباط وثيق بينهما.

إضافة إلى أن تطور السوق الأولية مرتبط بالسوق الثانوي، بمعنى أنه قد يكون تطور السوق الأولية صعبا إذا لم تتطور معه في نفس الوقت السوق الثانوية. ولذلك فإن كفاءة السوق الأولية تأتي من كفاءة وفاعلية السوق الثانوي.

أما عن الوظائف التي تؤديها السوق الثانوية يمكن تحسيدها في وظيفتين هما:

- جعل بيع الأصول المالية سهلا، بمعنى أن السوق الثانوية تضيف صفة السيولة عليها، وزيادة سيولة الأصول المالية يزيد الرغبة في اقتنائها، وبالتالي يجعل من السهل على الشركة المصدرة بيعها في السوق الأولية ومن ثم تسهيل تمويل الاستثمار الحقيقي.

- تحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولية، فمن يقوم بشراء الورقة المالية في السوق الأولية سيدفع فقط السعر الذي يعتقد أن السوق الثانوية ستحدده للورقة. فكلما كان سعر الورقة في السوق الثانوية مرتفعا كان بإمكان الشركة المصدرة أن تحصل على سعر إصدار مرتفع للورقة المالية، وهذا ما يزيد مقدار رؤوس الأموال

¹ - عبد الرحمان مرعي ، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، مؤتمر الإصلاح والسياسي في الوطن العربي ودور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، الجامعة السورية، دمشق، 2-4 جانفي، 2005، ص498.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

التي يمكن أن تجمعها الشركة المصدرة. فالظروف السائدة في السوق الثانوية توضح مدى ملاءمة عملية الإصدار للشركة التي تصدر الورقة، ولهذا فإن سلوك السوق الثانوية أهم من سلوك السوق الأولية¹.

ويمكن تقسيم السوق الثانوية إلى:

أ- الأسواق المنظمة (البورصات):

يوجد في كل دول العالم تقريبا سوقا منظمة تتشابه معظمها في المهام ولكنها تختلف من حيث الحجم وأسلوب إدارتها وطبيعة الأدوات المالية المتداولة فيها، وشروط الإدراج، إذ تختلف هذه الأخيرة من سوق لأخر ومن دولة إلى أخرى فهناك من يضع شروط خاصة حول تأسيس الشركات ومدى تطبيق بنود قانون الشركات والتشريعات المنظمة لعمل الشركات من أرباح الشركات، حجم أصولها، الحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب، عدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى الوطني وعلى مستوى القطاع الذي تنتمي إليه.

1- مفهومها: يطلق عامة على هذه السوق بالبورصة، تتميز بوجود مكان يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء ويحكم التعامل قوانين و إجراءات رسمية تشرف عليها لجنة إدارة السوق تتم في مواعيد دورية وبطريقة المزايدة العلنية ، يدير التبادل في هذا السوق وسطاء ماليين (سماسرة)، تتداول فيها أدوات مالية لشركات المدرجة والمسجلة و المستوفية الشروط ، تتحدد أسعارها عن طريق الطلب والعرض.

فعلى الشركات الراغبة في إدراج أدواتها المالية في البورصة فإنها تتقدم بطلب للجنة إدارة السوق وتقوم هذه الأخيرة بدراسة مدى موافقة أوضاع الشركة مع متطلبات الإدراج في البورصة وتتخذ القرار بناء على ذلك.

وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط وغيرها فإنها تحصل على موافقة على الإدراج بالبورصة والهدف

الأساسي من وضع هذه الشروط حماية المستثمر وسمعة السوق وعمليات التداول².

¹ - جبار محفوظ ، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة فرنسا، على الموقع الإلكتروني: تاريخ الاطلاع ، <http://static2.docstoccdn.com/search/%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84>، تاريخ الإطلاع: 02-03-2019، الساعة: (22:22).

² - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص192.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

2- أهمية الإدراج في السوق المنظمة: توفر شروط الإدراج لجهة المصدرة للأدوات المالية العديد من المزايا نذكر أهمها:

- الإدراج وسيلة إعلان مجانية للورقة المالية وتزداد فاعليتها الإعلان كلما نشط تداولها.
- لا يولد الإدراج انطبعا ايجابيا لدى المستثمرين عن المركز الائتماني والمالي للجهة المصدرة للأدوات المالية مما يسهل حصولها على احتياجاتها المالية بتكلفة أرخص.
- يتيح الإدراج للمستثمرين الحصول على المعلومات ذات العلاقة بعملية التقييم.
- الإدراج وسيلة ضمان للمتعاملين تجاه الغش و التضليل والصفقات الوهمية.

وتجدر الإشارة هنا أن شروط الإدراج تعتمد على نضوج وتطور السوق لذلك في تختلف بين الأسواق المالية، كما يجب على الشركة أن تتكفل بكافة نفقات الإدراج. وقد يتم إلغاء إدراجها إذ لم تتمكن من الاستمرار بتحقيق متطلبات لجنة البورصة.

3- تقسيم أسواق رأس المال المنظمة: يمكن تقسيم أسواق رأس المال المنظمة (البورصات) إلى أسواق مركزية أو الأسواق المحلية ويقصد بالسوق المركزي ذلك السوق الذي يتعامل في الأدوات المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي لشركة المصدرة لها ،أما البورصات المحلية هي تتعامل بالأوراق المالية المسجلة لشركات صغيرة تم جمهور المستثمرين في النطاق تلك الشركة أو القرية منه، هذا لا يوجد ما يمنع من أن تعامل تلك البورصات في الأدوات المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية¹.

ب- الأسواق غير المنظمة (الموازنة):

يطلق إصلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، وتتداول في هذه السوق أوراق

¹ - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص104.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

مالية لشركات غير مدرجة في البورصة، أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأدوات المسجلة في الأسواق المنظمة وفي مقدمتها السندات الحكومية ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، و تتم هذه المعاملات من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط التليفونية أو عن طريق الحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي ترتبط بين سمسار والتجار المستثمرين والتجار المعنيين ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر .

يتحدد سعر الورقة بالتفاوض في السوق غير المنظم و عادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار (هم في حقيقة الأمر بيوت للسمسرة تمارس الاتحار) وفي الدول المتقدمة عادة ما توجد شبكة قوية الحواسيب الآلية، توفر أسعار الأدوات المالية لحظة بلحظة لكل متعامل فيها، كما يمكن للسمسار أن يعرف السعر الجاري للورقة التي يرغب في معرفة قيمتها السوقية عن طريق الضغط على زر خاص، على أساسه يبدأ التفاوض على الصفقة مع التاجر الذي يقدم أفضل الأسعار .

و في هذا الصدد يؤخذ على الأسواق غير المنظمة أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، مثل هذا التوازن يمكن تحقيقه في الأسواق المنظمة بطرق عديدة من بينها دخول المتخصصين بائعين أو مشتريين، وهكذا إصدار قرار من إدارة البورصة بإيقاف التعامل في الورقة المعنية على أقل دخول مشتريين إضافيين أو بائعين عندما يتقرر إعادة التعامل فيها، مما قد يعيد التوازن بين العرض والطلب .

ت- السوق الثالث:

هي الأسواق التي تم تداول أدوات مالية لشركات مدرجة في البورصة ولكن تتعامل في السوق الموازي ويتم التعامل هنا عن طريق بيوت السمسرة . نمت هذه الأسواق منذ بدايات 1960 كمسوق منافس للأسواق المنتظمة و الموازية، ويرجع سبب نموها في تخفيض تكلفة الصفقات .

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وأن كان لهم الحق في التعامل في الأدوات المالية المسجلة في تلك الأسواق وهذه البيوت تكون على استعداد دائم لشراء البيوع تلك الأدوات وبأي كمية مهما كبرت أو صغرا وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة أما الجمهور من العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات والبنوك الاستثمارية التجارية.

وكان الدافع وراء خلق ونمو هذا السوق هو عدم تمتع مؤسسات الكبيرة بخصم في العمولة عند تعاملها مع الأسواق المنظمة وعليها فقد وجدت تلك المؤسسات ضالتها في السوق الثالث الذي يتبع لها فرصة التفاوض في مقدار العمولة بل والحصول على تخفيض مغري بعكس ما هو موجود في السوق المنظمة.

د- السوق الرابع:

يتعامل في السوق الرابع المؤسسات الاستثمارية المالية الكبيرة المملوكة للأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأدوات المالية ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، بمعنى أنه يتم التبادل بصورة مباشرة قد يستدعي ذلك وسيط واحد يعمل لإتمام الصفقة، وعليه يتم إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، كما لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها الطرفين، في ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر، وذلك لأن الاتصال يكون مباشرا، وتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنماء الصفقات وبسبب هذه المزايا فإن السوق الرابع يعد منافسا قويا للأسواق المنظمة وغير المنظمة.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

ذ- الأسواق الأخرى:

إلى جانب الأسواق الثلاث التي سبقنا الإشارة إليها، هناك أسواق أخرى يتم ابتكارها بطرق مباشرة أو غير مباشرة السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بينهم من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضاها وتمارس النشاط في هذه الأسواق سماسرة الخصم وتجار الطلبات الكبيرة¹.

¹ - طارق محمد خليل الأعرج، الأسواق المالية، محاضرات الدراسات العليا، دكتوراه إدارة المصارف، كلية الإدارة والإقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك على الموقع الإلكتروني: www.ao-academy.org/docs/alswaq21062011.pdf تاريخ الإطلاع : 15-02-2019، الساعة: (10:02).

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

المبحث الثاني: أدوات المتداولة في سوق رأس المال.

رغم تعدد هذه المنتجات أو الأدوات فإنها تندرج تحت مظلة التمويل بالدين أو التمويل عن طريق الملكية و لكل منها خصائصه و تكلفته لكن يبقى هدفها واحدا ينحصر في توفير الأموال اللازمة لاستثمارات أي مؤسسة بهدف وصول هذه الأخيرة إلى تحقيق أقصى عائد و إلى جانب الأدوات المالية التقليدية الأسهم والسندات فقد أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين إلى نمو سريع في حجم الأوراق المالية و ظهور منتجات مالية جديدة أملت التحولات المالية المتزامنة مع التقدم الهائل الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات و الحاجة المالية إلى مثل هذه المنتجات و سوف يتم التطرق إلى أهم المنتجات المالية المتداولة في سوق رأس المال.

المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم).

تلجأ الشركات إلى إصدار مجموعة من الأوراق المالية بغرض الحصول على التمويل، ويمكن إن تكون هذه الأوراق أما أسهم عادية أو ممتازة.

الفرع الأول: تعريف أدوات الملكية (الأسهم):

يعرف السهم بأنه صك ملكية يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال و يضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم و تكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم و تعد الأداة الرئيسية لتمويل الشركات و تكون في شكل أسهم عادية و أسهم ممتازة¹.

الفرع الثاني: خصائص أدوات الملكية (الأسهم):

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق العمالة الأخرى. ومن أهم الخصائص ما

يلي:

¹ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2005، ص20.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

1- القابلية للتداول:

توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون حاجة لاتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها. وخاصية التداول وإن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة. لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطاً خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائياً، أو بعد توزيع نسبة مئوية محددة من أرباحها على المساهمين.

2- الأسهم متساوية القيمة:

يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهماً القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى. إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر سندات مختلفة القيمة الاسمية في آن واحد مثل سند قيمته الاسمية 100 دينار وآخر قيمته الاسمية 1000 دينار.. الخ، بينما لا يجوز ذلك في الأسهم (هذا مع مراعاة أنه يجوز للشركة في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة إصدار هذه الأسهم بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية).

3- المسؤولية المحددة للمساهم:

تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤوليته غير محدودة¹.

¹ - محمد مطر، إدارة الإستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية -، ط5، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص210-211.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

الفرع الثالث: أنواع الأسهم.

1- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار:

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كما يلي:

- **سهم لحامله Bearer Stock:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها. ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية. إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه. لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع. لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.
- **السهم الأسمي Nominal Stock:** ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة. وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم هنا القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.
- **السهم الإذني أو الأمر An Order Stock:** ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنة بشرط الأمر أو الأذن. وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة¹.

2- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم:

يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

- **أسهم عينية:** هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو محزونات، أو براءة اختراع، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم

¹ - محمد مطر، مرجع سابق، ص 211-212.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع

القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

- **أسهم نقدية:** وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة مائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.
- **أسهم مختلطة:** وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسد الباقي منها نقدا¹.

3- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

- **السهم العادي:** يمثل السهم العادي وثيقة ملكية أو صك ملكية، و تعد منشآت الأعمال مصدر لخلق الأسهم، إذ يتكون رأس مال المنشآت المساهمة و شركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية حيث يوضح كل صك اسم المنشأة صاحبة الإصدار، نوع السهم و رقمه، و عدد الأسهم².

حيث تتمتع الأسهم العادية بالعديد من الحقوق والمتمثل فيما يلي:

- حق الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها الحق في الأرباح المحتجزة .
- الحق في الحصول على موجودات الشركة عند تصفيتها.
- الحق في الحضور في اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين وفي التصويت في القضايا المطروحة على هذه الهيئة .
- حق نقل الملكية عن طريق البيع وإهدائها أو توريثها.
- حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة الأسهم جديدة.

¹ سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيم السوقية للسهم، دراسة حالة مجموعة من الاسواق راس المال العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم إقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010، ص30.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (المؤسسات-أوراق-بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص88.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

- حق الترشيح العضوية لمجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب في الأسهم وحق انتخاب مجلس الإدارة ومسائل¹.

• **السهم الممتاز:** توفر هاته الأسهم لحاملها مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي، وذلك سواء في الربح الموزع سنويا، أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو عند تسهيل أصولها. فمن حيث الأرباح يحمل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت يحدد إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أو في صورة مبلغ محدد. وفي حالة وجود أرباح قابلة للتوزيع يكون لحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على نصيبه منها قبل حامل السهم العادي ولكن بشرط صدور قرار بالتوزيع من الجمعية العمومية بعد توصية مجلس الإدارة. ومن جانب آخر يكون حملة الأسهم الممتازة في مركز أسبق من حملة الأسهم العادية في استيفاء حقوقهم في أصول الشركة في حالة الإفلاس أو في حال حل الشركة، وهذه ميزة أخرى لحملة الأسهم الممتازة لتوفر لهم أمانة إضافية على رأس المال كالأمان الموفر لهم على الربح².

من خلال ما سبق ذكره يمكن استخراج الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في العناصر الموالية:

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح.
- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت.
- عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة.
- لحامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.
- للإدارة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها خاصة عندما يتعلق الأمر بانخفاض أسعار الفائدة كثيرا.

¹ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في العالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص 147.

² - محمد مطر، مرجع سابق، ص 213.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحتجزة للشركة، لذلك فإن قيمته الاسمية تساوي قيمته الدفترية.
- الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية لحملة الأسهم الممتازة¹.

المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات).

تمثل أدوات المديونية إحدى الطرق التي تسلكها الشركات و الحكومات للحصول على رؤوس الأموال طويلة الأجل عندما لا تكفي الأموال الخاصة للمساهمين و خاصة منها المتعلقة بتمويل خطط التوسع و تتميز أدوات المديونية المتداولة في سوق رأس المال بثبات العائد المترتب عنها وتدني درجة مخاطرتها و من أهم أدوات المديونية السندات.

الفرع الأول: تعريف أدوات الدين (السندات).

تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها تصدره الشركات أو الحكومة لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه عقد يحمل معن الوفاء مكتوب من قبل المقترض " المصدر " بدفع مبلغ معين من المال " القيمة الاسمية " إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.

يحمل السند معن قرضاً طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة².

وعليه نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي

¹ - زياد رمضان، مروان شموط، الاسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007، ص29.

² - عبد الله بن السعيد بن فهد المرزوقي، مدى تأثير المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم : دراسة ميدانية على السوق المالية السعودية، رسالة من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة السعودية، بدون سنة النشر، ص50.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق.

الفرع الثاني: خصائص أدوات الدين (السندات).

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

- **السندات أداة دين:** يرتب السند لحامله عن الشركة المصدرة حق دائنيته، يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء عن أرباح الشركة أو من الأصول في حالة الإفلاس.
- **السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل:** يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لأن حامل يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعاً لتغير الأرباح السنوي التي تحققها الشركة المصدرة، والسند في ثبات دخله يشبه السهم الممتاز.
- **محدودية الأجل:** دائماً يصدر السند بأجل محدد يستحق بتاريخه، ويسجل هذا التاريخ في عقد الإصدار، ويعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك السعر السوقي له.
- **قابلية السند للتداول:** وهذه الخاصية تشبه خاصية تداول السهم، خاصية التداول هذه تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي¹.

الفرع الثالث: أنواع أدوات الدين (السندات).

تنقسم السندات إلى عدة أنواع حسب عدة معايير نذكر منها:

1- تقسيم السندات حسب شكل إصدارها:

حسب هذا المعيار تنقسم السندات إلى سندات لحاملها وسندات اسمية.

¹ - أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص108.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

• **السندات لحاملها Bearer bonds** : ويقصد بالسند لحامله ذلك السند الذي يخلو من اسم

المستثمر ويعد ورقة مالية يتم تداولها بيعا و شراء مثل بقية الأوراق المالية و لكون فائدة هذا النوع من السندات يدفع من خلال كوبونات مرفقة فإن هذا النوع من السندات يسمى بسندات الكوبون حيث يحصل المستثمر على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمها للبنك الذي يتولى دفع الفوائد وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله الحق في استلام قيمة السند الاسمية من البنك مباشرة.

• **السندات الاسمية**: يقصد بالسند الاسمي ذلك السند الذي يصدر باسم صاحبه وهو سند غير قابل

للتداول مثل السندات لحاملها و إنما تتم عملية البيع و الشراء وفق القواعد القانونية لنقل الملكية بالنسبة للأصول الأخرى ويضم هذا النوع من السندات الحماية الكاملة للمستثمر من ناحية السرقة أو التلف.

2- تقسيم السندات حسب القابلية للتحويل:

تعد السندات القابلة للتحويل Convertible bonds من أشهر أنواع السندات التي يهتم بها المستثمرون حيث ينص صراحة بأن حامل السند يمكن تحويل قيمة السند وعوائده إلى أسهم عادية في الشركة المصدرة، فمالك السند عندما يلاحظ أن الأرباح التي يحصل عليها المساهمون أعلى بكثير من الفائدة السنوية الاسمية فإنه يستطيع أن يطلب من الشركة المصدرة تحويل سنده إلى سهم، وتوفر السندات القابلة للتحويل مزايا مختلفة لجميع أطراف السوق المالي، المصدر والمستثمر والوسيط فبالنسبة للمصدر فإنه يتمكن من أن يحصل على الأموال التي يحتاجها بكلفة منخفضة نسبيا وهذا راجع لأن معدلات الفائدة التي تحملها السندات القابلة للتحويل تكون أقل من معدلات الفائدة في السندات العادية ويستفيد من هذه الميزة الشركات التي تكون في بداية حياتها التشغيلية أي فيما يعرف بمرحلة النمو ومن جهة أخرى فإن إصدار السندات القابلة للتحويل من قبل الشركات سوف يجنبها مخاطر أثر الإغراق، أما بالنسبة للمستثمر فإنها تعطيه فرصة الحصول على أرباح رأسمالية ناتجة من الارتفاع

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

المتوقع في القيمة السوقية للسهم عن سعر التحويل إضافة إلى أنها تحميه من خسائر رأسمالية بسبب ما يوفره السند للمستثمر من أمان أي أنه مهما انخفضت القيمة السوقية للسهم العادي فإن مقتني السند القابل للتحويل يضمن له على الأقل فرصة الحصول على سعر الفائدة للسند والذي يتمثل بسعره السوقى كسند عادي بدون شرط القابلية للتحويل، أما مزايا السندات القابلة للتحويل بالنسبة للوسيط فإنها تتيح الفرص لكل الوسطاء القيام بقدر كبير من المتاجرة بالملكية و التي تتحقق بسبب انخفاض نسبة الهامش المطلوب للمضاربة بها في السوق المالي و التي تقل عادة عن نسبة الهامش المطلوب للمضاربة في الأسهم مما يوفر لها فرصة تحقيق أرباح رأسمالية كبيرة عن طريق التعامل بها في السوق الثانوي.

أما السندات غير قابلة للتحويل No convertible bonds فهي الشكل الشائع لسندات الإقراض، فالأصل في السندات هي غير قابلة للتحويل وإن منحت ميزة خاصة فإنها تكون قابلة للتحويل.

3- تقسيم السندات على أساس الضمان:

وتنقسم حسب هذا المعيار إلى:

- **السندات المضمونة Secured bonds** : يقصد بالسندات المضمونة تلك السندات التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد عندما لا تستطيع الشركة المصدرة لها الوفاء بأصل السند أو فائدته، أو عند تصفية هذه الشركة، و نظريا يستطيعون التصرف بهذه الأصول واستيفاء حقوقهم كالتالي:
- إذا كانت القيمة البيعية لهذه الأصول أكبر من ديونهم فإنهم يستوفون حقوقهم ويسددوا الباقي للشركة.
- إذا كانت القيمة المتحصلة من عملية البيع أقل فإن أصحاب السندات يصبحون من الدائنين العاديين بمقدار المبلغ المتبقي.
- **السندات غير المضمونة**: هي سندات تخلو من أي رهن لصاحبها سوى تعهد و التزام الشركة المصدرة لها بالتسديد، و تسمى هذه السندات بالسندات العادية فالضمانات الفعلية لهذه السندات هي إجمالي أصول

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

الشركة المصدرة و مركزها المالي (قدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه دائئيتها) وهي تشمل عدة أنواع نذكر منها:

- سندات الدخل Income bonds: هي السندات التي تكفل للمستثمر فيها الحصول على الفائدة فقط في الحالة التي تحقق فيها العوائد، والمعروف عن سندات الدخل أنها لا تعرض للبيع من الشركة كتمويل جديد لكن إصدارها يتم عند إعادة الرسمية لاستبدال الأوراق المالية.
- السندات العادية: تعتبر السندات العادية غير مضمونة، إذ لم يقرر لها أي حق أو رهن كضمان لها، و يعتبر حملة السندات العادية مقرضين للأموال تتحقق لهم الحماية بموجب ملكية شهادة الاكتتاب في السند فقط، و السندات العادية تصدر بالقيمة الاسمية و لا تسترد عند انتهاء أجلها سوى القيمة الاسمية.
- السندات الثانوية العادية: أقل مرتبة من الأسهم العادية من حيث نسبة المبلغ المتبقي من تصفية الشركة وأقل من مرتبة السندات المضمونة التي يكون لها الحق في الحصول على الجزء الأكبر أو كل الحقوق المالية لحملة هذه السندات حتى و لو لم يبقى أي مبلغ مالي لحملة السندات الثانوية.

4- تقسيم السندات حسب آجال الاستحقاق:

تنقسم السندات حسب آجال استحقاقها إلى:

- **السندات قصيرة الأجل:** هي سندات لا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة و تعتبر هذه السندات أداة تمويلية قصيرة الأجل يتم تداولها في السوق النقدي و تمتاز هذه السندات بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة، و تصدر هذه السندات بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا و من بين هذه السندات:

- السند الأذني: الذي يعتبر من الأوراق التجارية التي غالبا ما تصدر عن التجار، و من هذه السندات "أذونات الخزينة" والتي تصدر لمدة قصيرة ويكون سعر الفائدة المدفوع عليها قليلا نسبيا.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

- سندات اليورو قصيرة الأجل: وهي سندات تصدر على شكل سند لحامله قابلة للتداول وتصدر بأجل قد تتراوح بين أسبوع و سنة واحدة.

- سندات متوسطة الأجل: هي سندات يزيد أجل استحقاقها عن عام واحد ولا يتجاوز سبع سنوات، و تعتبر هذه السندات أداة تمويلية متوسطة الأجل ومعدلات فائدتها أعلى من معدلات فائدة السندات قصيرة الأجل بسبب درجة المخاطرة المرتفعة وقلة سيولتها.

- السندات طويلة الأجل: وهي سندات يزيد تاريخ استحقاقها عن سبع سنوات و يتم تداول أغلب أنواعها في أسواق رأس المال وتصدر بمعدل فائدة أعلى من فوائد السندات القصيرة و المتوسطة الأجل.

5- تقسيم السندات على أساس جنسية المقترض:

تنقسم حسب هذا المعيار إلى سندات محلية و أجنبية و دولية:

● **السندات المحلية:** هي السندات التي تصدرها مؤسسة محلية عامة كانت أم خاصة و يتم التعامل بها على المستوى الوطني فقط.

● **السندات الأجنبية:** هي السندات التي تصدر من طرف مؤسسات محلية لصالح مقترض أجنبي بعملة البلد الذي تصدر فيه ويتم تداول هذه السندات على المستوى الاقتصادي الوطني.

● **السندات الدولية:** عبارة عن سندات تصدر بغير عملة البلد الذي صدرت به كأن تصدر مؤسسة أو شركة بريطانية سندات بالدولار الأمريكي وتصدر هذه السندات عن مؤسسات ومنظمات دولية كتلك التي يصدرها البنك الدولي لتمويل متطلبات الدول الأعضاء¹.

¹ - <http://www.startimes.com/?t=14445549>, date : 08-03-2019, heure : (15 :32).

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

الفرع الرابع: الفرق بين الأسهم والسندات.

نلخص الفرق بين الأسهم والسندات من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (01) : الفرق بين الأسهم والسندات

السندات	السهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس مال الشركة.
2- حامل السند دائم بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته.
3- عائد السند ثابت ولا يتغير بالخسارة.	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4- حامل السند يسترد رأس ماله في الموعد المحدد لإستحقاق السداد الكامل.	4- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية.
5- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	5- عائد الأسهم يعتبر توزيعا للأرباح يخضع للضريبة.

المصدر: عبد الله بن السعيد بن فهد المرزوقي، مرجع سابق، ص50-51.

المطلب الثالث: المشتقات المالية.

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية.

وتعد من المستحدثات في الأصول المالية، و انعكاسا للربحية في تعظيم العائد فضلا عن تقليل المخاطرة لاسيما و أن مدخل العائد للمخاطرة يمثل مرتكزا للمستثمرين في الأسواق المالية و بالتالي فان ذلك يستدعي توسيع مكونات المحفظة الاستثمارية و إيجاد بدائل ومستحدثات مالية للأصول التقليدية تساعد في تحقيق ذلك.

والمشتقات هي عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد أسهم سندات و كذلك سلع و عملات

أجنبية و بالتالي فان أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

تعرف أيضا بأنها مطالبات محتملة و إنشاء المشتقة كونه خيارا مرنا للمستثمر والمدخر يترتب عليه تكلفة، كما سيلاحظ لكنه يعطى في الوقت نفسه فرصة لتحقيق عائد أو تجاوز مخاطر كان يصعب تحقيقها دونما خيار المشتقة المالية.

ونلخص أن المشتقات المالية هي: عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر الأطراف المشتقة على الأصل المالية محل التعاقد¹.

الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية.

1- عقود الخيار: عقد الخيار هو عقد بين طرفين يعطي لمشتريه الحق في أن يشتري أو يبيع كمية معينة من الأسهم أو من سلعة معينة بسعر تنفيذ معين، خلال فترة سريان العقد، ويدفع مشتري الخيار مقابل هذا الحق مبلغا معيناً يسمى ثمن الخيار (العلوة)، وهو مبلغ بسيط من سعر السهم أو من سعر السلعة وهو ثمن غير مسترد و الفكرة الأساسية للخيارات هي أن أحد الأطراف يرغب في تحمل المخاطر و الطرف الآخر يرغب في تجنبها.

2- العقود المستقبلية: هي عقود نمطية ملزمة بيت الباعة و المشترين تقتضي بان يسلم البائع أصلا من الأصول إلى المشتري و يتسلم منه الثمن المحدد مسبقا و ذلك في فترة قادمة متفق عليها في تاريخ استحقاق العقد².

3- المبادلات: هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية، أو العينية تتحدد وفقا له قيمة الصفقة آنيا على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق و تقوم على مبدأ الحماية المتبادلة بين المقرض و المقترض (السقف و القاعدة)³.

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 124-125.

² - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل الأدوات والإستراتيجيات، دار الهدى، الجزائر، 2010، ص 246-248.

³ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 245-246.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

4- الصكوك الإسلامية: هي أدوات مالية موحدة النمط، و مطابقة للشريعة الإسلامية والمبادئ التي تقوم

عليها في تحريم الربا¹ وهي تقوم على فكرة المشاركة في الربح و الخسارة، حيث تؤسس شركة مساهمة

لهذا الغرض و لها شخصية معنوية مستقلة، و تتولى إصدار الصكوك اللازمة للتمويل و طرحها للاكتتاب

العام، و من حق كل صك المشاركة في رأس المال والإدارة والتداول، ولها أسواق ثانوية للتداول².

¹ - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي، 2010، ص25.

² - محمد تقي العثماني، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة العشرون، 18-09-2010، ص1-2.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات أسواق رأس المال.

لطالما كانت هناك علاقة قوية ما بين أسعار الأدوات المالية وبصفة خاصة الأسهم بين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على سوق رأس المال، وسوف نتناول في هذا المبحث مفاهيم حول كفاءة سوق رأس المال ومتطلباته ومستوياته بالإضافة إلى مؤشرات أدائه المالي.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق رأس المال.

الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق رأس المال.

يعرف منير إبراهيم هندی كفاءة سوق الأوراق المالية (Efficient Market) على أنه "السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي السعر السهم في الأيام والأسابيع و السنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة (Fair Value) تعكس تماما قيمته الحقيقية (Intrinsic Value) التي يتولد عنها عائذ يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائذ على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه"¹.

¹ - منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999 ، ص38.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

وتعرف السوق الكفاءة أيضا بأنها سوق تعكس فيها سعر الورقة المالية كافة المعلومات المتاحة عنها، حيث لا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الحصول على نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية¹.

أما "Reilly" فقد عرف كفاءة الأسواق المالية: هي تلك الأسواق التي يجب أن تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها المعلومات جميعها، لذا يجب أن تكون للأوراق المالية يعكس المعلومات المتوافرة كلها². التعاريف السابقة نستنتج أن كفاءة سوق الأوراق المالية تقوم على توافر المعلومات كل المتعاملين الاقتصاديين، حتى لا يكون هناك مشاكل عدم تماثل المعلومات. بمعنى أن أسعار الأداة المالية خاصة الأسهم تكون عادلة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية لها ولأن وظائف الأسواق المالية هدفها الأساسي تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية، فإنه لا بد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها بشكل أمثل و بالتالي يجب أن تعكس أسعار الأسهم قيمتها الحقيقية الواقعية.

الفرع الثاني: خصائص السوق المالية الكفؤة.

من خلال ما سبق نستطيع نلخص خصائص السوق المالية الكفؤة في ما يلي:

- بيع وشراء الأسهم والسندات.
- نشر معلومات يومية عن موجز الأسهم المباعة بأسعارها الحقيقية للتعامل.
- وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية.
- معلومات متوفرة للجميع وتكاليف الحصول عليها قليلة.
- أن تكون المعلومات صادقة وصحيحة.

¹ - منير إبراهيم الهندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط2، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006، ص375.

² - Reilly, F. K., and Brown K.C. (2003). **Investment Analysis and Portfolio Management**. Seventh Edition Thomson..

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

- أن يحصل عليها الجميع في نفس اللحظة.
- أن تصل المعلومات لكل المتعاملين بسرعة وأن تعكس سعر الورقة في نفس اللحظة¹.

الفرع الثالث: أنواع كفاءة الأسواق المالية.

تقسم كفاءة أسواق رأس المال الى نوعين:

أولاً: الكفاءة الكاملة Perfectly Efficient Market :

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، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع.

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- أ- شفافية المعلومات و سرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- ب- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه و شرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
- ت- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

ث- رشادة المستثمرين، وسعى كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة².

¹- أمجد إبراهيم البراجنة، إختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، تخصص تمويل، الجامعة الإسلامية- غزة فلسطين، -، 2009، ص72.

²- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع الأسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد07، 2009-2010، ص06.

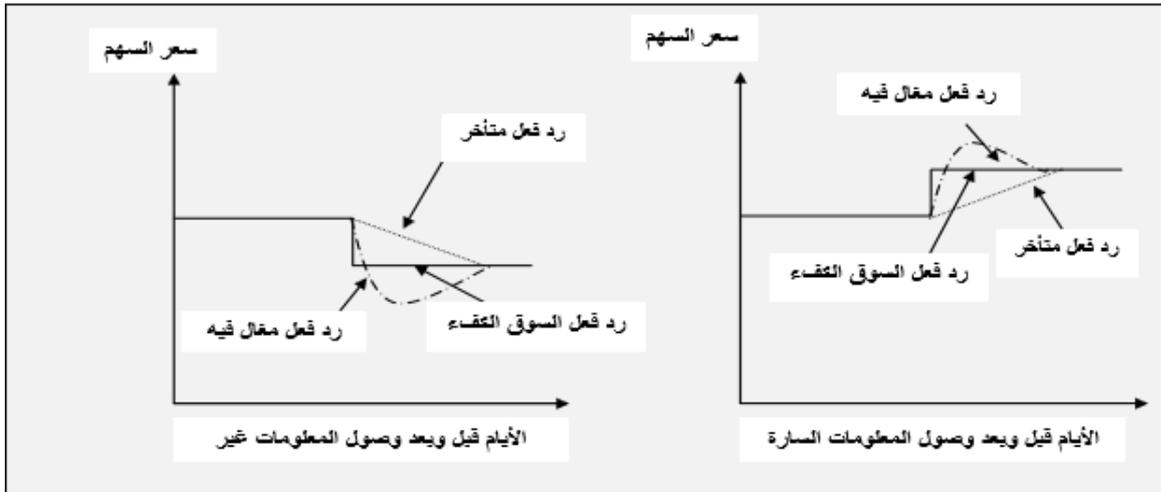
الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية:

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، و ذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية وتقوم على مبدأ تعظيم الأرباح ولكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، وفي ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد أن لا يكون الفرق كبيراً، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من التكاليف الإستثمار يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباح غير عادية على المدى الطويل¹، وهذا ما سيوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (2-2): حركة الأسعار في ظل الكفاءة الاقتصادية الكاملة للسوق في حالتها المعلومات

السارة وغير سارة.



المصدر: السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 105.

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 105-106.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

يضمن السوق الكفاء وفقاً للمفهوم المتقدم تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى الأكثر المجالات ربحية. ولكي يحقق السوق هدف التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة يتعين أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

- كفاءة التسعير (price Efficient) :

يطلق على كفاءة التسعير الكفاءة الخارجية، ويقصد بها ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة وبأدين تكلفة، بحيث تعكس أسعار الأسهم في السوق كافة المعلومات المتاحة. ويقضي تحقيق سرعة نشر المعلومات ووصولها إلى جميع المتعاملين وجود شبكة منتظمة للاتصالات على درجة عالية من الكفاءة تساعد في تشكيل ردود أفعال المتعاملين في السوق بسرعة تجاه المعلومات الجديدة ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة¹. وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين².

- كفاءة التشغيل (Operational efficiency) :

ويطلق على كفاءة التشغيل الكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيها. وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، الأمر الذي يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها، مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية³.

¹ - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص155.

² - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص33.

³ - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص155-156.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

المطلب الثاني: متطلبات ومستويات كفاءة أسواق رأس المال.

في ظل وجود منافسة شديدة بين مختلف المتدخلين في السوق، أصبح لا بد من توفر البيانات والمعلومات الدقيقة المتعلقة بوضعية الأدوات المالية المتداولة في السوق، والإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

الفرع الأول: متطلبات كفاءة أسواق رأس المال.

من خلال ما سبق ولكي تتحقق كفاءة أسواق رأس المال لا بد من توافر مجموعة من المتطلبات وذلك حسب رأي " Reilly " في سنة 1985 والتي حددها في النقاط التالية:
أولاً: المتطلبات الفنية لكفاءة أسواق رأس المال.
يمكن إدراجها في:

أ- المنافسة الكاملة في السوق: أي أن يكون هناك عدد كبير من المتعاملين في السوق، وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار، بحيث يصبح المشاركون يتلقون السعر بدلاً من كونهم قادرين على فرض الأسعار للسوق.

ب- الأمن: لا بد للسوق الكفؤة من توفير الأمن أي أن تتوفر الحماية ضد المخاطر سواء كانت تحارية أو غير تجارية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، وبالتالي يجب على إدارة السوق المالي متابعة الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية ويكون لديها الإجراءات الرادعة لها، مع وجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر.

ت- العقلانية: وهو أن يكون هدف المتعاملين تحقيق الأرباح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل، حيث يتم الاستعانة بالخبراء والمحليين ومكاتب استشارية في هذا المجال¹.

¹ - محمد يوسف الفالوجي، إختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة 2004-2005، رسالة من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، تخصص تمويل، الجامعة الإسلامية- غزة فلسطين، 2007، ص35.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

ث- دقة وسرعة وصول المعلومات: على السوق المالي تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر، وأن يزودهم بالظروف السائدة في السوق بالنسبة لأسعار الأوراق المالية المتداولة، والتي تعكس حقيقة مستوى الطلب و العرض لكل الأوراق المالية¹.

ج- كفاءة التشغيل و كفاءة التسعير: يجب أن يكون هناك آليات لضبط أي خلل في التسعير، من خلال ضبط تكاليف معاملات إبرام أي صفقة في حدها الأدنى من جهة، ومن جهة أخرى أن يكون سعر الورقة المالية يعتمد على معلومات حقيقية وليس إشاعات، أي استجابة الأسعار في السوق للمعلومات الجديدة التي تصل لها، ويعني ذلك أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.

ح- السيولة: يقصد بالسيولة أن يستطيع البائع والمشتري للأوراق المالية إبرام الصفقة بسرعة و بسعر قريب من السعر الذي أبرمت فيه آخر صفقة على ذات نفس الورقة، وهذا يعني أن السيولة تتطلب سهولة التسويق واستقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.

خ- عدالة السوق: تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية تعمل على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة ساعة أو أكثر من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها².

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشآت المعارف، الإسكندرية، 1999، ص411.

² - عماد الدين محمد المزيني، سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها، رسالة من متطلبات لنيل الماجستير، جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية الاقتصادية، مصر، 2002، ص33.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

ثانياً: المتطلبات التنظيمية لكفاءة أسواق رأس المال.

- أ- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية، والتي تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول ويمثلون البنوك والمؤسسات والشركات التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة.
- ب- وجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية، وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها باستمرار وتراقب عمليات التداول.
- ت- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية ومراقبة لاستمرارية أو إيقاف هذا الإدراج.
- ث- وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ الأوامر، وتحديد أسعار الصفقات بسرعة وهناك طريقتان متبعتان في العادة هما المزايمة أو المفاوضة.
- ج- الطريقة الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض، أما الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم. و وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة في السوق.
- ح- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة و نشيطة في الأسهم.
- خ- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة.
- د- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم، وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

ذ- أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة والقوانين، وأن يتم مراقبة الشركات للتأكد من عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأرباح السريعة¹.

الفرع الثاني: مستويات كفاءة أسواق رأس المال.

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق ثلاث فرضيات هي:

1- كفاءة السوق عند المستوى الضعيف (The weak forun efficiency):

وفقا لذلك الفرض فإن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم، كالأسعار وحجم التعاملات السابقة، وأي محاولة للتنبؤ بأسعار أي سهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح، ذلك لأن تغيرات في الأسعار تأخذ تشكلا عشوائيا يرتبط بورود معلومات جديدة، وليس وجود معلومات تاريخية. ولأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية، فإنه لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أي أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار. وتكون الوسيلة الوحيدة لتحقيق أرباح غير عادية هي الوصول إلى معلومات عامة أو معلومات خاصة من داخل الشركة، وفي ظل ذلك الفرض تكون الاختلافات بين السعر السوقي للسهم وقيمه الحقيقية واسعة².

2- كفاءة السوق عند المستوى شبه القوي (The Seui- strong forun efficiency):

يقضي فرض الصيغة شبه القوي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في سعر السهم وحجم تعاملاته، بل عكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات ومن الأمثلة على تلك المعلومات ما ينشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك تقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور³.

¹ - أمجد إبراهيم البراجنة، مرجع سابق، ص48.

² - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص61.

³ - منير إبراهيم الهندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص404.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

3- كفاءة السوق عند المستوى القوي (The strong for efficiency) :

ويعرف هذا المستوى فرضية الصيغة القوية، وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار. وبدلالة نوعية المعلومات المرتبطة بالاستثمارات فإن الشكل القوي للكفاءة يتحقق عندما لا يستطيع أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات الخاصة.

تعتمد كفاءة السوق عند المستوى القوي على قياس مدى إمكانية حصول بعض الفئات على معلومات خاصة بحيث تكون تلك المعلومات بصفة احتكارية، ومن الفئات التي يكون لديها معلومات احتكارية ما يلي:

- إدارة المنشأة وكبار مديري العاملين فيها والملاك الرئيسيون.

- صناع السوق.

- مديرو المحافظ الاستثمارية.

وفي الواقع العملي لا تتحقق فرضية السوق قوية الكفاءة حيث يمكن اعتباره مجرد سوق نظري يقاس عليه الأشكال الأخرى للكفاءة¹.

المطلب الثالث: مؤشرات أداء أسواق المالية.

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 108-109.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

الفرع الأول: مفهوم المؤشرات.

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق ارتفاعا وانخفاضا، وبالتالي يعكس سعر السوق واتجاهها.

أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معيار لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل، ويقوم المؤشر على عينة من أسهم المؤسسات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي يكون عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه¹.

و يعرف مؤشر السوق على انه: قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في السوق المالية، إذ يتم تكوين هذا المؤشر و تحديد قيمته في البداية و تتم بعد ذلك مقارنة قيمة المؤشر عند أي نقطة زمنية، مما يتيح إمكانية معرفة تحركات السوق بالارتفاع أو الانخفاض، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهات ويعد مؤشر السوق أو مجموعة المؤشرات مقياسا حقيقيا لأداء سوق الأوراق المالية سواء في الدول المتقدمة أو في الدول النامية. فهي تلخص الأداء الإجمالي للسوق. ونظرا لكون المؤشر يتكون من شركات في قطاعات اقتصادية مختلفة، فضلا عن أنه يعد أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، فإنه يمكن أن يمثل مرجعا واضحا للمستثمر في سوق الأوراق المالية².

ويمكن أن نعرف المؤشر على أنه أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة القياس للتغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بما من خلال استخدام المؤشرات³.

¹ - عصام حسين، مرجع سابق، ص 35.

² - حيدر يونس الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف، الإسلامية، في مؤشرات سوق الأوراق المالية-الأردن والسعودية حالة تطبيقية لمدة من 1990-2007، أطروحة نيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، علوم الاقتصاد، قسم الاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009، ص 57.

³ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الإستثمارات، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 70.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

تمثل مؤشرات السوق مجموعة الأسهم والسندات لعدد من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بوصفها ممثلة للأسهم و السندات المتداولة في السوق الحاضرة، وتعكس حركة أسعارها الاتجاهات المستقبلية للأسعار في هذا السوق ومن ثم تصبح أداة للمضاربة عليها بقصد تحقيق الربح، وهكذا إن عدد الأسهم الممثلة للمؤشر تعكس حدود استخدامه بوصفه مقياسا لمتابعة أداء شركات هذه الأسهم وتقييمها. وهناك عدد من الأساليب لبناء مؤشرات سوق الأوراق المالية.

وعليه يمكن القول أن مؤشر الأسواق المالية يعطي فكرة عامة، عن اتجاه الأسعار في السوق حيث يمثل المقياس الذي تتعرف من خلاله كمستثمر على نبض السوق لتحديد اتجاه قوى العرض والطلب و المستوى العام للارتفاع أو الانخفاض في أسعار الشركات المتداولة في السوق، وتختلف الكيفية التي يحتسب المؤشر من خلالها فأما أن يؤخذ عند احتسابه بأسعار جميع الأسهم المدرجة، أو جزء منها كعينه بأمل أن تعكس واقع السوق إجمالاً.

الفرع الثاني: أنواع المؤشرات.

يوجد معيارين لتقسيم المؤشرات وهما معيار وظيفتها و معيار إمكانية تداولها تقسم المؤشرات من حيث الوظيفة إلى:

أولاً: المؤشرات العامة.

تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

ثانياً: المؤشرات قطاعية.

تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز للصناعة و مؤشر ستاندرد آند بور للخدمات العامة¹.

الفرع الثالث: استخدامات المؤشر

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في السوق وتتمثل أهم الاستخدامات فيما يلي:

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: من تكوين وجه المقارنة بين التغير في عائد المحفظة مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون الحاجة إلى مراقبة أداء كل ورقة على حدا.

- الحكم على أداء المديرين المحترفين: بحيث يمكن للمستثمر الممتلك لمحفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريبا عائد السوق الذي يعكسه المؤشر.

- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه يمكنه التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، فإذا تمكن من الوصول إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

¹ - حيدر يونس الموسوي، مرجع سابق، ص58.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

- تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشر لقياس المخاطر النظامية المحفظة الأوراق المالية، وهي

العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد المحفظة السوق المكونة من أصول خطرة¹.

الفرع الرابع : العوامل المؤثرة في مؤشرات السوق.

هناك عوامل عديدة مؤثر على مؤشرات سوق الأوراق المالية من خلال تأثيرها على عمليات البيع والشراء

وعلى أسعار الأسهم التي تشتق من أسعارها حركة هذه المؤشرات وهذه العوامل تتمثل في ما يلي:

- مدى دقة وشفافية الأخبار في السوق المالي.
- قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات للتأثير على حركة الأسعار وحجم التداول.
- التوقيت أو الزمن وطبيعة المتغيرات الاقتصادية.
- طبيعة المنافسة والحضارية في السوق المالي خاصة وأن الشركات الكبيرة تؤثر على الشركات الصغيرة².

¹ - مداحي محمد، ترقو محمد، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الاسلامي والتقليدي) : دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و IJL ببورصة

اندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات ميلة، العدد 05، 2010، من موقع إلكتروني:

www.centre-univ-mila.dz/jmrs/pdf/5edit/4.pdf ، تاريخ الإطلاع: 05-03-2019، الساعة: 12.03.

² - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 92-93.

الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال

خلاصة:

تناول هذا الفصل الإطار النظري لأسواق رأس المال، واشتمل على ثلاثة مباحث رئيسة لتقديم فكرة شاملة عن ماهية الأسواق رأس المال من حيث وصفها و مفهومها، كما تم التطرق إلى تصنيفات السوق المالي المختلفة والتي تنقسم إلى أسواق منظمة "بورصات" وأسواق غير منظمة، أسواق احتكارية.

أما بالنسبة للمبحث الثاني قد تناول الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال والتي غالبا ما تكون من أسهم عادية وممتازة وسندات طويلة الأجل أوراق مالية قابلة للتحويل وأوراق مالية تصدرها الحكومة بالإضافة إلى استحداث المشتقات المالية، حيث تم التطرق لهذه الأدوات بإظهار أهم خصائصها وتقسيماتها.

ونظرا لأن أسواق رأس مال هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق إلى بكفاءة الأسواق رأس المال ومؤشراته، وهذا ما حاولنا التركيز عليه في المبحث الثالث الذي دار حول كفاءة سوق رأس المال ومؤشراتها، باعتبارها أهم الأساسيات المرتبطة بالأسواق الرأس مالية، إذ تعتبر كفاءة هي الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات للأسعار السوقية.

الفصل الأول

مدخل للإستثمار

الأجنبي غير مباشر

الفصل الثاني

مدخل إلى أسواق رأس

المال

الفصل الثالث

حركية رؤوس الأموال
في بورصة قطر

الفصل الأول

مدخل للإستثمار

الأجنبي غير مباشر

الفصل الثاني

مدخل إلى أسواق رأس

المال

الفصل الثالث

حركية رؤوس الأموال
في بورصة قطر

الفصل الأول

مدخل للإستثمار

الأجنبي غير مباشر

الفصل الثاني

مدخل إلى أسواق رأس

المال

الفصل الثالث

حركية رؤوس الأموال
في بورصة قطر

مقدمة

قائمة

الأشكال والجمدادول

قائمة

المدراج

خاتمة

مقدمة

قائمة

الأشكال والجداول

قائمة

الدراسات
الاجتماعية

خاتمة

مقدمة

قائمة

الأشكال والجمداول

قائمة

المدراج

خاتمة

في ختام هذا البحث بشقيه النظري والتطبيقي والذي حاولنا من خلال الاجابة على الاشكالية البحث والتي كان مضمونها "هل الإستثمار الأجنبي الغير مباشر دور فعال في تنشيط سوق رأس المال (قطر)"

ومحاولة منا الاحاطة بهذا الموضوع والإجابة عن السؤال الجوهرى المطروح جسديناها من خلال ثلث فصول حيث خصصنا الفصل النظري إلى فصلين ، الفصل الأول يتمثل في إن للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة ايجابيات كثيرة اقتصاديات الدول المضيفة وعلى سوق الأوراق المالية بصفة خاصة، وكما توجد ايجابيات هناك أيضا سلبيات قد تأثر خلال في تطوير وتنشيط السوق من خلال زيادة السيولة وعمق السوق وكذلك عدد الأسهم المتداولة وزيادة في الإصدارات الجديدة، بالإضافة إلى المحددات التابعة للإستثمار الاجنبي غير المباشر، وأيضا المخاطر الناجمة عنه التي قد تكون شكل موجات بيع نتيجة عدة عوامل ما يؤثر سلبا في استقرار سوق الأوراق المالية في البلد المضيف كما حصل في الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

الفصل الثاني تناولنا دراستنا على اسواق رأس المال التي أصبحت تحتل مكانة هامة في الإقتصاديات المعاصرة من خلال ما تقوم به من وظائف و أدوار هامة من حيث توفير التمويل لأصحاب العجز، و استثمار الفوائض لأصحابها و مساهمتها في حل الكثير من مشكلات الشركات الراغبة في التمويل خاصة طويل الأجل لمشروعات ذات فترات الإسترداد الطويلة و التي كانت تواجه مشكلة من قبل البنوك لأنها تبحث دائما عن السيولة. أما الفصل الثالث فهو عبارة عن حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر، حيث تعرضنا فيه إلى تمهيد على الجهاز المصرفي والمالي للأسواق المالية القطرية والجوانب النظرية لسوق قطر للأوراق المالية للأداء المالي القطري، ثم دراسة اختبار كفاءة الواقع العملي للأوراق المالية في سوق قطر.

اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: المخاطر السياسية هي تدخل الدولة في القطاع الخاص و إعادة تقويم العملة وتغيير الحكومة. من خلال تناولنا للفصل الأول من هذا البحث وهو الفصل النظري حيث تطرقنا في المبحث الثاني إلى مخاطر الإستثمار الأجنبي غير المباشر والتي تتمثل في سياسية ومخاطر سعر الصرف وسعر الفائدة وغيرها، فمن هذه المخاطر نلاحظ أن مخاطر السياسية هي أحد أنواع المخاطر غير النظامية إذا ترتبط بدولة معينة يمكن تجنبها من خلال الاستثمار في مجموعة متنوعة من الأسواق المالية في بلاد العالم وتعزى تلك المخاطر إلى التغيرات في الظروف السياسية والتي تؤثر على أسهم الشركات وسنداتها، فمثلا تدخل الدولة في القطاع الخاص، وإعادة تقويم العملة، وتغيير الحكومة، والضرائب على الدخل، فكل من هذه الجوانب تأثير على أرباح الشركة، وهذا ما يؤكد لنا صحة الفرضية الأولى.

الفرضية الثانية: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال هي الأسهم والسندات و المشتقات المالية.

من خلال تناولنا للفصل الثاني من هذا البحث الذي تطرقنا فيه في المبحث الثاني إلى العديد من الأدوات المتداولة في سوق المال التي ينحصر هدفها أساسا في توفير الأموال اللازمة لاستثمارات أي مؤسسة بهدف وصول هذه الأخيرة إلى تحقيق أقصى عائد، وتكون هذه الأدوات هي الأسهم والسندات والمشتقات المالية، وهذا ما يؤكد لنا صحة الفرضية الثانية.

الفرضية الثالثة: يعتبر سوقا جاذبا للإستثمار الأجنبي غير المباشر.

من خلال تناولنا للفصل الثالث الذي تطرقنا فيه إلى بورصة قطر منذ تأسيسها في التطور لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج حيث حققت العديد من الانجازات حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة فيها لتشمل كبريات الشركات القطرية التي تشكل جزء مهما من الاقتصاد الوطني، كما ارتفع عدد المستثمرين المسجلين الذين أصبحوا أكثر نشاطا وخبرة، وكما احتلت بورصة قطر ثاني أكبر بورصة في المنطقة من حيث الرسملة السوقية، وهي أفضل البورصات الموجودة في المنطقة من حيث العائد الذم يفوق النسب الموجودة حتى أكبر البورصات العالمية. بالإضافة إلي رفع تصنيفها إلى بورصة صاعدة لدى كل من مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة كمؤشر ستاندر بورز، بالإضافة إلى حصولها على العضوية الكاملة في اتحاد البورصات، لتصبح جنبا إلى جنب مع أسواق دول ذات اقتصاديات نامية، بالإضافة إلى متانة الاقتصاد القطري، كل هذه العوامل كانت كفيلة بجذب المستثمرين الأجانب إلى سوق الدوحة للأوراق المالية، وهي ما تثبت صحة الفرضية الثالثة.

النتائج:

- تحقيق الشركات نتائج إيجابية رغم الحصار المفروض عليها من دول الجوار.
- تحقيق معدلات نمو قياسية مما جعلها من مقدمة الأسواق الناشئة على مستوى العالم وذلك بسبب قوة الإقتصاد القطري ونموه المتسارع وذلك بشهادة منظمات دولية ومؤسسات التصنيف الائتماني.
- فشل مخططات الدول الجوار في محاصرتها إقتصاديا وسياسيا.
- منح الحوافز والمزايا التفصيلية من اجل زيادة جاذبية الإستثمار الأجنبي الغير مباشر.
- خلق فوائض قيمة خارج مجال المحروقات.

توصيات:

- إتاحة فرصة للمستثمر الأجنبي للتملك بنسبة 100% في غالبية قطاعات الاقتصاد بعدما كانت هذه النسبة لا تزيد عن 49%.
- رفع مؤشر الثقة والأمان الاستثماري في الدولة، والارتكاز إلى قوة الإنفاق الحكومي في توطيد الاستثمارات الأجنبية.
- زيادة العوائد الضريبية.
- حماية المستثمر الأجنبي والمحلي من مخاطر الاتفاقيات الجانبية.
- الحد من عمليات التستر التجاري، ورفع مستوى قطر في المؤشرات الاقتصادية العالمية كمؤشر سهولة الأعمال.
- إنشاء مشاريع إستراتيجية للدولة، مثل المناطق الحرة الجديدة لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.
- توطيد بعض الصناعات في قطر، وحماية المنتج الوطني.
- إنشاء وكالة لتشجيع الاستثمار في قطر.
- تخصيص أراضٍ للمستثمر غير القطري لإقامة مشروعه الاستثماري بطريق الانتفاع أو الإيجار.
- منح القانون للمستثمر غير القطري حرية تحويل استثماراته من وإلى الخارج دون تأخير.

شكر و عرفان

نحمد الله سبحانه وتعالى الذي سير لنا الظروف وأنعم علينا بالقوة والصبر حتى وصلنا إلى ما نحن عليه،

ونشكره على نعمة العقل التي أوصلتنا إلى هذا المستوى نتقدم بالشكر إلى الأستاذ المؤطر صيفي وليد على

الجهد الذي بذله من أجلنا، وكذا على نصائحه وتوجيهاته طيلة مدة البحث، فكان له أثر كبير في إنجاز هذه

المذكرة وأسأل الله أن يجازيه كل الخير

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى السادة

أساتذة قسم العلوم الاقتصادية وأشكر كل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل

شكر و عرفان

نحمد الله سبحانه وتعالى الذي سير لنا الظروف وأنعم علينا بالقوة والصبر حتى وصلنا إلى ما نحن عليه،

ونشكره على نعمة العقل التي أوصلتنا إلى هذا المستوى نتقدم بالشكر إلى الأستاذ المؤطر صيفي وليد على

الجهد الذي بذله من أجلنا، وكذا على نصائحه وتوجيهاته طيلة مدة البحث، فكان له أثر كبير في إنجاز هذه

المذكرة وأسأل الله أن يجازيه كل الخير

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى السادة

أساتذة قسم العلوم الاقتصادية وأشكر كل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل

شكر و عرفان

نحمد الله سبحانه وتعالى الذي سير لنا الظروف وأنعم علينا بالقوة والصبر حتى وصلنا إلى ما نحن عليه،

ونشكره على نعمة العقل التي أوصلتنا إلى هذا المستوى نتقدم بالشكر إلى الأستاذ المؤطر صيفي وليد على

الجهد الذي بذله من أجلنا، وكذا على نصائحه وتوجيهاته طيلة مدة البحث، فكان له أثر كبير في إنجاز هذه

المذكرة وأسأل الله أن يجازيه كل الخير

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى السادة

أساتذة قسم العلوم الاقتصادية وأشكر كل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
08	أنواع الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة	1-1
40	تقسيمات أسواق رأس المال	1-2
66	حركة الأسعار في ظل الكفاءة الإقتصادية والكفاءة الكاملة للسوق في حالتها المعلومات السارة والغير سارة	2-2
83	تطور المؤشر العام لبورصة قطر للفترة (2010-2018)	1-3
84	تطور ادراج الشركات في بورصة قطر للاوراق المالية للفترة 1995-2015	2-3
86	نمو القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2010-2015	3-3

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
60	الفرق بين الأسهم والسندات	01

الصفحة	العنوان
	الإهداء.....
	شكر وعرهان.....
I	الملخص.....
II	قائمة الأشكال.....
III	قائمة الجداول.....
أ-هـ	مقدمة عامة.....
الفصل الأول: مدخل للإستثمار الأجنبي غير مباشر	
2	مقدمة الفصل الأول.....
3	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للإستثمار الأجنبي غير مباشر.....
3	المطلب الأول : مفهوم الإستثمار الأجنبي.....
8	المطلب الثاني : خصائص وأهمية الإستثمار الأجنبي المباشر.....
10	المطلب الثالث : دوافع الإستثمار الأجنبي غير المباشر.....
14	المبحث الثاني : أساسيات حول الإستثمار الأجنبي غير المباشر.....
14	المطلب الأول : محددات الإستثمار الأجنبي غير المباشر.....
19	المطلب الثاني : مزايا وسلبيات الإستثمار الأجنبي غير المباشر.....

فهرس المحتويات

21	المطلب الثالث : مخاطر الإستثمار الاجنبي غير المباشر.....
27	المبحث الثالث : تأثير الإستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفزي) على الاقتصاد.....
27	المطلب الأول: توفير التمويل للبلد النامي.....
27	المطلب الثاني : زيادة كفاءة التخصيص من رأس المال.....
28	المطلب الثالث : تأثير الإستثمار المحفزي على الاقتصاد عن طريق سوق الأوراق المالية.....
28	المطلب الرابع: اثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر (FPI) على تطوير سوق الاسهم المحلية..
30	خاتمة الفصل الأول
الفصل الثاني: مدخل إلى أسواق رأس المال	
32	مقدمة الفصل الثاني.....
33	المبحث الأول : مفاهيم حول سوق رأس المال.....
33	المطلب الأول : نشأة ومفهوم سوق رأس المال.....
36	المطلب الثاني : الوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال.....
39	المطلب الثالث : تقسيمات اسواق رأس المال.....
49	المبحث الثاني : أدوات المتداولة في سوق رأس المال.....
49	المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم).....
54	المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات).....
60	المطلب الثالث: المشتقات المالية.....

فهرس المحتويات

63	المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات أسواق رأس المال.....
63	المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق رأس المال.....
68	المطلب الثاني: متطلبات ومستويات كفاءة أسواق رأس المال.....
72	المطلب الثالث: مؤشرات أداء أسواق المالية.....
الفصل الثالث: حركية رؤوس الأموال في بورصة قطر	
79	مقدمة الفصل الثالث.....
80	المبحث الأول: الجهاز المصرفي والمالي القطري.....
80	المطلب الأول : مصرف قطر المركزي.....
80	المطلب الثاني : بورصة قطر.....
81	المطلب الثالث : هيئة قطر للأسواق المالية.....
81	المطلب الرابع: البنوك التجارية.....
82	المطلب الخامس: شركات الصرافة.....
82	المطلب السادس: شركات التأمين.....
83	المبحث الثاني: الأداء المالي لبورصة قطر.....
83	المطلب الأول : المؤشر العام للبورصة.....
84	المطلب الثاني : الشركات المدرجة في البورصة.....
86	المطلب الثالث: القيمة السوقية.....
87	المطلب الرابع: قيد وقبول الأوراق المالية.....

فهرس المحتويات

89	المطلب الخامس: التعامل في الأوراق المالية.....
91	المبحث الثالث: الواقع العملي لسوق قطر.....
91	المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة.....
91	المطلب الثاني: إدراج الأوراق المالية.....
92	المطلب الثالث: أنظمة الإستثمار في البورصة.....
93	المطلب الرابع: قواعد تداول الأوراق المالية.....
94	خلاصة الفصل الثالث.....
96	خاتمة.....
100	قائمة المراجع.....

1. ابن منظور، لسان العرب، ط4، ج3، دار صادر، بيروت، 2003.
2. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية" إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري، عمان، 2010.
3. الزبيدي حمزة، الاستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
4. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في العالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010.
5. أميرة حسب الله محمد، محددات الإستثمار الأجنبي المباشر والغير مباشر في البيئة الإقتصادية العربية، دراسة مقارنة (تركيا، كوريا الجنوبية، مصر)، الدار الجامعية، مصر، 2005،
6. أمين السيد أحمد لطفي، تحليل المالي لاغراض تقييم ومراجعة لأداء الإستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
7. أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
8. جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل الأدوات والإستراتيجيات، دار الهدى، الجزائر، 2010.
9. دريد كمال ال شبيب، الإستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009.
10. زياد رمضان، مبادئ الإستثمار (المالي والحقيقي)، ط4، دار وائل للنشر، عمان، 2007.
11. زياد رمضان، مروان شموط، الاسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007.
12. سعيد توفيق عبيد، الإستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، الأردن، 2003.
13. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2005.
14. طاهر حيدر حردان، مبادئ الإستثمار، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.

قائمة المراجع

15. عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
16. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
17. عبد السلام قحف، إدارة الأعمال الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
18. عبد الغفار حنفي، الإستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الإستثمارات، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
19. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
20. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط2، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
21. فريد النجار، الإستثمار الدولي والتنسيق الضريبي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000.
22. قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
23. قطب مصطفى سانو، الإستثمار أحكامه وضوابط في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
24. محمد بتير عليه، القاموس الإقتصادي، المؤسسة العربية للنشاطات والنشر، بيروت، بدون سنة نشر.
25. محمد عبد العزيز عبد الله، "الإستثمار الاجنبي المباشر في الدول الإسلامية في ضوء الإقتصاد الإسلامي"، ط1، دار النفائس، الأردن 2006.
26. محمد مطر، إدارة الإستثمارات - الإطار المظري والتطبيقات العملية -، ط5، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
27. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (المؤسسات - أوراق - بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.

قائمة المراجع

28. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999 .
29. منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشآت المعارف، الإسكندرية، 1999.
30. منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، منشآت المعارف، مصر، 1997.
31. منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط2، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006.
32. نشأت عبد العال، الاستثمار والترابط الاقتصادي الدولي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012.
33. نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، طرابلس، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، 1998.
34. وسام ملاك، بورصات والأوراق المالية، ج2، بيروت، دار المنهل اللبناني، 2003.

❖ المذكرات والرسائل:

1. أمجد إبراهيم البراجنة، إختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، تخصص تمويل، الجامعة الإسلامية-غزة فلسطين-، 2009.
2. إياد طاهر محمد، صلاح حسن أحمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، بحث منشور، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.
3. بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص ونقود مالية، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.
4. حنان خالد حنش عيساوي، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة : سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان أنموذجاً، رسالة ماجستير، قسم الإقتصاد، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة القادسية، العراق، 2016.

قائمة المراجع

5. حيدر يونس الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف، الإسلامية، في مؤشرات سوق الأوراق المالية-
الأردن والسعودية حالة تطبيقية لمدة من 1990-2007-، أطروحة نيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم
الإقتصادية، علوم الإقتصاد، قسم الإقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009.
6. خضير عقبة، أثر الإستثمار الأجنبي الغير مباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق
الدوحة - قطر - للأوراق المالية خلال فترة (2008-2013)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في
علوم الإقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة،
2014-2015.
7. رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم
السعودي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إقتصاد دولي، قسم العلوم الإقتصادية علوم
التسيير، جامعة باتنة، 2006-2007.
8. رشيد هولوي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ البرامج الخوصصة: دراسة مجموعة
من الدول المغرب العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية
وعلوم التسيير، الإدارة المالية، جامعة قسنطينة، 2010.
9. زرقة زهية، بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في العمليات البورصية : دراسة حالة الجزائر،
مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم اتسيير، جامعة الجزائر، 1999-
2000.
10. سميرة لطرش، كفاءة سوق راس المال واثرها على القيم السوقية للسهم، دراسة حالة مجموعة من
الاسواق راس المال العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم إقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة،
2009-2010.

11. صليحة حجاج، دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الاسهم- دراسة

حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة 2010-2015 ، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة

ماستر أكاديمي، علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية فرع علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة،

كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015-2016.

12. عبد الله بن السعيد بن فهد المرزقي ، مدى تأثير المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القيمة

السوقية للأسهم : دراسة ميدانية على السوق المالية السعودية ، رسالة من متطلبات الحصول على

درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة السعودية، بدون سنة النشر.

13. عماد الدين محمد المزيني، سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها، رسالة من متطلبات لنيل

الماجستير، جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية الإقتصادية، مصر، 2002.

14. فارس فضيل، أهمية الاستثمار الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة (الجزائر، مصر، السعودية)،

رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008.

15. محمد يوسف الفالوجي، إختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف: دراسة

تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة 2004-2005، رسالة من متطلبات الحصول على

درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، تخصص تمويل، الجامعة الإسلامية-غزة فلسطين، 2007.

16. محسن شاكر إبراهيم، الإستثمار الأجنبي الغير مباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية، مذكرة من

متطلبات نيل شهادة البكالوريوس، تخصص العلوم المالية والمصرفية، قسم العلوم المالية والصرفية، كلية

الإدارة والإقتصاد، جامعة القادسية، العراق، 2018.

17. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق " دراسة حالة سوق

رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير

في إدارة الأعمال ، الجامعة الإسلامية-غزة، فلسطين، 2007.

1. أحمد حسين، أسواق الأوراق المالية البورصة، دليل المحاسبين، الانبار، العراق، على الموقع

الإلكتروني: http://jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=3514 ، تاريخ الإطلاع:

2019-03-02، الساعة (20:56).

2. جبار محفوظ ، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة فرنسا،

على الموقع الإلكتروني:

<http://static2.docstoccdn.com/search/%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A>

%D9%84، تاريخ الإطلاع: 2019-03-02، الساعة: (22:22).

3. طارق محمد خليل الأعرج، الأسواق المالية، محاضرات الدراسات العليا، دكتوراه إدارة المصارف، كلية

الإدارة والإقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك على الموقع الإلكتروني: -www.ao

academy.org/docs/alaswaq21062011.pdf تاريخ الإطلاع : 2019-02-15، الساعة:

(10:02).

4. (15 :32) : http://www.startimes.com/?t=14445549 ,date : 08-03-2019, heure :

5- مداحي محمد، ترقو محمد، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) : دراسة

قياسية لمؤشري LQ45 و IJ ببورصة اندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات ميلة، العدد 05،

2010، من موقع إلكتروني:

6. www.centre-univ-mila.dz/jmrs/pdf/5edit/4.pdf ، تاريخ الإطلاع: 2019-03-05،

الساعة: (12:03).

7. <http://www.ocde.org.date> de 10/03/2019 ,heure (11 :56)

8. <http://www.ctubudd-jecrar.com> date de 10/03/2019,heure (15 :12)

قائمة المراجع

9. <http://almerja.com/reading.php?idm=84189> , date de 03/02/2019, heure (15:07)
10. - <http://almerja.com/reading.php?idm=84189> , date de 05/02/2019, heure (17:53)
11. <https://mofa.gov.qa> - قطر/الإقتصاد-اليوم/الجهاز-المالي-والمصرفي , date de 06/05/2019, heure (15:01)
12. موقع من الإنترنت:
<http://www.qcb.gov.qa/English/AboutQCB/Pages/History.aspx> ,date de 06/05/2019 ,heure (15 :17)
13. موقع من الإنترنت: (16 :21)
<https://www.qe.com.qa/ar/about-qse>, 06/05/2019, heure (16 :21)
14. موقع من الإنترنت: (16 :21)
<https://www.qfma.org.qa/Arabic/Pages/default.aspx>, date de 06/05/2019, heure (16 :21)
15. موقع من الإنترنت: (16 :24)
<https://www.qe.com.qa/ar/home>, date de 06/05/2019, heure (16 :24)
16. <https://alkhaleejonline.net/2018> - اقتصاد/ارتفاع-أرباح-الشركات-المدرجة-في-بورصة-قطر- خلال (16 :27) date de 05/06/2019, heure (16 :27)
17. موقع من الإنترنت: (16 :42)
www.al-sharq.com, date de 06/05/2019, heure (16 :42)

❖ الملتقيات والمؤتمرات والمجلات:

1. زغيب شهرزاد، الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، واقع وآفاق، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، بسكرة، الجزائر، 2008.
2. عبد الرحمان مرعي ، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية ، مؤتمر الإصلاح والسياسي في الوطن العربي ودور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، الجامعة السورية، دمشق، 2-4 جانفي، 2005.

قائمة المراجع

3. محمد تقي العثماني، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة العشرون،

2010-09-18.

4. محمد زيدان، ريمة عمري وآخرون، أسواق رؤوس الأموال: مصدر لتمويل التنمية الاقتصادية أم قناة

لعدوى الأزمات المالية، مجلة حوليات بشار، العدد 08، 2010.

5. محمد كمال أبو عشة، الإستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الإستثمارات الأجنبية،

دراسة حالة بورصة قطر، مجلة بحوث إقتصادية عربية، العدد 61-62، 2013.

6. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع الأسواق الأوراق المالية

العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2009-2010.

7. هشام محمد فرج، المضاربة الأجنبية في الأسواق المالية الناشئة دراسة تطبيقية على سوق الأوراق

المالية المصري، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون.

❖ القوانين والمراسيم:

1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي، 2010.

❖ مراجع باللغة الأجنبية:

1. Reilly, Frank K. Brown, Keith C. Investment Analysis and Portfolio Management ،6th Edition , South-Western, U.K ،1996.
2. Reilly, F. K.,and Brown K.C. (2003). Investment Analysis and Portfolio Management. Seventh Edition Thomson..

تعاني معظم الدول النامية من عدد من المشكلات التي تأثر في خطط التنمية فيها وأهم هذه المشكلات هي عدم توفر رؤوس الأموال الأمر الذي يستلزم ضرورة توفر برامج ملائمة لتمويل الخطط التنموية مع العمل على تطويرها بهدف إيجاد أسواق مالية تتكيف مع التطورات والتغيرات التي يعرفها الإقتصاد العالمي.

كما أن التطورات الحالية التي يعرفها الإقتصاد العالمي يمكنه أن يسجل بوضوح التزايد الكبير لأهمية أسواق رؤوس الأموال، ولا سيما في ظل العولمة المالية التي أدت إلى اتجاه الكثير من الدول لربط أسواقها المالية بالأسواق الدولية.

كما تؤدي اسواق الأوراق المالية دورا هاما في توفير الموارد اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية وكذلك ايجاد فرص التوظيف الفاعل لأصحاب الفوائض المالية فهي أداة مهمة لتعبئة مدخرات الأشخاص الاعتياديين وتوجيه هذه المدخرات من الوحدات ذات الفوائض الى الوحدات ذات العجز لتلبية احتياجاتها الفردية من الموارد المالية واقامة المشاريع الاستثمارية عن طريق جذب استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، إن تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية مرتبط بتسريع عجلة النمو الاقتصادي ولا سيما في ظل العولمة المالية التي أدت إلى اتجاه الكثير من الدول لربط أسواقها المالية بالأسواق الدولية، أدى إلى زيادة التدفقات الرأسمالية إلى العديد من الدول وكان جزء كبير من تلك التدفقات في صورة استثمارات في الأوراق المالية ومن هنا جاء مصطلح الاستثمار الأجنبي الغير مباشر أي شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات من قبل المستثمرين الأجانب.

وعليه فإن سوق قطر للأوراق المالية يعتبر من الأسواق الجاذبة للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة التي تكون عرضة للتقلبات والتذبذبات الناتجة من قرارات المستثمر الأجنبي والتي تؤثر بشكل مباشر على أداء السوق.

1. الإشكالية:

من خلال ما سبق نطرح الإشكال التالي:

- هل الإستثمار الأجنبي الغير مباشر دور فعال في تنشيط سوق رأس المال (قطر) ؟

و حتى نتمكن من الإحاطة بكل جوانب موضوع البحث فقد إرتأينا تقسيم التساؤل الرئيسي إلى أسئلة فرعية

يمكن صياغتها كما يلي:

- كيف تأثر المخاطر السياسية على الإستثمار الأجنبي الغير مباشر؟
- ماهي الأدوات المتداولة في سوق رأس المال؟
- هل يعتبر سوق قطر سوقا جاذبا للاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة؟

2. الفرضيات:

من خلال الإشكالية التي تم طرحها، وما إندرج ضمنها من الأسئلة فرعية، التي أدت بنا إلى طرح

مجموعة من الفرضيات، كانت إجابتها كما يلي:

- بتدخل الدولة في القطاع الخاص و إعادة تقويم العملة وتغيير الحكومة.
- الأدوات المتداولة في سوق رأس المال هي الأسهم والسندات و المشتقات المالية.
- يعتبر سوق قطر جاذبا للإستثمار الأجنبي غير المباشر.

3. دوافع إختيار الموضوع:

يمكن تلخيص دوافع إختيارنا لهذا الموضوع في النقاط التالية:

- الرغبة الشخصية للبحث في هذا المجال.
- السعي لفتح مجال البحث أمام المهتمين به مستقبلا.
- حداثة الموضوع وقلت الدراسات عليه.
- الميول الشخصي للتعرف على الإستثمار الأجنبي غير مباشر.

4. أهداف الموضوع:

- محاولة دراسة شيء جديد للدراسات السابقة في هذا الميدان.
- تقييم مناخ الإستثمار في قطر.
- تحديد الإطار النظري لسوق رأس المال من خلال ماهيته ، تنظيمه ، ووظائفه.
- توضيح الآثار السلبية التي تترتب على هذا الإستثمار الأجنبي الغير مباشر.

5. أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في إيضاح اهم المحددات التي تأثر في جذب الإستثمارات الأجنبية الغير مباشرة، وهذا يدعوا إلى بذل الكثير من الإهتمام تلك الجوانب التي من شأنها أن تساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتنشيط أسواق الأوراق المالية.

6. حدود الدراسة:

تتمثل حدود دراسة الموضوع في إطارين زماني ومكاني، ففيما يخص الإطار المكاني فإن الدراسة تخص دولة قطر، أما بالنسبة للإطار الزمني فإن الدراسة تخص الاستثمارات الأجنبية المباشرة الغير مباشرة في أسواق رأس المال مابين فترة (2016- 2018) في حدود توفر المعطيات.

7. منهج الدراسة:

بهدف عرض نتائج الدراسة وتحليلها بطريقة علمية سليمة، سيتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي وذلك بالاستعانة بالمصادر المختلفة والدوريات العلمية المتخصصة في الاستثمارات الأجنبية في أسواق رأس المال ومختلف البيانات والمعلومات المرتبطة بأسواق رأس المال القطرية وذلك سعياً لمعالجة إشكالية الموضوع.

عقبه خذير، الدراسة عبارة عن مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، بعنوان أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية، حيث سعت هذه الدراسة إلى تحليل اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق البورصة الأوراق المالية وهدفت الدراسة إلى بيان اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء السوق من خلال اجراء التحليل القياسي للسلاسل الزمنية وقد استخدمت بيانات شهرية غطت المدة (2008-2013) المتغيرات مؤشر السوق DMS الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك والمؤسسات المالية ، الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة ، الاستثمار الأجنبي في قطاع التأمين ، الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات ، وقد تم اختبار المتغيرات بواسطة اختبار تحليل الارتباط (Correlation analysis) وتحليل الانحدار (Regression Anylysis) واختبار معنوية المعالم المقدره واختبار جودة التوظيف واختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر) وأشارت نتائج الدراسة أن سلسلة اسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق والمعبر عنها بمؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول وذلك خلال الفترة الممتدة من (2008-2013) تتميز بوجود جذر وحدوي أي أن السلسلة مستقرة وبالنتيجة فان الاسعار تتحرك عشوائيا وان السوق كفوء عند المستوى الضعيف وما هو ما يثبت صحة الفرضية .

محسن شاكر إبراهيم، الدراسة هي جزء من متطلبات نيل شهادة البكالوريوس في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة القادسية، العراق، 2018، بعنوان الإستثمار الأجنبي غير مباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية. لقد تناول في هاته الدراسة الإستثمار الأجنبي غير مباشر وعوائد الأسهم العادية وقام بمناقشة نتائج تحليل الإختبار لتأثير الإستثمار الأجنبي غير مباشر في عوائد الأسهم العادية وأحجام تداول الأسهم العادية.

عمار صايفي، باحث دكتوراه، السنة السادسة إقتصاديات المالية والبنوك جامعة امحمد بوقروة، بومرداس، الجزائر، 2009، بعنوان محددات الإستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين مصر وتونس الجزائر، الأهداف التي سعت اليها الدراسة هي محاولة ابراز اهم الخصائص التي تميز الاستثمار المحفظي وابرار مدى مساهمة الاستثمار المحفظي في تطوير سوق الأوراق المالية فضلا عن معرفة أهم المحددات التي تحكم تدفق الاستثمار المحفظي وشملت الدراسة ثلاث دول عربية (مصر وتونس والجزائر) كعينة للمقارنة فيما يتعلق بواقع الاستثمار غير المباشر المحفظي في الدول العربية واثاره على اسواقها وشملت الدراسة الفترة الممتدة من سنة 2002 وسنة 2007 فيما يتعلق بالاحصاءات المتعلقة بالدول الثلاث المعنية وتمثلت مشكلة الدراسة بالسؤال الرئيس الاتي ما هي المحددات التي تحكم تدفقات الاستثمار المحفظي؟ وما هي آثارها على أسواق الأوراق المالية ؟ وما هو واقعها واثارها في اسواق مصر وتونس والجزائر؟ وكانت فرضية الدراسة أن الاستثمار المحفظي يساعد على تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية وان هناك تعاونا كبيرة بين الدول الثلاث فيما يتعلق بحصة كل منها من تدفقات الاستثمار المحفظي ويرجع ذلك إلى التباين الموجود في درجة تطور أسواق الأوراق المالية في تلك الدول ومن اهم ما توصلت اليه الدراسة من استنتاجات أن مساهمة الاستثمار المحفظي في اسواق الأوراق المالية للدول الثلاث كانت ضعيفة كما أن درجة مساهمتها في رسملة السوق وحجم التداول مساهمة واضحة في كل من البورصة المصرية والتونسية مع غيابه بشكل تام في البورصة الجزائرية .

تعاني معظم الدول النامية من عدد من المشكلات التي تأثر في خطط التنمية فيها وأهم هذه المشكلات هي عدم توفر رؤوس الأموال الأمر الذي يستلزم ضرورة توفر برامج ملائمة لتمويل الخطط التنموية مع العمل على تطويرها بهدف إيجاد أسواق مالية تتكيف مع التطورات والتغيرات التي يعرفها الإقتصاد العالمي.

كما أن التطورات الحالية التي يعرفها الإقتصاد العالمي يمكنه أن يسجل بوضوح التزايد الكبير لأهمية أسواق رؤوس الأموال، ولا سيما في ظل العولمة المالية التي أدت إلى اتجاه الكثير من الدول لربط أسواقها المالية بالأسواق الدولية.

كما تؤدي اسواق الأوراق المالية دورا هاما في توفير الموارد اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية وكذلك ايجاد فرص التوظيف الفاعل لأصحاب الفوائض المالية فهي أداة مهمة لتعبئة مدخرات الأشخاص الاعتياديين وتوجيه هذه المدخرات من الوحدات ذات الفوائض الى الوحدات ذات العجز لتلبية احتياجاتها الفردية من الموارد المالية واقامة المشاريع الاستثمارية عن طريق جذب استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، إن تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية مرتبط بتسريع عجلة النمو الإقتصادي ولا سيما في ظل العولمة المالية التي أدت إلى اتجاه الكثير من الدول لربط أسواقها المالية بالأسواق الدولية، أدى إلى زيادة التدفقات الرأسمالية إلى العديد من الدول وكان جزء كبير من تلك التدفقات في صورة استثمارات في الأوراق المالية ومن هنا جاء مصطلح الاستثمار الأجنبي الغير مباشر أي شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات من قبل المستثمرين الأجانب.

وعليه فإن سوق قطر للأوراق المالية يعتبر من الأسواق الجاذبة للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة التي تكون عرضة للتقلبات والتذبذبات الناتجة من قرارات المستثمر الأجنبي والتي تؤثر بشكل مباشر على أداء السوق.

1. الإشكالية:

من خلال ما سبق نطرح الإشكال التالي:

- هل الإستثمار الأجنبي الغير مباشر دور فعال في تنشيط سوق رأس المال (قطر) ؟

مقدمة عامة

و حتى نتمكن من الإحاطة بكل جوانب موضوع البحث فقد إرتأينا تقسيم التساؤل الرئيسي إلى أسئلة فرعية

يمكن صياغتها كما يلي:

- كيف تأثر المخاطر السياسية على الإستثمار الأجنبي الغير مباشر؟
- ماهي الأدوات المتداولة في سوق رأس المال؟
- هل يعتبر سوق قطر سواقا جاذبا للاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة؟

2. الفرضيات:

من خلال الإشكالية التي تم طرحها، وما إندرج ضمنها من الأسئلة فرعية، التي أدت بنا إلى طرح

مجموعة من الفرضيات، كانت إجابتها كما يلي:

- بتدخل الدولة في القطاع الخاص و إعادة تقويم العملة وتغيير الحكومة.
- الأدوات المتداولة في سوق رأس المال هي الأسهم والسندات و المشتقات المالية.
- يعتبر سواقا جاذبا للإستثمار الأجنبي غير المباشر.

3. دوافع إختيار الموضوع:

يمكن تلخيص دوافع إختيارنا لهذا الموضوع في النقاط التالية:

- الرغبة الشخصية للبحث في هذا المجال.
- السعي لفتح مجال البحث أمام المهتمين به مستقبلا.
- حداثة الموضوع وقلت الدراسات عليه.
- الميول الشخصي للتعرف على الإستثمار الأجنبي غير مباشر.

مقدمة عامة

4. أهداف الموضوع:

- محاولة دراسة شيء جديد للدراسات السابقة في هذا الميدان.
- تقييم مناخ الإستثمار في قطر.
- تحديد الإطار النظري لسوق رأس المال من خلال ماهيته ، تنظيمه ، ووظائفه.
- توضيح الآثار السلبية التي تترتب على هذا الإستثمار.

5. أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في إيضاح اهم المحددات التي تأثر في جذب الإستثمارات الأجنبية الغير مباشرة، وهذا يدعوا إلى بذل الكثير من الإهتمام تلك الجوانب التي من شأنها أن تساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتنشيط أسواق الأوراق المالية.

6. حدود الدراسة:

تتمثل حدود دراسة الموضوع في إطارين زمني ومكاني، ففيما يخص الإطار المكاني فإن الدراسة تخص دولة قطر، أما بالنسبة للإطار الزمني فإن الدراسة تخص الاستثمارات الأجنبية المباشرة الغير مباشرة في أسواق رأس المال مابين فترة (2016 -2018) في حدود توفر المعطيات.

7. منهج الدراسة:

بهدف عرض نتائج الدراسة وتحليلها بطريقة علمية سليمة، سيتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي وذلك بالاستعانة بالمصادر المختلفة والدوريات العلمية المتخصصة في الاستثمارات الأجنبية في أسواق رأس المال ومختلف البيانات والمعلومات المرتبطة بأسواق رأس المال القطرية وذلك سعياً لمعالجة إشكالية الموضوع.

عقبه خدير، الدراسة عبارة عن مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، بعنوان أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية، حيث سعت هذه الدراسة إلى تحليل اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق البورصة الأوراق المالية وهدفت الدراسة إلى بيان اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء السوق من خلال اجراء التحليل القياسي للسلاسل الزمنية وقد استخدمت بيانات شهرية غطت المدة (2008-2013) المتغيرات مؤشر السوق DMS الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك والمؤسسات المالية ، الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة ، الاستثمار الأجنبي في قطاع التأمين ، الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات ، وقد تم اختبار المتغيرات بواسطة اختبار تحليل الارتباط (Correlation analysis) وتحليل الانحدار (Regression Anylysis) واختبار معنوية المعامل المقدرة واختبار جودة التوظيف واختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر) وأشارت نتائج الدراسة أن سلسلة اسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق والمعبر عنها بمؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للاسهم القابلة للتداول وذلك خلال الفترة الممتدة من (2008-2013) تتميز بوجود جذر وحدوي أي أن السلسلة مستقرة وبالنتيجة فان الاسعار تتحرك عشوائيا وان السوق كفوء عند المستوى الضعيف وما هو ما يثبت صحة الفرضية .

محسن شاكر إبراهيم، الدراسة هي جزء من متطلبات نيل شهادة البكالوريوس في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة القادسية، العراق، 2018، بعنوان الإستثمار الأجنبي غير مباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية. لقد تناول في هاته الدراسة الإستثمار الأجنبي غير مباشر وعوائد الأسهم العادية وقام بمناقشة نتائج تحليل الإختبار لتأثير الإستثمار الأجنبي غير مباشر في عوائد الأسهم العادية وأحجام تداول الأسهم العادية.

عمار صايفي، باحث دكتوراه، السنة السادسة إقتصاديات المالية والبنوك جامعة امحمد بوقروة، بومرداس، الجزائر، 2009، بعنوان محددات الإستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين مصر وتونس الجزائر، الأهداف التي سعت اليها الدراسة هي محاولة ابراز اهم الخصائص التي تميز الاستثمار المحفظي وابراز مدى مساهمة الاستثمار المحفظي في تطوير سوق الأوراق المالية فضلا عن معرفة أهم المحددات التي تحكم تدفق الاستثمار المحفظي وشملت الدراسة ثلاث دول عربية (مصر وتونس والجزائر) كعينة للمقارنة فيما يتعلق بواقع الاستثمار غير المباشر المحفظي في الدول العربية واثاره على اسواقها وشملت الدراسة الفترة الممتدة من سنة 2002 وسنة 2007 فيما يتعلق بالاحصاءات المتعلقة بالدول الثلاث المعنية وتمثلت مشكلة الدراسة بالسؤال الرئيس الاتي ما هي المحددات التي تحكم تدفقات الاستثمار المحفظي؟ وما هي آثارها على أسواق الأوراق المالية ؟ وما هو واقعها واثارها في اسواق مصر وتونس والجزائر؟ وكانت فرضية الدراسة أن الاستثمار المحفظي يساعد على تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية وان هناك تعاونا كبيرة بين الدول الثلاث فيما يتعلق بحصة كل منها من تدفقات الاستثمار المحفظي ويرجع ذلك إلى التباين الموجود في درجة تطور أسواق الأوراق المالية في تلك الدول ومن اهم ما توصلت اليه الدراسة من استنتاجات أن مساهمة الاستثمار المحفظي في اسواق الأوراق المالية للدول الثلاث كانت ضعيفة كما أن درجة مساهمتها في رسملة السوق وحجم التداول مساهمة واضحة في كل من البورصة المصرية والتونسية مع غيابه بشكل تام في البورصة الجزائرية .

تعاني معظم الدول النامية من عدد من المشكلات التي تأثر في خطط التنمية فيها وأهم هذه المشكلات هي عدم توفر رؤوس الأموال الأمر الذي يستلزم ضرورة توفر برامج ملائمة لتمويل الخطط التنموية مع العمل على تطويرها بهدف إيجاد أسواق مالية تتكيف مع التطورات والتغيرات التي يعرفها الإقتصاد العالمي.

كما أن التطورات الحالية التي يعرفها الإقتصاد العالمي يمكنه أن يسجل بوضوح التزايد الكبير لأهمية أسواق رؤوس الأموال، ولا سيما في ظل العولمة المالية التي أدت إلى اتجاه الكثير من الدول لربط أسواقها المالية بالأسواق الدولية.

كما تؤدي اسواق الأوراق المالية دورا هاما في توفير الموارد اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية وكذلك ايجاد فرص التوظيف الفاعل لأصحاب الفوائض المالية فهي أداة مهمة لتعبئة مدخرات الأشخاص الاعتياديين وتوجيه هذه المدخرات من الوحدات ذات الفوائض الى الوحدات ذات العجز لتلبية احتياجاتها الفردية من الموارد المالية واقامة المشاريع الاستثمارية عن طريق جذب استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، إن تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية مرتبط بتسريع عجلة النمو الاقتصادي ولا سيما في ظل العولمة المالية التي أدت إلى اتجاه الكثير من الدول لربط أسواقها المالية بالأسواق الدولية، أدى إلى زيادة التدفقات الرأسمالية إلى العديد من الدول وكان جزء كبير من تلك التدفقات في صورة استثمارات في الأوراق المالية ومن هنا جاء مصطلح الاستثمار الأجنبي الغير مباشر أي شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات من قبل المستثمرين الأجانب.

وعليه فإن سوق قطر للأوراق المالية يعتبر من الأسواق الجاذبة للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة التي تكون عرضة للتقلبات والتذبذبات الناتجة من قرارات المستثمر الأجنبي والتي تؤثر بشكل مباشر على أداء السوق.

1. الإشكالية:

من خلال ما سبق نطرح الإشكال التالي:

- هل الإستثمار الأجنبي الغير مباشر دور فعال في تنشيط سوق رأس المال (قطر) ؟

مقدمة عامة

و حتى نتمكن من الإحاطة بكل جوانب موضوع البحث فقد إرتأينا تقسيم التساؤل الرئيسي إلى أسئلة فرعية

يمكن صياغتها كما يلي:

- كيف تأثر المخاطر السياسية على الإستثمار الأجنبي الغير مباشر؟
- ماهي الأدوات المتداولة في سوق رأس المال؟
- هل يعتبر سوق قطر سواقا جاذبا للاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة؟

2. الفرضيات:

من خلال الإشكالية التي تم طرحها، وما إندرج ضمنها من الأسئلة فرعية، التي أدت بنا إلى طرح

مجموعة من الفرضيات، كانت إجابتها كما يلي:

- بتدخل الدولة في القطاع الخاص و إعادة تقويم العملة وتغيير الحكومة.
- الأدوات المتداولة في سوق رأس المال هي الأسهم والسندات و المشتقات المالية.
- يعتبر سواقا جاذبا للإستثمار الأجنبي غير المباشر.

3. دوافع إختيار الموضوع:

يمكن تلخيص دوافع إختيارنا لهذا الموضوع في النقاط التالية:

- الرغبة الشخصية للبحث في هذا المجال.
- السعي لفتح مجال البحث أمام المهتمين به مستقبلا.
- حداثة الموضوع وقلت الدراسات عليه.
- الميول الشخصي للتعرف على الإستثمار الأجنبي غير مباشر.

مقدمة عامة

4. أهداف الموضوع:

- محاولة دراسة شيء جديد للدراسات السابقة في هذا الميدان.
- تقييم مناخ الإستثمار في قطر.
- تحديد الإطار النظري لسوق رأس المال من خلال ماهيته ، تنظيمه ، ووظائفه.
- توضيح الآثار السلبية التي تترتب على هذا الإستثمار.

5. أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في إيضاح اهم المحددات التي تأثر في جذب الإستثمارات الأجنبية الغير مباشرة، وهذا يدعوا إلى بذل الكثير من الإهتمام تلك الجوانب التي من شأنها أن تساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتنشيط أسواق الأوراق المالية.

6. حدود الدراسة:

تتمثل حدود دراسة الموضوع في إطارين زمني ومكاني، ففيما يخص الإطار المكاني فإن الدراسة تخص دولة قطر، أما بالنسبة للإطار الزمني فإن الدراسة تخص الاستثمارات الأجنبية المباشرة الغير مباشرة في أسواق رأس المال مابين فترة (2016- 2018) في حدود توفر المعطيات.

7. منهج الدراسة:

بهدف عرض نتائج الدراسة وتحليلها بطريقة علمية سليمة، سيتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي وذلك بالاستعانة بالمصادر المختلفة والدوريات العلمية المتخصصة في الاستثمارات الأجنبية في أسواق رأس المال ومختلف البيانات والمعلومات المرتبطة بأسواق رأس المال القطرية وذلك سعياً لمعالجة إشكالية الموضوع.

عقبه خدير، الدراسة عبارة عن مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، بعنوان أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية، حيث سعت هذه الدراسة إلى تحليل اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق البورصة الأوراق المالية وهدفت الدراسة إلى بيان اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء السوق من خلال اجراء التحليل القياسي للسلاسل الزمنية وقد استخدمت بيانات شهرية غطت المدة (2008-2013) المتغيرات مؤشر السوق DMS الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك والمؤسسات المالية ، الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة ، الاستثمار الأجنبي في قطاع التأمين ، الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات ، وقد تم اختبار المتغيرات بواسطة اختبار تحليل الارتباط (Correlation analysis) وتحليل الانحدار (Regression Anylysis) واختبار معنوية المعامل المقدرة واختبار جودة التوظيف واختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر) وأشارت نتائج الدراسة أن سلسلة اسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق والمعبر عنها بمؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للاسهم القابلة للتداول وذلك خلال الفترة الممتدة من (2008-2013) تتميز بوجود جذر وحدوي أي أن السلسلة مستقرة وبالنتيجة فان الاسعار تتحرك عشوائيا وان السوق كفوء عند المستوى الضعيف وما هو ما يثبت صحة الفرضية .

محسن شاكر إبراهيم، الدراسة هي جزء من متطلبات نيل شهادة البكالوريوس في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة القادسية، العراق، 2018، بعنوان الإستثمار الأجنبي غير مباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية. لقد تناول في هاته الدراسة الإستثمار الأجنبي غير مباشر وعوائد الأسهم العادية وقام بمناقشة نتائج تحليل الإختبار لتأثير الإستثمار الأجنبي غير مباشر في عوائد الأسهم العادية وأحجام تداول الأسهم العادية.

عمار صايفي، باحث دكتوراه، السنة السادسة إقتصاديات المالية والبنوك جامعة امحمد بوقروة، بومرداس، الجزائر، 2009، بعنوان محددات الإستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين مصر وتونس الجزائر، الأهداف التي سعت اليها الدراسة هي محاولة ابراز اهم الخصائص التي تميز الاستثمار المحفظي وابراز مدى مساهمة الاستثمار المحفظي في تطوير سوق الأوراق المالية فضلا عن معرفة أهم المحددات التي تحكم تدفق الاستثمار المحفظي وشملت الدراسة ثلاث دول عربية (مصر وتونس والجزائر) كعينة للمقارنة فيما يتعلق بواقع الاستثمار غير المباشر المحفظي في الدول العربية واثاره على اسواقها وشملت الدراسة الفترة الممتدة من سنة 2002 وسنة 2007 فيما يتعلق بالاحصاءات المتعلقة بالدول الثلاث المعنية وتمثلت مشكلة الدراسة بالسؤال الرئيس الاتي ما هي المحددات التي تحكم تدفقات الاستثمار المحفظي؟ وما هي آثارها على أسواق الأوراق المالية ؟ وما هو واقعها واثارها في اسواق مصر وتونس والجزائر؟ وكانت فرضية الدراسة أن الاستثمار المحفظي يساعد على تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية وان هناك تعاونا كبيرة بين الدول الثلاث فيما يتعلق بحصة كل منها من تدفقات الاستثمار المحفظي ويرجع ذلك إلى التباين الموجود في درجة تطور أسواق الأوراق المالية في تلك الدول ومن اهم ما توصلت اليه الدراسة من استنتاجات أن مساهمة الاستثمار المحفظي في اسواق الأوراق المالية للدول الثلاث كانت ضعيفة كما أن درجة مساهمتها في رسملة السوق وحجم التداول مساهمة واضحة في كل من البورصة المصرية والتونسية مع غيابه بشكل تام في البورصة الجزائرية .

الملخص:

الهدف من هذا البحث للوصول إلى جواب عن دور الاستثمار الاجنبي غير مباشر ودوره في تنشيط سوق رأس المال بقطر ؟

وقد تطرقنا إلى مفاهيم الاستثمار الاجنبي غير مباشر في الأسواق المالية وبالتحديد دراسة حالة بورصة دولة قطر لتقييم مناخ الاستثمار في قطر و تحديد الإطار النظري لسوق رأس المال من خلال تعريفه وأهميته وتنظيمه وظائفه والأدوات المتدخلة فيه لتشجيع الاستثمارات الأجنبية لتطوير سوق الأوراق المالية وتنشيطها.

حيث تلعب الاستثمارات الأجنبية دورا كبيرا في التنمية الاقتصادية بجميع الدول، كما تمارس أسواق الأوراق المالية دورا كبيرا في جذب الاستثمارات الأجنبية، أو الاستثمارات المالية للأجانب.

وقد توصلنا إلى أن بورصة دولة قطر حققت معدلات نمو قياسية بالرغم أنها من الأسواق الناشئة على مستوى العالم حسب تصنيفها من قبل مؤسسات التصنيف الائتماني وبالرغم من حالة الحصار المفروض عليها اقتصاديا وسياسيا من دول الجوار إلى أن شركاتها حققت نتائج إيجابية.

الكلمات المفتاحية:

سوق رأس المال - الاستثمار الاجنبي غير المباشر - الأسواق المالية - بورصة قطر - الأوراق المالية.

Abstract:

The aim of this research is to obtain an approximation of the role of foreign direct investment and its role in shima. Money station Qatar?

We have touched upon the concepts of foreign investment indirectly in the financial markets and specifically the case study of the State of Qatar to provide an investment climate in Qatar and the theoretical framework of the market. Capital Market of the definition, name, organization and capacity of the Qatar Stock Exchange.

Foreign markets play a major role in the economic development of all countries. Stock markets also play a major role in attracting foreign investments or financial investments.

They concluded that the State of Qatar has achieved record growth rates and spread from emerging markets worldwide according to its classification by state-owned enterprises. Despite the economic fence imposed on it by the neighboring countries, its companies have free results.

Keywords:

Capital Market - Foreign Direct Investment - Financial Markets - Qatar Exchange - Financial Insufficiency.



الموضوع

دور الإستثمار الأجنبي الغير مباشر على سوق رأس

المال

دراسة حالة دولة قطر

مذكورة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: إقتصاد دولي

الأستاذ المشرف:

صيفي وليد

إعداد الطالب:

عامر أحمد لبيب

الملخص:

الهدف من هذا البحث للوصول إلى جواب عن دور الاستثمار الاجنبي غير مباشر ودوره في تنشيط سوق رأس المال بقطر ؟

وقد تطرقنا إلى مفاهيم الاستثمار الاجنبي غير مباشر في الأسواق المالية وبالتحديد دراسة حالة بورصة دولة قطر لتقييم مناخ الاستثمار في قطر و تحديد الإطار النظري لسوق رأس المال من خلال تعريفه وأهميته وتنظيمه وظائفه والأدوات المتدخلة فيه لتشجيع الاستثمارات الأجنبية لتطوير سوق الأوراق المالية وتنشيطها.

حيث تلعب الاستثمارات الأجنبية دورا كبيرا في التنمية الاقتصادية بجميع الدول، كما تمارس أسواق الأوراق المالية دورا كبيرا في جذب الاستثمارات الأجنبية، أو الاستثمارات المالية للأجانب.

وقد توصلنا إلى أن بورصة دولة قطر حققت معدلات نمو قياسية بالرغم أنها من الأسواق الناشئة على مستوى العالم حسب تصنيفها من قبل مؤسسات التصنيف الائتماني وبالرغم من حالة الحصار المفروض عليها اقتصاديا وسياسيا من دول الجوار إلى أن شركاتها حققت نتائج إيجابية.

الكلمات المفتاحية:

سوق رأس المال - الاستثمار الاجنبي غير المباشر - الأسواق المالية - بورصة قطر - الأوراق المالية.

Abstract:

The aim of this research is to obtain an approximation of the role of foreign direct investment and its role in shima. Money station Qatar?

We have touched upon the concepts of foreign investment indirectly in the financial markets and specifically the case study of the State of Qatar to provide an investment climate in Qatar and the theoretical framework of the market. Capital Market of the definition, name, organization and capacity of the Qatar Stock Exchange.

Foreign markets play a major role in the economic development of all countries. Stock markets also play a major role in attracting foreign investments or financial investments.

They concluded that the State of Qatar has achieved record growth rates and spread from emerging markets worldwide according to its classification by state-owned enterprises. Despite the economic fence imposed on it by the neighboring countries, its companies have free results.

Keywords:

Capital Market - Foreign Direct Investment - Financial Markets - Qatar Exchange - Financial Insufficiency.

الملخص:

الهدف من هذا البحث للوصول إلى جواب عن دور الاستثمار الاجنبي غير مباشر ودوره في تنشيط سوق رأس المال بقطر ؟

وقد تطرقنا إلى مفاهيم الاستثمار الاجنبي غير مباشر في الأسواق المالية وبالتحديد دراسة حالة بورصة دولة قطر لتقييم مناخ الاستثمار في قطر و تحديد الإطار النظري لسوق رأس المال من خلال تعريفه وأهميته وتنظيمه وظائفه والأدوات المتدخلة فيه لتشجيع الاستثمارات الأجنبية لتطوير سوق الأوراق المالية وتنشيطها.

حيث تلعب الاستثمارات الأجنبية دورا كبيرا في التنمية الاقتصادية بجميع الدول، كما تمارس أسواق الأوراق المالية دورا كبيرا في جذب الاستثمارات الأجنبية، أو الاستثمارات المالية للأجانب.

وقد توصلنا إلى أن بورصة دولة قطر حققت معدلات نمو قياسية بالرغم أنها من الأسواق الناشئة على مستوى العالم حسب تصنيفها من قبل مؤسسات التصنيف الائتماني وبالرغم من حالة الحصار المفروض عليها اقتصاديا وسياسيا من دول الجوار إلى أن شركاتها حققت نتائج إيجابية.

الكلمات المفتاحية:

سوق رأس المال - الاستثمار الاجنبي غير المباشر - الأسواق المالية - بورصة قطر - الأوراق المالية.

Abstract:

The aim of this research is to obtain an approximation of the role of foreign direct investment and its role in shima. Money station Qatar?

We have touched upon the concepts of foreign investment indirectly in the financial markets and specifically the case study of the State of Qatar to provide an investment climate in Qatar and the theoretical framework of the market. Capital Market of the definition, name, organization and capacity of the Qatar Stock Exchange.

Foreign markets play a major role in the economic development of all countries. Stock markets also play a major role in attracting foreign investments or financial investments.

They concluded that the State of Qatar has achieved record growth rates and spread from emerging markets worldwide according to its classification by state-owned enterprises. Despite the economic fence imposed on it by the neighboring countries, its companies have free results.

Keywords:

Capital Market - Foreign Direct Investment - Financial Markets - Qatar Exchange - Financial Insufficiency.