جامعة آل البيت
كلية إدارة المال والأعمال
قسم التمويل والمصارف

"أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الأداء المالي لسوق عمان المالي(١٩٩٦-٢٠١٣)"

" The Impact of Indirect Foreign Investment on the Financial Performance of Amman Stock Exchange Market(1996-2013)"

إعداد
عباس محمد علو الزبيدي
اشراف
الدكتور احمد سالم الخزاعلة

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في التمويل والمصارف

عمادة الدراسات العليا
جامعة آل البيت

الفصل الاول 2014/2015

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

التفويض

انا الطالب **عباس محمد علو الزبيدي** ، افوض جامعة ال البيت بتزويد نسخ من رسالتي للمكتبات او المؤسسات او الهيئات او الاشخاص عند طلب حسب التعليمات النافذة في الجامعة

التوقيع : ..... **التاريخ : / / 2014**

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

اقرار والتزام بقوانين جامعة ال البيت وانظمتها وتعليماتها

انا الطالب : **عباس محمد علو الزبيدي** الرقم الجامعي :1220503010

التخصص : **تمويل ومصارف** الكلية : **ادارة المال والاعمال**

اعلن بانني قد التزمت بقوانين جامعة ال البيت وانظمتها وتعليماتها وقراراتها السارية المفعول المتعلقة بأعداد رسائل الماجستير والدكتوراه عندما قمت شخصيا بأعداد رسالتي بعنوان :

اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على الاداء المالي لسوق عمان المالي (١٩٩٦-٢٠١٣)

وذلك بما ينسجم مع الامانة العلمية المتعارف عليها في كتابة الرسائل والاطاريح العلمية ، كما انني اعلن ان رسالتي هذه غير منقولة او مستله من رسائل او اطاريح او كتب او ابحاث او أي منشورات علمية تم نشرها او تخزينها في أي وسيلة اعلامية ، وتأسيسا على ما تقدم فاني اتحمل المسؤولية بأنواعها كافة فيما لو تبين غير ذلك بما فيه حق مجلس العمداء في جامعة ال البيت بإلغاء قرار منحي الدرجة العلمية التي حصلت عليها وسحب شهادة التخرج مني بعد صدورها دون ان يكون لي أي حق في التظلم او الاعتراض او الطعن باي صورة كانت في القرار الصادر عن مجلس العمداء بهذا الصدد.

توقيع الطالب ..... **التاريخ : / /2014**

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

جامعة آل البيت

عمادة الدراسات العليا

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة

"أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الأداء المالي لسوق عمان المالي (٢٠١٣_١٩٩٦) "

وأجيزت بتاريخ: / /2014م

إعداد

عباس محمد علو الزبيدي

اشراف

الدكتور احمد سالم الخزاعلة

أعضاء لجنة المناقشة		التوقيع
الدكتور : احمد سالم الخزاعلة	(رئيساً) المشرف	
الدكتور : محمود علي جرادات	عضواً	
الدكتور : جمعة محمود عباد	عضواً	
الدكتور : زياد محمد زريقات	عضواً	

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الاهداء

الى الذي كلت انامله ليوصلني الى الطريق.....ابي

الى التي حصدت الاشواك عن دربي. ....امي

الى ساعدي التي تكتب..... اخوتي

الى رفيقة الدرب.....زوجتي

الى انصاف روحي ..اولادي

لاقربائي .....

لاصدقائي .....

للجميع.....

اهدي هذا العمل البسيط .....

مع حبي واحترامي.....

عباس محمد علو الزبيدي

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيد المرسلين

نبينا محمد صلى الله عليه وعلى آله وصحبة اجمعين

ومن سار على نهجه واقتفى أثرة إلى يوم الدين

وبعد :

يشرفني ان أتقدم بالشكر والتقدير لأستاذي الدكتور احمد سالم الخزاعلة والذي كان لآرائه وتوجيهاته أعظم الأثر في انجاز هذه العمل.

كما أتوجه بالشكر لأساتذة كلية ادارة المال والاعمال جمعيا وقسم التمويل خصوصا الدكتور محمود الجرادات والدكتور غازي رقيبات.

والشكر موصول لعضوي لجنة المناقشة الدكتور جمعة محمود عباد والدكتور زياد محمد زريقات على تفضلهما في قبول مناقشة الرسالة وإبداء ملاحظاتهما القيمة على ما جاء فيها.

وفي الختام أتوجه بالشكر والتقدير لجميع من ساهم في انجاز هذا العمل البسيط.

الباحث

المنارة للاستشارات

www.manaraa.com

فهرس المحتويات

Contents

الملخص ..... ل
Abstract ..... م
الفصل الاول : الاطار العام للدراسة ١
المقدمة ١
مشكلة الدراسة ٢
اهمية الدراسة ٣
اهداف الدراسة ٣
فرضيات الدراسة ٤
منهجية الدراسة ٥
اولا : مجتمع الدراسة ٥
ثانيا : محددات الدراسة ٦
ثالثا : نموذج الدراسة ٦
رابعا : الاسلوب الاحصائي وتحليل البيانات ٧
خامسا : متغيرات الدراسة ٧
سادسا : التعريفات الاجرائية ٨
الفصل الثاني : الاستثمار الاجنبي ١٠
مقدمة : ١٠
المبحث الاول : الاستثمار الاجنبي وانواعه ١٠
المبحث الثاني : المبررات والنماذج المفسرة للاستثمار الاجنبي غير المباشر ١٨
المبحث الثالث : اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر ومحدداته و مخاطره ٢٤
الفصل الثالث : الاسواق المالية والدراسات السابقة ٣٤
مقدمة : ٣٤
المبحث الاول : مفهوم الاسواق المالية وأنواعها ٣٤
المبحث الثاني : تحليل الاوراق المالية في الاسواق المالية ٤١
المبحث الثالث : مؤشرات تطور الاسواق المالية واهمية ووظائف الاسواق المالية ٤٧
المبحث الرابع : الدراسات السابقة ٥٤
الفصل الرابع : تحليل البيانات واختبار الفرضيات ٦٤
المقدمة : ٦٤

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المبحث الاول : وصف متغيرات الدراسة والاختبارات القبلية..... ٦٤
المبحث الثاني : مناقشة ونتائج الفرضيات..... ٧٥
الفصل الخامس : النتائج والتوصيات..... ٨٢
النتائج..... ٨٢
التوصيات..... ٨٣
قائمة المراجع..... ٨٤
اولا : المراجع العربية..... ٨٤
ثانيا : المراجع الاجنبية..... ٨٨
الملاحق..... ٩٠

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

فهرست الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
(1)	ملحق نتائج الاحصاءات الوصفية	٦٩
(2)	نتائج اختبار جذور الوحدة لاستقرار السلاسل الزمنية باستخدام اختبار ديكي فوللر	٧١
(3)	اختبار الفترة السابقة lag order بين الاستثمار الاجنبي غير المباشر وحجم السوق	٧٢
(4)	اختبار الفترة السابقة lag order بين الاستثمار الاجنبي غير المباشر وسيولة السوق (معدل قيمة الاسهم المتداولة)	٧٣
(5)	اختبار الفترة السابقة lag order بين الاستثمار الاجنبي غير المباشر وسيولة السوق (معدل دوران الاسهم)	٧٤
(6)	اختبار الفترة السابقة lag order بين الاستثمار الاجنبي غير المباشر وتذبذب عائد السوق	٧٥
(7)	نتائج اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity للفرضية الاولى	٧٦
(8)	نتائج اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity للفرضية الفرعية الاولى	٧٧
(9)	نتائج اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity للفرضية الفرعية الثانية	٧٧
(10)	نتائج اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity للفرضية الثالثة	78
(11)	اختبار الارتباط الذاتي للفرضية الاولى	٧٩
(12)	اختبار الارتباط الذاتي للفرضية الفرعية الاولى	٧٩
(13)	اختبار الارتباط الذاتي للفرضية الفرعية الثانية	٨٠
(14)	اختبار الارتباط الذاتي للفرضية الثالثة	٨١
(15)	تحليل الانحدار باستخدام طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR) للفرضية الاولى	٨٢

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

(16)	تحليل الانحدار باستخدام طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR) للفرضية الفرعية الاولى	٨٤
(١٧)	تحليل الانحدار باستخدام بطريقة المربعات الصغرى (OLS) للفرضية الفرعية الثانية	٨٦
(١٨)	تحليل الانحدار باستخدام بطريقة المربعات الصغرى (OLS) للفرضية الثالثة	٨٧

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

قائمة الاشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
(1)	نموذج الدراسة	١٠

قائمة الملاحق

الرقم	عنوان المحلق	الصفحة
(1)	بيانات الدراسة	٩٨

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

"اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على الاداء المالي لسوق عمان المالي (١٩٩٦_٢٠١٣)"

اعداد

عباس محمد علو الزبيدي

اشراف

الدكتور : احمد سالم الخزاعلة

الملخص

هدفت هذه الدراسة الى بيان اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اداء سوق عمان المالي ، من خلال مجموعة من المؤشرات والمتمثلة (حجم السوق ، درجة السيولة ، تذبذب عائد السوق) ، والتركيز على اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر في دفع عملية التنمية الاقتصادية بوصفه احد اهم مصادر التمويل للدول النامية ، وكذلك التعرف على المزايا والمنافع التي يقدمها هذا النوع من الاستثمار للدول النامية وماهي المخاطر التي تنجم عنه وما هي محدداته للفترة (١٩٩٦-٢٠١٣).

ولتحقيق اهداف الدراسة تم استخدام اختبار ديكي فوللر ADF وتحليل الانحدار باستخدام طريقة الانحدار الذاتي VAR وتحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى OLS .

وتوصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج اهمها : وجود اثر ايجابي للاستثمار الاجنبي غير المباشر على كلا من حجم السوق متمثلا بمعدل رسملة السوق ، وسيولة السوق متمثلا بمعدل قيمة الاسهم المتداولة ومعدل دوران الاسهم ، بينما لم يظهر اثر للاستثمار الاجنبي غير المباشر على تذبذب عائد السوق.

وخرجت الدراسة بمجموعة من التوصيات اهمها : تشجيع الاستثمار الاجنبي غير المباشر لأنه احد اهم انواع الاستثمار الذي يعمل على دفع التنمية الاقتصادية ، والعمل على ضبط الالية التي يعمل بها صناع السوق.

المنارة للاستشارات

www.manaraa.com

"The Impact of Indirect Foreign Investment on the Financial Performance of Amman Stock Exchange (2013 - 1996)"

by

Abbas m. allaw AL-zubaidi

Supervisor

DR. Ahmad S.Kahzaleh

Abstract

This study aimed to demonstrate the impact of indirect foreign investment on the performance of the Amman Stock Exchanges through a set of indicators represented by (Market Volume , Liquidity , the fluctuation of market return) , and the focus on the significance indirect foreign investment in pushing the economic development process as one of the significant sources for financing for developing countries , also , identifying the advantages and benefits on this type of investment provides for developing countries , and what are the risks which result from , and what are its determinants for the period (1996-2013).

To achieves the study objectives , Dickey Fuller ADF Test was used to analysis regression by using the method of Variance Auto –Regression (VAR) , and the Ordinary Least – Squares (OLS) analysis method for regression .

The study arrived at a set of results most impartment .the presence of a positive effect for the indirect foreign investment on that the market volume represented in the market capitalization rate , and the market liquidly represented in the rate of traded shares value and the rate of shares turn over , wherein , no effect for indirect foreign investment appeared on market returns fluctuation .

The study came out with a set recommendation of most important : Encouraging indirect foreign investment because it is one of the most important types of

المنارة للاستشارات

www.manaraa.com

investment which works toward pushing economic development , and to work on controlling the mechanism in which the market makers work by .

www.manaraa.com

الفصل الاول : الاطار العام للدراسة

المقدمة

تعد الاسواق المالية في الوقت الحاضر من ابرز المؤسسات الداعمة والدافعة لعملية التنمية الاقتصادية باعتبار ها المكان الذي تلتقي فيه الو حدات الاقتصادية ذات العجز المالي والتي هي بحاجة الى رؤوس الاموال لتمويل انشطتها المختلفة و وحدات الفائض المالي التي تسعى دائما الى توظيف اموالها ، وان الدور الاكبر الذي تلعبه تلك الاسواق هو اجتذابها للو حدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية الاجنبية ودور تلك الوحدات في دفع عملية التنمية الاقتصادية من خلال ما توفره من اموال لسد الفجوة التمويلية التي تعاني منها الوحدات ذات العجز المالي المحلية وان هذه العملية المعقدة يطلق عليها الاستثمار الاجنبي سوآءا كان مباشرا او غير مباشر ، وقد لوحظ ومن خلال التقرير الاقتصادي والاجتماعي لسنة ٢٠١٢ وحسب البنك الدولي ان الاستثمار الاجنبي في سوق عمان المالي بدا بالانخفاض منذ سنة ٢٠٠٦ حتى ٢٠١١ وان هذا الانخفاض في صافي تدفقات الاستثمارات الاجنبية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي يعتبر كبير وان اثاره ستكون كبيرة على الاقتصاد الاردني من خلال النقص في عمليات التمو يل التي يقدمها الاستثمار الاجنبي وبالتالي سوف تنخفض العملية الانتاجية وانخفاض الناتج المحلي الاجمالي و هذا بدوره يؤدي الى تباطؤ عملية التنمية الاقتصادية ، وجاءت هذه الدراسة للاستثمار الاجنبي غير المباشر لأهمية هذا الموضوع في دفع عملية التنمية ، اذ يعدّ الاستثمار الأجنبي غير المباشر أحد الظواهر المالية التي انتشرت بشكل كبير في عقد التسعينات من القرن العشرين ولا زالت وعلى الرغم من عراقة هذه الظاهرة التي يعود تاريخها إلى منتصف القرن التاسع عشر ، إلا إنها حديثة بطبيعتها واستقطبت اهتمام مختلف المؤسسات الدولية والدول المتقدمة والنامية على حد سواء كذلك اصبحت محط اهتمام الكثير من الكتاب والباحثين ، وقد ارتبطت هذه الظاهرة بالتحرر المالي والسلعي وبظاهرة العولمة ، وان هذه الاهمية للاستثمار الاجنبي غير المباشر يظهر تأثير ها على اقتصاديات الدول النامية بشكل خاص والدول المتقدمة بشكل عام ، وتعدّ الشركات المتعددة الجنسيات اهم المصادر للاستثمار الأجنبي غير المباشر بالإضافة الى الحكومات والافراد ممن لديهم فوائض مالية ويرغبون باستثمارها.

وبهذا أضحت الأسواق المالية ضرورة حتمية اقتضتها طبيعة التشابك والترابط بين القطاعات الاقتصادية ، لدرجة بات من العسير لأية دولة ان تحقق نتائج اقتصادية مرضية دون وجود أسواق مالية نشطة ، ولم يعد دور الأسواق المالية مقتصراً في جذب وتحويل الفائض المالي الى رأسمال

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

موظف وفعال في الدورة الاقتصادية لتمويل المشروعات الفردية والعامة ، بل بدأ يلحظ تنامي الأهمية النسبية لها في إتمام عملية الخصخصة ، مما يساعد ويسهم في تحقيق التنمية والتواصل الاقتصادي و من خلال هذه الاهمية للاسواق المالية وباعتبارها الوعاء الرئيسي للاستثمارات الاجنبية والجاذبة له ، وسوف تتناول الدراسة في الفصل الاول الاطار العام للدراسة ، اما في الفصل الثاني فسوف تتناول الدراسة مفهوم الاستثمار الاجنبي بشكل عام وانواعه ، والمبررات والنماذج المفسرة للاستثمار الاجنبي غير المباشر ، وسيخصص الفصل الرابع للجانب التطبيقي الذي سوف يبين اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على الاداء المالي لسوق عمان المالي ، اما الفصل الخامس من الدراسة سيخصص للنتائج والتوصيات التي سوف يتم التوصل لها من خلال الجانب التطبيقي.

مشكلة الدراسة

تعاني معظم الاسواق المالية في البلدان النامية من تقلبات في ادائها بين فترة اخرى ، مما دعا الى اخذ احد الاسواق المالية في هذه الدول كنموذج للدراسة وقياس اثر تلك الاستثمارات على الاداء المالي لهذا السوق ومعرفة مواطن القوة والضعف فيه من اجل ايجاد الحلول لمواطن الضعف واستمرار وتقوية مواطن القوة في السوق ، وقد تم اخذ سوق عمان المالي كنموذج للدراسة ، وسبب اختيار سوق عمان المالي كعينة للدراسة هو ان الاردن من البلدان التي لا تمتلك الكثير من الموارد الطبيعية لدفع عملية التنمية الاقتصادية واعتمادها بشكل كبير على الاستثمارات الاجنبية وقد لوحظ في السنوات الاخيرة تراجعا كبير في الاستثمارات الاجنبية الحاضرة في بورصة عمان للاوراق المالية حيث (كان هناك ارتفاع في صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي حسب احصاءات البنك الدولي للفترة من ٢٠٠٢-٢٠٠٦ وانخفضت التدفقات من ٦.٤٤ بالمئة في العام ٢٠١٠ الى ٥.١٣ بالمئة في العام ٢٠١١ وكانت اعلى نسبة لصافي تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر في العام ٢٠٠٦ فقد وصلت الى ٢٣.٥٤ بالمئة) (المجلس الاقتصادي والاجتماعي ، مجموعة مؤلفين ، ٢٠١٣ ، ٣٩٥-٣٩٦).

وتعود اسباب هذا التراجع الى العديد من العوامل منها الازمة المالية العالمية التي حدثت عام ٢٠٠٨ ، وكذلك تداعيات الربيع العربي وما احدثه من فوضى في البلدان العربية مما اشاع سياسة تحفظية لدى الكثير من المستثمرين ، و بناءا على ما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة بمجموعة من التساؤلات والتي تركز على مؤشرات الاداء المالي وعلى النحو التالي :

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- ما هو اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على حجم سوق عمان المالي ، اذ يعتبر حجم السوق واحدا من اهم مؤشرات تطور الاسواق المالية ، ويمكن ان يقاس حجم السوق من خلال مؤشرين رئيسيين والمتمثلة بمعدل رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة في السوق.
- ما هو اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على درجة السيولة في سوق عمان المالي ، اذ تعتبر السيولة واحدة من اهم مؤشرات تطور الاسواق المالية ويمكن قياس السيولة من خلال مؤشرين رئيسيين وهما معدل قيمة الاسهم المتداولة و معدل دوران الاسهم.
- ما هو اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على درجة تذبذب عائد الاوراق المالية المدرجة في سوق عمان المالي ويقصد بتذبذب العائد بتغير عائد الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة ويقاس من خلال قياس الانحراف المعياري للعائد.

اهمية الدراسة

تستمد الدراسة اهميتها من اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر بوصفه احد اهم مصادر التمويل التي على المستوى العالمي ، وبالرغم من ان تأثير هذا النوع من الاستثمار على العملية الانتاجية لا يكون بصورة مباشرة الا انه يسهم في تمويل العملية الانتاجية بصورة غير مباشرة من خلال امتلاك المستثمر الاجنبي لاسهم وسندات الشركات الانتاجية ، وتظهر هذه الاهمية للاستثمار الاجنبي غير المباشر من خلال حجم التدفقات الاجنبية للدول النامية وارتفاع حجم هذا التدفق في السنوات الاخيرة ، وان هذا التطور الذي حصل في حجم الاستثمار الاجنبي غير المباشر ان دل على شيء دل على اهمية هذا النوع من الاستثمار في عملية التمويل التي تعاني منها الدول النامية والتي غالبا ما يكون لديها نقص بالموارد ، وبالتالي دفع عملية التنمية الاقتصادية من خلال تدفق رؤوس الاموال الاجنبية للاستثمار في الاسواق المالية مما يعمل على زيادة الانتاج وزيادة الصادرات وهذا يعني الإضافة الى الناتج المحلي الاجمالي و من ثم سد فجوة العجز في الميزان التجاري.

اهداف الدراسة

من خلال التساؤلات التي ظهرت عليها مشكلة الدراسة فان اهداف الدراسة تتمثل بالنقاط التالية :

- التعرف على علاقة الاستثمار الاجنبي غير المباشر بالأسواق المالية والتعرف على حجم ذلك النوع من الاستثمار واثره في سوق عمان المالي.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- التعرف على اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على درجة السيولة في سوق عمان المالي وهل نسبة السيولة التي يحققها الاستثمار الاجنبي غير المباشر كافية لدفع عملية التنمية الاقتصادية وبالتالي زيادة الناتج المحلي الاجمالي.
- التمييز بين الاستثمار الاجنبي المباشر والاستثمار الاجنبي غير المباشر من خلال استعراض الادبيات التي تناولت هذا الموضوع ومن وجهات نظر مختلفة سواء كانت اقتصادية او مالية.
- التعرف على المنافع التي يقدمها الاستثمار الاجنبي غير المباشر للدول النامية والاردن واحدة من هذه الدول التي لا تتوفر لديها الموارد الاقتصادية اللازمة لعملية التنمية.
- التعرف على سلبيات الاستثمار الاجنبي غير المباشر للدول النامية والمضيفة لتلك الاستثمارات.
- التعرف على محددات الاستثمار الاجنبي غير المباشر للدول النامية والمضيفة على اعتبار ان المستثمرين يبحثون عن مصالحهم فلابد من وجود محددات لتلك الاستثمارات.

فرضيات الدراسة

في ضوء ما سبق ، تم صياغة ثلاث فرضيات رئيسية وتشتق من الفرضية الثانية فرضيتين فرعيتين وعلى النحو الآتي:

الفرضية الاولى :

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على حجم سوق عمان المالي.

H1 : يوجد اثر ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على حجم سوق عمان المالي.

الفرضية الرئيسية الثانية :

لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية على درجة سيولة سوق عمان المالي، وتشتق من هذه الفرضية فرضيتين فرعيتين وعلى النحو التالي :

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على معدل قيمة الاسهم المتداولة في سوق عمان المالي.

H1 : يوجد اثر ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على معدل قيمة الاسهم المتداولة في سوق عمان المالي.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على معدل دوران الاسهم في سوق عمان المالي.

H1 : يوجد اثر ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على معدل دوران الاسهم في سوق عمان المالي.

الفرضية الثالثة :

H0 : لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على درجة تذبذب عائد الاوراق المالية المتداولة في سوق عمان المالي.

H1 : يوجد اثر ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على درجة تذبذب عائد الاوراق المالية المتداولة في سوق عمان المالي.

منهجية الدراسة

للوصول الى اهداف الدراسة سيتم اتباع اسلوبين من اساليب البحث العلمي يتمثل الاسلوب الاول بالأسلوب النظري والذي من خلاله سيعرض الباحث الاطار النظري للدراسة من خلال الاطلاع على ادبيات موضوع الدراسة وكذلك الاطلاع على الدراسات السابقة ، اما الاسلوب الثاني فيتمثل بالجانب التحليلي او القياسي المتمثل بالأساليب الاحصائية المتعددة والتي يمكن من خلالها اختبار الفرضيات، وتم الرجوع في جمع البيانات الى مراجع البحث العلمي لتساعد الباحث في تكوين الاطار النظري والتطبيقي للدراسة وتتكون مصادر جمع المعلومات من قسمين وعلى النحو التالي :

- المصادر الثانوية : وتتمثل في الكتب والدوريات والمجلات العلمية المحكمة والرسائل الجامعية والدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة لتغطية الاطار النظري للدراسة.
- البيانات الاولية : والمتعلقة ببيانات الدراسة المتمثلة بنشرات سوق عمان المالي وما تصدره من تقارير سنوية عن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة.

اولا : مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من سوق عمان المالي وما يتوفر فيه من شركات مساهمة مدرجة للفترة من ١٩٩٦-٢٠١٣.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ثانيا : محددات الدراسة

تتمثل محددات الدراسة بعدم امكانية الحصول على بيانات درجة التركز كاملة من سنة ١٩٩٦ الى ٢٠١٣ ، وهذه البيانات متمثلة بأكبر عشر شركات في سوق عمان المالي والتي تبنى عليها الفرضية الثالثة لذلك تم استبدال الفرضية بأخذ متغير تذبذب عائد الاوراق المالية في السوق.

ثالثا : نموذج الدراسة

للوصول الى اهداف الدراسة تم صياغة الذموذج القياسي على شكل مجموعة من معادلات الانحدار لتربط بين المتغير المستقل المتمثل بالاستثمار الاجنبي غير المباشر والمتغيرات التابعة المتمثلة (حجم السوق ، درجة السيولة و تذبذب العائد) وهذه المعادلات على النحو التالي :

$$MV/GDP = \alpha_{\circ} + \beta_1 FII + \mu t \ldots\ldots\ldots\ldots 1)$$

حيث:

MV/GDP: نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

$\alpha_{\circ}$: قيمة الثابت.

FII: الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

μt: معامل الخطأ العشوائي.

β_1: حساسية التغير في نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي الناتجة عن التغير في الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

$$VS/GDP = \alpha_{\circ} + \beta_1 FII + \mu t \ldots\ldots\ldots\ldots 2)$$

حيث:

VS/GDP: نسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

$\alpha_{\circ}$: قيمة الثابت.

FII: الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

μt: معامل الخطأ العشوائي.

β_1: حساسية التغير في نسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي الناتجة عن التغير في الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

$$TOS = \alpha_{\circ} + \beta_1 FII + \mu t \ldots\ldots\ldots\ldots 3)$$

حيث:

TOS: معدل دوران الأسهم.

$\alpha_{\circ}$: قيمة الثابت.

FII: الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

μt: معامل الخطأ العشوائي.

β_1: حساسية التغير في معدل دوران الأسهم الناتجة عن التغير في الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

$$VOL = \alpha_{\circ} + \beta_1 FII + \mu t \ldots\ldots\ldots\ldots 4)$$

حيث:

VOL: تذبذب عائد السوق.

$\alpha_{\circ}$: قيمة الثابت.

FII: الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

μt: معامل الخطأ العشوائي.

β_1: حساسية التغير في تذبذب عائد السوق الناتجة عن التغير في الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

رابعا : الاسلوب الاحصائي وتحليل البيانات

من اجل الوصول الى النتائج وتحليل البيانات التي تم جمعها تم الاعتماد على البرنامج القياسي E-views ومن خلال استخدام مجموعة من الاساليب الاحصائية وهي على النحو التالي :

١- الإحصاءات الوصفية، والتي تمثلت بالوسط الحسابي والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأقل قيمة

٢- اختبار Augmented Dickey – Fuller(ADF) : تم استخدام هذا الاختبار لاختبار جذر الوحدة (Unit Root Test)، وذلك للتعرف على استقرارية البيانات في السلاسل الزمنية على أساس اختبار الفرضية العدمية $\hat{a} = 1$ مقابل الفرضية البديلة $\hat{a} = 0$.

٣- اختبار الفترة السابقة Lag Order : وتم استخدام هذا الاختبار بهدف التعرف على نوع تحليل الانحدار الذي سيتم استخدامه، فإذا كانت نتيجة هذا المعيار (٠) فهذا يدل على استخدام طريقة المربعات الصغرى لتحليل الانحدار، أما إذا كانت القيمة أكبر من (٠)، فسوف يتم استخدام طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR) في التحليل.

٤- اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity

٥- اختبار الارتباط الذاتي VAR Residual Serial Correlation LM Tests

٦- اختبار طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR)

٧- اختبار طريقة المربعات الصغرى (OLS)

خامسا : متغيرات الدراسة

تتكون متغيرات الدراسة من نوعين من المتغيرات وهي على النحو الاتي :

أ- المتغيرات المستقلة :

- الاستثمار الاجنبي غير المباشر

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ب- **المتغيرات التابعة** وتشمل :

- حجم السوق.
- درجة السيولة.
- تذبذب العائد .

سادسا : التعريفات الاجرائية

١- الاستثمار الاجنبي غير المباشر : هو عملية شراء او بيع بعض الأوراق المالية من أسهم وسندات لمؤسسات وطنية في دولة ما عن طريق مقيمي دولة أخرى ويعطي هذا الاستثمار للمستثمر الحق في الحصول على نصيب من أرباح الشركات التي قامت بإصدار الأسهم والحق في الحصول على الفوائد الدورية من الشركات التي قامت بإصدار السندات ، وللمستثمر الاجنبي الحق في المتاجرة بتلك الاوراق المالية من خلال عمليات البيع والشراء

٢- حجم السوق : من اهم المؤشرات المالية التي تعبر عن تطور السوق المالية ، اذ يعكس هذا المؤشر حجم القيمة السوقية مقارنة بالناتج المحلي الاجمالي ، ويقاس حجم السوق بمؤشر يطلق معدل رسملة السوق.

٣- معدل رسملة السوق : والذي هوعن عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الاجمالي ويستخدم لقياس نشاط السوق.

٤- الناتج المحلي الاجمالي : هو قيمة السلع والخدمات التي ينتجها أفراد مجتمع معين وخلال السنة عادة والذين يعيشون ضمن الرقعة الجغرافية لذلك البلد بغض النظر عن جنسيتهم، سواء كانوا من مواطني البلد أم من الأجانب

٥- سيولة السوق : تعني سيولة السوق القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة ، وهناك مؤشرين لقياس السيولة وهي معدل قيمة الاسهم المتداولة ومعدل دوران الاسهم.

٦- معدل قيمة الاسهم المتداولة : مجموع الأسهم المتداولة في السوق مقسوماً على الناتج المحلي الاجمالي ويقيس هذا المؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي.

٧- معدل دوران الاسهم : هو عبارة عن مؤشر للإقبال على ما تصدره الشركة من أوراق مالية أو الأوراق المتداولة في السوق المالية ، وتحسب نسبة دوران السهم بقسمة عدد الاسهم المتداولة على عدد الاسهم المصدرة.

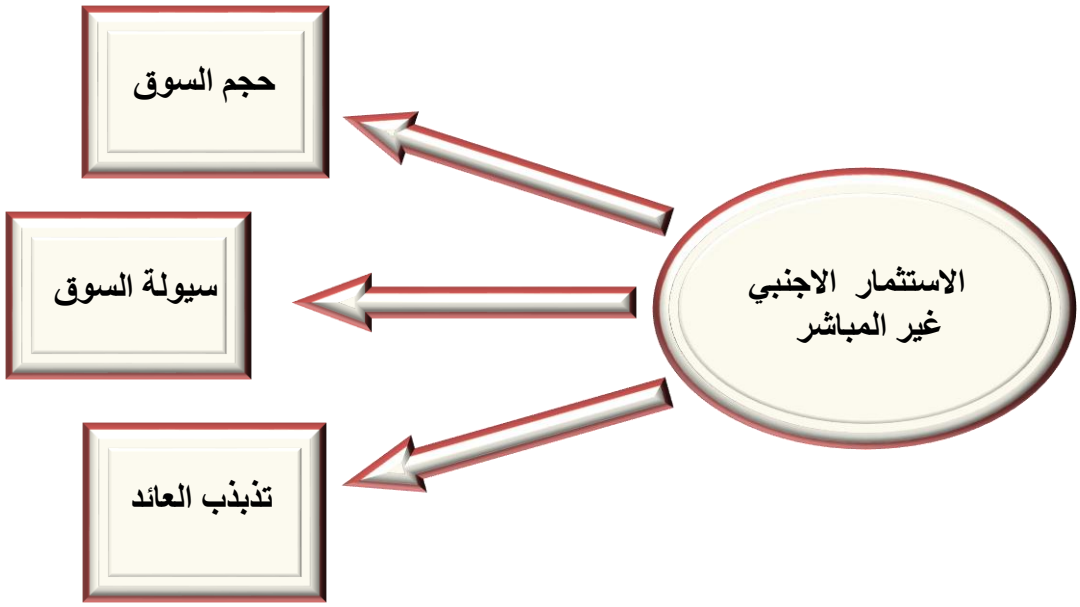
المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

٨- تذبذب العائد : هو التغير في عائد الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة ويقاس هذا المؤشر بتقدير الانحراف المعياري للعائد.

ولتوضيح العلاقة بين متغيرات الدراسة سوف نستعين بالشكل التالي :

الشكل رقم (١)

المتغير المستقل **المتغيرات التابعة**



الشكل رقم (١) نموذج الدراسة

المصدر : من اعداد الطالب

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الفصل الثاني : الاستثمار الاجنبي

مقدمة :

يلعب الاستثمار الاجنبي بكل انواعه دورا في تحفيز ودفع عمليات التنمية الاقتصادية وقد استعانت معظم دول العالم برأس المال الأجنبي لتحديث وتطوير منشآتها الإنتاجية وغيرها من مكونات الاقتصادات الوطنية ، و للاستثمارات الأجنبية دور مهم في مشروعات التنمية الاقتصادية للدول المضيفة إذا ما أحسنت هذه الدول اختيار مشروعاتها، واختيار شركائها الأجانب ، فالاستثمار الأجنبي يمكن أن يسد الفجوة في الموارد والإمكانيات غير المتوافرة في الدولة المضيفة ، ويوسع من القاعدة الاستثمارية في البلاد ، كما يمكن بواسطته أو بمشاركته لرؤوس الأموال الوطنية من زيادة الإنتاج مما يؤثر إيجاباً على ميزان المدفوعات ، وذلك بزيادة الصادرات.

المبحث الاول : الاستثمار الاجنبي وانواعه

يعتبر الاستثمار الأجنبي من المواضيع الأكثر جدلاً على الصعيد العالمي في السنوات الأخيرة لأسباب متعددة منها الزيادة الهائلة في التدفق العالمي السنوي لهذا الاستثمار ، مما اظهر أهميته النسبية كمصدر لرؤوس الأموال الاستثمارية للعديد من الاقطار النامية ، وتناولته أدبيات متعددة منذ ظهور الفكر الكلاسيكي والاستمرار في هذا الاتجاه بسبب ظهور متغيرات عالمية جديدة على نحو متزايد نتيجة لتغير الأوضاع الاقتصادية والسياسية العالمية على الدوام.

اولا : مفهوم الاستثمار

ان كلمة الاستثمار في اللغة هي مصدر للفعل استثمر، ويستثمر معناها ينمي ويزيد الشيء ، وتستخدم للدلالة على طلب الحصول على الثمر والانتفاع به ، ويرى البعض ان كلمة الاستثمار جاءت من الثمر حمل الشجر، وثمر ماله أي نماه ، ويقال ثمر الله ملك أي كثره ، واثمر الرجل أي كثر ماله (النمري ،٢٠٠٠: ص ٢٧).

ويستمد الاستثمار اصوله من علم الاقتصاد فهو على صلة بمجموعة من المفاهيم الاقتصادية اهمها الدخل والاستهلاك والادخار والاقتراض ، وقد عرفه النجفي والايوبي على انه استخدام المال لجني المزيد من المال ، أي لكسب دخل أو زيادة رأس المال أو كليهما ، اذا يعتبر المال الجزء الرئيسي من عملية الاستثمار والذي ترتكز عليه بقية عوامل الانتاج الاخرى وان هذه الزيادة التي يحدثها راس المال متمثلة بالأرباح وتختلف هذه الارباح حسب طبيعة المشروع المراد الاستثمار به فقد تنتج الارباح في العمليات الانتاجية عن طريق بيع السلع والخدمات التي تم انتاجها بعد تغطية التكاليف ، في حين ان الارباح تحدث في حالة توظيف الاموال في النشاطات الاقراضية

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

عن طريق الحصول على الفوائد الدورية ، وكذلك يمكن ان تتحقق الارباح عن طريق الاستثمار في الاسواق المالية حيث يمكن للمستثمر ان يحصل على الارباح اما عن طريق توزيعات ارباح دورية او المتاجرة بالأوراق المالية ، وتتعدد طرق الحصول على الار باح بتعدد العمليات الاستثمارية (النجفي و الايوبي ، ٢٠٠٦ : ٢٠٤).

اما الاستثمار من وجهة نظر الماليين فهو تخصيص الأموال لفترة من الزمن لأشتقاق معدل عائد يعوض المستثمر عن المدة التي تم فيها استثمار الأموال وعن معدل التضخم المتوقع في أثناء مدة الاستثمار و عن عدم التأكد ذي الصلة ، وبهذا فالاستثمار ليس من الضروري ان يتم توجيه الاموال نحو النشاطات الانتاجية لكي تدر عائد للمستثمر بل يمكن ان توجه الاموال نحو اي نشاط يجلب عائد مع مراعاة القيمة الزمنية للنقود بالاضافة الى تعويض المستثمر عن انخفاض القيمة الحقيقية للنقود بسبب التضخم (حماد ، ٢٠٠٦ : ٣٢).

ولم يختلف (Ranjan , 2009 : 219-243)عن هذا المفهوم للاستثمار من أنه توظيف للأموال في موجودات يتم الاحتفاظ بها لمدة زمنية قد تكون اقل من سنة او اكثر على أمل أن يتحقق من وراء بيع أو تشغيل هذه الموجودات عائد في المستقبل ، ويكون محور عمل ذلك في بيئة مالية ، وان عملية توظيف الأموال هذه سوآءا كانت في موجودات مادية أو مالية أو بغية جني المنافع المستقبلية من خلال تحويل رأس المال من شكله النقدي أو الفكري إلى الشكل الإنتاجي أو الخدمي لغرض زيادة الإنتاج وتوليد الدخل ، ومعنى ذلك أن الهدف من الاستثمار هو تحقيق عائد يسهم في زيادة ثروة المستثمر.

ويتضح مما سبق أن ثمة تباين في تعريف الاستثمار من وجهة النظر الاقتصادية والمالية ، ويشمل هذا الاختلاف على جانبين يتمثل الجانب الاول في طبيعة المبالغ المخصصة للاستثمار حيث يرى الاقتصاديون أن مبالغ الاستثمار هي الفائض من الاستهلاك بعد اشباع الحاجات الضرورية والكمالية ، ومن ثم هي المبالغ التي من الممكن ادخار ها ، وان هذه المبالغ سوف تتجه الى الاستثمار من خلال المتطابقة التي تقول بان الادخار يساوي الاستثمار ، في حين يرى الماليون أن مبالغ الاستثمار تمثل أية مبالغ يمكن أن تدخل بها المؤسسة أو الفرد أو الحكومة في مجالات العمل الجديدة ، لان هذه الأموال مصدرها الادخار وبالتالي فان هذه الاموال سوف يتم تحويلها إلى استثمار، اما الجانب الثاني فيتمثل بالهدف من الاستثمار حيث يرى الاقتصاديون أن الهدف من الاستثمار إنتاج السلع الرأسمالية ، أو تحقيق إضافات إلى المخزون ، أو إشباع حاجات اقتصادية ، في حين يرى الماليون أن الهدف من الاستثمار تحقيق قيمة مضافة الى الناتج القومي (الطائي والعلي ، ٢٠٠٧ : ٥٢-٥٣).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

وبعد الاطلاع على الآراء التي تناولت مفهوم الاستثمار يمكن القول بان الاستثمار ما هو الا توظيف للأموال بقصد الحصول على منفعة في المستقبل او زيادة في الدخل والثروة بغض النظر عن تخصيص هذه الاموال في موجودات مادية مخصصة للعمليات الانتاجية او موجودات مالية الهدف منها الحصول على مردودات او عوائد مالية عن طريق الحصول على توزيعات ارباح دورية من خلال تملك الاسهم او الحصول على الفوائد الدورية من خلال الاحتفاظ بالسندات التي تصدرها الشركات ، وان الاستثمار في الموجودات المالية يعتبر حلقة مكملة لعملية الاستثمار في الموجودات المادية لأن الاموال المستثمرة في الموجودات المالية تعود بالنتيجة النهائية لتمويل عمليات الاستثمار بالموجودات المادية او الانتاجية .

ثانيا : مجالات الاستثمار

توجد تصنيفات عديدة للاستثمار اختيرت وفق معايير وأسس متعددة تتمثل بالتصنيف الجغرافي او النوعي ، او من حيث الجهة المنفذة له وهناك العديد من التصنيفات للاستثمار منها التصنيف القطاعي والتصنيف حسب الامد ومنها التصنيف حسب الموقع ، وان هذا التنوع في مجالات وادوات الاستثمار يتيح للمستثمر توفير بدائل استثمارية متعددة واختيار البديل المناسب لها ، الا ان هذه الدراسة سوف تكتفي بالتصنيف الجغرافي والتصنيف النوعي على اعتبار ان هذه التصنيفات هي التي تخص موضوع الدراسة

التصنيف الاول : الاستثمار الجغرافي

التصنيف الجغرافي للاستثمار و وفقا لهذا التصنيف يقسم الاستثمار الى نوعين من الاستثمار النوع الاول يتمثل بالاستثمار المحلي(الداخلي) ، هي تلك الاستثمارات التي تقوم بها الحكومة والافراد والمؤسسات داخل السوق المحلي في البلد المعني ، اي داخل الحدود الإقليمية للبلد محل الدراسة كالاستثمارات التي تساهم بصورة مباشرة في زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد القومي مثل المشاريع الزراعية والصناعية والخدمية ، كذلك هناك مشاريع استثمارية تؤثر بصورة غير مباشرة في تعزيز القدرة الإنتاجية مثل الطرق والجسور والهياكل الارتكازية الأخرى وهذه المشاريع تكون اهدافها غير ربحية وغالبا ما تتبنى هكذا مشروعات المؤسسات الحكومية(الشبيب ،٢٠٠٩ : ٤٧).

وعلى هذا الاساس يمكن القول بان الاستثمار المحلي هو جميع الانشطة والعمليات التي يمارسها الافراد والمؤسسات الانتاجية او غير الانتاجية بقصد الربح في البلد الذي ينتمون اليه ، وكذلك هو جميع الاستثمارات الحكومية سوآءا كانت بقصد الربح او من دون قصد للربح كالعمليات والانشطة التي تؤثر على القدرة الانتاجية بصورة غير مباشرة والمتمثلة بالطرق والجسور والبنى التحتية وقد تكون بعض الاستثمارات الحكومية تعنى بالنواحي الاجتماعية كالمستشفيات والاماكن الترفيهية العامة ، الا ان ما يعاب على الاستثمار المحلي انه لا يضيف شيء الى الناتج المحلي

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الاجمالي للبلد وخاصة البلدان النامية والتي دائما ما تعاني من نقص في الموارد ، وان كل ما يتم من استثمارات محلية ما هو الا عبارة عن انتقال للأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي الى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي في البلد نفسه.

اما النوع الثاني وفقا لهذا التصنيف فيتمثل بالاستثمار الخارجي (الاجنبي) ، وللتعرف على مفهوم الاستثمار الاجنبي يمكن فصل كلمتي الاستثمار الاجنبي كلا على حدا فالكلمة الاولى و هي الاستثمار والتي تناولتها الدراسة وهي تعني توظيف الاموال في موجودات مادية او مالية متنوعة لغرض تحقيق عائد معين من وراء ذلك فالهدف من الاستثمار هو تحقيق منفعة معينة ومنها الربح ، وهو بهذا يشمل التعريف العام او الشامل للاستثمار ، اما المصطلح الثاني (الاجنبي) فيقصد به كل ما هو غير وطني وتصنف القوانين ذلك ، فبالرغم من انه استثمار مقيم وفي دولة مضيفة الا ان ملكيته اجنبية وتؤول لفرد اجنبي او لشركة اجنبية غير وطنية لذا فهو استثمار اجنبي وتختلف انواعه واماده بحسب نوع الاستثمار(الجميل ، ٢٠٠٢ : ٢٥٤).

ويشمل الاستثمار الاجنبي على توظيف الأموال في مختلف المجالات والفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الاجنبية ، مهما كانت أدوات الاستثمار المستخدمة وتتم هذه الاستثمارات إما بشكل مباشر في موجودات مادية انتاجية أو بشكل غير مباشر كالاستثمار في الاوراق المالية من اسهم وسندات وغيرها من الادوات الاخرى ، أي هو الاستثمار الذي يكون ملكيته أجنبية وتؤول لفرد أجنبي أو لشركة أجنبية غير وطنية وتختلف أنواعه حسب طبيعته فمنها ما يطلق عليه بالاستثمار الاجنبي المباشر ومنها ما يطلق عليه بالاستثمار الاجنبي غير المباشر وتختلف الجهات المنفذة لهذا الاستثمار فمن هذه الجهات الافراد ، والمؤسسات ، والحكومات ، وكذلك آماده بحسب نوع الاستثمار الأجنبي فمنه ما يكون طويل الامد ، ومنه المتوسط ، والقصير الامد(البريفكاني ، ٢٠١٣ : ٦).

والاستثمار الاجنبي يتمثل في الفرص الاستثمارية المتاحة من خارج الدولة ، أو انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود الدولية ، وكانت القناة الرئيسية لتدفق رؤوس الاموال عبر الحدود هي الشركات المتعددة الجنسيات وتمتاز هذه الشركات بكبر احجامها وضخامة انتاجها وضخامة رؤوس الاموال لديها ولها القدرة التنافسية العالية فكانت النواة الاولى لظاهرة انتقال رؤوس الاموال دوليا ، وتطور هذا النوع من الاستثمار بعد الحرب العالمية الثانية عندما بدأت الدول الصناعية خاصة في البحث عن أسواق في الخارج تستثمر فيها رؤوس أموالها او أسواق تؤمن من خلالها المواد الخام لضمان استمرارية تشغيل مصانعها(اغا ، ٢٠٠٨ : ٥).

من خلال الآراء السابقة لمفهوم الاستثمار الاجنبي يمكن القول بان الاستثمار الاجنبي هو جميع العمليات الاستثمارية سواء كانت هذه الاستثمارات في موجودات مادية انتاجية او موجودات

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

مالية غير انتاجية يقوم بها المستثمر خارج بلده الام ، سعيا منه في الحصول على المزيد من الارباح وكذلك البحث عن الاسواق الجديدة لتسويق المنتجات والحصول على الفرص الاستثمارية الافضل من خلال التنويع الجغرافي ، ويخضع المستثمر الاجنبي لأنظمة وقوانين البلد المضيف وغالبا ما يكون مصدر الاستثمار الاجنبي هو الدول المتقدمة ، والدول المضيفة لتلك الاستثمارات هي الدول النامية ، والتي دائما ما تعاني من نقص بالموارد وتعمل هذه الاستثمارات الى زيادة الناتج المحلي الاجمالي للبلد المضيف وتعمل على سد الفجوة التمويلية ولذلك تعمل الدول النامية جاهدة الى جذب تلك الاستثمارات من خلال ما تقدمه من امتيازات لهذا النوع من الاستثمار.

التصنيف الثاني : الاستثمار النوعي

التصنيف النوعي للاستثمار و وفقا لهذا التصنيف فان الاستثمار يقسم الى نوعين النوع الاول يتمثل بالاستثمار الحقيقي (المباشر) والنوع الثاني يتمثل بالاستثمار المالي (غير الحقيقي) ويعد الاستثمار حقيقيا أو اقتصاديا متى ما توفر للمستثمر الحق في حيازة موجود حقيقي (عقار، سلع ، ذهب) ، ويقصد بالأصل الحقيقي كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته ويترتب على استخدامه او المتاجرة به منفعة اقتصادية إضافية تظهر إما في شكل سلعة أو شكل خدمة ، وغالبا ما يتمثل الاستثمار الحقيقي بالأنشطة ذات الطابع الانتاجي(مطر ،٢٠٠٩ : ٧٧- ٧٨).

ويترتب على الاستثمار الحقيقي اضافة منفعة اقتصادية و هذه المنفعة الإضافية تزيد من ثروة المستثمر ومن ثم ثروة المجتمع ، على اعتبار ان هذه الزيادة في الانتاج سوف تؤدي الى فائض من السلع والخدمات مما يعني ان هذا الفائض سوف يتم تصديره الى الاسواق العالمية وبالتالي زيادة الناتج المحلي الاجمالي للبلد(البرواري ، ٢٠٠٨ : ٦).

وقد استثنى الاستثمار في الاوراق المالية من هذا النوع من الاستثمار حيث انه يمثل جميع العمليات الاستثمارية في غير الأوراق المالية ، أي أنهُ استثمار يرتبط بالموجودات المادية والتي تؤدي إلى التنمية المستدامة باتجاه تطوير المكان سواء أكان ريفي أو حضري أو إقليمي ، ويقتصر هذا النوع من الاستثمار على البنية التحتية الاقتصادية ، والاستثمار في البنية التحتية هذه يمكن أن يخلق منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المستثمر، وإنماء ثروة المجتمع نتيجة ما تخلقهُ من قيمة مضافة ، فهيَ مكونة من كيان مادي ملموس لهُ علاقة بالطبيعة والبيئة (الجميل ، ٢٠٠٩ : ١٢-١٩).

وعلى هذا الاساس فان الاستثمار الحقيقي هو جميع الانشطة والعمليات التي تكون في موجودات مادية انتاجية كالاستثمار في الصناعات الاستخراجية والتحويلية اي الصناعات التي تقوم على انتاج سلع وخدمات عينية وهذه الاستثمارات تعمل على زيادة ثروة المستثمر والمجتمع

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

و تؤدي الى زيادة الناتج المحلي الاجمالي ولا تشمل هذه الاستثمارات في الموجودات المالية المتمثلة بالأوراق المالية.

اما النوع الثاني وفقا للتصنيف النوعي للاستثمار فانه يتمثل بالاستثمار المالي (غير المباشر) ويشمل الاستثمار في الأسواق المالية من خلال امتلاك الاسهم بقصد الحصول على توزيعات الارباح او المتاجرة بها او امتلاك السندات للحصول على فوائد دورية و كذلك المتاجرة بها اذ يترتب على عملية الاستثمار في هذه الادوات حيازة موجود مالي غير حقيقي ، وانما هو عبارة عن ورقة تثبت حق حاملها في ملكية السهم والذي يمثل اداة ملكية او السند والذي يمثل اداة دين و في كلا النوعين تترتب التزامات على مصدرها وحقوق لحاملها(مطر، ٢٠٠٩ : ٧٩)

ويمكن القول ان الاستثمار المالي هو جميع العمليات والانشطة التي تتخصص في الموجودات والادوات المالية التي لا تؤدي الى زيادة في الانتاج بشكل مباشر وانما يكون تأثير هذه الاستثمارات غير مباشر على العملية الانتاجية من خلال ما تقوم به من اثر تمويلي للوحدات الاقتصادية الانتاجية ، وان هذه الاستثمارات لا تؤدي الى اضافة الى الناتج المحلي الاجمالي الا ان هذا النوع من الاستثمار يعتبر داعما للعملية الانتاجية.

ثالثا : الاستثمار الاجنبي

بعد الاطلاع على مفهوم الاستثمار لغويا ومفهومه بشكل عام من وجهة نظر الاقتصادين والماليين والفروقات الرئيسية بين وجهتي النظر بين الطرفين وبعد ان تعرفنا على مجالات الاستثمار بشكل عام بات واضحا ان الاستثمار الاجنبي بطبيعته يأخذ الشق الثاني من التصنيف الجغرافي اي انه كل استثمار غير محلي بينما يأخذ الاستثمار الاجنبي في التصنيف النوعي الشقين من التصنيف فعلى سبيل المثال التصنيف النوعي للاستثمار الاجنبي ينقسم الى الاستثمار الاجنبي المباشر والاستثمار الاجنبي غير المباشر ، وان ما يخص الدراسة هو الاستثمار الاجنبي من ناحية التصنيف النوعي اي الاستثمار الاجنبي المباشر والاستثمار الاجنبي غير المباشر.

الاستثمار الاجنبي المباشر

ان مصطلح الاستثمار الاجنبي المباشر يطلق على الاستثمار عندما يكون الاستثمار الاجنبي في موجودات رأسمالية فيكون استثمارا اجنبيا مباشرا ينفذ ويراقب من قبل المستثمر نفسه أي كان فردا ام شركة ويندوي تعريف الاستثمار الاجنبي على الكثير من المضامين اهمها انه استثمار في موجودات ثابتة بطبيعتها وبالتالي تكون ادارتها مباشرة من قبل المستثمر الاجنبي ، وان تمويل تلك الموجودات يتم من خلال راس المال الذي يقدمه المستثمر الاجنبي ،

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ويتخذ نمط التمويل بالملكية والمديونية وبصيغ متعددة ، اما قنواته التي يسلكها في حركته فهي الشركات المتعدية الجنسية ، ويكاد يكون الاستثمار الاجنبي المباشر هو الذي اكسب تلك الشركات صفة تخطي الحدود وتعديها(الجميل ،٢٠٠١ : ١٦٦-١٦٩).

وتعد الشركات متعددة الجنسية أهم القنوات التي يتحرك عبر ها الاستثمار الأجنبي المباشر، وهي شركات ذات قدرات عالية على تخطي الحدود وتنتشر أنشطتها في مختلف دول العالم من خلال فروعها المتعددة ، وتسمى الشركة الرئيسة بالشركة الام ويكون مقر ها في البلد الاصلي للشركة ، اما الفروع في البلدان المختلفة فتسمى بالمراكز المغتربة وتكون مرتبطة بالشركة الام ارتباطا وثيقا من حيث الاستراتيجيات الإدارية والتسويقية ، ويعد الاستثمار الأجنبي المباشر احد أهم أدواتها التي تعمل بها ، ولهذه الشركات أحجام مختلفة من رأسمال الشركة أو عدد المشاريع المنتسبة لها أو المنتجات أو عدد الدول التي تعمل فيها أو عدد المستخدمين لديها ، وعادة ما تقوم باستثماراتها في دول تتوفر فيها الموارد الطبيعية والسوق المناسبة والموارد البشرية الكفؤة للقيام بالعملية الإنتاجية(العجمي ، ٢٠٠١ : ٢٤٥-٢٤٦).

ويمكن القول بان الاستثمارات الاجنبية المباشرة هي جميع العمليات الاستثمارية غير الوطنية والتي تكون في موجودات مادية او رأسمالية وتمول هذه العمليات من مستثمر اجنبي له الحق في ادارة استثماراته بشكل مباشر ، وتسهم هذه الاستثمارات في دفع العملية الانتاجية وزيادة الانتاج بصورة مباشرة وتعمل على الاضافة الى الناتج المحلي الاجمالي للبلد المضيف ، وتهدف هذه الاستثمارات الى تحقيق المزيد من الارباح عن طريق التقرب من الموارد الطبيعية او المواد الخام ، وكذلك البحث عن المزيد من الاسواق لتسويق منتجاتها ، والتنويع في المخاطر من خلال التنويع الجغرافي ، ومن اهم قنوات الاستثمار الاجنبي المباشر هي الشركات المتعددة الجنسية والتي لها القدرة على تخطي الحدود لتنقل التكنلوجيا الحديثة وكذلك الخبرات والمهارات الفنية المتطورة.

الاستثمار الاجنبي غير المباشر

لهذا النوع من الاستثمار عدة تسميات فمنهم من اطلق عليه الاستثمار الاجنبي غير المباشر لان تأثيره في العملية الانتاجية يكون غير مباشر من خلال تمويله الشركات الانتاجية ، ومنهم من اطلق عليه بالاستثمار المحفظي لكونه يختص بالاستثمار في محافظ الاوراق المالية ، ومنهم من اطلق عليه الاستثمار المالي على اعتبار انه يختص بالاستثمار بالموجودات المالية غير مادية ، وكل تلك التسميات لها نفس الغرض.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

وعلى هذا الاساس فالاستثمار الاجنبي غير المباشر هو عملية شراء او بيع بعض الأوراق المالية من أسهم وسندات لمؤسسات وطنية في دولة ما عن طريق مقيمي دولة أخرى ويعطي هذا الاستثمار للمستثمر الحق في الحصول على نصيب من أرباح الشركات التي قامت بإصدار الأسهم والحق في الحصول على الفوائد الدورية من الشركات التي قامت بإصدار السندات ، وللمستثمر الاجنبي الحق في المتاجرة بتلك الاوراق المالية من خلال عمليات البيع والشراء ، الا انه لا يترتب للمستثمرين وخلافا للاستثمار المباشر حقوقا للرقابة أو المشاركة في ادارة هذه الشركات (محمد ، ٢٠٠٥:٤٤).

وللاستثمار الاجنبي غير المباشر عدة مداخل تم من خلالها تناول هذا المفهوم ، فلقد تناوله البعض على اساس ان الاستثمار الاجنبي المحفظي يمثل استثمارات قصيرة الاجل ، واخرون اطلقوا عليه استثمار في الاوراق المالية ، وهناك من استخدم مصطلح تدفقات راس المال المحفظية ، واعتبر البعض ان الاستثمار الاجنبي المحفظي ملكية محفظة الاموال ، وتناولت بعض المؤسسات الدولية مصطلح محفظة اموال الملكية المستثمرة ، وهناك العديد من المسميات الاخرى للاستثمار الاجنبي غير المباشر ، الا ان المصطلح الذي شاع في السنوات الاخيرة وخاصة عبر نشريات المؤسسات الدولية هو الاستثمار الاجنبي المحفظي (الجميل ، ٢٠٠٢ : ٣٠١)

وبعد ان الاطلاع على مفهومي الاستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر سوف نتعرف على اوجه الاختلاف الرئيسية بين الاستثمار الاجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر والتي تتمثل بالاتي(الجميل ،٢٠٠٢ : ٢٦٢) :

- الاستثمار الاجنبي المباشر يتضمن نقل لموجودات مالية وغير مالية فيما يتضمن الاستثمار الاجنبي المحفظي على الموجودات المالية فقط.
- ان الاستثمار الاجنبي المباشر يعني استمرار الرقابة والسيطرة من قبل المالك وهو المستثمر الاجنبي والذي غالبا مصدره الشركات المتعددة الجنسية فيما يكون المستثمر الاجنبي المحفظي مهتم بالموجودات المالية بعيدا او بشكل منفصل عن الموجودات الثابتة فلا رقابة على الموجودات المادية للاستثمار.
- الاستثمار الاجنبي المباشر متكتل بطبيعته ولا يتجزأ عكس الاستثمار الاجنبي المحفظي الذي يمكن تجزئته وبحسب الاسهم .
- ان الاستثمار الاجنبي المحفظي يميل الى تحقيق عائد مالي في الخارج اكثر منه في الداخل الوطني حيث الدوافع والحث نحو الاستثمار الاجنبي المباشر.

والاستثمار الاجنبي المحفظي و كباقي الاستثمارات الأخرى يتميز بمجموعة من الخصائص وأهم هذه الخصائص انه يشترط وجود سوق أوراق مالية منظمة ذات تكنولوجيا متقدمة في

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الإفصاح و بث المعلومات بسرعة ودقة وشفافية عالية ، وينحصر الاستثمار المحفظي في المبادلة والمتاجرة بالأوراق المالية الدولية أو الأوراق المالية المسجلة في أسواق مالية أجنبية بالنسبة للمستثمر، و الهدف الرئيسي له يتمثل في الحصول على معدل للعائد وأرباح رأسمالية في البلدان الأجنبية التي تكون أعلى من تلك التي يحققها في السوق المحلية ، ويتميز بسرعة حركته في الدخول و الخروج المفاجئ من وإلى الأسواق المحلية والدولية ، لذا يطلق عليه عادة اسم " الأموال الساخنة " في أسواق الأوراق المالية ، ويقتصر على إعداد أوامر أو تقديم أموال لجهة معينة لتقوم بهذا النوع من الاستثمار دون أن يكون للمستثمر الحق في إدارة و مراقبة المشروع إلا عند نسبة تملك معينة تحددها الدولة المضيفة ، ويعتبر مصدر تمويل هام للدولة ومختلف الشركات التي تطرح أوراقا مالية في الأسواق وتسمح بتداول المستثمر الأجنبي لها ، وعادة ما يتسبب في حدوث أزمات بورصية حادة و معدية و ذلك لكون الاستثمار المحفظي يتأثر بشكل كبير بعاملي الطمع و الخوف الذي يتعلق بالمستثمر(عمار ، ٢٠٠٩ : ٥٣-٥٤).

المبحث الثاني : المبررات والنماذج المفسرة للاستثمار الاجنبي غير المباشر

تخضع حركات رؤوس الأموال الدولية من المصادر المختلفة لتغيرات غير مستقرة نتيجة ارتباطها بمتغيرات اقتصادية دولية ، كالتغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة الدولية والتقلبات في أسعار الصرف ولاسيما العملات الدولية الرسمية ، كما تتأثر التدفقات الدولية لرؤوس الأموال خروجا ودخولا في مختلف دول العالم بالعوامل الاقتصادية والسياسات الاقتصادية المعتمدة في تلك الدول ، وتستخدم الأساليب الإحصائية المختلفة لقياس درجة استجابة رؤوس الأموال الدولية للانتقال عبر الحدود(يعقوب ومحمد ، ٢٠١٣ : ٣٤).

اولا : مبررات الاستثمار الاجنبي غير المباشر

هناك مجموعة من المضامين العلمية للاستثمار الاجنبي غير المباشر(المحفظي) وتتمثل هذه المضامين على النحو التالي : (الجميل ، ٢٠٠٢ : ٣٠٣-٣٠٥)

- ان الاستثمار الاجنبي المحفظي وضمن المفهوم الحديث الذي يتحدد بالأموال الاجنبية المستثمرة في الاوراق المالية من اسهم و سندات يسعى الى الربح السريع الذي حاول المستثمر الاجنبي ان يحققه من عمليات المضاربة والتداول بالأوراق المالية وان الارضية التي يرتكز عليها هذا النوع من الاستثمار تكمن في الوصول الى المزيد من الارباح مع اقل احتمال ممكن للخسارة من دون النظر الى الدول التي يعمل فيها
- ان معظم الاستثمار الاجنبي المحفظي يذهب باتجاه السوق الثانوية حيث الاتجار بالأوراق المالية بيعا وشرا مما يعني ان التعامل سيكون بالموجودات المالية بدلا من الموجودات

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المادية وهذا يعني ان التعامل بالموجودات المادية هذه سيكون بطريقة غير مباشرة وهنا سوف يبرز دور الاسواق المالية في توزيع الموارد.

- ان هناك عدد من العوامل التي تحكم التدفقات الخارجة والداخلة للاستثمار الاجنبي منها سعر الفائدة وسعر الصرف وفي ظل غياب شبه كامل للمعلومات في الدول النامية فهذا يعني تأثير قوى اخرى في السوق غير الكفوء .
- التقييم يعد احد اهم المشاكل التي تعترض الاستثمار الاجنبي المحفظي ولما كانت سوق الاوراق المالية تعمل في ظل ادارة قد تتيح او لا تتيح المعلومات اللازمة لعملية التقييم فان هذه المعلومات تصبح مشوهة ولا تعطي المقياس الصحيح لتقييم الورقة المالية .

وكذلك من المهم ان نتعرف على مميزات هذا النوع من الاستثمار لكي يتسنى لنا ان نقف على مبررات واسباب هذا النوع من الاستثمار ومن هذه المميزات وجود سوق للأوراق المالية يتم فيها تداول الأصول المالية وتكون هذه السوق منظمة لعمليات تداول الاوراق المالية وكذلك تكون ضامنة لحقوق المستثمرين ، وتتميز عمليات الاستثمار هذه بارتفاع درجة المخاطرة فيها نتيجة عدم الاستقرار في أسعارها وشدة تقلبها ، وكذلك وجود وسطاء وسماسرة يتولون مهمة البيع والشراء فيها نيابة عن المستثمرين ، وتتمتع هذه الاستثمارات ايضا بتجانسها، فنجد أسهم أو سندات شركة معينة غالبا ما تكون متجانسة من حيث قيمتها وشروطها ، وكذلك انخفاض التكاليف المتعلقة بهذا النوع من الاستثمارات(عمار، ٢٠٠٩: ٤٧).

ولغرض فهم الاسباب والمبررات التي تقف وراء الاستثمار الاجنبي غير المباشر لابد من التعرف على اسباب تدويل الاستثمار الاجنبي بشكل عام اذ تناقش نظرية التدويل هذا الموضوع وبالتفصيل وتوضح الاسباب التي وقفت وراء هذه الظاهرة ومنها هذه الاسباب الاخطار المالية والتهديدات بفعل عوامل مختلفة اقتصادية ومالية وايضا التغيرات غير المتوقعة فكانت بمثابة التحديات لتخطي الحدود ، والانتاج الكبير للسلع والخدمات دفع الشركات الى البحث عن اسواق في دول اخرى وقد وضعت الشركات الاسواق كهدف لها ، ومحاولة الاقتراب من المستهلك الاجنبي والموارد البشرية والمادية في اوطانها وهي محاولة هادفة نحو تحقيق الكفاءة وخفض الكلف لزيادة القدرة التنافسية ، والاجراءات الجمركية والمشاكل والمعوقات الادارية قادت الاستثمار الى تخطي الحدود ومنذ ذلك الوقت بدأت تنشا التكتلات الاقتصادية الدولية والهدف الاساسي لتلك السياسات هو تسهيل عمليات تخطي الحدود ومحاولة تدويل الانشطة ، بالإضافة الى التطورات التكنولوجية المعلوماتية و الاتصالاتية والتي بدأت تدخل في المجالات الصناعية و الانتاجية وبات هناك سباق محموم لاقتناص الفرص وبناء القدرات التنافسية(الجميل ، ٢٠٠٢ : ٢٦٨).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ومما لا شك فيه ان المستثمرين في الاوراق المالية والتي هي اساس الاستثمار الاجنبي غير المباشر لابد ان تكون لديهم مبرراتهم للتوجه بتلك الاستثمارات دوليا عبر الاسواق المالية الدولية ومن هذه المبررات التنويع الدولي ، المضاربة وانخفاض اسعار الفائدة في الاسواق العالمية.

- **التنويع الدولي**

ان التنويع الدولي يتيح للمستثمر الاجنبي مجموعة من الميزات ومن اهم هذه الميزات تخفيض المخاطر اذا ان احدى اهم منافع التنويع الدولي هي الحصول على مخاطرة اقل بدون التضحية بالعائد المتوقع وتعليل ذلك يكمن بالسلوك السعري المستقل الى حد ما بين مختلف الاسواق المالية في العالم وتقاس هذه الاستقلالية بالنسبة للاسهم من خلال حساب معامل الارتباط في تحركات اسعار الاسهم بين الاسواق او التباين المشترك (الخفاجي ، ٢٠٠٦ : ١٧).

ومن الميزات المهمة للتنويع الدولي ايضا هي تعظيم العوائد اذ يرى البعض ان الوصول الى التنويع لا يشترط في الاتجاه دوليا بينما يمكن الوصول الى التنويع من خلال الاستثمار في ادوات الدخل الثابت المحلية الخالية من المخاطر لكن الاستثمار في مثل الادوات لا يؤدي الى تخفيض المخاطر فحسب بل يؤدي الى تخفيض العائد المتوقع ايضا، لذلك يقوم المواطنون في دولة ما بشراء السندات من دولة أخرى إذا كانت عوائد هذه السندات أعلى منها في السوق المحلية ، وتعتبر هذه الخطوة الطريق البسيط المباشر لتعظيم العائدات المالية على الأسهم والسندات ومساواتها على المستوى الدولي(ابو شرار ، ٢٠٠٧ : ٢١٠).

- **المضاربة**

لا يعد التنويع الدولي وحده هو الدافع وراء الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية ، فقد يكون الهدف من الاستثمار المحفظي هو المضاربة في الأسواق المالية التي تتسم بتواضع مستوى الكفاءة ، والتي غالبا ما تكون الاسواق المالية في البلدان النامية ، ومن ثم البحث عن الأوراق المالية ذات التسعير الخاطئ ، وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية قد لا يستطيع المستثمر أن يحصل عليها في السوق المحلي الذي يتسم بانه سوق مالي كفوء(عمار ، ٢٠٠٩ : ١١٨).

- **انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية**

يحفز الانخفاض في معدلات الفائدة المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية ذات العائد المرتفع على الاستثمار في الأوراق المالية ، وقد مثلت الأسواق الناشئة مصدر جذب لكثير من هذه الاستثمارات نظرًا إلى ما تتمتع به من قدرة على تحقيق مكاسب مرتفعة للمستثمرين.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ومن خلال كل ذلك يمكن القول بان مبررات الاستثمار الاجنبي غير المباشر لا تتمثل بالأرباح فقط ، وان هناك المزيد من المبررات التي دعت المستثمرين الى الاستثمار في الاوراق المالية في الاسواق الاجنبية فالتنويع الدولي هو احد المبررات التي قادت الى الاستثمار الاجنبي غير المباشر وذلك لتقليل المخاطر ، وكذلك من المبررات المهمة ايضا تعظيم العوائد اذ يرى الكثير بان توزيع المخاطر يمكن تجاوزه من خلال الاستثمار في سندات الدولة او الحكومية وهي سندات مضمونة ، لكن ستكون هناك تضحية بالعائد لان الاستثمار في هذا النوع من الادوات المالية سيكون منخفض العائد ، وبذلك يلجا المستثمرون الى الاسواق الاجنبية ، ومن المبررات ايضا المضاربة في الاسواق المالية الاجنبية وخاصة الاسواق ذات المستوى الضعيف لان هذه الاسواق تتسم بكونها ذات تسعير خاطئ للاوراق المالية ، وبهذا يستطيع المستثمرون تحقيق ارباح غير عادية ، ومن المبررات للاستثمار الاجنبي غير المباشر انخفاض اسعار الفائدة في الاسواق المالية اذ يحفز انخفاض معدل الفائدة المستثمرون في الدول الصناعية الاستثمار في اسواق المال في الدول النامية ذات العائد المرتفع.

ثانيا: النماذج المفسرة للاستثمار الاجنبي غير المباشر

ذكرت الدراسات الحديثة ان هناك العديد من النماذج المفسرة للاستثمار الاجنبي غير المباشر والتي تعد بمثابة نظريات لظاهرة الاستثمار الاجنبي غير المباشر وهي على النحو التالي :

١ـ أنموذج عدوى الأزمات

يمكن النظر الى مفهوم العدوى على الأساس الكلي بأنها زيادة العائدات في بلد معين ينعكس بالزيادة نفسها على بلدٍ ثانٍ والبلدان يعيشان ظروفاً اقتصادية وتركيبة اجتماعية وسياسية متماثلة، وهذا يمثل الأساس لمفهوم العدوى ، والمفهوم الدقيق للعدوى المالية بحسب البنك الدولي بأنها انتقال الصدمات والهزات المالية بين مؤسسات أعمال بلد ما أو انتقالها إلى بلد الارتباط المشترك الصلة بمتغيرات أساسية ، باستثناء سلوك القطيع المشترك بين المستثمرين ، ويذكر أن أهم المتغيرات الأساسية تشمل العلاقات المالية الفعلية والمتغيرات السياسية والاجتماعية تنتقل بمسببات أساسية وأهمها الصدمات والهزات المالية ، و يمكن أن لا يكون مبرر لها ، ويمكن تجنبها (Mardi and Demosthenes , 2000 : 19-23).

ويبين هذا الأنموذج الى ان عدوى الأزمات هي من اهم الظواهر المؤثرة في حركة الاستثمار الاجنبي غير المباشر، فقد اثبتت تجارب الأزمات المالية التي شهدتها الأسواق الناشئة أن الدول الصناعية والمؤسسات المالية الكبرى تركّز اهتمامها في حصر اثار الأزمات في الدول المعنية بها،

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

وتجنب وصولها الى الدول الصناعية المتقدمة ، اكثر من تركيزها على معالجة جذور الأزمة (UNCTAD , 2002 : 134).

ويذكر هذا الأنموذج بأنّ عدوى الأزمات في الاستثمارات غير المباشرة ، تنتقل الى الأسواق المالية على موجتين ، وتتمثل الموجة الاولى في الأنخفاض الحاد لأسعار الموجودات في اسواق المال الدولية بسبب عمليات التصفية والتخلص من الأسهم وتزداد مع هذه الموجة المخاطر، وبخاصة مخاطر عدم السداد ، اما الموجة الثانية فهي اكثر حدة وديمومة من الموجة الأولى ، بسبب ماسيكون لها من اثار وإنعكاسات سلبية على الأقتصاد الحقيقي، وتبرز في صورة صعوبات تواجهها الحكومات والشركات فيما يتعلق بقدرتها في تمويل العجز المتزايد في الحساب الجاري ، وفي تمويل الديون المستحقة، فضلاً عن اضطرار السياسات الأقتصادية الى التشدد مما ينعكس سلباً على النمو الأقتصادي ، كما سيؤدي الى انخفاض معدلات الناتج القومي(IMF , 2001: 79).

وكذلك تنتشر العدوى المالية في الأسواق المالية بين أدوات التداول ، فضلاً عن انتقالها من سوق إلى آخر، إذ يمكن أن تتنقل العدوى المالية من السوق الأول إلى السوق الثاني أو من سوق دولة ما إلى سوق دولة أخرى، وتعتمد العملية برمتها على اشتراك أداة ما من أدوات التداول بصفات متوقعة مشتركة خلال أفق زمني محدد ، خصوصاً ما يرتبط بعوائد الأداة طويلة الأجل وما يرافق هذه العوائد من آثار جانبية ، إذ يمكن للمستثمرين وقادة السوق من رؤية نشاط سوقٍ ما يتعرض لهبوط التداول قد ينتقل إلى سوق آخر نتيجة توقف تدفق المعلومات المالية في بداية التداول وتحديد أسعار الأدوات المالية التي لم تحدد بعد وعلى مستوى الخطأ قد تتخذ السوق الثاني قرارات خاطئة نتيجة الحالة السابقة وهذه تمثل إحدى حالات العدوى المالية. وبعبارة أخرى إن الإعلام عن المعلومات وانتشارها بين المستثمرين يجب أن تؤخذ من قبل السوق الآخر بالدقة وبالتحليل الدقيق ، وإن انتقال المعلومات بشكل عشوائي يشكل حالة معدية ، وإذا لم تؤخذ بالجدية المطلوبة فإنها ستصبح حالة مستعصية دائمة تنتشر آثارها إلى أبعد من السوق المالية(المعاضيدي والعباس ، ٢٠٠٩ :١١٨).

٢- أنموذج الاستنزاف المزدوج

إنّ نشوء هذا الأنموذج يعود إلى بداية عقد الثمانينيات في القرن الماضي ، حيث قامت عدة دول نامية بتحرير انظمتها المالية ، وتنفيذ برامج الخصخصة ، والتسريع في تنفيذها عبر أسواق المال، مع تقليص القيود على حركة رؤوس الأموال بشكل يتوافق مع حركة تحرير إقتصادي وإنفتاح على الخارج التي أخذت تتزايد عاماً بعد عام.

ويفسّر هذا الأنموذج التباين في حركة الاستثمارات غير المباشرة في البلدان النامية في اطار تمايز الأسواق الناشئة في إدائها ، وإنّ الحصول على معلومات مفيدة بشأن أداء وسير العمل في

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

هذه الأسواق، يتطلب فهم مرتكزاتها وقدرتها في مقاومة الأزمات الأقتصادية ، وذلك يتطلب تحليل مسببات الأزمات المالية في هذه الأسواق التي دخلت لعبة عولمة أسواق المال والاستثمار بما تنطوي عليه من مخاطر على الرغم من النمو المتصاعد في اسواق المال الناشئة، وتسارع تدفقات رؤوس الأموال العالمية اليها، ولقد أثبت هذا الأنموذج بعد دراسة عينة مكونة من (٢٥) دولة نامية تبين فيها ان مسببات الأزمات المالية في الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي تعود الى الاثار المالية السلبية الحادة بعد عدة سنوات من تحرير الأسواق المالية فيها، والتي أدت بدورها الى أزمات في العملات وقد سميت هذه الحالة (الأستنزاف المزدوج) ويعرض هذا الأنموذج أن التدفقات الرأسمالية الى الأسواق الناشئة تتسم بالتقلب، وقد تغير اتجاهها. وفي ضوء هذا الأنموذج فإن اية سياسة مالية أو نقدية، توسعية او إنكماشية تتبناها الدول المتقدمة لابد وأن تكون لها أثار في اسواق مال الدول النامية المنفتحة عليه (قاسم ، ٢٠٠٨ : ١٣-١٤).

٣- أنموذج الانفتاح والاندماج والتكامل العالمي

ينطلق هذا الأنموذج من حقيقة مفادها ان الأزمات الأقتصادية هي صفة ملازمة للاقتصادات الرأسمالية، فسواء كانت هذه الأزمات في القطاع العيني او المالي او المؤسسي، فهي قابلة للانتقال او التأثير سلباً في البلدان المرتبطة في الاقتصاد الرأسمالي ، كما اثبتت ذلك التجربة التأريخية (مثال على ذلك الأزمات التي واجهتها دول جنوب شرق اسيا والمكسيك : Murray, 1997) (120).

إن هذا الأنموذج في الاستثمار غير المباشر يطرح تصوراً تنمويا يدعو الى الانفتاح والاندماج والتعامل مع الاقتصاد العالمي عبر مجموعة من القنوات تحددها برامج الأصلاح الأقتصادي متمثلة في التجارة والاستثمار الاجنبي وتحرير الأسواق ، وخصخصة الموجودات والتوزيع العابر للقوميات للأنتاج المصنع من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر، مع الانفتاح الكامل للتعامل بين الأسواق المالية بما يحقق وحدة الأسواق المالية والنقدية وإن الحجة الأساسية التي يستند اليها هذا الأنموذج، هي ان الاندماج في الاقتصاد العالمي يحقق منافع متمثلة في زيادة النمو الأقتصادي نظراً للتوسع في الاستثمار، فضلاً عن تحسين تخصيص الموارد على نحو افضل ، اما المنطلقات الأساسية لهذا الأنموذج فتتمثل في الآتي (قاسم ، ٢٠٠٨ : ١٤-١٦):

- **العمل المضاربي**

يشجع هذا النوع العمل المضاربي ، ويدفع الافراد والشركات الى تفضيل إستخدام فائض السيولة المتاح في عمليات المضاربة في اسواق الصرف واسواق الأوراق المالية ، بسبب المحاذير المترتبة على الاستثمار الانتاجي بسبب ظروف النمو الأقتصادي البطيء المصحوب بموجات من الأنكماش.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- **الأنكشاف المالي**

يؤكد هذا الأنموذج أن اندماج الدول في الاقتصاد العالمي ، من خلال تبني سياسات الانفتاح والتحرر الاقتصادي المالي في اطار اقتصاد العولمة، قد عزز من امكانية نقل الأزمات بين الأسواق المالية مع تنويع قنواتها، لتشمل تشكيلة واسعة من المؤسسات المالية .

- **أثر السلوك الجمعي**

يؤكد هذا الأنموذج ان (غريزة القطيع) هي العامل الحاسم في حكم ردود افعال المستثمرين (اقبالاً وترددا) على البيع والشراء، لأن طبيعة الاستثمارات المالية في الاقتصاد الرمزي (النقودي) جعلها تخضع الى اعتبارات الثقة وتغير الأحوال النفسية فالعوامل النفسية المتمثلة بالتصرفات السلوكية والتقليد بدوافع غريبة وبدون تحليل دقيق للنتائج، تلعب دورا اساسياً وحاسماً عند اتخاذ القرار الاستثماري ، ومن هذه التصرفات هي الولاء لسهم معيّن أو الركض وراء الجموع ومعاكسة التيار بالاتجاه المخالف و هذا من شأنه التأثير على أسعار الأسهم واتجاهات السوق بشكل عام ، وتبقى مسألة التعامل في الدخول إلى القطيع مسألة حاسمة تقف أمام المستثمر كيف يتهيأ للدخول؟ وما هي التحضيرات والأسس التي يجب مراعاتها عندما يتشكل القطيع و هذه الأسس هي على النحو التالي(المعاضيدي والعباس ، ٢٠٠٩ : ١١١) :

- يجب على المستثمر جمع كل المعلومات والأخبار من جميع المصادر المتاحة سواء الداخلية منها أم الخارجية والعمل على تحليلها.
- متابعة مسألة نسبة تداول الأجانب في السوق، فزيادة هذه النسبة تعكس إقبال أو إحجام المستثمر الأجنبي على الدخول في السوق، وبالتالي تعكس مدى جاذبية المناخ العام على تلقي الاستثمار الأجنبي مما يؤثر على السوق بالإيجاب لو تدفقت الاستثمارات الأجنبية و يؤثر بالسلب لو قلت الاستثمارات عن التدفق.
- متابعة نسبة المؤسسات المدرجة في السوق كون أن هذه المؤسسات تدار من قبل خبراء محترفون في مجال العمل المالي فيجب العمل على إتباع هذه المؤسسات و عدم معارضتها من خلال التحليل المستمر عن نسبة المستثمرين إلى المؤسسة المدرجة مما يساهم ذلك على معرفة أن السوق في هبوط.

المبحث الثالث : اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر ومحدداته و مخاطره

لا شك ان للاستثمار الاجنبي غير المباشر اهمية بالنسبة للمستثمرين في هذا النوع من الاستثمار وقد بينت الدراسة في المبحث السابق مبررات المستثمرين للاستثمار في الادوات المالية الموجودة في الاسواق المالية كذلك النماذج المفسرة للاستثمار الاجنبي غير المباشر ومما لا شك

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

فيه ايضا ان للاستثمار الاجنبي غير المباشر اهمية بالنسبة للدول المضيفة وما تحققه من عوائد لتمويل مشروعاتها الانتاجية التي تسهم بالنتيجة النهائية في دفع عملية التنمية وبما انه هذه العلاقة مرتكزة على انتقال رؤوس الاموال من بلد المستثمر الى البلد المضيف فلا بد ان تكون هناك محددات لتلك العملية وان عملية الانتقال للأموال هذه لابد ان تكون محاطة بالمخاطر وما سوف يتم تناوله في هذا المبحث هو اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر ومحددات ومخاطر هذا النوع من الاستثمار .

اولا : اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر

بداية سوف نتعرف على اهمية الاستثمار بشكل عام ويمكن اجمال أهم أهداف عملية الاستثمار والمتمثلة في تحقيق النفع العام (كالمشروعات العامة التي تقوم بها الدولة) ، وتحقيق عائد مناسب يساعد على استمرارية المشروع ، وكذلك المحافظة على قيمة الأصول الحقيقية ، وايضا استمرارية الحصول على الدخل والعمل على زيادته ، بالإضافة الى ضمان السيولة اللازمة(مقابله ، ٢٠٠٦: ٢).

وكذلك تسعى الدول النامية من الاعتماد على تدفق رأس المال الأجنبي إلى تحقيق جملة من الأهداف واهم هذه الاهداف تسريع بناء الهياكل الارتكازية لتوفير الخدمات الأساسية للمشاريع الانتاجية لديها ، والاسهام في توفير فرص العمل والسعي إلى الحصول على مجالات إنتاجية جديدة وتحسين استخدام الموارد الطبيعية وتخفيض كلف الانتاج ، وايضا ادخال المعدات التكنولوجيّة الحديثة وتطوير إنتاجية المنشآت القائمة وتحسين مستويات أدائها ونوعية إنتاجها وقدراتها التنافسية ، كذلك زيادة الصادرات من خلال تحسين الطاقة الانتاجية والتنافسية وتحديثها اعتماداً على مؤسسات البحث والتطوير، والبحث عن أسواق عالمية جديدة لتسويق إنتاجها في الخارج ، والحصول على فرص تدريب متقدمة ، بالإضافة الى تنفيذ برامج إدارية حديثة لإدارة المشاريع وتوزيع الموارد(ذنون وابراهيم ، ٢٠١١ : ٨٦).

وان الاستثمار برؤوس الاموال الاجنبية له الاثر الكبير في عمليات التنمية الاقتصادية ، ويختلف تأثير رأس المال الأجنبي في الدول الصناعية عنه في الدول النامية ، فهو يتجه في الدول الصناعية الى تكثيف حجم الاستثمارات القائمة وتحديثها ، أي بمعنى زيادة الانتاج والصادرات وزيادة القدرة على المنافسة في الأسواق العالمية وتحقيق فائض في الحساب الجاري ، أما في الدول النامية فان رأس المال الأجنبي يتجه لاستكمال النقص في الموارد المحلية لغرض إقامة استثمارات محلية جديدة والمساهمة في تحسين المؤسسات الاقتصادية المحلية مثل تحسين مستوى التعلم وزيادة المعرفة لدى الموارد البشرية ، تطوير قدرة الاسواق على المنافسة(النقار ، ٢٠٠٩ : ٢٧-٢٨) .

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

وهذا يعني ان الاستثمار الاجنبي بشكل عام يمثل إضافة الى الموارد المتاحة للبلد المضيف لتلك الاستثمارات وان هذه الاضافة الى الموارد من شانها ان تعمل على زيادة الناتج المحلي الاجمالي للبلد من خلال تحفيز عملية الانتاج وتحسين البنى التحتية ، وان اهم قنوات الاستثمار بشكل عام هي الشركات المتعددة الجنسية التي تتميز بانها شركات كبيرة ورؤوس اموالها ضخمة فتعمل على زيادة صادرات البلد من خلال عمليات الانتاج الضخمة ، وبالتالي المساهمة في تمويل العجز في الميزان التجاري ، بالإضافة الى ان هذه الشركات تعمل على تحفيز الشركات المحلية من خلال المنافسة ، وكذلك تساهم هذه الشركات في عملية نقل التكنلوجيا الحديثة وتدريب بعض الكوادر المحلية التي تعمل معها.

وفي هذا الصدد لابد من الاشارة الى المنافع التي يقدمها الاستثمار الاجنبي غير المباشر للدول النامية وان هذه الدول تعتبر الحاضنة الرئيسية للاستثمار الاجنبي غير المباشر اذا يساهم هذا نوع من الاستثمار في تحقيق العديد من المنافع لهذه الدول فهو يساهم في تطوير اسواق الاوراق المالية عن طريق التالي(محمد ، ٢٠٠٥ : ٤٦) :

- العمل على تمويل الشركات المحلية في السوق الأولية من خلال المشاركة في الملكية (الأسهم) أومن خلال الإقراض للتمويل(سندات).
- ارتفاع درجة سيولة الأوراق المالية ، إذ يمكن للمستثمر أن يشتري هذه الأوراق أو يبيعها بسرعة واستعادة أمواله متى أراد ، مما يؤدي الى زيادة الطلب على الأوراق المالية وارتفاع قيمتها وانخفاض تكلفة الحصول على رأس المال مما يشجع الشركات على طرح إصدارات جديدة وبالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية المحلية.
- تدفق رؤوس الأموال من المستثمرين الأجانب يؤدي الى زيادة كفاءة الأسواق المالية المحلية وذلك لحصول اتصال بالمؤسسات الأجنبية التي تمتلك تكنولوجيا مالية حديثة وأساليب متطورة تساعد على جذب المزيد من التدفقات وزيادة المعرفة بتلك الأسواق وبالتالي تشجيع الاستثمار الأجنبي .
- أن عملية المشاركة الأجنبية في سوق رأس المال المحلي يساعد على تطوير القواعد المحاسبية وعلى رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء الشركات.

الا ان هذه المنافع التي يقدمها الاستثمار الاجنبي غير المباشر لا تخلو من السلبيات على اقتصاد البلد المضيف وعلى الاجل القصير اذا ما قرر المستثمر الاجنبي فجأة ان يغادر البلد المضيف وهذا يؤدي الى انخفاض في سعر صرف العملة الوطنية ، وتدهور في أسعار الأصول العقارية والمالية ، وكذلك هبوط الأسعار ، وتدهور معدلات الربحية ، وتزايد العجز في ميزان

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المدفوعات ، واستنزاف الاحتياطيات الدولية وفقدان ثقة المستثمر الأجنبي بالسوق المحلية(عبد الحميد ، ٢٠٠٦ : ١٩٣-١٩٤).

وللاستثمار الاجنبي غير المباشر اهمية تكاد تضاهي اهمية الاستثمار الاجنبي المباشر ، الا ان تأثير هذا النوع من الاستثمار لا يكون مباشرا ، فهو يعمل على تمويل الشركات المحلية من خلال امتلاك المستثمر الاجنبي لاسهم الشركات المحلية من خلال شراءه لتلك الاسهم ، وكذلك يعمل على زيادة درجة السيولة في السوق المالية من خلال ما يوفره من اموال لقاء تملكه للاوراق المالية ، وهذه الاستثمارات تعمل على تطوير الاسواق المالية او زيادة مستوى كفاءتها.

ثانيا : محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في تدفق رأس المال الأجنبي

المقصود بالمحددات العناصر التي توفر المناخ الملائم للاستثمار الأجنبي وقد عوَّلت الدول المضيفة على عدداً من السياسات والتشريعات الاقتصادية المختلفة ، لأجل زيادة جذبها للمستثمرين الأجانب فمن هذه الدول من عمل على بعض الاعفاءات الضريبية ومنها من عمل على تخفيض الضرائب والسماح للمستثمر الاجنبي بتملك الاراضي وغيرها من الاجراءات الاخرى(جاري ، ٢٠٠٨ : ٢٩).

و يمكن تقسيم العوامل المؤثرة في تدفق رأس المال الأجنبي إلى نوعين من العوامل الرئيسة وتتمثل في متغيرات قابلة للقياس مثل سعر الصرف ، حجم الصادرات ، معدل التضخم والناتج المحلي الاجمالي اما النوع الاخر من العوامل فيتمثل بالعوامل غير القابلة للقياس الكمي والمتمثلة بالاستقرار السياسي ، مدى التقدم الحضاري ودرجة التحرر الاقتصادي(حاجي ومحمود ، ٢٠٠٥ : ١٣٧-١٣٨).

١- متغيرات قابلة للقياس الكمي وتشمل هذه المتغيرات ما يأتي :

- سعر الصرف Exchange Rate : إن زيادة انفتاح الاقتصادات المختلفة يؤدي إلى تغيرات في أسعار صرف العملات المختلفة. و هذا يؤدي إلى تحركات رؤوس الأموال وزيادة توجيه المستثمرين نحو الأسواق المالية الدولية. إما لغرض المضاربة لكسب أرباح كبيرة، وإما لغرض التغطية والتحوط من مخاطر عدم الاستقرار.
- حجم الصادرات Export : تمثل الصادرات مجموع قيمة السلع والخدمات التي تقوم الدولة ببيعها إلى الخارج ، وهناك علاقة طردية بين حجم الصادرات وتدفق رأس المال الأجنبي؛ لان زيادة الصادرات تؤدي إلى زيادة تدفق رأس المال إلى داخل البلد.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- معدل التضخم Inflation Rate : لمعدلات التضخم تأثير مباشر على سياسات التسعير وحجم الأرباح، ومن ثم حركة رأس المال، كما تؤثر على تكاليف الإنتاج التي تعنى بها الشركات الأجنبية ، إن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى فساد المناخ الاستثماري، كما إن المعدلات العالية للتضخم، التي تتجاوز ١٠% أو ٣٠ % أو ١٠٠% سنويا تشوه النمط الاستثماري ، ويدخل الاستثمار منطقة الخطر سواء كان للاستثمارات المحلية أو الأجنبية.
- الناتج المحلي الإجمالي : يعد الناتج المحلي محددا أساسيا للشركات الأجنبية التي تبحث عن الأسواق الجديدة او زيادة نصيبها من أسواق الدول المضيفة وتلائم الدول ذات الناتج المحلي الكبير الكثير من الشركات المحلية والأجنبية لاستثمار أموالها.

وان هذه المتغيرات قابلة للقياس من قبل المستثمر الاجنبي وعلى ضوء تحليلاته لتلك المتغيرات فانه يحدد خيار الاستثمار ، فمثلا كلما كان الناتج المحلي الاجمالي مرتفعا للبلد فان يعتبر حافزا للمستثمر الاجنبي للاستثمار في ذلك البلد ، اما ارتفاع معدل التضخم في بلد ما فانه يؤدي الى عزوف المستثمرين الاجانب عن الاستثمار في ذلك البلد نظرا لما يصاحب الاستثمارات من مخاطر في حالة ارتفاع معدلات التضخم.

٢- متغيرات غير قابلة للقياس الكمي : مثل الاستقرار السياسي، مدى التقدم الحضاري ودرجة التحرر الاقتصادي.

وتعتبر المتغيرات غير القابلة للقياس من اهم العوامل المؤثرة على تدفق الاستثمارات الاجنبية ، فالاستقرار السياسي من اهم العوامل الجاذبة للاستثمار الاجنبي ، فدائما الاستثمارات الاجنبية تبحث عن البيئة المستقرة سياسيا وهذا ينطبق على التقدم الحضاري والتحرر الاقتصادي ايضا ، فكلما كان هناك تقدما حضاريا وتحررا اقتصاديا كلما كان هناك حافزا للاستثمار الاجنبي.

القيود على استثمارات المحفظة الدولية

بالرغم من منافع التنويع الدولي لموجودات المحفظة فان هذه المنافع لا تزال محددة ببعض العوائق القانونية والمعلوماتية والاقتصادية التي تمنع المستثمرين الباحثين عن الاستثمار الخارجي واهم هذه العوائق هي كالاتي (الخفاجي ، ٢٠٠٦ : ٢٠-٢٣) :

- الألفة مع الأسواق الأجنبية : تختلف اسواق المال الدولية في الجوانب التنظيمية والاجرائية بل وحتى في البناء التحتي الذي يشير الى مجموعة الاليات والوسائل والطرق الفنية التي يستخدمها كل سوق وهناك ايضا اختلافات ثقافية واختلاف في التوقيتات ولغرض الحصول على فهم تام للآليات التي تنفذ بها الاعمال فان ذلك يتطلب جهود كبيرة من قبل المستثمر الذي ربما يواجه كلف معلومات عالية ، كما ان المعلومات المتوفرة ربما لا

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

تتطابق مع انماط المعلومات المحلية بسبب اختلاف المعايير والطرق المحاسبية التي تجعل تفسيرها اكثر صعوبـــة.

- فـرض الضـرائب : ينظـر العديـد مـن الممارسـين الـى قضـية الضـرائب كعـائق يواجـه استثمارات المحفظة الدولية فيما يرى فيها اخرون كحافز لهذه الاستثمارات ، وقد لا يكون هناك تناقض في وجهتي النظر المذكورتين اذا ما اخذ بنظر الاعتبار ان هذه القضية معقدة – في جانب كبير منها – بسبب عدم وجود اطار او نمط دولي موحد بأسعار الضرائب على ارباح الاستثمارات
- الرقابة على التبادل الخارجي : تعد هذه الرقابة بشكل خاص لتقييد تدفقات راس المال بين الاقتصادات لغرض المحافظة على استقلالية الشركات المحلية وحماية الملكية لاعتبارات سيادية اضافة الى استقرار اسعار الاوراق المالية ومنع التقلبات النقدية قصيرة الاجل
- كلف الصفقات : بالرغم من عدم وجود اتفاق عام حول قياس كلف الصفقات فان التحديد العام لها يتمثل بالفرق بين السعر (متضمنا العمولة) الذي يدفعـه المستثمر بعد ابرام الصفقـة وسعر السوق الموجود والمعروف اصلا ، او بعبارة اخرى مجموع العمولـة والضرائب التـي تدمج مع الصفقـة
- الاختلافات في معايير المحاسبة الوطنية : تستخدم البلدان مبادئ محاسبيـة مختلفـة تعد من قبل محترفي المحاسبة والسلطات الوطنية وتسمى مجموعات المبادئ المحاسبية هذه وطنيا بالمبادئ المحاسبية المقبولة قبولا عاما.
- مشكلة المعلومات : تتسبب مشكلة الندرة في المعلومات بجعل المقارنة المباشرة للفرص الاستثمارية الدولية اكثر صعوبة ، كما ان النقص في المعلومات قد يشجع المستثمرين على المضاربة في الاسواق المالية .

وهذه المحددات سواء كانت مجتمعة ام متفرقة تعتبر عائق امام حركة الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة ، فهي تعمل على عزوف المستثمرين الاجانب عن الاستثمار في الاسواق المالية ، ولقد عملت الكثير من الدول على اتخاذ الكثير من الاجراءات التشجيعية لتحفيز المستثمرون الاجانب على الاستثمار في الاوراق المالية ، وتمثلت تلك الاجراءات في رفع بعض القيود على التعاملات المالية الخارجية ، تقليل كلف المعاملات ، تخفيض الضـرائب ، تـوفير المعلومـات بسـهولة وشـفافية و العمـل علـى تطـوير معـايير المحاسـبة الدولية.

عوامل جذب التدفقات الاجنبية الى البلدان النامية

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ينتقل رأس المال الأجنبي من الدول ذات الوفرة (الصناعية المتقدمة) الى دول تعاني من ندرة فيه بهدف الحصول على عوائد استثمارية مناسبة عند حدود معينة لرأس المال المتدفق وهناك جملة عوامل تساعد على انسياب تدفق رؤوس الأموال الأجنبية لأغراض الاستثمار في البلدان النامية من أهمها توفر المناخ الاستثماري الملائم ، من خلال وضوح التشريعات القانونية والانظمة الحكومية المختصة بتسجيل الشركات ، مدة الحصول على الموافقات الرسمية للاستثمار، وتقديم التسهيلات للمستثمر الأجنبي كتخفيض الضرائب وحرية تحويل الارباح والفوائد الى البلد الأم مع توفر جهاز مصرفي متطور يمتلك القدرة على التكيف مع الظروف المحلية والخارجية ، وكذلك الانفتاح الاقتصادي والمالي على العالم الخارجي وتقليص العوائق الجمركية يؤدي الى سهولة انسيابية رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل الاستثمارات المحلية ودخول المعدات الرأسمالية ذات التقنيات العالية الى البلد ، وعند توفر المواد الاولية والخدمات الحكومية مثل الماء والكهرباء بأسعار رمزية وتدني اجور الأيدي العاملة ، وكذلك توفر مستوى ملائم من المعرفة التقنية والتدريب والمهارات البشرية ، واستقرار معدلات النمو الاقتصادي لفترة طويلة من الزمن في أي بلد نامي يمكن أن يقدم مؤشرات واضحة عن توفر فرص استثمارية جيدة ، وايضا استقرار سعر صرف العملة المحلية وضمان وسهولة تحويلها الى عملات أجنبية ، بالإضافة الى توفر بنية تحتية ملائمة (Prasad. , et al, 2006 : 8-10).

وتعد هذه العوامل جميعها بمثابة محفزات للمستثمر الاجنبي بالاستثمار خارج حدوده بلده للبحث عن فرص استثمارية افضل ، وكما هو معروف بان المستثمر الاجنبي يسعى دائما الى الحصول على اعلى معدل عائد بالإضافة الى تخفيض المخاطر الاستثمارية ، فعلى سبيل المثال فان تخفيض الضرائب والتعريفات الجمركية من شانها ان تساهم في تعظيم معدل العائد للمستثمر الاجنبي ، بينما الاستقرار السياسي والاقتصادي ووضوح التشريعات القانونية والانظمة الحكومية وتوفر المناخ الاستثماري من شانها ان تساهم في تخفيض المخاطر على تلك الاستثمارات ، وبهذا يكون المستثمر الاجنبي على درجة من الامان على استثماراته.

ثالثا : مخاطر الاستثمار الاجنبي غير المباشر

يمكن تعريف الخطر على انه احتمال التباين في التنبؤات فقد تخطئ التنبؤات بعضا او كلا وهناك من الاستثمارات من تكون احتمالات الخطر عالية فاذا كان التنبؤ غير دقيق كان احتمال الخطر عاليا اما اذا كان التنبؤ دقيق كان احتمال الخطر منخفضا والخطر قليل ، ويمكن تقسيم الخطر الى نوعين رئيسيين من المخاطر التي تعترض العمل الاستثماري والمتمثلة بالمخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية(الجميل ، ٢٠١٢ : ٢٧٤).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

وتعتبر المخاطر بمثابة نسبة للانحرافات التي قد تنشا عن التحليلات والتنبؤات و عن الوضع الطبيعي ، وقد تكون مسببات هذه الانحرافات يمكن تجنبها والتي غالبا ما تكون خاصة بالشركة ، بينما عوامل اخرى لا يمكن تجنبها وهذه العوامل تكون مرتبطة او متعلقة بالسوق ككل.

المخاطر النظامية

وهو ذلك الخطر الخاص بالسوق او هو ذاك الجزء من الخطر الذي يصيب الورقة المالية والذي لا يمكن تجنبه من خلال التنويع في الاوراق المالية وسبب هذا الخطر اي مصدره مرتبط بعوامل السوق او بعوامل اقتصادية كلية والتي تؤثر على كل الشركات وبشكل نظامي وهناك مجموعة من العوامل الاقتصادية والمالية المسببة لخطر السوق (النظامي) و هذه العوامل تمثل خطر على الاستثمار سواء كان الاستثمار محليا او خارجيا و هي على النحو التالي (الجميل ، ٢٠١٢ : ٢٧٥-٢٧٦) :

- تغيرات اسعار الفائدة : ان ارتفاع اسعار الفائدة يقود الى انخفاض اسعار الاسهم ذلك ان المستثمر سيجد من الافضل ايداع المال في المصرف او شراء سندات بفائدة عالية بدلا من الاستثمار في الاوراق المالية (الاسهم) وهذا يعني زيادة عرض الاسهم وبالتالي انخفاض السعر الذي يؤثر على العائد .
- تغير الاسعار او التضخم : تمثل تغيرات الاسعار وارتفاعها (التضخم) عاملا مهما من العوامل المسببة للخطر النظامي والاستثمار في الاوراق المالية وذلك بانسحاب هذه التغيرات على الاستثمار في الاسهم مما يعني زيادة حالة العرض من الاوراق المالية وانخفاض سعرها .
- دورات الاعمال في الاقتصاد : ويقصد بها دورات الاعمال التي يعاني منها الاقتصاد من انكماش وازدهار مما يعني انعكاس ذلك على سوق الاوراق المالية وتأثير ذلك على اسعار الاوراق المالية وعوائدها .
- تغيرات السوق : ويقصد بها التغيرات التي تنشا احتمال وقوع بعض الاحداث الهامة محليا وعالميا مثل اجراء تغيرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة او الحروب او التقلبات السياسية .

وان هذا النوع من المخاطر يرتبط بعدة عوامل منها الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والازمات المالية والاقتصادية والحروب ، وتشمل اثار هذا النوع من المخاطر اسعار كل اسهم الشركات في الاقتصاد ويزداد تأثير الخطر النظامي على الشركات الكبيرة والشركات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من التكاليف الاجمالية وذات الرفع التشغيلي العالي.

المخاطر غير النظامية

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

وهو الخطر القابل للتنويع ويقصد به الخطر الذي يخص الشركة فقط ويصيب الورقة المالية والذي يمكن تجنبه بالتنويع وليس لهذا الخطر علاقة بالسوق ومصادره متعددة منها الادارة والسيولة والرفع المالي والمديونية ، وهناك من يرى بانه توجد مصادر اخرى للخطر في الاستثمار الاجنبي غير المباشر ويمكن ذكر تلك المصادر وهي كالاتي (عمار ،٢٠٠٩ : ٧٣) :

- الضرائب : حيث تقوم بعض الدول بفرض ضرائب على توزيعات الأرباح و مدفوعات الفائدة مما يقلل من العوائد التي يحققها المستثمر مما يقلل من جاذبية الاستثمار في الأسواق العالمية.
- مخاطر سعر الصرف : إن العائد على الاستثمار في أسواق رأس المال الأجنبية يشمل العائد المتحقق نتيجة التغير في سعر الصرف للعملة الأجنبية المستثمر بها، وبالتالي فإن معدل العائد على الأوراق المالية الأجنبية تشتمل علاوة خطر سعر الصرف أيضا.
- مخاطر التسويق : تتمثل في صعوبة بيع الورقة المالية بالشكل الذي لا يحقق فيه المستثمر خسائر ناتجة عن انخفاض في سعرها.
- مخاطر عدم السداد : وهي تلك المخاطر المتعلقة بعدم دفع العوائد أو الفائدة وقيمة الورقة المالية عند تاريخ الاستحقاق.
- مخاطر التحويل : و هي المخاطر الناجمة عن قيام الشركة بتحويل الأسهم الممتازة أو السندات المصدرة في الفترة سابقة إلى أسهم عادية مما قد يترتب عليه انخفاض في معدل العائد.
- مخاطر الاستدعاء : يتمثل في قيام الشركة المصدرة للأوراق المالية باستدعاء حاملها لاستلام قيمتها وذلك قبل تاريخ استحقاقها، و هو ما قد يضيع فرصة للمستثمر لإعادة استثمار أمواله على نفس العائد الذي كان يتحصل عليه.
- مخاطر النشاط : وتتمثل في احتمال عدم قدرة الشركة من تحقيق أهدافها أو احتمال تراجع قدرتها
- التنافسية في السوق، مما ينعكس في تقلب أرباحها بشكل مستمر(أو تحقيق خسارة) في المستقبل.

ومادامت هذه العوامل تتعلق بنشاط الشركة فانه بإمكان المستثمر الاجنبي تجنبها من خلال تنويع محفظته الاستثمارية كالاستثمار في شركات اخرى لم تمسها هذه العوامل و بذلك فانه قد تجنب تلك المخاطر.

الاثار الناجمة عن مخاطر الاستثمار الاجنبي غير المباشر

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ويمكن تلخيص الاثار الناجمة عن تلك المخاطر التي ترافق تدفقات رأس المال الأجنبي بشكل عام الى مجموعة من الاثار والتي تتمثل في تخفيض مستوى الرفاهية من خلال تحريف وتشويه الانتاج المحلي في كافة مراحل الانتاج والاستهلاك والاستثمار ، وزيادة التبعية التكنولوجيّة للخارج ، وكذلك منافسة المستثمر المحلي على الموارد المحلية المحدودة ، ومزاحمة المستثمر المحلي من أجل الحصول على الفرص المربحة أولاً ، وايضا تذبذب تدفقات رأس المال الاجنبي وخروجه يؤدي الى آثار مدمرة على الاستثمار المحلي ومعدلات النمو الاقتصادي وإفلاس البنوك ، التدفقات المتذبذبة قد تؤدي الى ارتباك في أعمال الاسواق المالية وخسارتها لمبالغ طائلة ، يزيد من مخاطر الاستهلاك الترفي ومخاطر تقليد نمط استهلاك الفئات ذات الدخل الأعلى ، وزيادة الاستيرادات الاستهلاكية بنسبة أكبر من استيرادات السلع الانتاجية كالآلات والمكائن ، وتدمير الصناعات المحلية الناشئة حيث انها غير قادرة على منافسة السلع الأجنبية ، بالإضافة الى الاستحواذ على نسبة كبيرة من تمويل الاستثمارات المحلية وتعطيل المدخرات المحلية(النقار ، ٢٠٠٩ :٣١).

ومن خلال كل ذلك يمكن ان القول بان هناك ارتباطا وثيقا بين العائد والخطر وخاصة في الاستثمار بالأوراق المالية ، وان أي قرار استثماري لا يعتمد على العائد فقط وانما هناك خطرا يجب ان يحسب في تلك المعادلة ، وسبب هذا الخطر هو التغيرات البيئية الداخلية والخارجية والتي قد تقود للخسارة ، وتم تقسيم المخاطرة الى نوعين من المخاطر متمثلة بالمخاطر النظامية وغير النظامية ، وان حجم التأثر بتلك المخاطر يختلف من قطاع الى اخر وكذلك من شركة الى اخرى لا بل وان حجم ذلك الخطر يختلف من ورقة الى اخرى.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الفصل الثالث : الاسواق المالية والدراسات السابقة

مقدمة :

اصبحت الأسواق المالية تمثل جاذبا مهما من النظام الاقتصادي لمختلف الدول التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف دفع عجلة التنمية الاقتصادية وتحقيق الرفاهية للمجتمع ، وقد اتجهت العديد من هذه الأسواق إلى رفع شعار العالمية وذلك لزيادة قدرتها على تجميع المدخرات التي باتت غير كافية لتغطية الطلب المتزايد عليها خاصة أمام عدم كفاية المدخرات المحلية اللازمة لتمويل إقامة المشاريع الاستثمارية وتوسيعها ، كل ذلك أدى إلى ظهور ما يعرف باسم أسواق الأوراق المالية العالمية.

المبحث الاول : مفهوم الاسواق المالية وأنواعها

تعد الاسواق المالية من اهم مكونات النظام المالي في الاقتصاد ، نظرا لما تلعبه من دور مهما في عمليات الوساطة المالية وتجميع المدخرات واعادة توظيف تلك المدخرات ، وفي هذا المبحث سوف يتم التطرق الى تعريف الاسواق المالية وكذلك معرفة انواع تلك الاسواق.

اولا : مفهوم الاسواق المالية :

هي مؤسسات تعنى بشؤون الاستثمار بالأوراق المالية اصدارا وتداولا ، ففي اطارها يجري بيع و شراء الاوراق المالية كالأسهم والسندات وتتحمل عملياتها العوائد والمخاطرة ، ويتطلب تأسيس الاسواق المالية تطورا للنظام المالي الذي يشمل البنك المركزي والمؤسسات المالية او المؤسسات الحكومية والشركات المساهمة وكذلك المدخرين والمستثمرين كما يتطلب اطار تشريعي وتنظيمي محدد وواضح وتامين مناخ استثماري من حيث الاستقرار السياسي والاقتصادي(العامري ، ٢٠٠١ : ٦١-٦٣).

ثانيا : انواع الاسوق المالية :

هناك العديد من التصنيفات للأسواق المالية ومن هذه التصنيفات الاسواق المالية حسب الاصدار ، الاسواق المالية حسب الاجل ، الاسواق المالية حسب الاوراق المالية المتداولة بها ، الاسواق المالية حسب التنظيم والتصنيف الجغرافي للأسواق المالية ، وسوف نتطرق في هذا المبحث الى هذه التصنيفات وعلى النحو التالي :

التصنيف الاول : انواع الاسواق المالية حسب الآجال

وتصنف الاسواق المالية حسب هذا التصنيف نسبة الى اجل استحقاقها الى نوعين من الاسواق يتمثل النوع الاول بأسواق النقد والنوع الثاني بأسواق راس المال .

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- **اسواق النقد**

تعتبر الاسواق المالية المكان الذي تتم فيه تجارة الادوات المالية والديون التي تقل استحقاقاتها عن سنة وانها الاسواق التي تقدم للوحدات الاقتصادية الاموال بموجب ادوات مالية قصيرة الاجل تكون استحقاقاتها سنة او اقل ، وتتصف هذه الادوات بان تذبذبات اسعارها قليلة بشكل عام وبطيئة وتتم الصفقات عبر وسائل الاتصال بشكل عام ، وتتميز الادوات المتداولة فيها بانها ذات سيولة عالية و ذات مخاطر منخفضة ، ويضم سوق النقد المؤسسات المالية مثل مؤسسات الايداع والادخار ، ومنها المصارف التجارية ومؤسسات مالية اخرى تعاملاتها بالأجل القصير في الايداع والاقتراض(الجميل ، ٢٠١٢ : ١٦).

وتكتسب اسواق النقد مميزاتها من طبيعة الادوات المالية التي يتم التعامل بها ، وان أدوات الاستثمار في السوق النقدية عالية السيولة في مدة قصيرة قد تصل ليوم واحد ، ومن ميزات الاستثمار فيها انه منخفض الخطورة وذلك بسبب سرعة التداول في هذه السوق وغالباً ما تكون صادرة عن جهة حكومية أو مراكز كبيرة كما إن إمكانية تحويلها إلى نقد وذلك لقصر موعد استحقاقها وسهولة تحويل الأصول المستثمرة فيها دون ادني خسارة مما يجعل هذه الأوراق على درجة عالية من الأمان ، وأنها تُعد سوق جملة لكبر حجم المتعاملين فيها (اللامي ، ٢٠٠٦ : ٤٤).

ويمكن القول بان اسواق النقد هي المكان التي يتم فيه تداول الادوات المالية القصيرة الاجل وتعد هذه الاسواق من الاسواق المهمة في عمليات التمويل التي تعمل على تعبئة المدخرات باتجاه التمويل للوحدات الاقتصادية التي تمثل الجزء الرئيسي في زيادة الناتج المحلي الاجمالي ودفع عملية التنمية واهم الخصائص التي تتمتع بها هذه الاسواق انها تتعامل بأدوات مالية قصيرة الاجل وان هذه الادوات تكون ذات مخاطر منخفضة ، وكذلك فان هذه السوق تمثل سوقا عالية السيولة.

- **اسواق راس المال**

تعتبر اسواق راس المال بمثابة المكان الذي تلتقي فيه وحدات الفائض المالي والعجز المالي لعقد صفقة طويلة الاجل ، واذا ما قورنت هذه الاسواق بأسواق النقد فأنها تمتاز بارتفاع درجة المخاطرة وكذلك ارتفاع العائد وذلك بسبب طول الاجل ، وتمتاز ايضا بكبر حجم الصفقات فيها وانها تعد اكثر تنظيما من اسواق النقد ، والمتعاملون في هذه الاسواق هم شركات الاعمال ، الحكومة والافراد(العامري ، ٢٠٠١ : ٧٣-٧٤).

ويمكن إجمال أهم خصائص سوق راس المال بانه يشجع على تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج الى رؤوس أموال كبيرة ، والأوراق المالية فيه تتصف بأنها ذات عائد أكبر وبمخاطرة عالية ، ويكون هذا السوق أكثر تنظيماً من السوق النقدي لأنه يتعامل مع الوكلاء والمتخصصين ،

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

يتصف هذا السوق بمخاطر كبيرة و سيولة قليلة لأن أدواته طويلة الأجل وتتعرض الى المخاطر السوقية من حيث الارتفاع والانخفاض بالأسعار، والادوات التي يتم التعامل بها في هذه الاسواق اما ان تكون ادوات ملكية او ادوات مديونية(سعيد ، ٢٠٠٥ : ١٤١).

النوع الاول : استثمارات الملكية

تعد استثمارات الملكية من اهم مصادر التمويل للشركات ، فهي توفر الاموال اللازمة و بدون فوائد دورية ، وتتمثل استثمارات الملكية بالأسهم التي تصدرها الشركات للحصول على الاموال و هي بذلك تقلل من حجم الاموال المقترضة ، وتعتبر الاسهم من اهم الادوات المالية التي يتم تداولها في اسواق راس المال ، وتنقسم ادوات الملكية الى نوعين والمتمثلة بالأسهم العادية والاسهم الممتازة(التميمي وسلام ، ٢٠٠٤ : ٣٠).

- **الاسهم العادية**

تعتبر الاسهم العادية من اهم الاوراق المالية التي يتم تداولها بين المستثمرين في اسواق راس المال وهي تتمثل بتملك المستثمر لجزء من راس مال الشركة المصدرة لها ، ويكون له الحق في الحصول على توزيعات ارباح دورية وحسب سياسة الشركة ، او المتاجرة بتلك الاسهم بيعا وشراءا ، وتكون للاسهم العادية قيمة اسمية واحدة(كراجه وآخرون ، ٢٠٠٢ : ٨٩).

وان اسعار الاسهم قابلة للتذبذب صعودا وهبوطا وهناك عدة عوامل وراء ذلك التذبذب بالأسعار منها عوامل العرض والطلب في السوق ، وتوقعات المحللين الماليين بخصوص الاوضاع الاقتصادية ، وتوزيعات الارباح للشركات المساهمة ، وكذلك ما يشوب الوضع الاقتصادي العام من تضخم وركود.

الاسهم الممتازة

يعتبر السهم الممتاز بأنه أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أدوات الدين وأدوات الملكية ، إذ يكتسب السهم الممتاز صفة اداة الملكية بوصفه يمثل مشاركة برأس مال الشركة كالأسهم العادية ، بينما يكتسب صفة اداة الدين بكونه يحصل على عائد دوري ثابت كالسندات ، وتقسم الأسهم الممتازة الى الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح وفي هذا النوع من الأسهم الممتازة يحق لحامل السهم ترحيل الأرباح المجمعة غير الموزعة من سنة إلى أخرى ، وكذلك الأسهم الممتازة القابلة للتحويل والتي يمكن لحاملها تحويلها إلى اسهم عادية ، بالإضافة الى الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء والتي يمكن الزام حاملها برده للشركة بسعر محدد خلال مدة زمنية محددة من تاريخ الإصدار(العجيلي ، ٢٠٠٨ : ٣٠-٣١).

ويمكن القول بان السهم الممتاز هو عبارة ورقة مالية تصدرها الشركات لزيادة رأسمالها لتمويل انشطتها ، والسهم الممتاز اداة ملكية لحامله الحق في تملك جزء من راس مال الشركة ، الا

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

انه يتشابه مع ادوات المديونية في حق حامله بالحصول على توزيعات ارباح ثابتة بغض النظر عن نشاط الشركة سوآءا كان ربحا او خسارة ، وبهذا يعتبر السهم الممتاز اداة مالية هجينة تجمع بين صفات الاسهم العادية والسندات.

النوع الثاني : استثمارات المديونية

وهي عبارة عن اوراق مالية تصدرها الشركات باجل ليقوم بشرائها المستثمرين ، وتتعهد الشركات بتسديد قيمة هذه الاوراق في نهاية الاجل ودفع فوائد دورية لحاملها ، فهي على هذا الاساس تكون بمثابة ديون بذمة الشركات ، و هي بهذا المفهوم تعتبر اداة تمويلية طويلة الاجل ، واكثر هذه الادوات شيوعا هي السندات(التميمي وسلام ، ٢٠٠٤ : ٨٦).

ويعرف السند على انه ورقة مالية واداة من ادوات الدين وتصدر بترتيب معين ، فيصدر المقترض (البائع) سندا للمقرض(المشتري) بمبلغ معين من المال نقدا والمتمثل بالفوائد الدورية بالإضافة الى دفع قيمة السند بعد انتهاء المدة المتفق عليها ، وتعد الترتيبات بمثابة التزامات المصدر لدفع مبلغ معين من المال لحامل السند بتواريخ معينة ويحمل السند بطاقة معينة تمثل التزام مصدر السند لدفعات منتظمة من الفائدة طيلة عمر السند ويطلق عليها بدفعات السند(الجميل ، ٢٠١٢ : ١٥٧).

ويمكن القول بان السند عبارة عن اداة من ادوات التمويل ، التي تعتمدها الشركات لزيادة رأسمالها من خلال اصدار السندات التي تتسم بانها اداة تمويلية طويلة الاجل ، وتكون قابلة للتداول بالأسواق المالية بيعا وشراء ، وتعتبر السندات ادوات مديونية تلتزم بها الشركات تجاه حامليها ، وللسندات تاريخ استحقاق تلتزم بموجبه الشركات بدفع فوائد دورية لحامل السند بغض النظر عن نشاط الشركة سواء كان ربح ام خسارة ، بالإضافة الى دفع قيمة السند كاملة عند الاستحقاق.

التصنيف الثاني : انواع الاسواق المالية حسب الاصدار

وتصنف الاسواق حسب هذا التصنيف الى قسمين من الاسواق و هي السوق الاولية والسوق الثانوية.

اولا : السوق الاولية

يتولى هذا السوق عملية اصدار الاوراق المالية بالشكل القانوني لأول مرة لذلك يسمى بسوق الاصدار ، وهذه السوق تعرض الاوراق المالية التي قامت بإصدارها لحساب منشاة أعمال أو جهة حكومية للجمهور ، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة أسم بنك الاستثمار أو المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة ، وأن اغلب الإصدارات تباع او تصدر بطريقين هما الطرح العام وهو يشير إلى بيع الاستثمارات الجديدة لعموم المستثمرين ، والطرح الخاص و هو يشير إلى بيع

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الإصدارات والاستثمارات الجديدة إلى عدد محدود من المستثمرين ، كان يكون لمساهمين الشركة انفسهم (العجيلي ، ٢٠٠٨ : ٤٤-٤٥).

ثانيا : السوق الثانوي

وهو السوق الذي يتم فيه تداول الاوراق المالية التي اصدرت في السوق الاولي لأول مرة وتسمى ايضا سوق التداول ويشكل المستثمرون الأساس بالتعامل في هذا السوق ، وبذلك يتمكن المستثمرون من بيع وشراء الأوراق المالية الصادرة عن الشركات في الأسواق الأولية ، وتعود حصيلة التدفق النقدي من هذه العمليات إلى المستثمرين أنفسهم وليس إلى الشركات المصدرة للأوراق المالية ، والمستثمرون على نوعين أفراد ومؤسسات (محمد ،٢٠٠٧ : ٦٢).

ويمكن القول ان السوق الثانوية هي السوق الذي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وفقا لمجموعة من القوانين والإجراءات المنظمة لعمل السوق ، وتوفر هذه الاسواق السيولة والتنويع في عرض المزيد من الاوراق المالية ، وهي تعمل كوسيط بين الوحدات الاقتصادية المختلفة ، وتتكون الاسواق الثانوية من مجموعة من الاسواق وهي على النحو التالي :

- **السوق المنظمة (البورصة)**

وهي الاسواق التي يكون تأسيسها وفق الاصول القانونية والتشريعية في الدولة المعنية وتحكمها الانظمة الخاصة بالمصرف المركزي بوصفه الجهة الحكومية المنظمة للعمل النقدي ، وبذلك هي الاسواق التي يكون لها مكان محدد تلجا اليه الشركات المساهمة للتسجيل فيه لتلتقي فيه الشركات التي هي بحاجة الى الاموال والشركات التي بحاجة الى توظيف اموال فيلتقي الطرفين بالسوق ضمن مجموعة من الاجراءات المتعارف عليها(الجميل ،٢٠١٢ : ١٨).

وتقسم الاسواق المالية المنظمة الى نوعين من الاسواق وهي الاسواق المركزية والاسواق المحلية ، ويعرف السوق المركزي بانه ذلك السوق الذي يتعامل في الاوراق المالية المسجلة فيه ومن الامثلة على البورصات المركزية بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك ، وتعرف الاسواق المحلية باذها البورصات المحلية التي تتعامل بالأوراق المالية لمنشآت صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشاة او في المناطق القريبة منه(العامري ، ٢٠٠١ : ٨٨).

وعلى هذا الاساس فالأسواق المالية المنظمة هي اسواق فعلية موجودة في اماكن معينة وفي ابنية خاصة بها ، يتم تأسيسها وفق القوانين والتشريعات في البلد ، ويتكون معظم اعضاء

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

هذه الاسواق من شركات السمسرة التي تقوم بتسهيل الاتصال بين بائعي ومشتري الاسهم ، ففي حالة عرض مجموعة من الاسهم للبيع يتم عرضها في السوق ويتحدد سعرها بالمزاد العلني ، أي ان هذا السوق هي سوق مزايدة.

- **السوق غير المنظمة (الموازية)**

وهي الاسواق التي لا يكون لها مكان محدد كما هو الحال في الاسواق المنظمة وتكون غير خاضعة لرقابة الحكومة وقد تحدث فيها بعض التجاوزات على التعليمات والقوانين الا انها رغم ذلك تعتبر اسواقا شرعية ، وتتسم هذه الاسواق بمرونة التعامل فيها بحيث ان اغلب الصفقات تتم عن طريق وسائل الاتصال مما يؤدي الى انخفاض كلف انجاز الصفقات بالإضافة الى امكانية تعاملها مع الاوراق المالية غير المسجلة(الداغر ، ٢٠٠٥ : ٢٤٢).

وهذه الاسواق تشمل جميع انشطة بيع وشراء الاوراق المالية التي لا تتم في الاسواق المنظمة ، ويكون هذه الاسواق مجموعة من بيوت الاستثمار والسمسرة والتي ليست محددة بمكان معين لأجراء المعاملات ، وتكون جميع الاطراف المتعاملة بهذه الاسواق مجهزة بأنظمة اتصال حديثة يتم عن طريقها اجراء الصفقات ، وتختلف الاسواق غير المنظمة عن الاسواق المنظمة في ان الاسواق غير المنظمة لا يكون لديها مكان محدد ، ولا يتم تحديد السعر فيها عن طريق المزاد العلني وتشمل السوق غير المنظمة نوعين من الاسواق هي السوق الثالث والسوق الرابع.

- **السوق الثالث**

يعتبر السوق الثالث نوعا من السوق غير المنظمة ويتكون من مجموعة من بيوت السمسرة من غير اعضاء السوق المنظمة ، وتكون بيوت السمسرة هذه على استعداد دائم لشراء او بيع الاوراق المالية وباي كمية كانت ، وتكون منافسا قويا للمتخصصين في السوق المنظمة ، ويكون المتعاملين في هذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة(لطرش ، ٢٠١٠ : ٤٥).

ومن الاسباب التي دفعت الى تأسيس هذا النوع من الاسواق هو الاستفادة من الخصم في العمولة ، اذ يتم عقد الصفقات من خلال التفاوض على معدلات العمولة والتوصل إلى معدلات أدنى من تلك المعتمدة في البورصات المنظمة ويستفيد المستثمرون المتعاملون في السوق الثالثة من تخفيض تكاليف العمولة والحصول على أسعار أفضل للأسهم وتنفيذ الصفقات بسرعة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- **السوق الرابع**

يشمل هذا السوق المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والافراد الاغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الاوراق المالية في طلبات كبيرة ، يتم اللقاء من خلال وسيط يجمع بين الطرفين ولا يقدم استشارة ويعمل بكافة الاوراق المالية المتداولة بجميع الاسواق والعمولة فيها منخفضة(العامري ، ٢٠٠١ : ٩٧)

وتتم الصفقات بهذه السوق بسرعة ، ويكون الاتصال مباشر بأبرام الصفقات وبأسعار مرضية بين الطرفين ، وبتكلفة اقل ، ونضرا لما يتمتع به السوق من مزايا اصبح منافسا قويا لبقية الاسواق المالية المنظمة فضلا عن الأسواق غير المنظمة الأخرى ، و يترتب على نمو هذه السوق إجبار السماسرة والتجار في الأسواق على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب لقاء نشاطاتهم في هذا المجال مما يؤدي في النهاية إلى رفع كفاءة أسواق المال.

التصنيف الثالث : انواع الاسواق المالية حسب التصنيف الجغرافي

وحسب هذا التصنيف تصنف الاسواق المالية جغرافيا بين محلية واخرى عالمية وتعرف الاسواق المالية المحلية بانها الاسواق المالية التي تعمل في حدود الدولة او القطر الواحد ولهذا توصف بالمحلية او الوطنية ، ويكون جميع المتعاملين في هذه السوق هم من افراد ومؤسسات وحكومة ذلك البلد الذي توجد فيه السوق ، بينما الاسواق المالية العالمية تعرف بانها الاسواق التي لا يقتصر التعامل بها على حدود الدولة او القطر الواحد وانما تشمل تعاملاتها الكثير من دول العالم وكانت هذه الاسواق اول من استخدم تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات فانعكست على هياكلها وادواتها ونظمها ، وان المتعاملين في هذا النوع من الاسواق قد يكونوا من عدة دول سواء كانوا افرادا ام مؤسسات ام حكومات وتمتاز هذه الاسواق بان الانظمة والتشريعات التي تحكمها تكون ملائمة دوليا ولأغلب المستثمرين لكي يتمكنوا من نقل اموالهم الى تلك السوق(الجميل ، ٢٠١٢ : ١٨-١٩).

وتتميز الاسواق المحلية بانخفاض في عمولة السمسرة ، وكذلك تؤدي هذه الاسواق خدمات لصغار المستثمرين في المنطقة ، اما فيما يخص الاسواق المالية العالمية فان التعامل فيها يكون من قبل شركات الاستثمار الكبيرة ، وتكون تكلفة اتمام الصفقات مرتفعة نسبيا اذا ما قورنت بالأسواق المحلية ، بالإضافة الى ان تكاليف الحصول على عضوية هذه الاسواق يكون مرتفعا ، وتتميز الصفقات التي يتم اجراءها في السوق بكبر حجمها.

التصنيف الرابع : انواع الاسواق المالية تبعا لوقت اتمام الصفقة

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ووفقا لهذا التصنيف تقسم الاسواق المالية الى قسمين الاول الاسواق الحاضرة والثاني الاسواق الآجلة.

- الاسواق الحاضرة

وهي الاسواق التي تكون فيها التعاملات فورية ، ان يكون تنفيذ الصفقات بين المتعاملين بشكل اني ، وبذلك يتم تسليم واستلام ما تم الاتفاق عليه مباشرة عند الاتفاق ، وتتم هذه الصفقات في الاسواق المالية المنظمة وغير المنظمة(لطرش ، ٢٠١٠ : ٤٢).

- الاسواق الآجلة

وفي هذا النوع من الاسواق يتم الاتفاق على تنفيذ الصفقة في المستقبل ولذا تسمى أسواق العقود المستقبلية، أي إن المشتري يدفع قيمة الورقة ولكن يتسلمها في وقت لاحق وذلك لتقليل مخاطر تغير الأسعار(اللامي ، ٢٠٠٦ : ٥٤).

وتعد الاسواق الحاضرة بمثابة اسواق فورية لان العمليات والصفقات داخل هذه السوق يتم تنفيذها بشكل فوري ، اما الاسواق الآجلة فتتعامل بـ الأسهم والسندات ، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق ، ومن هنا أتخذ صفة المستقبلية ، ويعمد المستثمرون على هذه العقود للحماية من مخاطر تقلبات الأسعار في الأدوات المالية.

المبحث الثاني : تحليل الاوراق المالية في الاسواق المالية

يقصد بتحليل اسعار الاوراق المالية دراسة التغيرات التي تطرا على اسعار الاوراق المالية و هذه التغيرات تكون محكومة بعدة عوامل منها العرض والطلب على تلك الاوراق وتوزيعات الارباح والوضع الاقتصادي بشكل عام ، وان هذه الدراسة للتغيرات في الاسعار تتم عن طريق تحليل حركة تلك الاسعار في سوق الاوراق المالية ، وان هذا التحليل له منهجيته وادواته في دراسته لحركة الاسعار ويطلق عليه بالتحليل التقني او الفني او تحليل السوق ، ويركز هذا التحليل على معرفة اسباب تقلبات الاسعار والتي قد تكون بسبب العامل النفسي للمستثمر وعوامل السوق(الجميل ، ٢٠١٢ : ٦٨).

ويوجد هناك ثلاثة مداخل أساسية تعتمد من قبل المحللين والمستثمرين في التنبؤ بالسلوك المستقبلي لأسعار الاوراق المالية ، و هي التحليل الأساسي ، التحليل الفني ، وفرضيات السوق الكفوء.

اولا : التحليل الاساسي لأسعار الاوراق المالية

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

يعد التحليل الأساسي الذي يقوم به المستثمرون أقدم المداخل المرتبطة بتفسير التقلبات في أسعار الأوراق المالية ، و يقدم التحليل الأساسي خدمة كبيرة لمحافظ الاستثمار ، فهو لا يكتفي بالتعليق على ملخص عمليات الشركة الذي تعكسه أرقام البيانات المالية ، وإنما يمتد التحليل ليراجع مختلف الالتزامات القائمة على الشركة مستخدما في ذلك جميع النسب المالية المتعارف عليها مع إجراء مقارنات عملية لما هو في الشركات المثيلة ، أو الصناعة ككل ، ويلاحق التحليل كذلك تطور ونشأة سعر السهم الى دخله في محاولة لتصورها مستقبلا (اسعد ، ١٩٩٧ : ١٤٤-١٤٩).

ويركز التحليل الاساسي على ثلاثة مستويات والمتمثلة بالاقتصاد الكلي وتحليل الصناعة والتحليل على مستوى الشركة ، فعند تحليله لمستويات الاقتصاد الكلي فإنه يركز بذلك على بعض المؤشرات الاقتصادية ، و من أهم المؤشرات الاقتصادية في هذا المستوى هي أسعار الفائدة ، وإجمالي الناتج المحلي ، و معدلات البطالة ، ومعدلات التضخم والعجز الموازناتي ، اما تحليل الصناعة فهو على قدر كبير من الأهمية على أساس درجة الارتباط الكبيرة بين ظروف الصناعة ومدى نمو وتطور النشاط الاقتصادي ، فمن النادر جداً حصول نمو في صناعة معينة في ضوء التراجع الحاصل في النشاط الاقتصادي ، و هذا ما ينعكس على الشركات العاملة في القطاع الصناعي ، والتي تشكل مجموع ذلك القطاع فهي تتأثر بمدى نمو وتراجع الصناعة التي تنتمي إليها(السراج ، ٢٠٠٥ : ٢٤-٢٥).

ثانيا : التحليل الفني لأسعار الاوراق المالية

يعد التحليل الفني من المداخل المهمة التي تدرس حركة الأسعار في السوق المالية وتوضح عدداً من الحركات والنماذج للأسعار الماضية بهدف تحديد حركة السعر في السوق ، اذ ينصرف العاملون على وفق هذا المدخل الى تتبع حركة الأسعار في الماضي على امل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن منه تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري ، فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل(الجميل والعبادي ، ٢٠٠٥ : ٥١).

ويعتمد التحليل الفني على فكرة اساسية مفادها ان الماضي يعيد نفسه فاذا ما طرا تغيير على الاسعار ولمرات متكررة فمن المتوقع ان يحدث ذلك التغيير في المستقبل ، ويركز التحليل الفني على دراسة عوامل السوق وعدم دراسة العوامل الخارجية الاخرى التي تؤثر على حركة الاسعار مما يدفع المستثمرين للسعي بالحصول على هذه المعلومات وتحقيق ارباح استثنائية(لطرش ، ٢٠١٠ : ٧٣).

والتحليل الفني يركز على تتبع حركة الاسعار التاريخية بهدف الاستفادة من تلك الحركة من خلال اتخاذ القرار الاستثماري المناسب ، وتعتبر حركة الاسعار التاريخية واحجام التداول واتجاه مؤشرات السوق الفذية وغيرها من الحقائق مؤشرات يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بأسعار

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الاوراق المالية على المدى القصير ، وبذلك لا يعتبر التحليل الفني بديلا عن التحليل الاساسي وانما يعتبر مكملا له ، وللتحليل الفني مجموعة من الادوات يتم الاعتماد عليها من قبل الفنيين لدراسة حالة السوق وهي الخرائط السعرية والمؤشرات الفنية .

١- الخرائط السعرية

تتمثل الخرائط السعرية بمجموعة من الرسوم البيانية التي تعرض حركة الاسعار بفترات مختلفة قد تكون يومية او تمتد لعشرات السنين ، ومن خلال هذه الرسوم سيتم معرفة التغيرات التي طرأت على حركة الاسعار ارتفاعا وانخفاضا وقد لا تقتصر هذه الرسوم على الاسعار بل يمكن تتضمن التغيرات التي تطرا على مؤشر معين ، وتستخدم هذه الرسوم او الخرائط من قبل المستثمرين لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب ، ولهذه الطريقة مجموعة من النظريات واهم هذه النظريات هي نظرية داو ونظرية موجات اليوت(السراج ، ٢٠٠٥: ٢٨).

- **نظرية داو Dow Theory**

تعد هذه النظرية من أقدم وأشهر الأدوات المعتمدة من قبل المحللين ، وقد اطلق عليها هذا تبعاً لصاحبها Charles Dow وبموجب هذه النظرية فان هناك ثلاثة اتجاهات رئيسية من الممكن ان تظهر عليها حركة الاسعار في السوق وهذه الاتجاهات متمثلة بالاتجاه الأولي والذي يقصد به تحركات الأسعار في الأجل القصير والتي قد تمتد من بضعة شهور لتصل إلى عدة سنوات ، وهي بذلك تشير إلى حالة السوق فيما إذا كانت مرتفعة أم منخفضة ، والاتجاه الثانوي أو الوسيط والذي قد ينشأ بسبب تلك الانحرافات القصيرة الأجل التي تحدث عن خط الاتجاه العام ، وقد تبقى هذه الانحرافات لعدة شهور قبل عودتها إلى وضعها السابق ، اما الاتجاه الاخير فهو الاتجاهات البسيطة والتي تتضمن التقلبات اليومية للاسعار(الجميل ،٢٠١٢ : ٧١-٧٢).

وان ملاحظة هذه الاتجاهات التي تفسر سلوك الاسعار بالارتفاع والانخفاض من خلال مديين الاول يتثمل بالمدى القصير والثاني بالمدى الطويل ، ففي المدى القصير نلاحظ بان حركة الاسعار تتغير ارتفاعا وانخفاضا وبفترات قصيرة قد تكون عدة شهور او عدة سنوات ، واذا ما تم تتبع هذه الارتفاعات والانخفاضات في الاسعار لمرات متعددة نلاحظ بانه قد تشكل خطا مرتفعا للأسعار على المدى الطويل ، واذا بدأت عملية عكسية في تدهور للأسعار فان هذا السلوك ينطبق على حالة الانخفاض كذلك وبصورة عكسية.

نظرية موجات اليوت Elliot Waves Theory

يتمثل جوهر هذه النظرية كما يراها اليوت في أن الكون الذي نعيش فيه والطبيعة التي تحيط بنا ينطويان ويشتملان على نمط مقدر وثابت يوجد له تعبيراً أو مدخلا في جميع نواحي الحياة التي نعيشها بما فيها تقلبات أحوال أسواق الأسهم ومضمون النظرية يستند الى ان اسعار الاوراق

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المالية يمكن وصفها بمجموعة من الموجات النمطية و هذه الموجات تتمثل بموجة رئيسة صاعدة تتألف من خمس موجات تتبعها موجة تنازلية قوية تتكون من ثلاث موجات ، وتتكون الموجات الخمس في الموجة الرئيسة الصاعدة من ثلاث صاعدة واثنتين هابطتين ، وتتكون الموجات الثلاث في الموجة الرئيسة الهابطة من موجة نازلة واخرى صاعدة وموجة نازلة(الجميل ، ٢٠١٢ : ٧٣).

وفي الموجات الرئيسة توجد موجات متوسطة تحتوي بدورها على النمط نفسه المؤلف من خمس موجات صاعدة وثلاث موجات هابطة ، وهكذا فإن جميع الموجات وابتداء بالموجة الرئيسة الصاعدة وانتهاء بالموجة الصغرى تنطوي على عدد كبير من التقلبات الصاعدة والهابطة و يمثل ذلك الدورة الكاملة لحركة الأسعار في السوق.

٢- المؤشرات الفنية

يهتم التحليل الفني ويعتمد أيضا على ما يطلق عليه بالمؤشرات الفنيةTechnical Indicators والتي تستخدم في تحديد الاتجاهات الصاعدة أو النازلة ، حيث توجد ثلاثة أنواع رئيسة من المؤشرات الفنية وهذه المؤشرات هي المؤشرات الذاتية ، مستويات التدفقات المالية ، مؤشر الهيكل السوقي (السراج ، ٢٠٠٥ : ٣٨).

- **المؤشرات الذاتية**

تعتبر أحجام التداول السوقية من المؤشرات المهمة والتي تستخدم في قياس قوة الارتفاع أو الانخفاض في الأسعار ، حيث أن زيادة عدد المستثمرين المشاركين ودورهم في إحداث النمو أو التراجع في السوق يمكن اعتباره كمقياس لتحركات الأسعار وتحديد اتجاهاتها المستقبلية ، ويوجد هناك عدد من النسب التي تستخدم في تحديد ومعرفة الاتجاه العام للسوق من خلال الأحجام المتداولة فيه والتي هي إحصائية التداول الكميات الفردية Odd-lot (Bodie, ed, 1998, 421).

- **مستويات التدفقات المالية**

وتهتم بقياس إمكانية قيام مجموعات المستثمرين بعملية الشراء أو البيع وبما يساعد على التنبؤ بتحركات الأسعار، فيما تراقب مؤشرات الهيكل السوقي التحويلات التي قد تصيب اتجاهات الأسعار في السوق ، وتشمل على مجموعة من المؤشرات ومن اهمها البيع الآجل والذي يشير إلى عدد الصفقات البيعية التي تتم في الأجل القصير، والأرصدة الدائنة في حسابات الوسطاء يقوم المستثمرون في بعض الأحيان ، بوضع ارصدة دائنة في حسابات شركات الوساطة التي تتعامل معهم وتنوب عنهم في عمليات الشراء والبيع وذلك عند تخطيط الاستثمار في الأجل القصير ، حيث إن الأرصدة الدائنة تستخدم كمقياس لإمكانية دخول المستثمرين كمشترين في أسواق الأسهم وبالتالي فإن تعزيز الأرصدة يعتبر مؤشراً على احتمالية حصول ارتفاع سوقي (Bodie, ed, 1998, 421-424).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- **مؤشرات الهيكل السوقي**

وتشمل مجموعة من المؤشرات والمتمثلة بالمتوسطات المتحركة ، خط التقدم والتراجع والمؤ شرات النسبية ، وإن استخدام المتو سطات المتحركة يقي المحللين من التذبذبات التي قد تصيب السعر بين الحين والآخر والتي تؤدي إلى حيرة وإرباك المحللين ، ويمكن احتساب المتوسطات المتحركة على أُسس مختلفة ، فهناك متوسطات لثلاثة أيام ، وعشرة أيام وغيرها ، كما يمكن استخدام المتوسط الحسابي في احتساب قيمة المتوسط ، بالإضافة إلى إمكانية استخدام المتوسط الهندسي ، أو استخدام المتوسط الذي يرجح ويعطي وزناً أكبر للأيام القريبة على البعيدة (أسعد ، ١٩٩٧ ، ١٨٤).

وإن مدى قوة وضعف السوق يمكن أن يقاس من خلال مدى التغير في خط التقدم والتراجع والذي يُعَرَفْ على أنه الفرق بين عدد الأسهم ذات الأسعار المرتفعة وتلك الأسهم ذات الأسعار المنخفضة في نفس الوقت ، اما مؤشر القوة النسبية فيؤكد من خلال مفهومه أن هناك بعضاً من الأوراق المالية التي قد ترتفع اسعارها بشكل أكبر من بقية الاوراق المالية التي يتم تداولها في نفس السوق وذلك في حالة حصول ارتفاع سوقي ، وتقاس القوة النسبية عن طريق مجموعة من الطرق ، فهناك من المحللين من يستخدم معدلات العوائد من خلال احتسابها وتصنيف الأوراق المالية على أساس مدى الارتفاع في العوائد المتحققة عنها والتي سجلتها في الماضي كمؤشر على مدة القوة النسبية لتلك الأوراق (السراج ، ٢٠٠٥ :٤١-٤٣).

ثالثا : كفاءة الاسواق المالية

بدا الحديث عن كفاءة الأسواق المالية البداية في سنة ١٩٥٣ عندما لاحظ الاحصائي البريطاني من خلال دراسته لسلوك اسعار الاسهم والسلع ان هذه السلاسل تسير بشكل عشوائي وبشكل مستقل عن السلسلة الاخرى ، وقد تمكن في سنة ١٩٥٩ نشر بحثان دعما لفكرة نظريته ، وبدا الباحثون يبحثون في التعرف على الخلفية الاقتصادية لهذه الظاهرة العشوائية واستنتج عدد غير قليل منهم ان عشوائية اسعار الاسهم هي بمثابة نتيجة للسوق الكفؤ(الجميل ، ٢٠١٢ : ٢٦٣).

وبالحديث عن الكفاءة لابد من الاشارة الى انه هناك نوعين من الكفاءة لسوق راس المال يتمثلان بالكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية ، وتتمثل الكفاءة الكاملة في إن المبدأ الذي يقوم عليه السوق الكفوء هو الانعكاس السريع للمعلومات التي ترد إلى السوق على سعر السهم ، وهو ما يعني أنه لا توجد مدة زمنية بين الحصول على المعلومات و تحليلها و بين التغير في سعر السهم (لطرش ، ٢٠١٠: ٨٤).

ولأن بعض شروط الكفاءة الكاملة مثالية ولا يفترض تحققها في الظروف العادية ، ظهر نوع ثانٍ من الكفاءة ، وهي الكفاءة الاقتصادية التي تفترض أن يمضي بعض الوقت منذ وصول

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم ، و هو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أدنى من قيمته الحقيقية لبعض الوقت ، (التميمي و سلام ، ٢٠٠٤: ٨٧).

ويرتكز مفهوم نظرية كفاءة السوق بان السوق له القدرة التامة على التنبؤ ولكن في الحقيقة لا يمكن ان تكون للسوق تلك القدرة التامة في التنبؤ والاهم من ذلك ميل الاسعار نحو التغير ولكن في النهاية لا يمكن ان تعكس القيمة الحقيقية العادلة والسبب في ذلك ان الظروف وعدم التأكد هما سببا جوهريا في ذلك ولكن الاهم هو ان من يعكس هذه المفاجئات و عدم التأكد هو السعر و من خلال التذبذبات وتوجد هناك ثلاث مستويات من الكفاءة متمثلة بالمستوى الضعيف ، المستوى شبه القوي والمستوى القوي.

مستوى الكفاءة الضعيف

يشير هذا المستوى من الكفاءة الى أن المعلومات التي تُظهرها أسعار الأسهم في السوق المالية ما هي ألا معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم أو على حجم التعاملات التي حدثت في الماضي ، وأن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل هي مسألة غير ذات جدوى(اللامي ، ٢٠٠٦ : ٥٦-٥٧).

وعلى هذا الاساس فان الاسواق المالية عند هذا المستوى من الكفاءة تعكس البيانات التاريخية الموثقة سابقا من اسعار الاسهم واحجام التداول وغيرها من البيانات ، وعند هذا المستوى من الكفاءة يمكن ان يحقق المستثمرين لمعدل عائد غير استثنائي من خلال حصولهم على معلومات غير متاحة لبقية المستثمرين او قدرتهم على تحليل البيانات التي حصلوا عليها بكفاءة عالية.

مستوى الكفاء ة شبه القوي

بالمقارنة مع المستوى الضعيف للكفاءة فان هذا المستوى من الكفاءة اذا ما توفر في سوق ما فان ذلك يدل على تطور ذلك السوق لان الأسعار المتداولة للأوراق المالية في السوق تعكس المعلومات المحتوات في البيانات المالية المنشورة بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة والمتوفرة عن الأسعار نفسها لذا تبقى في مثل هذه الظروف للبعض دون غيرهم فرصة الاستفادة من المعلومات غير المنشورة وتحليلها بكيفية تتيح لهم المجال في تحقيق عوائد استثنائية (العاني ، ٢٠٠٢ : ٢٥).

ويمكن القول بان السوق المالية عند هذا المستوى من الكفاءة تعكس البيانات المالية المنشورة بالإضافة الى البيانات التاريخية السابقة ، حيث ان جميع البيانات والمعلومات العامة متوفرة عن الشركات وامكانية الحصول عليها بسهولة ، وقد كشفت الدراسات عدم امكانية تحقيق عوائد غير

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

استثنائية للمستثمرين على حساب المستثمرين الاخرين ، ولكن بإمكانهم تحقيق معدل عائد يفوق معدل العائد الطبيعي.

مستوى الكفاءة القوي

وفقا لهذا المستوى من الكفاءة فإن السوق يوفر للمتعاملين فيه جميع المعلومات المتاحة فيه سواء أكان مصدرها البيانات المالية المنشورة أو غيرها من المصادر بما فيها المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم وأية معلومات أخرى خاصة ، و هذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح ستكون (صفراً) لأن القيمة السوقية للسهم ستساوي القيمة الحقيقية له(السراج ، ٢٠٠٥ : ٤٤).

وفي الحقيقة انه من الصعب أن يتوافر في الحياة العملية هذا المستوى ، فالمستوى الشائع في السوق هو المستوى الضعيف والى درجة معقولة المستوى شبه القوي وهو موجود في البورصات العالمية العريقة كبورصة نيويورك ولندن وفي الدول المتقدمة ، أما في الدول النامية فأن المستوى الضعيف هو تقريباً الشائع ، فالمعلومات اغلبها تعتمد على ما سجله الماضي حتى عند هذا المستوى فأن الدول النامية متفاوتة في ذلك (اللامي ، ٢٠٠٦ :٥٨)

وعند هذا المستوى من الكفاءة فان السوق المالية توفر جميع المعلومات المتاحة فيه سواء كانت تاريخية او منشورة ، العامة منها او الخاصة والمعلنة وغير المعلنة ، وبهذا فان المستثمرين غير قادرين على تحقيق معدل عائد استثنائي ، واغلب الاسواق المالية هي عند المستوى الضعيف و هذا ينطبق على الاسواق المالية الموجودة في البلدان النامية ، بينما المستوى شبه القوي فهو ينطبق على الاسواق المالية العريقة.

المبحث الثالث : مؤشرات تطور الاسواق المالية واهمية ووظائف الاسواق المالية

اولا : مؤشرات تطور الاسواق المالية

تعد المؤشرات اداة هامة تستعين بها اسواق الأوراق المالية لقياس نشاط السوق والتنبؤ بما سيكون عليه في المستقبل ، ولقياس كفاءة أدائها تعتمد الأسواق المالية على مؤشرات مالية معينة ، فكل سوق مالي ينفرد بمؤشر خاص به ، كما تعتبر مؤشرات السوق المقياس الرئيس لحركة الأسعار بالسوق ، وهي تنقسم الى عدة انواع يتعامل كل منها مع جانب من جوانب السوق.

تعريف المؤشر المالي

يعد المؤشر قيمة رقمية مطلقة تكون على هيئة متوسطات او ارقام قياسية تستخدم لأجراء المقارنة والملاحظة والقياس للتغييرات المقطعية والسلاسل الزمنية التي تحدث في المنشآت والصناعات والأسواق المالية لفترة زمنية معينة ، فهو أداة تشخيصية رئيسة يسترشد بها في اتخاذ

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

القرارات الاستثمارية كما تقارن بها عوائد الأوراق المالية والمحافظ الاستثمارية على حد سواء (الداغر، ٢٠٠٥: ٢٩٨).

وبذلك يمكن القول ان المؤشر يقيس مستوى الأسعار في السوق ، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال التي يستهدف المؤشر قياسها.

ولمؤشرات اسواق راس المال اهمية كبيرة بالنسبة للمتعاملين بالأسواق المالية و هي على النحو التالي(الجميل ، ٢٠١٢ : ٩١) :

- يعد المؤشر اداة للمقارنة المرجعية : فهو يعد بمثابة المعيار الذي يرجع له للمقارنة وتقييم اداء السوق والاسهم المتداولة فيه ومن ثم تحديد مواطن الخلل والانحراف ومعالجتها.
- تحديد الاتجاه العام للسوق : لما كان المؤشر قدد اعتمد على عدد كبير من اسهم السوق فهو يمثل مرآة للسوق واتجاهاتها الصعودية والتنازلية.
- يعد المؤشر اداة للتنويع الجيد : يبحث المستثمر على التنويع الجيد من اجل تقليل المخاطر ومحاولة تجنبها ولما كان المؤشر يعكس مستوى الخطر لذا فان المؤشر ذو التنويع الجيد يعني خطرا اقل من قبل المستثمر.
- يعمل المؤشر على استقرار ثنائية العائد-الخطر : من اهم الوظائف التي يمارسها المؤشر قدرته على فصل سعر السهم عن القرارات التي تتخذها الشركة داخليا مما يعني ان التغيرات في سعر السهم ينبغي ان لا تؤثر على قيمته.

انواع المؤشرات المالية

عمد الاقتصاديون الى تكوين مجموعة من المؤشرات والمقاييس لتحديد مدى تطور سوق الاوراق المالية ودرجة تأثيرها على الاداء الاقتصادي للبد ومن اهم هذه المؤشرات مؤشر حجم السوق ، مؤشر السيولة ، مؤشر درجة تقلب او تذبذب عوائد الاوراق المالية ، مؤشر درجة التركز ، مؤشر كفاءة تسعير الاصول الرأسمالية ، مؤشر درجة الاندماج ومؤشر تطور الهيكل التنظيمي للسوق .

مؤشر حجم السوق

يعد اتساع حجم السوق من اهم المؤشرات الايجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات في سوق الاوراق المالية اذ كلما اتسع حجم السوق كان ذلك دليلا على تطورها ونضجها ويقاس حجم السوق بمؤشرين وهما معدل رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة في السوق(مزاهدية ، ٢٠٠٧ : ١٣٥).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

معدل رسملة السوق

و هو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الاجمالي ، وتشير ايضاً الى اجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق تبعاً لأسعار الأسهم في السوق المالية و تعد مؤشراً يستخدمه المحللين الاقتصاديين لقياس نشاط السوق ، فالقيمة السوقية للاسهم كثيرة التذبذب ، إذ تتغير تبعاً للوضع المالي للمنشأة والظروف الاقتصادية عامة وحجم العرض والطلب على الأسهم بشكل خاص(قاسم ، ٢٠٠٨ : ٥٨).

وضمن هذا الاطار فان مؤشر معدل رسملة السوق سوف يظهر مدى مساهمة الاسواق المالية في حجم الناتج المحلي الاجمالي للدولة ، وكلما كانت قيمة هذا المؤشر مرتفعة كلما دل على ان السوق المالي قد عمل على تعبئة المدخرات بالشكل الصحيح وبالتالي فان هذا يدل على كفاءة السوق.

ويعكس ارتفاع قيمة هذا المؤشر في قدرة الاسواق المالية على تنويع المخاطر وتعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار بما يسهم في تحسين معدلات النمو الاقتصادي ، وتقدير حجم الاسواق المالية في مختلف الدول باستعمال معدل الرسملة السوقية يعطي فكرة اكثر دلالة على تطور هذه الاسواق اذا انه قد يكون عدد الشركات المدرجة في الاسواق كبيرة دون ان يعني ذلك بالضرورة اتساع حجمها(مزاهدية ، ٢٠٠٧ : ١٣٥).

وبما ان هذا المؤشر يعكس مدى مساهمة الاسواق المالية في حجم الناتج المحلي الاجمالي فان أي زيادة للاستثمار الاجنبي في السوق سوف تؤدي الى زيادة القيمة السوقية وكلما ارتفعت القيمة السوقية كلما ارتفعت مساهمة البورصة في زيادة الناتج المحلي الاجمالي وبالتالي سوف ترتفع قيمة الصادرات مما يؤدي الى سد فجوة العجز في ميزان المدفوعات ، وكلما زادت نسبة الاستثمار الاجنبي في السوق دل ذلك على كفاءة السوق وارتفاع مستوى الاداء فيه ، لذلك سوف تركز الدراسة على قياس اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على حجم السوق للوصول الى مدى مساهمته في السوق.

عدد الشركات المدرجة في السوق

يدل هذا المؤشر على عمق السوق وتنوعها ، ويقاس نموها نسبة الى السنوات السابقة ، فزيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية له دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالية (محمد ، ٢٠٠٥ : ٦٥).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ويؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة الى اتساع حجم السوق وارتفاع حجم الاستثمارات بالتبعية ، ومن شان ذلك ان يتعكس بالإيجاب على كفاءة تخصيص الاستثمارات من حيث الحجم والاتجاه نحو الشركات الاكثر كفاءة(السعيد ، ١٩٩٩ :٢٦).

ويعتبر حجم السوق من اهم المؤشرات المالية التي تعبر عن تطور السوق المالية ، لما يعكسه هذا المؤشر من حجم للقيمة السوقية مقارنة بالناتج المحلي الاجمالي ، ويقاس حجم السوق بمؤشرين الاول يتمثل بمعدلة رسملة السوق ، والثاني بعدد الشركات المدرجة في السوق ، ويستخدم لقياس نشاط السوق ، اما مؤشر عدد الشركات فهو يدل على عمق السوق واتساع حجم الشركات يؤدي الى ارتفاع حجم الاستثمارات في السوق.

مؤشر درجة سيولة السوق

تعني سيولة السوق القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة ، وهناك مؤشرين لقياس السيولة وهي معدل قيمة الاسهم المتداولة ومعدل دوران الاسهم.

معدل قيمة الاسهم المتداولة

ويساوي معدل قيمة الاسهم المتداولة مجموع الأسهم المتداولة في السوق مقسوماً على الناتج المحلي الاجمالي ويقيس هذا المؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد ، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في السوق خلال مدة معينة عادة تكون سنة، وحركة التداول تعني حركة عمليات البيع والشراء للأوراق المالية في السوق (العاني ،٢٠٠٢ :٥٤).

وكذلك يعبر معدل التداول عن نسبة اجمالي القيمة السوقية للاوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية معينة الى الناتج المحلي الاجمالي الخام للفترة ذاتها ويعكس هذا المؤشر دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي.

وعلى هذا الاساس فان هذا المؤشر يعتمد على عدد الاسهم المتداولة وان حضور الاستثمار الاجنبي في السوق يدفع الشركات الى اصدار المزيد من الاسهم او تحفيز المستثمرين الى ادراج شركات جديدة في السوق وبالتالي سوف ترتفع سيولة السوق مما ينعكس على ارتفاع درجة سيولة الاقتصاد الوطني لذلك سوف تقوم الدراسة بأخذ هذا المؤشر لمعرفة اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على سيولة السوق.

معدل دوران الاسهم

ويمكن أن يتخذ معدل دوران اسهم الشركة في البورصة كمؤشر للإقبال على ما تصدره من أوراق مالية أو الأوراق المتداولة في السوق المالية ، الأمر الذي يعني تمتعها بمركز مالي جيد وربحية عالية وتحسب نسبة دوران السهم بقسمة عدد الاسهم المتداولة على عدد الاسهم المصدرة ،

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ويقاس دوران السهم بالنسبة المئوية لتداول اسهم شركة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال فترة زمنية محددة (قاسم ، ٢٠٠٨ : ٥٩).

وبما ان هذا المؤشر يعبر عن مدى الاقبال على الاوراق المالية المصدرة فان دخول الاستثمار الاجنبي غير المباشر للسوق سيعمل على احداث زيادة في حجم الاوراق المالية المصدرة نتيجة لزيادة الارباح والثقة التي يوفرها هذا النوع من الاستثمار في السوق وبالمقابل سيحفز المستثمرين في السوق على شراء تلك الاوراق المصدرة مما يؤدي الى ارتفاع معدل دوران السهم ، وكل ذلك مقرون بنسبة مساهمة الاستثمار الاجنبي غير المباشر في السوق لذلك عمدت الدراسة الى اخذ هذا المؤشر لمعرفة اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على معدل دوران السهم في بورصة عمان للاوراق المالية.

وان مؤشر درجة السيولة من المؤشرات المهمة التي تعكس مدى تطور السوق المالية ، وتقاس درجة السيولة بمؤشرين الاول يتمثل بمعدل قيمة الاسهم المتداولة والثاني معدل دوران الاسهم ، ويقيس مؤشر قيمة الاسهم المتداولة حجم التداول لاسهم الشركات المقيدة في السوق كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي ، و هو بذلك يعكس درجة السيولة في الاقتصاد ، اما مؤشر معدل دوران الاسهم فانه يعكس مدى الاقبال على ما تصدره الشركات من اوراق مالية.

مؤشر درجة التركز

ويقصد به مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق ويقاس هذا المؤشر بحساب حصة اكبر عشر شركات في رسملة السوق او في اجمالي قيمة التداول(World Federation of Exchanges,2003 : 71).

وايضا يقصد بدرجة تركز التداول ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزاً في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير منها ، ولقياس درجة التركز يتم احتساب حصة اكبر عشر شركات من اجمالي رأس المال السوقي أو إجمالي قيمة التداول(قاسم ، ٢٠٠٨ : ٥٩).

وهذا المؤشر من المؤشرات المهمة ايضا في معرفة مدى تطور السوق المالية فهو يقاس من خلال حصة اكبر عشرة شركات من القيمة السوقية او حجم التداول في السوق ، فكلما كان مؤشر درجة التركز مرتفعا كلما دل على عدم تطور السوق المالي ، وكلما كان مؤشر درجة التركز منخفضا كلما دل على تطور السوق المالي.

مؤشر درجة التذبذب

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

يعتبر التقلب او التذبذب في عوائد الاوراق المالية احد اهم المؤشرات التي لقيت اهتماما كبيرا من قبل الدراسات النظرية لكفاءة السوق ، ويعرف التذبذب بانه التغير في عائد الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة ويقاس هذا المؤشر بتقدير الانحراف المعياري للعائد(Dahel ،1999 : 12).

وتعتبر مؤشرات التذبذب تحليل لرسوم بيانية صممت لإظهار قوة السعر الحالي في ما يتعلّق بحركة السعر الأخيرة ، وفي هذا الإطار هي تعرض سرعة تحرّك السوق القصيرة الأمد فتقدم إشارات عن تحوّل في اتجاهات السوق قبل أن تتغيّر اتجاهات السعر.

وهناك مجموعة من المؤشرات لتطور اداء الاسواق المالية مثل مؤشر كفاءة تسعير الاصول الرأسمالية والذي يقصد به ان يعكس سعر الورقة المالية كافة المعلومات المتاحة عن الشركة المصدرة للورقة المالية بسرعة وبدقة ، وهناك مؤشر يطلق عليه مؤشر درجة الاندماج و يشير مفهوم الاندماج الى الوضع الذي يكون فيه بإمكان المستثمرين في دولة ما بشراء وبيع الاوراق المالية المتماثلة والمتداولة في دولة اخرى دون قيود وبأسعار متماثلة ، وكذلك هناك مؤشر اخر هو مؤشر تطور البنية التنظيمية والتشريعية للسوق حيث يتأثر اداء الاسواق المالية بدرجة كبيرة بالعوامل التشريعية والمؤسسية السائدة في السوق (مزاهدية ، ٢٠٠٧ : ١٤٢-١٤٥).

ثانيا : اهمية ووظائف الاسواق المالية

تأتي أهمية الأسواق المالية من الدور الرئيس الذي تؤديه في الموائمة بين وحدات الفائض المالي و وحدات العجز المالي فضلا عن ذلك إن الأسواق المالية تساعد في جذب رؤوس أموال أجنبية والتي تساهم في تمويل المشاريع الكبيرة ولاسيما الحكومية ، وتعدُ الأسواق المالية وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي يعاني منها كثير من القطاعات والإفراد المتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان بالمستوى المطلوب ، وترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل يمكن تلخيصها بالاتي (ابو موسى ، ٢٠٠٥ : ١٢) :

- تمويل خطط التنمية إذ تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة ، اذ تساعد الأسواق المالية على منح القروض بشروط ميسرة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية ، ولا يسبب هذا النوع من التمويل آثاراً تضخمية ، ويمكن عد سوق الأوراق المالية وسيلة مثلى لتخزين الثروة لدى المدخرين.
- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية ، وإن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- إن السوق المالي يعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته بما يضمن سلامة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين ، وتعد الأسواق المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية ، فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين على الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحا.
- أن سوق الأوراق المالية هي القناة الرئيسة في الاقتصاد إذ تستطيع الحكومات من خلالها تنفيذ سياساتها النقدية ، فوجود سوق متقدمة للأوراق المالية يمكن البنك المركزي من التأثير في كمية الأموال السائلة وسعرها ، وان هذه الاسواق تعمل بمبدأ الافصاح والشفافية و هذه الوظيفة من الوظائف الرئيسية فتعطي سعر الورقة المالية في الماضي و في الوقت الحاضر(سلام ، ٢٠٠٤: ١٣٦)
- جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية بما تستوعبه من رؤوس اموال اجنبية والتي تعمل على تمويل الوحدات الاقتصادية والتي غالبا ما تعاني من نقص في الموارد وبالتالي دفع العملية الانتاجية وزيادة الصادرات ومن ثم زيادة الناتج المحلي الاجمالي ، وهذه الاسواق تعمل على تحقيق التخصيص الكفؤ والفعال للموارد المالية (سمور ، ٢٠٠٧ : ٣٠).

ثالثا : نبذة عن سوق عمان المالي

إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية

بدأ سوق عمان المالي مع بداية العقد الرابع من القرن العشرين وكانت هذه عبارة عن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعى الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين (الشواورة ، ٢٠٠٨ ، ١٧).

وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية المنبثقة عن البنك الدولي قام البنك المركزي خلال عامي ١٩٧٥ و١٩٧٦ بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة ، وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (٣١) لسنة ١٩٧٦ ، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي (نشرات بورصة عمان).

وجاء تأسيس سوق عمان المالي لتحقيق مجموعة من الاهداف والتي في مقدمتها جذب الاستثمارات بكل انواعها لدفع عملية التنمية الاقتصادية من خلال مساعدة الشركات الاردنية في

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الحصول على التمويل بصورة قانونية ، وتنشيط الحركة التجارية للبلاد من خلال اجتذاب الاستثمارات الاجنبية والشركات المتعددة الجنسية(الشيخة ، ٢٠٠٢ : ١١١).

لإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني

تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال وتتمثل أهم ملامح التوجه الجديد في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق رأس المال واستخدام أنظمة التداول والتسوية والتقاص الإلكترونية وإزالة كافة معوقات الاستثمار وتقوية الرقابة على سوق رأس المال وصولاً الى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية ، وقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧ من أهم معالم هذه التطورات حيث تضمن هذا القانون إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان المالي وهي هيئة الأوراق المالية ، بورصة عمان / سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية

إنشاء بورصة عمان

تولت بورصة عمان اعتباراً من ١٩٩٩/٣/١١ مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إداريا ومالياً ولا تهدف الى الربح وكجهة وحيدة مصرح لها مزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية ، ويكمن الطابع الأساسي في هذه الهيكلة الجديدة في فصل الدور الرقابي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهذي الدورين معاً (معروف ، ٢٠٠٣ : ٣٠٣).

هيئة الأوراق المالية

وهي الهيئة الرقابية المنظمة لسوق راس المال الوطني وهي هيئة رسمية تتمتع باستقلال مالي وادري ، وترتبط برئيس الوزراء مما يعزز من دورها المستقبلي ويمكنها من تحقيق أهدافها الرقابية على سوق رأس المال بكفاءة عالية (بني هاني ، ٢٠٠٢ : ١٢١)

مركز إيداع الأوراق المالية

تم إنشاء هذا المركز بتاريخ١٩٩٩/٥/١٠ بهدف الحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية و تسجيل و نقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء. ويتمتع هذا المركز بشخصية اعتبارية و استقلال مالي و إداري و لا يهدف الى الربح و يدار من القطاع الأهلي(نشرات بورصات عمان).

المبحث الرابع : الدراسات السابقة

اولا : الدراسات العربية

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

١- دراسة محمد واحمد(٢٠١٣) بعنوان : الاستثمار الاجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الاسهم العادية - دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية.

تناولت الدراسة الاستثمار الأجنبي غير المباشر وتأثيره في كل من حجم تداول وعوائد الأسهم العادية في سوق العراق للأوراق المالية ، وشملت عينه الدراسة ثلاثة عشر مصرفا ضمن القطاع ألمصرفي والمدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ، وتضمنت الدراسة الفترة من كانون الأول ٢٠٠٦ ولغاية آذار ٢٠٠٨ ، وخلصت الدراسة إلى مجموعة استنتاجات من أهمها ، إن نتائج الاختبار أظهرت وجود اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين متوسط عوائد الأسهم قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير ألمباشر مما يشير إلى تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في عوائد الأسهم العادية للمصارف عينة الدراسة ، كما أظهرت نتائج الاختبار إلى عدم وجود اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين متوسط عدد الأسهم المتداولة قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر، مما يشير ذلك إلى عدم تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في عدد الأسهم المتداولة للمصارف.

٢- دراسة يعقوب و محمد (٢٠١٣) بعنوان : قياس وتحليل اثر بعض العوامل الاقتصادية في التدفقات الدولية لرؤوس الاموال - دراسة تطبيقية لبعض دول شرق اسيا للمدة ١٩٩١- ٢٠٠٧.

هدفت هذه الدراسة الى توضيح أهم أشكال التدفقات الدولية لرؤوس الأموال وبيان مدى أهمية هذه التدفقات في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلدان المضيفة أو الجاذبة لهذه التدفقات ، وتم اختيار عينة عمديه من بعض بلدان شرق آسيا متمثلة بماليزيا واندونيسيا ، وذلك لان كل من ماليزيا واندونيسيا من البلدان ذات الاقتصاديات حديثة التصنيع تتسم هذه البلدان بالأداء العالي وبالتنوع الكبير من حيث الموارد الطبيعية والسكان والثقافة والسياسيات الاقتصادية ، وكانت مدة البحث للفترة من ١٩٩١- ٢٠٠٧، ولتحقيق أهداف الدراسة فإنه تم اعتماد الأسلوب التحليلي للبيانات ومن أهم الأساليب الإحصائية المستخدمة مقاييس النزعة المركزية (الوسط الحسابي) ومقاييس التشتت (الانحراف المعياري) وتحليل الارتباط عن طريق معامل الارتباط البسيط ، في حين تم تقدير أثر المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد ، وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج كانت اهمها ان التدفقات الدولية لرؤوس الأموال تتأثر خروجا ودخولا في مختلف دول العالم بالعوامل الاقتصادية والسياسات الاقتصادية المعتمدة في تلك الدول وان هناك تبايناً واضحاً في تطور نمو متغيرات الدراسة في كل من ماليزيا واندونيسيا خلال مدة البحث ، و وجود علاقة قوية و طردية بين الناتج المحلي الإجمالي وإجمالي التدفقات الدولية

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

للبلدان العينة خلال مدة الدراسة وكذلك وجود أثر معنوي واضح بين الناتج المحلي الإجمالي وإجمالي التدفقات الدولية لكلا البلدان عينة البحث ، مما يعني ذلك أن متغير الناتج المحلي الإجمالي يعد محدداً هاماً في المتغير التابع .

٣- دراسة داوود (٢٠١٠) بعنوان : اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على معاملات سوق الاوراق المالية بالتطبيق على البورصة المصرية.

تناولت هذه الدراسة تقييم الاستثمار الاجنبي غير المباشر على معاملات بورصة الاوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠٠٩ باستخدام مجموعة من المعايير وهي متوسط عائد السوق ، مخاطر السوق والعائد التراكمي ، وقد استخدم الباحث الاسلوب الاستقرائي لتحديد الظواهر التي ادت الى تساؤل البحث بجانب استخدام الدراسة التطبيقية التي استهدفت تقييم الاستثمار الاجنبي غير المباشر على بورصة الاوراق المالية باستخدام الاساليب الاحصائية المتعددة والمتنوعة ، وتوصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج واهما ان هنالك علاقة ايجابية بنسبة اكثر من ٠,٧٠ بين حد الاحتفاظ (الملكية) فئة المستثمر ومستوى العائد التراكمي وكذلك وجود علاقات ارتباطيه تبادلية بين فئات المستثمرين (اجنبي غير عربي – عربي - مصري) مع بعضها البعض من حيث حد الاحتفاظ والتدفق النقدي .

٤- دراسة وشاح(٢٠٠٩) بعنوان : دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية.

هدفت هذه الدراسة الى إبراز دور السوق المالي في محاولة جذب الاستثمارات الأجنبية الموجودة بالسوق المالي الفلسطيني و الاقتصاد الفلسطيني ، ومحاولة رفع مستواه بحيث يتناسب مع حجم السوق الفلسطيني المتواضع في ظل جميع المعوقات التي تواجهه ، وقد أجريت هذه الدراسة على الشركات المدرجة بالسوق المالي وهي ٣٦ شركة تعمل وتم توزيع ٥٤ استبيان و تم استرداد ٤٧ استبيان من الشركات أي ما نسبته ٨٧ % من العينة المستهدفة. وخلصت الدراسة من الاستبيان أن السوق المالي لا يقوم بدوره كاملا في دعم الاستثمار الأجنبي وتشجيعه على الاستثمار داخل فلسطين ويعود ذلك إلى الوضع الاقتصادي والسياسي المزعزع في فلسطين . وفي ضوء نتائج الدراسة اقترحت هذه الدراسة بعض التوصيات التي من أبرزها أن تحاول السوق المالية بوضع قوانين محددة تحمي المستثمرين الأجانب وتحافظ على حقوقهم بالسوق المالي وتقديم

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

تسهيلات أكثر لجذب المستثمرين الأجانب إلى فلسطين وان يحاول السوق المالي فصل جزئي للسياسة عن الاقتصاد وذلك بمعاونة وزارة الاقتصاد .

٥- دراسة العمري(٢٠٠٨) بعنوان : الاستثمار الاجنبي و اثره على تقييم الاداء في السوق المالي - دراسة تحليلية لسوق عمان المالي.

هدفت هذه الدراسة الى تحليل واقع السوق المالي الاردني وقياس مدى تأثير الاستثمارات الاجنبية على مؤشرات اداء هذا السوق و قد تم استخدام الاسلوب الوصفي والتحليلي في هذه الدراسة لأجل تفسير العلاقة بين الاستثمار الاجنبي ومؤشرات الاداء في السوق و قد استخدمت هذه الدراسة الاساليب الاحصائية ومنها تحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار صحة الفرضيات وتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المدرجة في السوق وتوصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج اهمها ان حجم الاستثمارات الاجنبية تؤثر على الرقم القياسي لأسعار الاسهم في سوق عمان المالي وبصورة ايجابية وكذلك يؤثر على حجم التداول للأسهم والسندات وكذلك يؤثر على القيمة السوقية للشركات الاردنية المساهمة والمدرجة في السوق وبصورة ايجابية ايضا.

٦-دراسة ال يحيى(٢٠٠٧) : الاستثمار الاجنبي المحفظي والقيمة المعرضة للمخاطرة - دراسة تطبيقية للأسواق الناشئة في اوروبا.

هدفت الدراسة الى تبني مقياس القيمة المعرضة للمخاطرة أساس في عمل المؤسسات المالية والتركيز على الجوانب المعرفية والفلسفية التي يرتكز عليها مقياس القيمة المعرضة للمخاطرة والمداخل المعلمية و اللامعلمية التي تستخدم في قياس المخاطر التي تتعرض لها قيمة المحفظة الاستثمارية من جهة ، و التوجيه إلى أهمية تكامل السوق المالي المحلي مع السوق الدولي بما يعزز استغلال فرص التحول للاستثمار الأجنبي الذي يحقق أرباحاً عالية من جهة، ويخفض المخاطرة وكلف التداولات وانجاز المعاملات المالية من جهة أخرى ، وقد اختيرت عينة الدراسة من الأسواق الناشئة في أوروبا إذ شملت العينة ثماني دول وهي جمهورية التشيك واليونان وبولندا والبرتغال وروسيا وسلوفاكيا وتركيا ، حيث تم اعتبار كل دولة بمثابة سهم في داخل المحفظة الاستثمارية الأجنبية والاعتماد على مدخل الأدنى- الأعلى بوصفه من أكثر المداخل استخداماً في بناء محافظ الاستثمار الأجنبي المحفظي . وتم اختبار قيمتها الأولية بالاعتماد على البيانات الخاصة بأجمالي العوائد السنوية للأسواق الناشئة للمدة من ١٩٩٣ ولغاية ١٩٩٨، وقد اعتمدت الدراسة على الأسلوب الرياضي والإحصائي في بيان اثر مقياس القيمة المعرضة للمخاطرة والذي استند إلى اعتماد نموذج ماركويتز في بناء محفظة الاستثمار المحفظي الأجنبي والقيمة المعرضة للمخاطرة والاستثمار الأجنبي المحفظي ، وتوصلت الدراسة الى

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

مجموعة من النتائج اهمها ان غياب الاستيعاب العالي لفلسفة وثقافة إدارة المخاطرة جعل مقدار التعرض للمخاطر كبير، وان اهمال عدم ثبات المتغيرات الاقتصادية والسوقية يسبب تعرض المؤسسة المالية لمقدار كبير من المخاطرة التي لا يمكن تجنبها بالتنويع ، وان مقياس VaR يكون الحل للعديد من المشكلات المالية بسبب اعتماده على برامج تسهل انجاز معاملات التداول بالسرعة العالية و تعد VaR أداة مهمة للإدارات العليا في رسم الاستراتيجيات المالية الصحيحة و كذلك تطوير السوق المالي من خلال تفعيل الاستثمار الأجنبي المحفظي لآلية ضبط الأداء المالي والإداري ومراقبة الفعاليات التي تساهم في زيادة ثقة ،.

٧- دراسة الحاج(٢٠٠٤) بعنوان : أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على ربحية الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على ربحية الشركات المساهمة العامة ألفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. وللوصول إلى هذا الهدف ، تم توزيع (٧) استبيانات على جميع مد راء شركات الوساطة المالية ، بواقع استمارة لكل شركة ، و(٢٤) استبانة على جميع مدراء الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، و تم تحليلها إحصائيا ، باستخدام المتو سطات ألحسابية والنسب المئو ية ، واختبار (ت) لمجموعتين مستقلتين. كما تم جمع البيانات اللازمة لأغراض هذا البحث من نشرات سوق فلسطين للأوراق المالية ، ومن شركات الوساطة المالية ألفلسطينية وتم تحليل هذه البيانات إحصائيا بالاعتماد على معامل الانحدار المتعدد وحساب نسب الربحية ، و تم التو صل إلى أنه لا يو جد تأثير للاستثمار الأجنبي غير ألمبا شر على الشركات المساهمة العا مة الفلسطينية المدر جة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، ولا على ربحيتها ، بل ترتبط ربحية هذه الشركات بأسلوب إدارتها لعملياتها المختلفة ، وما تقدمه من خدمات ما بعد البيع ، والأسلوب التسويقي المتبع ، وحجم المبيعات.

ثانيا : الدراسات الاجنبية

١- دراسة Rao and Rani (2013) بعنوان : Impact of foreign institutional investments on Indian capital market.

هدفت هذه الدراسة الى محاولة تطوير فهم ديناميكية السلوك التجاري للمستثمرين الأجانب و تأثيره على سوق السيولة الهندية و خاصة في القطاعات المختارة ، كما هدفت الدراسة الى ايجاد العلاقة ما بين المستثمرين الاجانب و سوق البورصة الهندية وتحليل نموذج استثمار القطاعات للمستثمرين الاجانب خلال الاعوام ٢٠٠٧-٢٠١٢ ، وكذلك اجراء مقارنة ما بين الشركات في القطاعات المختلفة التي تجذب المستثمرين الاجانب ، وتتكون عينة الدراسة من ١٠ شركات تتألف من القطاعات الخمسة الرئيسية أي العقارات و البنوك و تقنية المعلومات و الحديد و الفولاذ

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

، وتوصلت الدراسة الى ان المستثمرون الأجانب يشكلون مكون حيوي يساعد في تطوير السوق المالي و زيادة الناتج المحلي الاجمالي بما يسمح بتوفير تدفق رأس المال الى البلد من أجل النمو الاقتصادي ، كما أشارت النتائج الى وجود تنامي لتدفق المستثمرين الاجانب في أسواق البورصة الهندية من خلال الاستثمارات التراكمية الصرفة ، و تبين من نتائج التحليل انه لم يكن هناك انخفاض في تدفقات المستثمرين الاجانب في قطاعات تقنية المعلومات و حتى خلال الكساد العالمي في العام ٢٠٠٨ في حين انه في القطاعات الاخرى فإن أثر الكساد كان واضحا.

٢- دراسة Yan and Pavabutr (2013) بعنوان : Differential Impact of Foreign Portfolio Flows on Emerging Market Returns: Evidence from Thailand.

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر فروق الاسعار في تدفقات الاسهم الأجنبية في شريحتين سوقيتين: إحداهما تتألف من الاسهم المفضلة من قبل المستثمرين الأجانب والأخرى هي الأقل تفضيلا ، واعتمدت الدراسة على سلسلة يومية للتدفقات والعوائد في تايلند للفترة من ١٩٩٥-٢٠١٢ واستخدمت الدراسة معامل بيتا الذي يقيس حساسية عائد السهم للتدفقات الغير متوقعة والتي تعتبر سلبية خصوصا من أجل الاسهم مع الفائدة الأجنبية المرتفعة ، كشفت النتائج التجريبية للدراسة أن الأسهم ذات النسب المرتفعة الاجنبية تعرض معدلات مطلوبة منخفضة للعائد المتسق مع فرضية مشاركة الأخطار الدولية ، كما أظهرت نتائج الدراسة أن فروق أثر التدفقات الأجنبية على الشرائح المختلفة للسوق تشير إلى أن انتشار الحرية السوقية ليس مساو للمشاركة عبر السوق المحلي.

٣- دراسة Anayochukwu (2012) بعنوان : The Impact of Stock Market Returns on Foreign Portfolio Investment in Nigeria.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر عوائد سوق الأسهم على استثمار المحفظة الأجنبية في نيجيريا ، كما هدفت الدراسة أيضا إلى تحديد العلاقة بين استثمار المحفظة الأجنبية وعائد سوق الأسهم ومعدل التضخم وعوائد سوق الاسهم ، بالإضافة إلى تحديد اتجاه السببية بين استثمار المحفظة الأجنبية وعوائد سوق الأسهم في نيجيريا، اعتمدت الدراسة على بيانات النشرة الإحصائية الصادرة لبنك نيجيريا المركزي (CBN) ، وقامت الدراسة بتحليل البيانات التي تم جمعها باستخدام الحزم الاقتصادية ، كما استخدمت الدراسة تحليل الانحدار الخطي المتعدد لفهم اثر استثمار المحفظة الأجنبية ومعدل التضخم على عوائد سوق الاسهم ، كما استخدمت أيضا اختبارات غرانجر السببية لتحديد التوجه السببي بين المتغيرات ، وأظهرت نتائج الدراسة أن استثمار المحفظة الأجنبية له أثر إيجابي وذو دلالة إحصائية على عوائد سوق الاسهم بينما كان ايضا لمعدل

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

التضخم أثر ايجابي ، ولكن لم يوجد هنالك سببية أحادية الاتجاه تأتي من عوائد سوق الاسهم لاستثمار المحفظة الاجنبية في الاقتصاد والتي سوف تعزز عوائد سوق الأسهم في نيجيريا.

٤- دراسة Nielsen (2012) بعنوان : – Foreign Portfolio Investments in Sub Saharan Africa - why foreign investors might not seek the optimal opportunity.

هدفت إلى استقصاء كيفية توزيع استثمارات مستثمري المحفظة المالية الأجانب بين بلدان الصحراء الإفريقية الكبرى وما يمكن أن يبرر خيار المستثمر الأجنبي ، تكون مجتمع الدراسة من ٤٤ بلدا وشملت عينة الدراسة بلدان إفريقيا في منطقة الصحراء الإفريقية الكبرى وبلغت البلدان التي طبقت عليها الاختبارات ٢٩ بلدا من ٤٤ بلدا مشمولين في مجتمع الدراسة ، استخدم الدراسة الانحدار المعياري لبلدان الصحراء الإفريقية الكبرى و من ثم استخدم اختبار T على المستوى التنبؤي لاستثمار المحفظة المالية الأجنبية ، أظهرت نتائج الاختبارات الإحصائية أن المستثمرين يقومون بأعمال غير عقلانية عندما يستثمرون في الصحراء الإفريقية الكبرى ، كما أظهرت نتائج الدراسة أن هنالك نقص في الاستثمارات في كل من بوتسوانا والكاميرون وكوتي فوار وغانا وكينيا ومالاوي وموزمبيق ونيجيريا وتانزانيا وتوغو وأوغندا وزامبيا، كما وجدت الدراسة مبالغة في الاستثمار في كل من بوركينا فاسو والراس الأخضر غينيا وغينيا بيسو ومالي والنيجر ورواندا وجزر سيشل وسيراليون وسوازيلاند كما أن هناك نتائج مختلطة وجدت في ناميبيا وجمهورية الكونغو وموريشيوس.

٥- دراسة (Amadou , 2011) بعنوان : The Effect of Foreign Capital on Domestic Investment in Togo.

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة اثر راس المال الأجنبي على الاستثمار المحلي في توغو حيث قام الباحث بتحليل أثر هذا الاستثمار في توغو خلال الفترة من ١٩٧٠-٢٠٠٨، وقام الباحث بجمع البيانات المستخدمة في الدراسة من قاعدة البيانات في البنك العالمي (مؤشرات التنمية الإفريقية) ، وتم قياس الاستثمار المحلي عن طريق الناتج المحلي الإجمالي بـ % (GDP) ، كما قام الباحث بقياس معدل النمو الاقتصادي من خلال معدل نمو GDP الحقيقي ، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن مجمل راس المال الأجنبي له تأثير إيجابي ذو دلالة على الاستثمار المحلي ، كما أظهرت نتائج الدراسة ايضا أن الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) والقروض هي القنوات الرئيسية التي من خلالها يتدفق راس المال الأجنبي ويكون له أثر ايجابي على الاستثمار المحلي في توغو ، كما أن أثر استثمار المحفظة المالية هو سلبي وليس له دلالة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

٦- دراسة KARAN and SOMUNCU (2010) بعنوان : **THE Impacts of international portfolio investments on Istanbul stock exchange market.**

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور المستثمرين الدوليين خلال الازمة المالية في العام ٢٠٠١ ، اذ قامت الدراسة بتحليل أثر استراتيجيات الاستثمار الاساسية للمستثمرين الدوليين على بورصة استنبول خلال و بعد فترة الازمة ما بين الاعوام ٢٠٠١-٢٠٠٤ ، و تم الاعتماد على البيانات الشهرية في بورصة استنبول ل٤٥٥ مؤسسة مالية تم تقديمها من بورصة استنبول وتوصلت الدراسة الى مجموعة من الذتائج كان اهمها ان المستثمرون الأجانب كانوا مشتركين في تبادل ردود الفعل السلبية التي أدت الى استقرار السوق المالي خلال الازمة في حين ان المستثمرين المحليين ادوا الى عدم الاستقرار في الاسواق من خلال ردود الفعل الايجابية ، وكانت النتيجة الأخرى للدراسة تتعلق بسلوك القطيع للمستثمرين ، حيث وجدت الدراسة ان كلا المجموعتين من المستثمرين سواء الاجانب او المحليين شاركوا في نهج سلوك القطيع في السوق المالية و هذا النهج لم يكن في ذروة الازمة فقط بل حتى بعد تلك الازمة.

٧- دراسة Egly , Johnk and Liston (2010) بعنوان : **Foreign portfolio investment inflows to the united states : the impact of investor risk aversion and US stock market performance.**

هدفت الدراسة الى تحليل العلاقة بين صافي تدفقات الاستثمارات المحفظية الاجنبية و بشكل رئيسي سندات و اسهم الشركات وعوامل الجذب للاستثمارات ومخاطرة المستثمرين في البورصة الامريكية ، شملت بيانات الدراسة على البيانات الشهرية في البورصة الامريكية وللفترة الزمنية الممتدة من الشهر الأول من عام ١٩٧٧ حتى الشهر ١٢ من عام ٢٠٠٧ ، وشملت عينة الدراسة على ٣٧٢ عملية مراقبة شهرية ، استخدم في هذه الدراسة مقياس (VAR) من أجل تقييم العلاقة ما بين المتغيرات ذات الصلة ، وتوصلت الدراسة مجموعة من الذتائج اهمها ان تردد المستثمرين و عدم رغبتهم في المخاطرة يلعب دورا في تدفق الاستثمارات الاجنبية الى الولايات المتحدة ، ووجدت ايضا ان صافي تدفقات الاسهم و السندات للشركة يستجيب بشكل ايجابي مع الابتكارات في عائدات سوق البورصة و تقترح الذتائج التجريبية إلى ان صافي تدفق سندات الشركة يبدي استجابة على المدى المتوسط بالنسبة الى التردد و عدم المخاطرة في حين ان تدفق الاسهم لا يستجيب الى الصدمات الايجابية في عدم الرغبة من الخاطرة و تظهر الذتائج الى ان العوامل الداخلية الخاصة بالبلد يمكن ان تؤثر على تدفقات محفظة الاستثمارات الاجنبية .

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

٨- دراسة Gozgor and Erzurumlu (2010) بعنوان : **Causality Relations between Foreign Direct Investment and Portfolio Investment Volatility.**

هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقات السببية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وتقلبات استثمار المحفظة المالية الأجنبية ، واعتمدت الدراسة على البيانات الشهرية والربعية السنوية من مجموعة من الدول مثل جمهورية تشيك وبولندا وروسيا وتركيا بالإضافة إلى البيانات المتعلقة بتقلبات استثمارات المحفظة المالية ، استخدمت الدراسة مجموعة من الاختبارات والمقاييس منها نماذج GARCH بالإضافة إلى طرائق اختبار غرانغر وسيمز وتودا وياماموتو ، اشارت نتائج الدراسة إلى أن الاستثمارات المباشرة المالية التركية والروسية كان لها سببا مهما ذا دلالة إحصائية على تقلبات استثمارات المحفظة المالية ، ولكن النتائج بالنسبة لجمهورية التشيك وبولندا لم تجد الدراسة أي علاقة ذات دلالة إحصائية.

٩- دراسة Ghosh and Herwadkar (2009) بعنوان : **Foreign Portfolio Flows and their Impact on Financial Markets in India.**

هدفت هذه الدراسة الى دراسة العلاقة الداخلية لتدفقات الاستثمارات في الهند مع متغيرات مالية أخرى واستخدم الباحثان في هذه الدراسة دليل الاحصائيات الخاص بالاقتصاد الهندي و تستخدم الدراسة بيانات التسلسل الشهري حول المتغيرات المالية خلال عقد من الزمن قبل اندلاع الأزمة المالية العالمية ١٩٩٨-٢٠٠٨ وتشير نتائج الدراسة الى ان تدفق المستثمرين الاجانب يؤدي الى تغيرات في السيولة و في معدلات الصرف على المدى القصير فإن لتدفق المستثمرين الاجانب الصافي أثرا ايجابيا على سوق السيولة و اثرا سلبيا على معدل سوق المال ، كما ان لتدفقات رأس المال و العائدات على السيولة علاقة ايجابية على الاسواق المالية.

١٠- دراسة Roy (2007) بعنوان : **Foreign Portfolio Capital flows into India**

هدفت هذه الدراسة الانضمام إلى الجدل القائم على تحويل حساب رأس المالي من خلال النظر إلى المكون المفرد ولكنه المهيمن على التدفقات رأس المال و هي تدفقات المحفظة المالية الأجنبية. استخدم الباحث التحليل التجريبي لتحديد فيما إذا كانت تدفقات المحفظة المالية الأجنبية إلى الهند تم اشتقاقها من خلال تحفيز مكاسب رأس المال وتحفيز مكاسب الدخل. كما حدد الباحث المتغيرات ضمن دراسته بالقول أن التدفقات الصافية للمحفظة المالية الأجنبية هي متغير تابع وتغير سعر السهم وتغير سعر صرف الروبي في الدولار الأمريكي وفروق معدل الفائدة الحقيقية هي

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

متغيرات مستقلة. أظهرت نتائج الدراسة أن تدفقات المحفظة المالية الأجنبية للهند تعود في المقام الأول بسبب دافع مكاسب راس المال وفي الحالة الهندية هو التغير في أسعار الأسهم.

١١- دراسة Aggarwal, Klapper and Wysocki (2005) بعنوان : **Portfolio preferences of foreign institutional investors.**

هدفت إلى فحص خيارات توزيع الاستثمار المدار بفاعلية من قبل الصناديق الأمريكية المتعددة في أسهم الأسواق الناشئة بعد ازمات السوق في التسعينات. تعكس ببيانات الدراسة صناديق التمويل الأمريكية في فترة ما بعد الأزمة للأسواق الناشئة وشملت عينة الدراسة على ٣٠ بلدا التي تعتبر من الأسواق الناشئة. كشفت نتائج الدراسة أن التمويل الأمريكي في الاستثمار كان أكثر في الشركات التي تتبنى السياسات التقديرية مثل المزيد من الشفافية الحسابية والتي تصدر ADR ، تقترح نتائج الدراسة إلى أن الخطوات يمكن أن تؤخذ على مستوى البلد وعلى مستوى الشركة لخلق بيئة مواتية لاستثمار المؤسسات الأجنبية.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

ان ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هو ان هذه الدراسة ركزت على قياس اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على الاداء المالي لسوق عمان المالي ككل وبكافة قطاعته من خلال مجموعة من المؤشرات المالية التي تدل على تطور الاسواق المالية و هذه المؤشرات التي تناولتها الدراسة تتمثل بحجم السوق ، درجة السيولة ودرجة تركز السوق ، وان هذه المؤشرات لم يتم تناولها في الدراسات السابقة اطلاقا ، حيث ان اغلب الدراسات تناولت حجم التداول وعوائد الاسهم العادية ، متوسط عائد السوق ، مخاطر السوق ، والعائد التراكمي ، الرقم القياسي للأسعار القياسي للأسعار ، القيمة السوقية ، والبعض منها تناولت الاستثمار الاجنبي وعلاقته بالاستثمار المحلي والبعض الاخر تناولت الاستثمار الاجنبي المباشر المالي والاخرى ركزت على العوامل المؤثرة في الطلب على الاستثمار في الاسواق المالية ، و هي بذلك ستكون من المواضيع الحديثة التي تناولت هذا الموضوع ، والتي من المؤمل ان تسهم هذه الدراسة بالمساهمة في زيادة اطلاع الجهات المستفيدة ، والمهتمين بالشؤون المالية والاستثمارية في سوق عمان المالي بحالة السوق واتجاهه المستقبلي ، بالإضافة الى ان هذه الدراسة ستكون مكملة لجهود الباحثين في مجال الاستثمارات الاجنبية ودورها في تطوير الاسواق المالية.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الفصل الرابع : تحليل البيانات واختبار الفرضيات

المقدمة :

تطرقنا في الفصول السابقة عن اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر في كونه يمثل اضافة للموارد المتاحة وكيف ان هذه الموارد من شانها ان تحدث اضافة الى الناتج المحلي الاجمالي وبالتالي زيادة الصادرات وسد فجوة العجز في ميزان المدفوعات ، والاسواق المالية والتي تعتبر الوعاء الذي يستوعب تلك الاستثمارات المتمثلة بالأوراق المالية ، وللوصول الى هدف الدراسة المتمثلة باثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على الاداء المالي لسوق عمان المالي ومعرفة مدى نجاح سوق عمان المالي بالقيام بدوره في اجتذاب الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة ودفع عملية التنمية في الاردن ، وسيخصص هذا الفصل للجانب التطبيقي ومعالجة البيانات بالطرق الاحصائية ، وسيتم تخصيص المبحث الاول لتوصيف متغيرات الدراسة بينما المبحث الثاني سيخصص لمناقشة نتائج الفرضيات.

المبحث الاول : وصف متغيرات الدراسة والاختبارات القبلية

بعد الرجوع لبورصة عمان والتقارير السنوية تحديدا والبنك المركزي الاردني تم الحصول على البيانات اللازمة للدراسة وبشكل سنوي ، وهذه البيانات متمثلة بقيمة بالاستثمار الاجنبي غير المباشر ، القيمة السوقية ، عدد الاسهم المتداولة ، معدل دوران الاسهم ، عائد السوق والناتج المحلي الاجمالي ، وهذه البيانات تمثل متغيرات الدراسة والتي من الممكن ان نصل من خلالها الى معرفة اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على حجم سوق عمان المالي واثره على سيولة السوق وكذلك عائد السوق للتوصل الى صحة فرضيات الدراسة والتي تم ذكرها في الفصل الاول ، وسنقوم بمجموعة من الاختبارات الاحصائية والوصفية لمتغيرات الدراسة حيث ان الجدول أدناه يبين ملخص لنتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة ، خلال الفترة (١٩٩٦- ٢٠١٣):

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

جدول رقم (١)

ملخص نتائج الإحصاءات الوصفية

المتغير	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أعلى قيمة	أقل قيمة
FII	6.258467	22.28585	91.77259	-6.38547
MV/GDP	0.040553	0.310633	0.848523	-0.3277
VS/GDP	0.251858	0.857397	3.018389	-0.61115
TOS	0.105363	0.37328	0.85451	-0.43069
VOL	0.084463	0.42861	1.218297	-0.50265

*المصدر : من اعداد الباحث

من خلال نتائج الجدول رقم (١) يتبين لنا ما يلي:

- **FII:** بلغت أعلى قيمة لمتغير نسبة التغير في الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة(91.77259)، بينما بلغت أقل قيمة (6.38547-)، أما الوسط الحسابي فقد بلغ(6.258467)، وبانحراف معياري (22.28585).
- **MV/GDP:** بلغت أعلى قيمة لمتغير نسبة التغير في نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (0.848523)، بينما بلغت أقل قيمة (0.3277-)، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (0.040553)، وبانحراف معياري (0.310633).
- **VS/GDP**: بلغت أعلى قيمة لمتغير نسبة التغير في نسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي (3.018389)، بينما بلغت أقل قيمة (0.61115-)، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (0.251858)، وبانحراف معياري (0.857397).
- **TOS**: بلغت أعلى قيمة لمتغير نسبة التغير في معدل دوران الأسهم (0.85451)، بينما بلغت أقل قيمة (0.43069-)، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (0.105363)، وبانحراف معياري (0.37328).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- **VOL**: بلغت أعلى قيمة لمتغير نسبة التغير في تذبذب عائد السوق (1.218297)، بينما بلغت أقل قيمة (-0.50265)، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (0.084463)، وبانحراف معياري (0.42861).

اختبار ديكي فوللر (ADF):

يتم التعبير عن اختبار ديكي – فوللر من خلال المعادلات التالية:

- اختبار ديكي – فوللر:

$$\Delta Y_t = \delta_1 Y_{t-1t} + u_t$$

- اختبار ديكي – فوللر بوجود قاطع:

$$\Delta Y_t = \delta_0 + \delta 1\ Y_{t-1t} + u_t$$

- اختبار ديكي – فوللر مع قاطع ومتجه زمني:

$$\Delta Y_t = \delta_0 + \delta 1\ Y_{t-1t} + \delta_2 T + u_t$$

ويعتمد اختبار ديكي – فوللر على اختبار فرضية العدم (H0: ($\beta < 0$) والفرضية البديلة (H1: ($\beta = 0$)، حيث تعبر فرضية العدم (H0) عن عدم سكون واستقرار المتغير (Y) في مستواه، بمعنى أن المتغير يحتوي على جذر الوحدة وبالتالي تكون قيمة الدلالة المعنوية غير دالة إحصائيا، بينما تعبر الفرضية البديلة (H1) عن سكون واستقرار المتغير (Y) في مستواه، وبالتالي فإن قيمة الدلالة المعنوية تكون دالة إحصائيا، بمعنى أن هذا المتغير متكامل من الدرجة صفر (I_0). ويتم قبول الفرضية العدمية عندما تكون قيمة المعنوية غير دالة إحصائيا (> ٥%)، بينما يتم رفضها عندما تكون قيمة المعنوية دالة إحصائيا (< ٥%).

والجدول رقم (٢) التالي يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة لاستقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (١٩٩٦- ٢٠١٣) باستخدام اختبار ديكي فوللر (ADF):

جدول رقم (٢)

نتائج اختبار جذر الوحدة لاستقرار السلاسل الزمنية باستخدام اختبار ديكي فوللر (ADF)

المتغير (Variable)	اختبار ديكي فوللر (ADF)		ترتيب التكامل (Order of Integration)
	المستوى (Level)	الفرق الأول (First Difference)	

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

FII	-2.45225	-5.15326***	**I_1**
MV/GDP حجم	-1.3376	-4.68555***	**I_1**
VS/GDPالسيولة	-1.46431	-4.20669**	**I_1**
TOS	-1.22718	-2.82885*	**I_1**
VOL	-2.52275	-6.10617***	**I_1**
*****معنوية إحصائية عند (١%)**	****معنوية إحصائية عند (٥%)**		***معنوية إحصائية عند (١٠%)**

*المصدر : من اعداد الباحث

من خلال نتائج الجدول رقم (٢) يتبين لنا أن جميع متغيرات الدراسة مستقرة في الفروق الأولى من خلال استخدام اختبار ديكي فوللر (ADF)، حيث أن جميع قيم (t) المحسوبة هي أعلى من قيمة (t) الجدولية، وبالتالي فهي دالة ومعنوية إحصائيا، وهذا يعني رفض فرضية العدم التي تنص على عدم سكون المتغيرات، أي أن المتغيرات ساكنة في الفروق الأولى وبالتالي تكون جميع المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى.

الاختبارات القبلية

تم إجراء مجموعة من الاختبارات القبلية التي تهدف إلى صدق نتائج تحليل الانحدار، وهي على النحو التالي :

١- اختبار الفترة السابقة Lag Order

قد تم استخدام معيار ترتيب الفترة السابقة lag order بهدف التعرف على نوع تحليل الانحدار الذي سيتم استخدامه، فإذا كانت نتيجة هذا المعيار (٠) فهذا يدل على استخدام طريقة المربعات الصغرى لتحليل الانحدار، أما إذا كانت القيمة أكبر من (٠)، فسوف يتم استخدام طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR) في التحليل والجدول رقم (٣) التالي يوضح نتيجة اختبار الفترة السابقة Lag Order بين المتغير المستقل (الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة)، والمتغير التابع حجم البورصة :

جدول رقم (٣)

اختبار الفترة السابقة Lag Order بين الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة وحجم السوق*

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-67.43754	NA	69.71266	9.919649	10.01094	9.911198
1	-66.10157	2.099384	103.3337	10.30022	10.57411	10.27487
2	**-53.20731**	**16.57834***	**30.56082***	**9.029615***	**9.486085***	**8.987361***
3	-49.89732	3.309991	38.46153	9.128188	9.767246	9.069032
*** indicates lag order selected by the criterion**						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						

***المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج التحليل الإحصائي.**

من خلال الجدول رقم (٣) السابق يتبين لنا وجود دلالة معنوية في الفترة السابقة (٢)، وعليه سيتم استخدام طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR) لمعرفة أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على حجم السوق المالي.

والجدول رقم (٤) التالي يوضح نتيجة اختبار الفترة السابقة Lag Order بين المتغير المستقل (الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة)، والمتغير التابع سيولة السوق متمثلاً بنسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي:

جدول رقم (٤)

اختبار الفترة السابقة Lag Order بين الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة وسيولة السوق (نسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي)

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC
0	-82.2728	NA	580.39	12.03897	12.13026
1	-81.8088	0.729024	974.437	12.54412	12.818
2	**-70.8074**	**14.14476***	**377.6668***	**11.54391***	**12.00038***
3	-69.0229	1.784465	591.0406	11.86041	12.49947
*** indicates lag order selected by the criterion**					

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

*المصدر: من اعداد الباحث

من خلال الجدول رقم (٤) السابق يتبين لنا وجود دلالة معنوية في الفترة السابقة (٢)، وعليه سيتم استخدام طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR) لمعرفة أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على سيولة السوق المالي متمثلاً بنسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

والجدول رقم (٥) التالي يوضح نتيجة اختبار الفترة السابقة Lag Order بين المتغير المستقل (الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة)، والمتغير التابع سيولة السوق متمثلاً بمعدل دوران الأسهم:

جدول رقم (٥)

اختبار الفترة السابقة Lag Order بين الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة وسيولة السوق (معدل دوران الأسهم)

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	**-67.958**	**NA***	**75.09377***	**9.994004***	**10.08530***	**9.985553***
1	-67.3527	0.951166	123.557	10.47896	10.75284	10.45361
2	-61.5376	7.47668	100.4593	10.21965	10.67612	10.17739
3	-57.2913	4.246278	110.6019	10.18447	10.82352	10.12531
*** indicates lag order selected by the criterion**						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan-Quinn information criterion						

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

*المصدر : من اعداد الباحث

من خلال الجدول رقم (٥) السابق يتبين لنا وجود دلالة معنوية في الفترة السابقة (٠)، وعليه سيتم استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لمعرفة أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على سيولة السوق المالي متمثلاً بمعدل دوران السهم.

والجدول رقم (٦) التالي يوضح نتيجة اختبار الفترة السابقة Lag Order بين المتغير المستقل (الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة)، والمتغير التابع تذبذب عائد السوق:

جدول رقم (٦)

اختبار الفترة السابقة Lag Order بين الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة تذبذب عائد السوق

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	**-72.442**	**NA***	**142.4956***	**10.63458***	**10.72587***	**10.62613***
1	-70.8455	2.508827	203.5009	10.97793	11.25181	10.95258
2	-67.0343	4.900165	220.3022	11.0049	11.46137	10.96264
3	-65.0036	2.030721	332.8504	11.28622	11.92528	11.22707
*** indicates lag order selected by the criterion**						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan-Quinn information criterion						

*المصدر: من اعداد الباحث

من خلال الجدول رقم (٦) السابق يتبين لنا وجود دلالة معنوية في الفترة السابقة (٠)، وعليه سيتم استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لمعرفة أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على تذبذب عائد السوق.

٢- اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

استخدم هذا الاختبار للتأكد من عدم وجود مشكلة عدم تجانس البيانات بين المتغير المستقل والمتغير التابع للفرضيات الثلاثة والجدول رقم (٧) التالي يوضح اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity لمتغير حجم السوق ومتغير الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة :

جدول رقم (٧)

نتائج اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity للفرضية الأولى*

المتغير	Chi-sq	Prob.
MV/GDP	19.86902	0.7042

***المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج التحليل الإحصائي.**

من خلال الجدول رقم (٧) السابق يتبين لنا أن قيمة الاحتمالية كانت أكبر من (٥%)، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة عدم تجانس البيانات بين المتغير المستقل (الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة)، والمتغير التابع حجم السوق متمثلاً بنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

والجدول رقم (٨) التالي يوضح اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity لمتغير سيولة السوق متمثلاً بنسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي ومتغير الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة :

جدول رقم (٨)

نتائج اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity للفرضية الفرعية الأولى*

المتغير	Chi-sq	Prob.
VS/GDP	21.21628	0.6259

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

*المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج التحليل الإحصائي.

من خلال الجدول رقم (٨) السابق يتبين لنا أن قيمة الاحتمالية كانت أكبر من (٥%)، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة عدم تجانس البيانات بين المتغير المستقل متمثلاً بنسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

والجدول رقم (٩) التالي يوضح اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity لمتغير سيولة السوق متمثلاً بمعدل دوران السهم ومتغير الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة:

جدول رقم (٩)

نتائج اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity للفرضية الفرعية الثانية*

Prob.	F-statistic	المتغير
0.6996	0.154689	**TOS**

*المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج التحليل الإحصائي.

من خلال الجدول رقم (٩) السابق يتبين لنا أن قيمة الاحتمالية كانت أكبر من (٥%)، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة عدم تجانس البيانات بين المتغير المستقل (الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة)، والمتغير التابع سيولة السوق متمثلاً بمعدل دوران السهم.

والجدول رقم (١٠) التالي يوضح اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity لمتغير تذبذب عائد السوق ومتغير الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة :

جدول رقم (١٠)

نتائج اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity للفرضية الثالثة*

Prob.	F-statistic	المتغير
0.5802	0.31959	**VOL**

*المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج التحليل الإحصائي.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

من خلال الجدول رقم (١٠) السابق يتبين لنا أن قيمة الاحتمالية كانت أكبر من (٥%)، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة عدم تجانس البيانات بين المتغير المستقل (الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة)، والمتغير التابع تذبذب عائد السوق.

٣- اختبار الارتباط الذاتي VAR Residual Serial Correlation LM Tests

تم استخدام هذا الاختبار للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغير المستقل والمتغير التابع ولجميع الفرضيات ، والجدول التالي رقم (١١) التالي يوضح نتيجة اختبار الارتباط الذاتي لحجم السوق المالي والاستثمارات الأجنبية غير المباشرة من خلال استخدام VAR Residual Serial Correlation LM Tests:

جدول رقم (١١)

اختبار الارتباط الذاتي للفرضية الأولى*

Lags	LM-Stat	Prob
1	3.33438	0.5035
2	8.103082	0.0879
3	3.268629	0.5139
4	2.368714	0.6683

***المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج التحليل الإحصائي.**

من خلال الجدول رقم (١١) السابق يتبين لنا أن قيمة الاحتمالية كانت أكبر من (٥%)، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي غير المباشر)، والمتغير التابع حجم السوق متمثلاً بنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

والجدول التالي رقم (١٢) التالي يوضح نتيجة اختبار الارتباط الذاتي لسيولة السوق متمثلة بنسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي ومتغير الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة من خلال استخدام VAR Residual Serial Correlation LM Tests:

جدول رقم (١٢)

اختبار الارتباط الذاتي للفرضية الفرعية الأولى

Lags	LM-Stat	Prob

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

1	1.852434	0.7629
2	8.734905	0.0681
3	1.37901	0.8478
4	11.51022	0.1214

من خلال الجدول رقم (١٢) السابق يتبين لنا أن قيمة الاحتمالية كانت أكبر من (٥%)، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغير المستقل (الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة)، والمتغير التابع سيولة السوق متمثلاً بنسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

والجدول التالي رقم (١٣) التالي يوضح نتيجة اختبار الارتباط الذاتي لسيولة السوق متمثلة بمعدل دوران الأسهم ومتغير الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة من خلال استخدام Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

جدول رقم (١٣)

اختبار الارتباط الذاتي للفرضية الفرعية الثانية

F-statistic	1.137622	Prob. F(4,11)	0.3887
Obs*R-squared	4.974654	Prob. Chi-Square(4)	0.2899

*المصدر: من اعداد الباحث

من خلال الجدول رقم (١٣) السابق يتبين لنا أن قيمة الاحتمالية كانت أكبر من (٥%)، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغير المستقل (الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة)، والمتغير التابع سيولة السوق متمثلاً بمعدل دوران السهم.

الجدول التالي رقم (١٤) التالي يوضح نتيجة اختبار الارتباط الذاتي لتذبذب عائد السوق ومتغير الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة من خلال استخدام Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

جدول رقم (١٤)

اختبار الارتباط الذاتي للفرضية الثالثة

F-statistic	1.963864	Prob. F(4,11)	0.1699
Obs*R-squared	7.082446	Prob. Chi-Square(4)	0.1316

*المصدر: من اعداد الباحث

من خلال الجدول رقم (١٤) السابق يتبين لنا أن قيمة الاحتمالية كانت أكبر من (٥%)، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغير المستقل (الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة)، والمتغير التابع تذبذب عائد السوق.

المبحث الثاني : مناقشة ونتائج الفرضيات

نتائج الفرضية الأولى :

تنص الفرضية الاولى على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار الأجنبي غير المباشر على حجم سوق عمان المالي ويقاس حجم السوق بمعدلة رسملة السوق والذي هو عبارة عن القيمة السوقية للاسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الاجمالي ، وقد شهدت القيمة السوقية ارتفاعا مستمرا بشكل عام منذ ١٩٩٦ حيث بلغت ٣٤٦١,٢ مليون دينار اردني لتصل الى ٢٥,٤٠٦,٣ مليون دينار اردني في سنة ٢٠٠٨ ويرجع هذا الارتفاع في القيمة السوقية الى التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنلوجية لاسيما بعد ادخال نظام التداول الالكتروني وعمليات التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار ، وكذلك زيادة نسبة الاستثمار الاجنبي في السوق لتصل الى اعلى نسبة في عام ٢٠٠٦ لتصل الى ما نسبته ٢٣,٥٤ كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي ، وبعد سنة ٢٠٠٨ بدأت تنخفض القيمة السوقية لتصل الى ١٨,٢٣٣,٥ في سنة ٢٠١٣ لأسباب تتعلق بالأزمة المالية والاقتصادية وتداعيات الربيع العربي التي مست الاقتصاد الاردني.

ويقيس هذا المؤشر مدى مساهمة الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الناتج المحلي الاجمالي ، وان التوقع حسب النظرية الاقتصادية يكون للاستثمار الأجنبي تأثير موجب على معدل نمو الناتج القومي الاجمالي في الأقطار العربية التي يرتفع حجم ناتجها القومي ومستوى دخل الفرد فيها وتأثير اقل في الأقطار العربية التي ينخفض حجم ناتجها القومي ودخل الفرد فيها.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ومن خلال الاختبارات القبلية التي تم اجراءها على بيانات الفرضية الاولى تبين بانه هناك دلالة احصائية في الفترة السابقة (٢) وعليه سيتم استخدام اختبار طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR) للفرضية الأولى والجدول رقم (١٥) التالي يوضح نتيجة تحليل الانحدار باستخدام طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR) للفرضية الأولى:

الجدول رقم (١٥)
تحليل الانحدار باستخدام طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR) للفرضية الأولى

	GRMCAP	GRFINDI
GRMCAP(-1)	-0.311215	1.007083
	-0.1915	-26.6493
	[-1.62517]	[0.03779]
GRMCAP(-2)	0.156002	10.17831
	-0.17654	-24.5677
	[0.88367]	[0.41430]
GRFINDI(-1)	0.007439	-0.106019
	-0.00252	-0.35027
	[2.95575]	[-0.30268]
GRFINDI(-2)	0.01118	-0.007483
	-0.00262	-0.36405
	[4.27382]	[-0.02056]
C	-0.076829	6.727326
	-0.05641	-7.85066
	[-1.36189]	[0.85691]
R-squared	0.742972	0.029877
Adj. R-squared	0.640161	-0.358172
F-statistic	7.22657	0.076994

*المصدر : من اعداد الباحث

من خلال الجدول رقم (١٥) السابق يتبين لنا وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمتغير الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (FII) على حجم السوق المالي متمثلاً بنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الفترة الزمنية (١) (Lag 1)، والفترة الزمنية (٢) (Lag 2)، حيث كانت قيمة الاختبار الإحصائي (t) معنوية عند مستوى الدلالة (٥%) ، وهذه النتيجة جاءت متوافقة مع توصلت اليه دراسة يعقوب ومحمد وكذلك ما توصلت اليه دراسة Rao and Rani والتي تم ذكرها في الدراسات السابقة والتي بينت ان هناك علاقة قوية وطردية بين تدفقات الاستثمارات الاجنبية والناتج المحلي الاجمالي ، وهذا يعني انه كلما زادت تدفقات الاستثمارات الاجنبية كلما زاد الناتج المحلي الاجمالي وبالتالي فان هذا يدل على اتساع حجم السوق لأنها القناة التي تمر من خلالها تلك التدفقات ، وعلى هذا الاساس تبين ان للاستثمار الاجنبي غير المباشر اثر في حجم بورصة عمان

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

للاوراق المالية وتدل على نجاح البورصة في اجتذاب رؤوس الاموال الاجنبية من خلال شراء الاجانب للاوراق المالية في السوق من جهة ، ونجاح الاصلاحات الاقتصادية والمالية المتمثلة بالانفتاح المالي من جهة اخرى ، وهذا يعني انه كلما زادت تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية كلما زاد الناتج المحلي الاجمالي وهذا يدل في النهاية الى اتساع حجم السوق المالي الذي يعتبر القناة التي تمر بها تلك التدفقات.

وعليه يتم رفض الفرضية الاولى والقبول بالفرضية البديلة الأولى للدراسة والتي تنص على أنه : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار الأجنبي غير المباشرة على حجم السوق عمان المالي.

نتائج الفرضية الثانية :

تنص الفرضية الثانية على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار الأجنبي غير المباشر على سيولة سوق عمان المالي ، وسيولة السوق المالي تعني القدرة على شراء وبيع الاوراق المالية المتداولة بسهولة ، وهناك مؤشرين لقياس سيولة السوق المالي يتمثل المؤشر الاول بمعدل قيمة الاسهم المتداولة والمؤشر الثاني يتمثل بمعدل دوران السهم ، لذلك تم تجزئة هذه الفرضية الى فرضيتين فرعيتين تتناول كل فرضية فرعية مؤشر من هذه المؤشرات .

أولاً: الفرضية الفرعية الأولى

تنص الفرضية الفرعية هذه على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار الأجنبي غير المباشر على معدل قيمة الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي ، ويقاس هذا المؤشر من خلال قسمة مجموع الاسهم المتداولة في السوق على الناتج المحلي الاجمالي ليقيس هذا المؤشر التداول المنظم لاسهم الشركات في كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي ويعكس هذا المؤشر نسبة السيولة في الاقتصاد بشكل عام والسوق المالي بشكل خاص ، وان عدد الأسهم المتداولة يكتسب أهمية كبيرة لمختلف المهتمين بالسوق المالية ، إذ يمكن أن يعطي تلميحات مهمة عن تطور اداء السوق ، ومن خلال الاختبارات القبلية تبين وجود دلالة معنوية في الفترة السابقة (٢)، وعليه سيتم استخدام طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR) لمعرفة أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على سيولة السوق المالي متمثلاً بنسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي والجدول رقم (١٦) التالي يوضح نتيجة تحليل الانحدار باستخدام طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR) للفرضية الفرعية الأولى:

الجدول رقم (١٦)

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

تحليل الانحدار باستخدام طريقة نموذج الانحدار الذاتي (VAR) للفرضية الفرعية الأولى

	GRLIQ	GRFINDI
GRLIQ(-1)	-0.01376	0.204618
	-0.17181	-8.51651
	[-0.08009]	[0.02403]
GRLIQ(-2)	-0.10483	5.482484
	-0.17087	-8.46949
	[-0.61352]	[0.64732]
GRFINDI(-1)	0.009732	-0.10545
	-0.00648	-0.32136
	[1.50116]	[-0.32814]
GRFINDI(-2)	0.033693	-0.00077
	-0.00653	-0.32377
	[5.15832]	[-0.00238]
C	-0.01642	5.737857
	-0.16025	-7.94336
	[-0.10244]	[0.72235]
R-squared	0.740643	0.053935
Adj. R-squared	0.6369	-0.32449
F-statistic	7.139206	0.142525

*المصدر: من اعداد الباحث

من خلال الجدول رقم (١٦) السابق يتبين لنا وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمتغير الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (FII) على سيولة السوق المالي متمثلاً بمعدل قيمة الاسهم المتداولة في الفترة الزمنية (٢) (Lag 2)، حيث كانت قيمة الاختبار الإحصائي (t) معنوية عند مستوى الدلالة (٥%) ، وهذه النتيجة جاءت متوافقة مع دراسة Ghosh and Herwadkar والتي تم ذكرها في الدراسات السابقة والتي توصلت الى ان لتدفقات الاستثمار الاجنبي اثر ايجابيا على سيولة السوق هذا يدل على ان دخول الاستثمار الاجنبي غير المباشر الى السوق المالي سيعمل على زيادة عدد الاوراق المالية في السوق المالي وهذه الزيادة ستحدث ارتفاعا في حجم التداول والذي من شانه ان يعمل على ارتفاع درجة سيولة السوق ، وعليه تم رفض الفرضية الفرعية الاولى والتي تنص على انه لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على معدل قيمة الاسهم المتداولة في سوق عمان المالي وقبول الفرضية البديلة الفرعية الأولى للدراسة والتي تنص على أنه : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار الأجنبي غير المباشر على معدل قيمة الاسهم المتداولة في سوق عمان المالي.

ثانياً: الفرضية الفرعية الثانية

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

تنص هذه الفرضية على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار الأجنبي غير المباشر على معدل دوران الأسهم في سوق عمان المالي ، ومعدل دوران الاسهم في السوق المالي يعبر عن مدى اقبال المستثمرين على بيع وشراء الاوراق المالية وتحسب قيمة هذا المؤشر عن طريق قسمة عدد الاسهم المتداولة على عدد الاسهم المصدرة ومن خلال الاختبارات القبلية تبين وجود دلالة معنوية في الفترة السابقة (٠)، وعليه سيتم استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لمعرفة أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على سيولة السوق المالي متمثلاً بمعدل دوران السهم والجدول رقم (١٧) التالي يوضح نتيجة تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) للفرضية الفرعية الثانية

الجدول رقم (١٧)

تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) للفرضية الفرعية الثانية

المتغير	قيمة (.Sig)	قيمة (β)
FII	0.0103***	0.010112
قيمة الثابت α	0.5956	0.042079
R-Squared	0.364456	
قيمة (α) لاختبار F	0.010285***	
***معنوية إحصائية عند (1%)	**معنوية إحصائية عند (5%)	*معنوية إحصائية عند (10%)

*المصدر: من اعداد الباحث

من خلال الجدول رقم (١٧) السابق يتبين لنا وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمتغير الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (FII) على سيولة السوق المالي متمثلاً بمعدل دوران السهم، حيث كانت قيمة الاختبار الإحصائي (t) معنوية عند مستوى الدلالة (١%). وهذا يدل على ان دخول الاستثمار الاجنبي غير المباشر للسوق المالي سيعمل على زيادة ثقة المستثمرين بالسوق مما يؤدي الى زيادة عمليات البيع والشراء داخل السوق وبسهولة لان ثقة المستثمرين ستحدث طلبا على الاوراق المالية وبالتالي زيادة درجة السيولة في السوق ، وعليه يتم رفض الفرضية الفرعية الثانية للدراسة والتي تنص على أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار الأجنبي غير المباشر على معدل دوران الأسهم في سوق عمان المالي وقبول الفرضية البديلة التي تنص على انه : يوجد اثر ذو دلالة معنوية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على معدل دوران الاسهم في سوق عمان المالي ، وقد يرجع ذلك الارتفاع في معدل دوران نتيجة لانخفاض تكاليف الصفقات وتقليل المخاطر والاستقرار الذي يسود في الاقتصاد الاردني مما يجعله اكثر جاذبية للمستثمرين الاجانب

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

، وان هذا الارتفاع في معدل دوران الاسهم يدل في النتيجة النهائية الى ارتفاع سيولة السوق والتي تعني سهولة بيع وشراء الاوراق المالية في السوق المالي وباقل التكاليف .

نتائج الفرضية الثالثة:

تنص هذه الفرضية على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار الأجنبي غير المباشر على درجة تذبذب عائد الاوراق المالية المتداولة في سوق عمان المالي ، وان مؤشر درجة تذبذب العائد للورقة المالية يعني مدى التغير في العائد للورقة المالية ويقاس هذا المؤشر بتقدير الانحراف المعياري للعائد ومن خلال الاختبارات القبلية تبين وجود دلالة معنوية في الفترة السابقة (٠)، وعليه سيتم استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لمعرفة أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على تذبذب عائد السوق والجدول رقم (١٨) التالي يوضح نتيجة تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) للفرضية الثالثة:

الجدول رقم (١٨)

تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) للفرضية الثالثة

المتغير	قيمة (Sig.)	قيمة (β)
FII	0.6396	-0.00236
قيمة الثابت α	0.3853	0.099203
R-Squared	0.014996	
قيمة (α) لاختبار F	0.639624	
***معنوية إحصائية عند (1%)	**معنوية إحصائية عند (5%)	*معنوية إحصائية عند (10%)

*المصدر : من اعداد الباحث

من خلال الجدول رقم (١٨) السابق يتبين لنا عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الاستثمار الأجنبي غير المباشر (FII) على تذبذب عائد الاوراق المالية المتداولة في سوق عمان المالي ، حيث كانت قيمة الاختبار الإحصائي (t) غير معنوية ، وقد يكون السبب في ذلك عدم توفر السيولة اللازمة في السوق مقارنة بالأسواق المالية العريقة التي تكون فيها السيولة مرتفعة بحيث متى ما اراد المستثمر بيع او شراء الورقة المالية كان من السهولة وباقل التكاليف ، او قد يكون السبب في ذلك صناع السوق والذين يحددون الهامش الذي يطلبونه تبعا لدرجة الخطر الذي يواجهونه سعيا منهم للمحافظة على استقرار السوق ، وعليه يتم قبول الفرضية الثالثة للدراسة

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

والتي تنص على أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للاستثمار الأجنبي غير المباشر على تذبذب عائد الاوراق المالية المتداولة في سوق عمان المالي.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الفصل الخامس : النتائج والتوصيات

النتائج

من خلال نتائج الدراسة واختبار الفرضيات تم التوصل الى مجموعة من الفرضيات والتي يمكن ايجازها على النحو التالي :

١- وجود اثر ايجابي ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على حجم سوق عمان المالي متمثلا بنسبة القيمة السوق الى الناتج المحلي ، وهذا الاثر ضهر من خلال نسبة مساهمة الاستثمار الاجنبي غير المباشر في القيمة السوقية للاوراق المالية المتداولة في السوق ، وان هذه المساهمة للاستثمار الاجنبي غير المباشر في زيادة القيمة السوقية لسوق عمان المالي من شانها ان تعمل على زيادة الناتج المحلي الاجمالي الاردني وبالتالي فان للاستثمار الاجنبي غير المباشر مساهمة في دفع عملية التنمية والنمو الاقتصادي وزيادة الصادرات ومعالجة الخلل في الميزان التجاري الاردني.

٢- وجود اثر ايجابي ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على درجة سيولة سوق عمان المالي متمثلا بمعدل قيمة الاسهم المتداولة ، وهذا يعني ان زيادة الاستثمار الاجنبي غير المباشر قد عمل على زيادة عدد الاوراق المالية المتداولة في السوق وهذه الزيادة من شانها ان تحدث ارتفاعا في حجم التداول وبالتالي سوف ترتفع درجة السيولة في السوق.

٣- وجود اثر ايجابي ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على سيولة سوق عمان المالي متمثلا بمعدل دوران الاسهم ، و هذا يعني ان دخول الاستثمار الاجنبي للسوق سيعمل على زيادة ثقة المستثمرين بالسوق مما يؤدي الى زيادة عمليات البيع والشراء داخل السوق وبسهولة لان ثقة المستثمرين بالسوق ستحدث طلبا على الاوراق المالية وان زيادة الطلب على الاوراق المالية من شانه ان يرفع المستوى العام للأسعار مما يؤدي الى زيادة العرض وبالتالي ارتفاع درجة السيولة في السوق.

٤- لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية للاستثمار الاجنبي غير المباشر على تذبذب عائد الاوراق المالية في سوق عمان المالي ، وقد يكون ذلك بسبب عدم توفر السيولة اللازمة في السوق او قد يكون السبب في ذلك صناع السوق والذين يحددون الهامش الذي يطلبونه تبعا لدرجة الخطر الذي يواجهونه سعيا منهم للمحافظة عل استقرار السوق.

٥- تأثر حجم الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق عمان المالي بتداعيات الربيع العربي والازمة العالمية التي حدثت سنة ٢٠٠٨ مما ادى الى انخفاض مساهمة المستثمرين الاجانب في السوق بشكل ملحوظ وهذا يعني حساسية سوق عمان المالي بالظروف الخارجية.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

٦- كان للإصلاحات الاقتصادية والمالية التي تبنتها الحكومة الاردنية والمتمثلة بالتشريعات والقوانين والاستقرار السياسي والانفتاح المالي وادخال نظام التداول الالكتروني الاثر الكبير في جذب الاستثمار الاجنبي غير المباشر.

التوصيات

من خلال النتائج التي توصلت اليها الدراسة يمكن صياغة مجموعة من التوصيات التي يراها الباحث مهمة وضرورية في تطوير عمل سوق عمان المالي وهي على النحو التالي :

١- تشجيع الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اعتبار انه احد اهم انواع الاستثمار والذي يعمل على دفع التمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي من خلال مجموعة من القوانين التي تعطي مزايا تفضيلية للمستثمر الاجنبي.

٢- العمل على ضبط الالية التي يعمل بها صناع السوق من خلال مراقبة عملهم و عدم الترخيص للوسطاء الماليين بالقيام بدور صناع السوق.

٣- دعم عمليات الخصخصة باعتبارها واحدة من اهم مميزات تطور السوق والتي لها دور في تنشيط وجلب الاستثمار الاجنبي والمحلي على حد سواء ، تعديل الانظمة الضريبية بهدف تحفيز المواطنين والاجانب على التعامل بالأوراق المالية.

٤- العمل على اشاعة الوعي الاستثماري لدى المواطنين واهمية التوجه نحو التعامل بالأسواق المالية لتجميع المدخرات المحلية وتوظيفها بالشكل الذي يدعم التنمية الاقتصادية ، الاهتمام بالمؤشرات المالية التي تعكس اداء الشركات والتي لها اثر في القيمة السوقية للاسهم والعمل على تحسن الاداء فيها.

٥- التخفيف من حدة التقلبات السعرية والتركيز على الاليات التي تعمل على رفع الكفاءة للسوق ، الاهتمام بتوفير البيانات والمعلومات المتاحة في السوق والتي يحتاجها المستثمرون والباحثون والمتعلقة بالشركات المدرجة في السوق وكذلك الاهتمام بجودة المعلومات المقدمة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

قائمة المراجع

اولا : المراجع العربية

أبو موسى ، رسمية (٢٠٠٥). **الأسواق المالية والنقدية** ، عمان : دار المعتز للنشر والتوزيع.

أبو شرار ، علي عبد الفتاح(٢٠٠٧).**الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات** ، ط ١ : دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان.

أسعد ، رياض(١٩٩٧). **استخدام الادوات المالية الجديدة في إدارة المحافظ الاستثمارية** ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، قبرص .

أغا ، كفار عبد السلام توفيق (٢٠٠٨). **محددات المناخ الاستثماري في اقليم كردستان العراق محافظة دهوك نموذجا** ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة دهوك.

ال يحيى ، احمد عبد الوهاب (٢٠٠٧). **الاستثمار الاجنبي المحفظي والقيمة المعرضة للمخاطرة - دراسة تطبيقية للأسواق الناشئة في اوروبا** ، اطروحة دكتوراه غير منشورة ، جامعة بغداد..

البرواري ، سعاد عبد القادر قاسم (٢٠٠٨). **تقدير وتحليل العوامل المؤثرة على الاستثمار المالي دراسة في عينة من الأسواق المالية** ، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة الموصل ، العراق.

البريفكاني ، آشتي عبدالستار عبدالغني (٢٠١٣). **دور أشكال الإعلام المالي في دعم صناعة القرار الاستثماري دراسة ميدانية في محافظة نينوى** ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الموصل.

بني هاني ، حسين(٢٠٠٢). **الاسواق المالية طبيعتها تنظيمها ادواتها المشتقة** ، ط١ : دار الكندي ، اربد ، الاردن .

بورصة عمان ، معلومات السوق ، سوق راس المال www.ase.com.jo/ar

التميمي ، أرشد فؤاد و سلام ،أسامة عزمي (٢٠٠٤). **الاستثمار بالأوراق المالية تحليل و إدارة** ، ط١: دار المسيرة للنشر، عمان.

جاري ، احمد سعد (٢٠٠٨). **الاستثمار الاجنبي واثره على التطبيقات المحاسبية في العراق (دراسة في عينة من المصارف العراقي / مساهمة خاصة)** ، رسالة ماجستير غير منشورة ، الجامعة المستنصرية.

الجميل ، سرمد كوكب (٢٠١٢). **المدخل الى الاسواق المالية (نظريات وتطبيقات)** ، دار ابن الاثير للطباعة والنشر ، ط ٢ ، جامعة الموصل.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الجميل ، سرمد كوكب(٢٠٠٩). **إدارة الموصل : مقومات استراتيجية وإعادة تشكيل** ، محاضرة ألقيت في مركز الدراسات الإقليمية بتاريخ ٢٠٠٩/٤/٨، مركز الدراسات الإقليمية ، جامعة الموصل ، العراق.

الجميل ، سرمد كوكب و العبادي ، عمر غازي عزيز (٢٠٠٥). **الرسملة وعلاقتها بحركة أسعار الأسهم بالتطبيق في عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية للمدة ١٩٩٣-٢٠٠١** ، مجلة تنمية الرافدين ، العدد ٨٠ ، المجلد ٢٧ ، جامعة الموصل.

الجميل ، سرمد كوكب (٢٠٠٢). **التمويل الدولي- مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات** : دار ابن الاثير للطباعة والنشر ، جامعة الموصل ، العراق.

الجميل ، سرمد كوكب(٢٠٠١). **الاتجاهات الحديثة في مالية الاعمال الدولية** ، ط ١: دار الحامد للطباعة والنشر ، جامعة الموصل.

حاجي ، انمار امين ومحمود ، محمد نايف (٢٠٠٥). **اثر التجارة الالكترونية وبعض المتغيرات الاقتصادية في تدفق راس المال الاجنبي لينة مختارة من الدول الاسيوية باعتماد التصنيف الصناعي** ، مجلة تنمية الرافدين ، العدد٧٧ ، المجلد ٢٧ ، جامعة الموصل.

الحاج ، طارق (٢٠٠٤). **اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على ربحية الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية** ، مجلة جامعة النجاح للأبحاث ، المجلد ١٨ ، العدد ١ ، فلسطين.

حماد ، طارق (٢٠٠٦). **التحليل الفني والاساسي للأوراق المالية** ، الاسكندرية : الدار الجامعية للنشر.

الخفاجي ، علي جيران عبد (٢٠٠٦). **تحليل الاستثمارات المالية الدولية وبناء المحفظة الكفؤة في اسواق الاسهم الناشئة دراسة تطبيقية** ، اطروحة دكتوراه غير منشورة ، جامعة بغداد.

داود ، علي سعد محمد (٢٠١٠). **اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على معاملات سوق الاوراق المالية بالتطبيق على البورصة المصرية** ، مجلة البحوث الادارية ، العدد ١٥ ، مصر.

الداغر ، محمود محمد(٢٠٠٥). **الأسواق المالية ، مؤسسات ، أسواق ، بورصات** : دار الشروق للنشر و التوزيع ، عمان .الأردن.

ذنون ، مروان عبدالملك و ابراهيم ، انوار سعيد (٢٠١١). **العلاقة السببية بين راس المال الاجنبي والاستثمار المحلي في عينة مختارة من الدول الاسيوية للفترة ١٩٧٠-٢٠٠٧** ، مجلة تنمية الرافدين ، العدد ١٠٣ ، المجلد ٣٣.

السراج ، عمر محمد فهمي حازم (٢٠٠٥). **تقدير نماذج التنبؤ بأسعار الأسهم في أسواق رأس المال العربية واختبار دقتها** ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الموصل

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

السعيد ، هالة حلمي (١٩٩٩). **الاسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ضل العولمة : مسح مرجعي** ، سلسلة رسائل البنك الصناعي ، العدد ٥٨ ، الكويت.

سلام ، عماد صالح (٢٠٠٤). **البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية** ، ط١، اتحاد المصارف العربية ، بيروت.

سمور ، نبيل خليل طه(٢٠٠٧). **سوق الاوراق المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق (دراسة حالة سوق راس المال الاسلامي في ماليزيا** ، رسالة ماجستير ، الجامعة الاسلامية ، غزة.

الشبيب ، دريد كامل ، 2009 ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، عمان الاردن.

الشواورة ، فيصل محمود (٢٠٠٨). **الاستثمار في بورصة الاوراق المالية-الاسس النظرية والعلمية** ، ط١ : دار وائل للنشر ، عمان ، الاردن.

الشيخة ، محمد غياث ، تقديم محمد العمادي (٢٠٠٢). **الاسواق المالية المدخل لنظام السوق السورية القادمة** ، نشر وتوزيع عادل مجركش : دار المجد ، دمشق.

الطائي ، محمد و العلي ، هدى عبد الرحيم حسين (٢٠٠٧). **اقتصاديات المعلومات-القوة الناعمة في تحقيق التفوق التنافسي للمؤسسات** ، عمان : دار المسيرة ، الأردن.

العاني ، عماد محمد (٢٠٠٢). **اندماج الأسواق المالية الدولية أسبابه ، انعكاساته على الاقتصاد العالمي** ، ط ١: بيت الحكمة للنشر، بغداد.

العامري ، محمد علي ابراهيم (٢٠٠١). **الادارة المالية** ، المكتبة الوطنية ، ط١ ، بغداد.

عبد الحميد ، عبد المطلب (٢٠٠٦). **العولمة الاقتصادية (منظماتها – شركاتها – تداعياتها)** ، الاسكندرية : الدار الجامعية للنشر.

العجمي ، هيل(٢٠٠١). **تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة إلى البلدان النامية وأثارها المتوقعة** ، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، المجلد ٨ ، العدد 28 ، جامعة بغداد.

العجيلي ، سعد فاضل هاشم (٢٠٠٨). **قياس ربحية الاسهم المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية (دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في السوق)** ، رسالة ماجستير غير منشورة ، الكلية التقنية الادارية ، هيئة التعليم التقني ، بغداد .

العمري ، حسن (٢٠٠٨). **الاستثمار الاجنبي وأثره على تقييم الاداء في السوق المالي - دراسة تحليلية لسوق عمان المالي** ، مجلة النهضة ، المجلد التاسع ، العدد الثاني.

عمار، صايفي (٢٠٠٩).**محددات الاستثمار المحفظي واثاره على اسواق الاوراق المالية دراسة مقارنة بين مصر وتونس والجزائر** ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات ذيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية جامعة أمحمد بوقرة بو مرداس ، الجزائر.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

قاسم ، سعاد عبدالقادر(٢٠٠٨). **تقدير وتحليل العوامل المؤثرة على الاستثمار المالي _ دراسة في عينة من الأسواق المالية للمدة (١٩٨٦-٢٠٠٤)** ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الموصل.

كراجة ، عبد الحليم واخرون (٢٠٠٢). الادارة والتحليل المالي : اسس ، مفاهيم ، تطبيقات ، ط٢ : دار الصفاء للنشر والتوزيع ، عمان الاردن.

اللامي ، رجاء فاضل عبود(٢٠٠٦). **التخصصية ودورها في تطوير السوق المالية مع اشارة خاصة لتجربة (مصر والاردن)** ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة بغداد.

لطرش ، سميرة (٢٠١٠). **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربي**، أطروحة دكتوراه ، منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري ، الجزائر.

محمد ، اميرة حسب الله (٢٠٠٥). **محددات الاستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية دراسة مقارنة تركيا ، كوريا الجنوبية ، مصر** ،الاسكندرية ، الدار الجامعية للنشر.

محمد ، اياد طاهر و احمد ، صلاح حسن (٢٠١٣). **الاستثمار الاجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الاسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية** ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية.

مزاهدية ، رفيق (٢٠٠٧). **كفاءة سوق الاوراق المالية ودورها في تحقيق الاستثمارات –دراسة حالة سوق الاسهم السعودية** ، رسالة ماجستير ، جامعة باتنة ، الجزائر.

المعاضيدي ، معن وعدالله و العباس حسن صبحي حسن(٢٠٠٩). **تفسيرات سلوك القطيع واثرها على حركية الاستثمار في اسواق الاوراق المالية** ، مجلة تنمية الرافدين ، المجلد ٩٤ ، العدد ٣١ ، جامعة الموصل.

مقابلة ، أيهاب (٢٠٠٦). **دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات** ، www.alolabor.org .

المجلس الاقتصادي والاجتماعي(مجموعة مؤلفين) (٢٠١٣). **التقرير الاقتصادي والاجتماعي ٢٠١٢** ، الطبعة الاولى ، ٢٠١٣ ، www.esc.jo

معروف ، هوشيار(٢٠٠٣). **الاستثمارات والاسواق المالية** ، ط١ : دار الصفاء للنشر والتوزيع ، عمان.

مطر، محمد (٢٠٠٩). **ادارة الاستثمار الاطار النظري والتطبيقي** ، ط٥ : دار وائل للنشر ، عمان.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ألنجفي ، حسن ، و الأيوبي ، عمر (٢٠٠٦). **معجم المصطلحات التجارية والمصرفية** ، أكاديميا ، بيروت ، لبنان.

النقار ، انوار سعيد ابراهيم (٢٠٠٩). **اثر راس المال الاجنبي في معدلات الاستثمار والنمو لعينة مختارة من الدول الاسيوية للفترة (١٩٩٦-٢٠٠٦)** ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الموصل.

النمري ، خلف بن سلمان (٢٠٠٠). **شركات الاستثمار في الاقتصاد الاسلامي** ، الاسكندرية : مؤسسة شباب الجامعة للنشر.

وشاح ، دارين وشاح (٢٠٠٩). **دور الاستثمارات الاجنبية في تطوير اداء سوق فلسطين للاوراق المالية** ، رسالة ماجستير ، الجامعة الاسلامية – غزة ، كلية التجارة.

يعقوب ، ماهر جلال و محمد ، فيان طه (٢٠١٣). **قياس وتحليل اثر بعض العوامل الاقتصادية في التدفقات الدولية لرؤوس الاموال دراسة تطبيقية لبعض دول شرق اسيا للمدة ١٩٩١-٢٠٠٧**، مجلة تنمية الرافدين ، العدد ١١٣ ، المجلد ٣٥ .

ثانيا : المراجع الاجنبية

ANAYOCHUKWU OZURUMBA BENEDICT (2012). **The Impact of Stock Market Returns on Foreign Portfolio Investment in Nigeria.** IOSR Journal of Business and Management. ISSN: 2278-487X Volume 2, PP 10-19.

Aggarwal Reena, Klapper Leora and Wysocki Peter D (2005). **Portfolio preferences of foreign institutional investors**. Journal of Banking & Finance 29 pp 2919–2946.

Amado Akilou (2011). **The Effect of Foreign Capital on Domestic Investment in Togo.** International Journal of Economics and Finance Vol. 3, No. 5.

Bodei, Zvi, Alex kane and Alan J. Marcus, (1998).**Essentials of investment** , Irwin , McGraw–Hill , 3rd Ed.

Dahel(1999). **Volatility in Arab Stock Markets** , Working Paper Presented at the Workshop on Arab Stock Markets: Recent Trends and Perfermance Organized at the Arab Planing Institute (March).

Ghosh , Saurabh and Snehal , Herwadkar (2009)**. Foreign Portfolio Flows and their Impact on Financial Markets in India**. Reserve Bank of India Occasional Papers Vol. 30, No.3.

Gozgor Giray and Erzurumlu Yaman O (2012). **Causality Relations between Foreign Direct Investment and Portfolio Investment Volatility**. Middle Eastern Finance and Economics ISSN: 1450-2889 Issue 8.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

IMF (2001).**World Economic Outlook** , Washinton , DC, May.

Murray, D. (1997). **Pricnciples of corporate finance** ,4th edition, M Graw-Hill.

Mardi Dungey & Demosthenes Tambakis (2000). **Financial Contagion : What do we Mean? What do we Know?** , Working paper, university of Cambridge.

Nielsen Nina Skovslund (2012). **Foreign Portfolio Investments in Sub – Saharan Africa - why foreign investors might not seek the optimal opportunity**, Msc Finance and International Business.

Peter V. Egly , David W. Johnk and Daniel Perez Liston (2010). **Foreign portfolio investment inflows to the united states : the impact of investor risk aversion and US stock market performance**. North American Journal of Finance and Banking Research Vol. 4. No. 4.

Prasad S. Eswar & Rajan G. Raghuram & Subramania Arvind (2006). **Foreign Capital and Economic Growth** , Brookings Papers on Economic.

Rangan (2009). **Definition Of Investments Bilateral Investment Treaties Of South Asian Countries And Regulatory Discretion** , Journal Of International Arbitration ,Vol.26 ,No.2 , pp.219-243.

Rao , K . Mallikarjuna and Rani , H. ranjeeta (2013). **Impact of foreign institutional investments on Indian capital market**. International Journal of Marketing , Financial Services & Management Research- ISSN 2277- 3622 Vol.2, No. 6.

Roy Nirmal (2007)**. Foreign Portfolio Capital flows into India**.

SOMUNCU, Kartal and KARAN , Mehmet Baha . **THE Impacts of international portfolio investments on Istanbul stock exchange market.**

UNCTAD (2002). **World Economic Outlook** , Washinton , DC ,May.

World Federation of Exchanges(2003). **Statistics Definitions** , Annual Report and Statistics.

Yan Hong and Pavabutr Pantisa(2013). **Differential Impact of Foreign Portfolio Flows on Emerging Market Returns: Evidence from Thailand.**

المنارة للاستشارات

www.manaraa.com

الملاحق

ملحق رقم (١) بيانات الدراسة

YR	FIndInv	Market Value	GDP	Value Traded (JD)
1996	8,521,618	3,461,156,739	4143700000	248583344
1997	56,764,112	3,861,951,390	4451100000	355244623
1998	122,606,446	4,156,558,122	4720100000	464374268
1999	15,471,248	4,137,711,690	4865000000	389476334
2000	-11,833,075	3,509,640,709	5153600000	334724633
2001	-107,504,437	4,476,364,817	5470000000	950272995
2002	882,692	5,028,953,990	5849400000	950272995
2003	81,889,623	7,772,750,866	6301300000	1855176028
2004	68,956,603	13,033,833,515	7195000000	3793251050
2005	413,033,593	26,667,097,118	7963600000	16871051948
2006	180,608,979	21,078,237,222	9362800000	14209870592
2007	466,256,050	29,214,202,327	10805100000	12348101910
2008	309,815,180	25,406,265,528	13971200000	20318014547
2009	-3,776,965	22,526,919,427	15044500000	9665310642
2010	-14,597,870	21,858,181,603	16417200000	6689987155
2011	78,616,333	19,272,757,327	17987700000	2850252628
2012	37,650,390	19,141,521,210	19298200000	1978813878
2013	146,860,199	18,233,491,417	20981400000	3027255186

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com