



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أم البواقي

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

أطروحة

مقدمة لنيل شهادة

دكتوراه الطور الثالث

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: الإدارة المالية

عنوان الأطروحة:

أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية

دراسة قياسية لعينة من الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)

إشراف الأستاذة

أ. د سماح طلحي

إعداد الطالبة

خلود كمال

أطروحة مناقشة بتاريخ أمام لجنة المناقشة المشكلة من:

الرقم	الإسم واللقب	الرتبة	المؤسسة	الصفة
01	سعيدة حركات	أستاذ	جامعة أم البواقي	رئيسة
02	سماح طلحي	أستاذ	جامعة أم البواقي	مشرفا ومقررا
03	دلال عجالي	أستاذ	جامعة خنشلة	عضوا
04	أبوبكر بوسالم	أستاذ	المركز الجامعي البيض	عضوا
05	نور الهدى عمارة	أستاذ محاضر أ	جامعة أم البواقي	عضوا
06	خيرالدين بوزرب	أستاذ محاضر أ	جامعة جيجل	عضوا

السنة الجامعية 2024/2023

شكر وتقدير

بسم الله والصلوة والسلام على أشرف خلق الله سيدنا محمد صلى الله
عليه وسلم

الحمد والشكر لله سبحانه وتعالى له الفضل والمنة على توفيقه لإنجاز
هذه الأطروحة

أتقدم بفائق الشكر والامتنان إلى الأستاذة المشرفة البروفيسور
"طلحي سماح" على تفضلها بالإشراف على هذه الأطروحة وإفادتي
بنصائحها وتوجيهاتها القيمة خير متناسبة رفعة أخلاقها وقيمة
تواضعها جزاها الله كل خير ووفقها في حياتها

كما أتقدم بخالص الشكر والامتنان إلى السادة أعضاء اللجنة
الموقرة على قبولهم مناقشة هذه الأطروحة وعلى تكريمهم بتخصيص
جزء من وقتهم الثمين في سبيل قراءتها وتقييمها.

إهداء

إلى أمي وأبي حفظهما الله وأدامهم سندا لي في هذه الدنيا

إلى زوجي الكريم

إلى من شاركوني حلو الحياة أختي وإخوتي

خلود

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية، باستخدام نماذج البانل الديناميكية على عينة مكونة من 6 أسواق مالية عربية خلال الفترة (2000-2021)، وقد تم الإعتماد على نموذج الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة لبيانات البانل (panel ARDL).

أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي ومعنوي في المدى الطويل للإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية والممثلة بالرسملة السوقية، حجم التداول، معدل الدوران، أما على المدى القصير فهناك أثر سلبي غير معنوي للإستثمار الأجنبي غير المباشر على هذه المؤشرات، كما أظهر إختبار السببية (Dumitrescu-Hurlin) وجود علاقة سببية أحادية الإتجاه من صافي إستثمارات الحافظة إلى كل من الرسملة السوقية ومعدل الدوران، وعلاقة سببية ثنائية الإتجاه بين صافي إستثمارات الحافظة وحجم التداول.

الكلمات المفتاحية: إستثمار أجنبي غير مباشر، أسواق مالية، رسملة سوقية، حجم التداول، معدل الدوران.

Abstract

Abstract:

The present study was designed to measure the impact of foreign indirect investment on the performance indicators of Arab financial markets, Dynamic panel Data models were used on a sample of 6 Arab financial markets during the period (2000-2021), To this end, we relied on panel ARDL.

The results of the study highlight a positive and significant impact in the long term of foreign indirect investment on the performance indicators of Arab financial markets, That represented by the Market capitalization, the trading volume, and the turnover ratio, In the short term, an insignificant negative impact of foreign indirect investment affects these indicators, The causality test (Dumitrescu-Hurlin) showed a unidirectional causal relationship from net portfolio investments to both the market capitalization and the turnover ratio, A bidirectional causal relationship was also detected between net portfolio investments and the trading volume.

key words: foreign indirect investment, financial markets, Market capitalization, Trading volume, Turnover ratio.

Résumé

Résumé:

Cette étude a pour but de mesurer l'impact de l'investissement étranger indirect sur les indicateurs de performance des marchés financiers arabes. Des modèles de panel dynamiques ont été utilisés sur un échantillon de 6 marchés financiers arabes au cours de la période (2000-2021), À cette fin, nous sommes appuyés sur le panel ARDL.

Les résultats de l'étude mettent en évidence un impact positif et significatif à long terme de l'investissement étranger indirect sur les indicateurs de performance des marchés financiers arabes, représentés par capitalisation boursière, l'indice de volume des transactions et taux de rotation, À court terme, un impact négatif insignifiant de l'investissement étranger indirect affecte ces indicateurs, Le test de causalité (Dumitrescu-Hurlin) a montré une relation causale unidirectionnelle des investissements de portefeuille nets à la fois à capitalisation boursière et à taux de rotation, Une relation causale bidirectionnelle a également été détectée entre les investissements de portefeuille nets et l'indice de volume des transactions.

les mots clés: marchés financiers, investissement étranger indirect, capitalisation boursière, volume des transactions ,taux de rotation.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
	شكر وتقدير
	إهداء
I-III	الملخص
IV-VI	فهرس المحتويات
VII-VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال
X	قائمة الملاحق
13-01	مقدمة عامة
الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر	
15	تمهيد
16	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
16	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية
18	المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية
22	المطلب الثالث: أدوات الإستثمار في الأسواق المالية
31	المبحث الثاني: كفاءة ومؤشرات أداء الأسواق المالية
31	المطلب الأول: مفهوم وأنواع كفاءة الأسواق المالية
33	المطلب الثاني: مستويات ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية
35	المطلب الثالث: مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية
39	المبحث الثالث: الإطار النظري للإستثمار الأجنبي غير المباشر
39	المطلب الأول: إطار عام حول الإستثمار والإستثمار الأجنبي غير المباشر
49	المطلب الثاني: دوافع وقنوات الإستثمار الأجنبي غير المباشر
53	المطلب الثالث: الفرق بين الإستثمار الأجنبي غير المباشر والإستثمار الأجنبي المباشر
57	المبحث الرابع: محددات وآثار الإستثمار الأجنبي غير المباشر على الأسواق المالية
57	المطلب الأول: محددات الإستثمار الأجنبي غير المباشر
62	المطلب الثاني: دور الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تطوير الأسواق المالية

63	المطلب الثالث: الإستثمار الأجنبي غير المباشر وحدوث الأزمات المالية
66	خلاصة
الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية	
68	تمهيد
69	المبحث الأول: نظرة حول الأسواق المالية العربية
69	المطلب الأول: الأسواق المالية الخليجية
73	المطلب الثاني: الأسواق المالية في دول الشام
74	المطلب الثالث: الأسواق المالية في دول شمال إفريقيا
76	المبحث الثاني: تحليل أداء الأسواق المالية العربية
76	المطلب الأول: تحليل أداء الأسواق المالية العربية حسب المؤشر المركب لصندوق النقد العربي
80	المطلب الثاني: تحليل أداء الأسواق المالية العربية حسب مؤشرات حجم السوق
85	المطلب الثالث: تحليل أداء الأسواق المالية العربية حسب مؤشرات السيولة
89	المبحث الثالث: معوقات الأسواق المالية العربية ومتطلبات تطويرها
89	المطلب الأول: معوقات الأسواق المالية العربية
94	المطلب الثاني: متطلبات تطوير الأسواق المالية العربية
100	المبحث الرابع: تحليل تدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية
100	المطلب الأول: تطور صافي تدفقات إستثمارات الحافظة في الدول العربية
103	المطلب الثاني: إستراتيجيات تشجيع الإستثمار الأجنبي في الأسواق المالية العربية
110	المطلب الثالث: متطلبات تحفيز الإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية
114	خلاصة
الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية	
116	تمهيد
117	المبحث الأول: تحليل أداء الأسواق المالية وتدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر للدول العربية محل الدراسة
117	المطلب الأول: تحليل أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة

127	المطلب الثاني: تحليل صافي تدفقات إستثمارات الحافظة في الدول العربية محل الدراسة
130	المبحث الثاني: الإطار النظري للنموذج المتبع في الدراسة
130	المطلب الأول: مدخل نظري لبيانات البانل Panel Data
136	المطلب الثاني: إختبارات التحديد
140	المطلب الثالث: إختبارات جذر الوحدة وعلاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل
144	المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي وتحليل النتائج
144	المطلب الأول: الإطار العام للدراسة القياسية
147	المطلب الثاني: الخطوات الأولية لتقدير نموذج الدراسة
151	المطلب الثالث: تقدير وتحليل أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية بإستخدام نماذج بانل الديناميكي
164	خلاصة
166	الخاتمة العامة
173	قائمة المراجع
192	قائمة الملاحق

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
56	الفرق بين الإستثمار الأجنبي المباشر والإستثمار الأجنبي غير المباشر	(01-01)
78	تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2000-2021)	(01-02)
81	تطور الرسملة السوقية في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)	(02-02)
83	تطور إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)	(03-02)
85	تطور مؤشر حجم التداول في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)	(04-02)
87	تطور معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)	(05-02)
100	تطور صافي إستثمارات الحافظة في الدول العربية خلال الفترة (2000-2021)	(06-02)
118	تطور مؤشر الرسملة السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2000-2021)	(01-03)
121	تطور مؤشر حجم التداول في الأسواق المالية العربية محل الدراسة للفترة (2000-2021)	(02-03)
124	تطور معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2000-2021)	(03-03)
127	تطور صافي إستثمارات الحافظة في الدول العربية محل الدراسة خلال الفترة (2000-2021)	(04-03)
141	نماذج إختبار جذر الوحدة والفرضيات المقترحة لإختبار (2002) Levin, Lin and Chu	(05-03)
146	عينة الدراسة	(06-03)
147	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	(07-03)
148	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	(08-03)
148	نتائج إختبار التجانس (1986) Hsiao	(09-03)
149	نتائج إختبار التجانس لمعاملات الإنحدار	(10-03)
150	نتائج إختبارات جذر الوحدة (Unit Root Test) لمتغيرات الدراسة	(11-03)
152	نتائج تقدير نموذج (Panel ARDL) للرسملة السوقية (MC) بإستخدام MG و PMG و DFE	(12-03)
153	نتائج إختبار Hausman الخاصة بالنموذج الأول (MC)	(13-03)

قائمة الجداول

154	المعاملات المقدرة بالمدى القصير للرسملة السوقية (MC) حسب كل سوق مالي	(14-03)
156	نتائج تقدير نموذج (Panel ARDL) لمؤشر حجم التداول (VTR) باستخدام MG و PMG و DFE	(15-03)
157	نتائج إختبار Hausman الخاصة بالنموذج الثاني (VTR)	(16-03)
158	المعاملات المقدرة بالمدى القصير لمؤشر حجم التداول (VTR) حسب كل سوق مالي	(17-03)
160	نتائج تقدير نموذج (Panel ARDL) لمعدل الدوران (TR) باستخدام MG و DFE و PMG	(18-03)
160	نتائج إختبار Hausman الخاصة بالنموذج الثالث (TR)	(19-03)
162	المعاملات المقدرة بالمدى القصير لمعدل الدوران (TR) حسب كل سوق مالي	(20-03)
163	نتائج إختبار السببية (Dumitrescu-Hurlin)	(21-03)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
48	مكونات الإستثمار الأجنبي غير المباشر	(01-01)
78	تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2000-2021)	(01-02)
82	تطور مؤشر الرسملة السوقية في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)	(02-02)
84	تطور إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال (2000-2021)	(03-02)
86	تطور مؤشر حجم التداول في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)	(04-02)
88	تطور معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)	(05-02)
101	تطور صافي إستثمارات الحافظة في الدول العربية خلال الفترة (2000-2021)	(06-02)
119	تطور مؤشر الرسملة السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2000-2021)	(01-03)
122	تطور مؤشر حجم التداول في الأسواق المالية العربية محل الدراسة للفترة (2000-2021)	(02-03)
125	تطور معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة للفترة (2000-2021)	(03-03)
128	تطور صافي إستثمارات الحافظة في الدول العربية محل الدراسة للفترة (2000-2021)	(04-03)
138	خطوات إختبار التجانس ل Hsiao (1986)	(05-03)

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
(01)	معدل التضخم (INF) للدول محل الدراسة خلال الفترة (2000-2022)	192
(02)	نتائج إختبار (2008) Pesaran, Yamagata للنماذج الثلاثة	193
(03)	نتائج تقدير نموذج الرسملة السوقية (MC) باستخدام طريقة PMG	194
(04)	نتائج تقدير نموذج الرسملة السوقية (MC) باستخدام طريقة MG	194
(05)	نتائج تقدير نموذج الرسملة السوقية (MC) باستخدام طريقة DFE	195
(06)	نتائج إختبار هوسمان للمفاضلة بين نماذج التقدير PMG و MG	195
(07)	نتائج إختبار هوسمان للمفاضلة بين نماذج التقدير PMG و DFE	196
(08)	نتائج تقدير نموذج الرسملة السوقية (MC) حسب كل سوق مالي باستخدام PMG	197
(09)	نتائج تقدير نموذج مؤشر حجم التداول (VTR) باستخدام PMG	198
(10)	نتائج تقدير نموذج مؤشر حجم التداول (VTR) باستخدام MG	198
(11)	نتائج تقدير نموذج مؤشر حجم التداول (VTR) باستخدام DFE	199
(12)	نتائج إختبار هوسمان للمفاضلة بين نماذج التقدير PMG و MG	199
(13)	نتائج إختبار هوسمان للمفاضلة بين نماذج التقدير PMG و DFE	199
(14)	نتائج تقدير نموذج مؤشر حجم التداول (VTR) حسب كل سوق مالي باستخدام PMG	200
(15)	نتائج تقدير نموذج معدل الدوران (TR) باستخدام PMG	201
(16)	نتائج تقدير نموذج معدل الدوران (TR) باستخدام DFE	201
(17)	نتائج تقدير نموذج معدل الدوران (TR) باستخدام MG	202
(18)	نتائج إختبار هوسمان للمفاضلة بين نماذج التقدير PMG و MG	202
(19)	نتائج إختبار هوسمان للمفاضلة بين نماذج التقدير PMG و DFE	203
(20)	نتائج تقدير نموذج معدل الدوران (TR) حسب كل سوق مالي باستخدام PMG	204
(21)	نتائج إختبار السببية (Dumitrescu-Hurlin)	205

مقدمة عامة

تعاظم الإهتمام بالأسواق المالية في معظم إقتصاديات العالم نظرا لأهميتها والدور الأساسي الذي تلعبه في تحقيق التنمية الإقتصادية من خلال تعبئة المدخرات المالية للأفراد والمؤسسات وتوجيهها إلى مجالات إستثمارية تدعم الإقتصاد القومي، كما تعتبر الأسواق المالية أداة هامة للحكم على الأوضاع الإقتصادية لأي دولة، ونظرا للعلاقة الوطيدة بين تطور الإقتصاد ونمو الأسواق المالية أصبح من الضروري على كل دولة أن تولي إهتماما كبيرا لأسواقها المالية وتعمل على تطويرها لمواكبة التطورات الإقتصادية الدولية.

وفي ظل نقص المدخرات المحلية لمواجهة متطلبات التنمية لجأت العديد من البلدان النامية إلى البحث عن مصادر خارجية للحصول على التمويل اللازم خاصة من الدول ذات الفائض، والتي كانت تتمثل أساسا في القروض والمساعدات الدولية، ونتيجة لسلبيات التمويل عن طريق الإسدانة الخارجية ومع تزايد سياسة التحرير المالي إتجهت مختلف الدول نحو تحرير معاملاتها المالية من خلال إزالة كافة القيود التي تعيق حركة رؤوس الأموال، وفتح أسواقها المالية أمام المستثمرين الأجانب مما ترتب عنه نمو متسارعا في حجم تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في شكل إستثمارات أجنبية.

ويعتبر الإستثمار الأجنبي غير المباشر من أهم مصادر التمويل الدولي إلى جانب الإستثمار الأجنبي المباشر، وعلى الرغم من أنه يحتل مرتبة أقل من الإستثمار الأجنبي المباشر، إلا أنه إكتسب أهميته من خلال قدرته على تقليص الفجوة بين الإدخار المحلي وحجم الإستثمار المطلوب، وبالتالي مساهمته في توفير التمويل اللازم لعمليات التنمية الإقتصادية، إلى جانب دوره الفعال في رفع كفاءة الأسواق المالية للدول المضيفة وزيادة عمقها وسيولتها، مما يسمح لها بالقيام بوظائفها على أكمل وجه، لذا إشتدت المنافسة بين دول العالم من أجل إستقطابه وزيادة درجة الإستفادة من آثاره الإيجابية.

ويعد تطوير الأسواق المالية الخطوة الأولى لإستقطاب المستثمرين الأجانب، بإعتبارها القناة الرئيسية لتدفقات رؤوس الأموال، وبالتالي فإن البلدان التي تتمتع بأسواق مالية متطورة، وتتوفر على بيئة إقتصادية وسياسية مستقرة تكون الأكثر إستقطابا للإستثمارات الأجنبية غير المباشرة، لذا قامت الدول العربية كغيرها من البلدان النامية بتحرير أسواقها المالية من كافة القيود، وتحديث الأنظمة والقوانين والتشريعات المتعلقة بالإستثمار الأجنبي، بهدف توفير بيئة كفؤة وجاذبة للإستثمارات الأجنبية، ونظرا لوجود علاقة بين الإستثمار الأجنبي غير المباشر وتطوير الأسواق المالية يصبح من الأهمية قياس أثره على مؤشرات أدائها.

ومن هذا المنطلق يمكن صياغة الإشكالية التالية:

ما أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2000-2021؟

وتتبع عن الإشكالية الرئيسية مجموعة من التساؤلات الفرعية التي نوردتها فيما يلي:

- ما أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على الرسملة السوقية للأسواق المالية العربية محل الدراسة؟
- ما أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر حجم التداول للأسواق المالية العربية محل الدراسة؟
- ما أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على معدل الدوران للأسواق المالية العربية محل الدراسة؟
- هل توجد علاقة سببية بين الإستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشرات أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة؟

❖ فرضيات الدراسة

- يؤثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر بشكل إيجابي على الرسملة السوقية للأسواق المالية العربية محل الدراسة في الأجلين القصير والطويل.
- يؤثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر بشكل سلبي على مؤشر حجم التداول للأسواق المالية العربية محل الدراسة في الأجلين القصير والطويل.
- يؤثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر بشكل سلبي على معدل الدوران للأسواق المالية العربية محل الدراسة في الأجل القصير وبشكل إيجابي في الأجل الطويل.
- توجد علاقة سببية ثنائية الإتجاه بين الإستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشرات أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة.

❖ أهمية الدراسة

يعتبر الإستثمار الأجنبي غير المباشر من أهم مصادر التمويل الدولي إلى جانب الإستثمار الأجنبي المباشر، فهو يعتبر كمكمل للمدخرات المحلية، وتكمن أهمية هذه الدراسة في توضيح العلاقة التي تربط بين الإستثمار الأجنبي غير المباشر وأداء الأسواق المالية، وهذا من خلال قياس أثره على

مؤشرات الحجم والسيولة، وبالتالي فإن دراسة هذه العلاقة ستساهم في إعطاء صورة واضحة حول الدور الفعال الذي يلعبه الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تحسين أداء الأسواق المالية بالدول المضيفة، ونظرا لإختلاف هذا الأثر من سوق مالي إلى آخر، نتيجة لتباين درجة كفاءتها وإختلاف معدلات النمو الإقتصادي فيها، تم تطبيق هذه الدراسة على عينة من الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021).

❖ أهداف الدراسة

يسعى هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

- إبراز أهم المفاهيم النظرية المتعلقة بالأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر.
- تحليل أداء الأسواق المالية العربية من خلال مؤشرات حجم السوق ومؤشرات السيولة خلال الفترة (2000-2021).
- تحليل صافي تدفقات إستثمارات الحافظة في الدول العربية خلال الفترة (2000-2021).
- عرض مختلف الإستراتيجيات المتبعة من قبل الدول العربية لتشجيع الإستثمارات الأجنبية.
- تحليل أداء وتدفقات الأستثمار الأجنبي غير المباشر في الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2000-2021).
- إستخدام نماذج البنابل الحديثة لقياس تأثير الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021).

❖ أسباب إختيار الموضوع

هناك العديد من الأسباب التي دفعتنا لإختيار هذا الموضوع من بينها ما يلي:

- الرغبة الشخصية في دراسة المواضيع المتعلقة بالأسواق المالية.
- قلة الدراسات والأبحاث الأكاديمية التي تناولت موضوع الإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية.
- الدور البارز الذي يلعبه الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تنمية وتطوير الأسواق المالية للدول المضيفة.

❖ منهج وأدوات الدراسة

للإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة وإختبار صحة الفرضيات تم الإعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري وذلك للإلمام بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر، بالإضافة إلى المنهج التحليلي لتحليل أداء الأسواق المالية وتطور صافي إستثمارات الحافظة في الدول العربية، وكذا تحليل النتائج المتوصل إليها في الجانب التطبيقي، ولإختبار أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية تم الإعتماد على الأدوات الإحصائية والقياسية من خلال تطبيق نموذج بانل الديناميكي، وبإستخدام البرامج الإحصائية Eviews11 وبرنامج Stata 14.2.

❖ حدود الدراسة

- الإطار المكاني: تم إجراء هذه الدراسة على عينة تتكون من 6 أسواق مالية عربية، والمتمثلة في بورصة البحرين، بورصة مصر، بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة مسقط وبورصة السعودية وقد جاء إختيار هذه العينة بحسب ما هو متاح من بيانات.
- الإطار الزمني: تغطي هذه الدراسة الفترة ما بين (2000-2021).

❖ صعوبات الدراسة

- عند القيام بهذه الدراسة واجهتنا العديد من الصعوبات، ومن أهمها ما يلي:
- تضارب الإحصائيات الخاصة بصافي إستثمارات الحافظة وعدم وضوحها، حيث أن الإحصائيات المقدمة من قبل صندوق النقد الدولي تختلف عن تلك المقدمة من قبل البنك الدولي.
- عدم توفر الإحصائيات في معظم السنوات والخاصة ببعض الدول العربية مما أدى إلى إقصائها من الدراسة.

❖ الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات والأبحاث التطبيقية التي قامت بدراسة الإستثمار الأجنبي غير المباشر وتأثيره على مؤشرات أداء الأسواق المالية، حيث تمكنا من خلال إطلاعنا على عدد كبير من هذه الأبحاث من جمع أهم الدراسات ذات الصلة بموضوع بحثنا سواء باللغة العربية أو الأجنبية وسنورد أهمها فيما يلي:

- دراسة الزبيدي عباس محمد علو، أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على الأداء المالي لسوق عمان المالي (1996-2013)، رسالة لنيل شهادة الماجستير في التمويل والمصارف، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، الأردن، 2014.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على الأداء المالي لبورصة عمان خلال الفترة (1996-2013)، وكذا أهميته ومحدداته، ولتحقيق ذلك تم إستخدام إختبار ديكي فولر (ADF) وتحليل الإنحدار بطريقة متجه الإنحدار الذاتي (VAR) وبطريقة المربعات الصغرى (OLS).

وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للإستثمار الأجنبي غير المباشر على حجم السوق ممثلاً (بمعدل رسملة السوق) وسيولة السوق ممثلة (بمعدل قيمة الأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم)، في حين عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للإستثمار الأجنبي غير المباشر على تذبذب عائد السوق.

- دراسة هشام طلعت عبد الحكيم، الإستثمار الأجنبي غير المباشر وأثره في مؤشرات التداول دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة التراث، المجلد 5، العدد 4، جامعة زيان عاشور الجلفة الجزائر، 2015.

تسعى الدراسة إلى قياس وتحليل أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات التداول في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2007-2013)، بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي البسيط.

وأظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي ومعنوي لحجم التداول الأجنبي على مؤشر حجم التداول الكلي في السوق، وبالتالي فإن الإستثمار الأجنبي غير المباشر يساهم في تعزيز حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية.

- دراسة عبد الله علي وخيرة بلحمري، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الأردني، مجلة الإقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 6، العدد 1، مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية في الجزائر، جامعة علي لونيبي، البليدة، الجزائر، 2015.

هدفت الدراسة إلى قياس وتحليل أثر متغيرات الإقتصاد الكلي المتمثلة في: (معدل التضخم الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة، عرض النقود) على مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية المتمثلة في: (القيمة السوقية، الرقم القياسي لأسعار الأسهم، حجم التداول، معدل الدوران) خلال الفترة من 2000 إلى 2013، وللوصول إلى أهداف الدراسة تم استخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد. وقد خلصت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي وقوي لكل من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم على مؤشرات أداء بورصة عمان، وكذا وجود أثر سلبي لعرض النقود وسعر الفائدة على هذه المؤشرات.

- دراسة محمد خالد ساحل وآخرون، إختبار علاقة التكامل المتزامن بين الإستثمار الأجنبي المحفزي والنمو الإقتصادي في مصر: مقارنة إقتصادية قياسية باستخدام منهجية (ARDL) خلال الفترة (2002-2016)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والإقتصادية، المجلد 04، العدد 12، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، 2019.

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار علاقة التكامل المشترك بين الإستثمار الأجنبي المحفزي والنمو الإقتصادي في مصر خلال الفترة (2002-2016)، وذلك بإستخدام نموذج الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) وإختبار جرانجر للسببية.

وتوصلت الدراسة إلى غياب علاقة توازنية بين الإستثمار الأجنبي المحفزي والنمو الإقتصادي في مصر خلال (2002-2016)، ويعود ذلك إلى تقلبات الإستثمار الأجنبي المحفزي خلال هذه الفترة نتيجة للتطورات السياسية والإقتصادية المحلية والعالمية والتي أثرت سلبا على مصر كما توصلت الدراسة إلى غياب العلاقة السببية بين الإستثمار الأجنبي المحفزي والنمو الإقتصادي.

- دراسة محمد وهدان، محددات تدفقات إستثمارات المحافظ الأجنبية في الدول العربية، المجلة العلمية للإقتصاد والإدارة، المجلد 50، العدد 2، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 2020.

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى إستكشاف محددات تدفقات إستثمارات المحافظ الأجنبية في الدول العربية خلال الفترة 2011-2018، بالتطبيق على عينة مكونة من 11 دولة عربية وباستخدام أسلوب تحليل الإنحدار المتعدد لبيانات البائل.

وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود أثر معنوي سلبي لفجوة الموارد المحلية والمخاطر السياسية على تدفقات إستثمارات المحافظ الأجنبية في الدول العربية، وأيضاً وجود أثر معنوي إيجابي لمعدل التضخم على تدفقات إستثمارات الحافظة الأجنبية في الدول العربية، إلا أنه لا يوجد أثر معنوي لباقي المتغيرات المستقلة.

- دراسة صالح سراي ونيل بن مرزوق، دراسة إقتصادية تحليلية لأثر التضخم على مؤشرات أداء السوق المالية: حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة 1980-2015، مجلة بحوث الإدارة والإقتصاد، المجلد 2، العدد 1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2020.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر معدلات التضخم على مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2015).

وخلصت الدراسة إلى وجود أثر موجب ومعنوي لمعدل التضخم على مؤشرات أداء الأسواق المالية والتمثلة في: القيمة السوقية، مؤشر أسعار الأسهم، معدل دوران السهم، حجم التداول وتتطابق هذه النتائج مع النظرية الإقتصادية لفشير، وبالتالي تعتبر الأسهم وسيلة جيدة للتحوط من مخاطر التضخم.

- دراسة صبا إحسان الدين البزاز وذنون مفيد ذنون يونس الملا، دور أداء الأسواق المالية في تشجيع الإستثمار المحفظي الأجنبي في الدول النامية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والإقتصادية المجلد 17، العدد 56، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة تكريت، العراق، 2021.

تمحورت أهداف هذه الدراسة حول معرفة مدى تأثير أداء أسواق الأوراق المالية على تشجيع الإستثمار الأجنبي المحفظي في الدول النامية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 4 دول نامية وهي: الأرجنتين، البرازيل، المكسيك وأندونيسيا، ومن أجل فحص تأثير مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية المتمثلة بعدد الشركات المدرجة، رسملة السوق، قيمة الأسهم المتداولة، معدل الدوران على تدفقات الإستثمار الأجنبي المحفظي، تم إستخدام نماذج البائل (Panel Data) خلال الفترة 1996-2017.

وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمؤشر رسملة السوق ومعدل الدوران على الإستثمار الأجنبي المحفظي، كما أظهرت النتائج أن لقيمة الأسهم المتداولة تأثيرا عكسيا ومعنويا في الإستثمار الأجنبي المحفظي، أما عدد الشركات المدرجة ليس له أي تأثير معنوي في الإستثمار الأجنبي المحفظي للدول المعنية.

- دراسة فاطمة الزهراء رايس ورايح خوني، أثر الإستثمار الأجنبي المحفظي على القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2020) باستخدام نموذج ARDL، مجلة الإقتصاد الصناعي، المجلد 12، العدد 1، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2022.

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر الإستثمار الأجنبي المحفظي على القيمة السوقية في بورصة عمان للفترة 1996-2020، وتحليل العلاقة الديناميكية القصيرة والطويلة الأجل بين متغيرات الدراسة باستخدام نموذج الإنحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL).

وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي في الأجلين القصير والطويل لمساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المدرجة على القيمة السوقية في بورصة عمان.

- دراسة مريم بوزغوب ونجاة عيسى، تأثير بعض المؤشرات الإقتصادية على أداء أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي، مجلة المنهل الإقتصادي، المجلد 6، العدد 1، جامعة حمه لخضر الوادي، الجزائر، 2023.

تسعى هذه الدراسة إلى قياس أثر معدل النمو الإقتصادي والتضخم على مؤشرات أداء الأسواق المالية المغربية خلال الفترة (2000-2021)، باستخدام نماذج البانل (Panel Data).

وأظهرت نتائج الدراسة عدم وجود أثر لمعدل النمو الإقتصادي والتضخم على مؤشرات أداء الأسواق المالية المغربية، والمتمثلة في القيمة السوقية، وحجم التداول، ومؤشر السوق.

- Onyeisi, O.S, Odo, I.S, and Anoke, C.I, Foreign portfolio investment and stock market growth in Nigeria, Developing Country Studies, vol 6, No 11, 2016.

تم من خلال هذه الدراسة تحديد أثر إستثمارات الحافظة الأجنبية على نمو سوق الأوراق المالية في نيجيريا خلال الفترة (1986-2014)، وذلك من خلال إختبار التكامل المشترك، نموذج أشعة تصحيح الخطأ (VECM)، وإختبار السببية لجرانجر.

وخلصت الدراسة إلى وجود أثر موجب ومعنوي على المدى الطويل لإستثمارات الحافظة الأجنبية على نمو سوق الأوراق المالية النيجيري، وعدم وجود علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين إستثمارات الحافظة الأجنبية ونمو سوق الأوراق المالية النيجيري.

- Abu Shanab, S, **The effect of foreign portfolio investment (fpi) on capital market indices (evidence from Amman stock exchange)**, International Review of Management and Business Research, vol 6, No.4, 2017.

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر الإستثمار الأجنبي المحفظي والتضخم والنتاج المحلي الإجمالي على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2005-2016)، وهذا بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لكل من عمليات البيع والشراء للأسهم من قبل المستثمرين الأجانب والنتاج المحلي الإجمالي على القيمة السوقية، كما توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل التضخم على القيمة السوقية.

- Makoni, P.L, Marozva, G, **The nexus between foreign portfolio investment and financial market development: Evidence from Mauritius**, Academy of strategic management journal, vol 17, No.5, 2018.

هدفت هذه الورقة البحثية إلى دراسة العلاقة بين الإستثمار الأجنبي المحفظي وتطوير أسواق الأوراق المالية في جمهورية موريشيوس خلال الفترة 1989-2016، وذلك بإستخدام نموذج أشعة تصحيح الخطأ VECM، نموذج الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ARDL)، وإختبار السببية لجرانجر.

وأكدت الدراسة وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين الإستثمار الأجنبي المحفظي والمتغيرات المستقلة المتمثلة في الإستثمار الأجنبي المباشر، تطوير أسواق الأوراق المالية والنتاج المحلي الإجمالي، كما توصلت توصلت الدراسة إلى:

- وجود علاقة سببية في المدى القصير تتجه من الإستثمار الأجنبي المحفظي والإستثمار الأجنبي المباشر والنتاج المحلي الإجمالي إلى تطور أسواق الأوراق المالية؛

- وجود علاقة سببية في المدى القصير تتجه من تطور أسواق الأوراق المالية إلى كل من الإستثمار الأجنبي المحفظي والإستثمار الأجنبي المباشر؛

- وجود علاقة سببية في المدى القصير تتجه من تطور أسواق الأوراق المالية والإستثمار الأجنبي المباشر والنتاج المحلي الإجمالي إلى الإستثمار الأجنبي المحفظي.

- Shabbir, M. S., & Muhammad, I, **The dynamic impact of foreign portfolio investment on stock prices in Pakistan**, Transnational Corporations Review, vol 11, No.2, 2019.

تعتبر هذه الدراسة من أولى الأبحاث التي تطرقت إلى موضوع الإستثمار الأجنبي المحفظي وتأثيره على أسواق الأوراق المالية المحلية في الإقتصاد الباكستاني، وتهدف إلى دراسة العلاقة الديناميكية بين الإستثمار الأجنبي المحفظي وأسعار الأسهم في باكستان في المدى القصير والطويل خلال الفترة 1984-2016، وهذا بإستخدام نموذج الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ARDL).

وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من (الإستثمار الأجنبي المحفظي، الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة، مؤشر أسعار المستهلك)، على أسعار الأسهم المحلية، وكذا وجود أثر سلبي لسعر الصرف على أسعار الأسهم المحلية.

- Khayat, S.H, **Determinants of international foreign portfolio investment flows to GCC countries: An empirical evidence**, International Journal of Business and Management, vol 15, No.10, 2020.

تناولت هذه الدراسة محددات الإستثمار الأجنبي المحفظي في إقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي، خلال الفترة (2000-2018)، بإستخدام بيانات البانل لعينة مكونة من 6 دول خليجية.

وخلصت الدراسة إلى أن عوامل الإقتصاد الكلية تؤثر بشكل كبير على قرارات المستثمرين الأجانب عند إختيار البلد المناسب للإستثمار، كما توصلت إلى وجود أثر إيجابي قوي للنتاج المحلي الإجمالي والإئتمان المحلي للقطاع الخاص على إستثمارات الحافظة الأجنبية في دول مجلس التعاون الخليجي، في حين وجود أثر سلبي غير معنوي للتضخم على الإستثمارات الأجنبية المحفظية.

- Adumekwe, M., **Analysis of the Impact of Foreign Portfolio Investments on the Performance of Nigerian Capital Market**, MSc finance thesis, Unilag, 2023.

تسعى هذه الدراسة إلى معرفة تأثير الإستثمار الأجنبي المحفظي على أداء بورصة نيجيريا خلال الفترة الممتدة من 1986 إلى 2021.

وأظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي وقوي في الأجل الطويل لإستثمارات الحافظة الأجنبية على القيمة السوقية، في حين عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لأسعار الفائدة ومعدلات التضخم وأسعار الصرف على القيمة السوقية، وبالتالي فإن الإستثمار الأجنبي المحفظي يلعب دورا هاما في الرفع من القيمة السوقية، ومساهمته في زيادة تطور الأسواق المالية.

- Siska, E., Duraipandi, O., Tio, L. and Ameen, A., **Foreign Investment and Stock Market Development in Indonesia**, International Journal of Multidisciplinary Approach Research and Science, vol 2, No.2, 2024.

يتمثل الهدف الأساسي لهذه الدراسة في معرفة تأثير الإستثمار الأجنبي المباشر والإستثمار الأجنبي المحفظي على مؤشر القيمة السوقية لبورصة أندونيسيا، بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد خلال الفترة من 2000 إلى 2020.

وقد أثبتت نتائج الدراسة أن للإستثمار الأجنبي المباشر والإستثمار الأجنبي المحفظي تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية في بورصة أندونيسيا.

❖ التعقيب على الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

بعد عرض مختلف الدراسات السابقة، نلاحظ بأنها إتفقت وإختلف فيما بينها من عدة جوانب وذلك كما يلي:

- من حيث المنهج والأدوات

إعتمدت معظم الدراسات السابقة على المنهج الوصفي التحليلي لأنه يتماشى وطبيعة الموضوع، إلا أنها إختلفت من ناحية النموذج المطبق في الدراسة القياسية، حيث إستخدمت النماذج التالية: نموذج ARDL، نموذج VECM، نموذج VAR، نموذج الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد ونموذج PANEL.

- من حيث العينة

إختلفت الدراسات السابقة فيما بينها من ناحية العينة المعتمدة، حيث نجد بأن جميع الدراسات باللغة العربية ركزت على الدول العربية فهناك من قامت بتطبيق الدراسة على دولة عربية واحدة وهناك

من قامت بدراسة عينة من الدول العربية، أما الدراسات باللغة الأجنبية فقد ركزت على الدول النامية والمتقدمة.

- من حيث النتائج المتوصل إليها

توافقت نتائج الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الإستثمار الأجنبي غير المباشر وتأثيره على أداء الأسواق المالية سواء في الدول النامية أو الدول العربية، حيث توصلت إلى وجود أثر إيجابي للإستثمار الأجنبي غير المباشر على مختلف مؤشرات أداء الأسواق المالية، وإتفقت أيضا على الدور المهم الذي يلعبه الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تطوير الأسواق المالية، كما تطابقت نتائج الدراسات السابقة التي تناولت تأثير أداء الأسواق المالية على تشجيع الإستثمار الأجنبي غير المباشر من حيث أن تطوير الأسواق المالية يساهم في زيادة جاذبيتها للإستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

وعن الدراسة الحالية فهي تتفق مع الدراسات السابقة من حيث الموضوع، غير أنها تختلف عنها في عدة جوانب أهمها ما يلي:

- الفترة الزمنية للدراسة الحالية أكثر حداثة مقارنة بالدراسات السابقة، إذ ركزت على الفترة (2000-2021).

- إعتمدت الدراسة الحالية على نموذج بانل الديناميكي وفق منهجية (panel ARDL) وإختبار السببية حسب (Dumitrescu-Hurlin).

- تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث العينة المعتمدة، حيث تضم هذه العينة 6 أسواق مالية عربية (بورصة البحرين، بورصة مصر، بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة مسقط بورصة السعودية).

- تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث المتغيرات التابعة، حيث نجد أن معظم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الإستثمار الأجنبي غير المباشر وأثره في أداء الأسواق المالية ركزت على مؤشر القيمة السوقية فقط، أما الدراسة الحالية فقد ركزت على مؤشر الرسملة السوقية مؤشر حجم التداول، معدل الدوران.

❖ هيكل الدراسة

تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول، يستعرض الفصل الأول الإطار النظري للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر، والذي قسم إلى أربعة مباحث، حيث تناول المبحث الأول ماهية الأسواق المالية، أما المبحث الثاني فقد خصص لكفاءة الأسواق المالية ومؤشرات أدائها، في حين خصص المبحث الثالث لعرض الإطار النظري للإستثمار الأجنبي غير المباشر، أما المبحث الرابع فقد تم فيه عرض محددات الإستثمار الأجنبي غير المباشر وآثاره على الأسواق المالية.

وخصص الفصل الثاني من الدراسة لتحليل أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)، وكذا تحليل تدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الأسواق المالية العربية خلال نفس الفترة، حيث إشتمل هذا الفصل على أربعة مباحث، تضمن المبحث الأول نظرة حول الأسواق المالية العربية، أما المبحث الثاني فقد خصص لتحليل أدائها من خلال مؤشرات حجم السوق ومؤشرات السيولة، في حين تناول المبحث الثالث معوقات ومتطلبات تطويرها، أما المبحث الرابع تم فيه تحليل تدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر الدول العربية.

أما الفصل الثالث تناولنا من خلاله القياس الإقتصادي لتأثير الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء عينة من الأسواق المالية العربية والمتمثلة في بورصة البحرين، بورصة مصر، بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة مسقط، بورصة السعودية، وذلك بإستخدام نماذج بانل الديناميكية وأشتمل هذا الفصل على ثلاثة مباحث، تضمن المبحث الأول تحليل أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة من خلال مؤشرات الحجم ومؤشرات السيولة، إلى جانب تحليل تدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر إليها، أما المبحث الثاني تم فيه عرض الإطار النظري للنموذج المتبع في الدراسة، في حين خصص المبحث الثالث لتقدير وتحليل أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات أداء عينة من الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)، من خلال ثلاث نماذج.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني: كفاءة ومؤشرات أداء الأسواق المالية

المبحث الثالث: الإطار النظري للإستثمار الأجنبي غير المباشر

المبحث الرابع: محددات وآثار الإستثمار الأجنبي غير المباشر على الأسواق المالية

تمهيد:

تحتل الأسواق المالية بأهمية كبيرة ومكانة خاصة في إقتصاديات دول العالم، نظرا لمساهمتها بشكل فعال في تمويل التنمية الإقتصادية من خلال إستقطاب المدخرات المالية للأفراد والمؤسسات وتوجيهها لتمويل الإستثمارات، كما أنها تعكس الوضعية الحقيقية للإقتصاد في أي دولة.

وفي ظل محدودية الموارد الداخلية المتاحة لتمويل عملية الإستثمار، سعت مختلف الدول إلى البحث عن مصادر تمويل خارجية عن طريق إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، والتي من أهمها الإستثمار الأجنبي غير المباشر، حيث أصبح هذا الأخير من الإهتمامات الرئيسية للسياسات الحكومية نظرا لما يوفره من منافع إقتصادية هائلة بالنسبة للدول المضيفة، من خلال تنشيط أسواقها المالية والرفع من كفاءتها وتحقيق التنمية الإقتصادية لهذه الدول.

وفي هذا السياق، سيتم التطرق في هذا الفصل إلى ما يلي:

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني: كفاءة ومؤشرات أداء الأسواق المالية

المبحث الثالث: الإطار النظري للإستثمار الأجنبي غير المباشر

المبحث الرابع: محددات وآثار الإستثمار الأجنبي غير المباشر على الأسواق المالية

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

تزايد الإهتمام في الأونة الأخيرة بالأسواق المالية في معظم الإقتصاديات العالمية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، حيث تمثل فرص إستثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية كما تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات لضخها في القطاعات الإنتاجية، حيث توفر للدولة مجال لسد إحتياجاتها المالية اللازمة لتمويل أهداف التنمية.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية ركنا أساسيا من أركان هيكل النظام التمويلي لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها إلى قنوات إستثمارية تعمل على دعم الإقتصاد وترفع من معدلات النمو الإقتصادي.

الفرع الأول: تعريف الأسواق المالية

لقد تعددت التعاريف المقدمة للأسواق المالية، ويمكن إيراد أهمها فيما يلي:

- الأسواق المالية يتم فيها تحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز¹؛
- الأسواق المالية هي الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الإستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس نظرية السوق الكفاء²؛
- الأسواق المالية هي الأسواق التي يجرى التعامل فيها على الأصول المالية أو النقدية، حيث تقوم بدور كبير في تحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين أو من الوحدات ذات الفائض في الطاقات التمويلية إلى الوحدات ذات العجز في الطاقات التمويلية، وذلك من خلال الأدوات المالية القصيرة والطويلة الأجل³.

¹ Frederic Mishkin, Apostolos Serletis, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets** Pearson Addison Wesley, 4th edition., Canada, 2019, p 02.

² فطوم حوحو، سياسات تفعيل الاسواق المالية العربية -دراسة حالة السوق المالي السعودي، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014، ص 05.

³ عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، ط 1، القاهرة، مصر، 2006 ص

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

من خلال ما سبق يمكن تعريف السوق المالي على أنه السوق الذي يلتقي فيه طالبي رؤوس الأموال (وحدات العجز) مع عارضي رؤوس الأموال (وحدات الفائض) لتداول (بيع وشراء) الأدوات المالية سواء كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية

يمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في النقاط التالية:

- تساهم الأسواق المالية في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الإقتصاد، وذلك من خلال جذب الفائض من رؤوس الأموال وتوزيعها على مختلف المشاريع الإقتصادية، أي أنها تقوم بتجميع المدخرات من وحدات الفائض عن طريق شراء الأوراق المالية ثم تحويل هذه المدخرات إلى وحدات العجز، وبالتالي تعتبر الأسواق المالية وسيلة فعالة في التنمية الاقتصادية؛
- تساعد الأسواق المالية في جذب رؤوس الأموال الأجنبية للمساهمة في المشاريع التنموية الكبرى، بإعتبار أن الإقتراض من الخارج يكلف خزينة الدولة¹؛
- تساهم في إضفاء خاصية السيولة والمرونة العالية للأوراق المالية، أي تحويل هذه الأخيرة والتي ليس لها صفة السيولة المباشرة إلى أوراق مالية ذات سيولة عالية لتسهيل التعامل بها²؛
- تعتبر الأسواق المالية أداة هامة في تقييم الشركات المدرجة؛
- تمنح الأسواق المالية قروضا بتكاليف منخفضة وبشروط مناسبة، مقارنة مع القروض التي تمنحها البنوك التجارية أو القروض الخارجية.

¹ عادل رياض جاب الله، متطلبات تطوير السوق المالي الجزائري للتكيف والإندماج مع الأسواق المالية العالمية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص مالية ومحاسبة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2016 ص 07.

² يوسف خروبي، أثر السياسة النقدية على تكامل الأسواق المالية الأوروبية وكفاءتها دراسة حالة منطقة اليورو خلال الفترة 2014- **2002 ومؤشرات البورصات لمنطقة اليورو**، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدينة، الجزائر، 2015، ص 120.

المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية

تقسم الأسواق المالية طبقاً لعدة معايير، حيث يمكن تقسيمها حسب مدة إستحقاق الأدوات المالية حسب توقيت التنفيذ، حسب الإصدار والتداول وحسب طبيعة التنظيم، وفيما يلي سنوضح أكثر هذه التقسيمات.

الفرع الأول: تقسيم الأسواق المالية حسب مدة إستحقاق الأدوات المالية

تنقسم الأسواق المالية حسب مدة إستحقاق الأدوات المالية إلى:

أولاً: سوق النقد: السوق النقدي هو جزء من السوق المالي والذي يشمل الأدوات المالية التي يكون تاريخ إستحقاقها سنة واحدة أو أقل وقت الإصدار، وعادة ما تكون أدوات سوق النقد عبارة عن أدوات دين وتشمل سندات الخزنة والأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وإتفاقيات إعادة الشراء والقبول المصرفي¹.

ومن أهم خصائص أسواق النقد نجد²:

- الأموال التي يوفرها سوق النقد قصيرة الأجل أي ذات إستحقاق سنة أو أقل؛
- يوفر السوق النقدي أدوات بمخاطر منخفضة جداً وقد تكون خالية في بعض منها لاسيما أدوات الخزينة والأوراق الحكومية الأخرى؛
- أغلب أدوات السوق النقدي ذات قابلية تسويقية عالية؛
- أغلب أدواتها تتمتع بدرجات ضمان عالية، فغالبا ما تستخدم كضمان للقروض؛
- أدواتها توفر عائد مناسب للمستثمر الذي لا يرغب بتحمل المخاطر.

¹ Fabozzi, Frank J, Pamela Peterson Drake, **Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management**, John Wiley & Sons, Canada, 2009, p 123.

² عبد الصمد خلفاوي، دور الأسواق المالية العربية في جذب الإستثمارات دراسة حالة بورصة قطر ما بين 2000-2017، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص دراسات إقتصادية ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2019، ص 24.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

ثانيا: سوق رأس المال: هي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل الطويل، أي التي يزيد أجل إستحقاقها عن سنة، سواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات أو عن ملكية كالأسهم، ويكون الهدف من الحصول على هذه الأموال هو تمويل إستثمارات رأسمالية طويلة الأجل، وسميت سوق رأس المال لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة¹.

الفرع الثاني: تقسيم الأسواق المالية حسب توقيت التنفيذ

تقسم الأسواق المالية وفق هذا المعيار إلى²:

أولاً: أسواق آجلة: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضا تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود وإتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنيا على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

ثانيا: أسواق حاضرة: وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

الفرع الثالث: تقسيم الأسواق المالية حسب الإصدار والتداول

ويمكن تقسيم الأسواق المالية وفقا لطبيعة الإصدار والتداول إلى:

أولاً: السوق الأولي: عندما تقوم الجهة المصدرة بإصدار الأوراق المالية لأول مرة، يتم بيع هذه الإصدارات في السوق الأولية، بغرض زيادة رأسمالها³.

¹ محمد مطر، إدارة الإستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 7، عمان، الأردن، 2015، ص 206.

² رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2005، ص 42.

³ Fabozzi, Frank J, Pamela Peterson Drake, **The Basics of Finance An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management**, John Wiley & Sons, Canada, 2010, p 30.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات بإستخدام ثلاثة أساليب وهي:

1. أسلوب البيع غير المباشر: يتم ذلك من خلال قيام مؤسسة مالية متخصصة عادة ما تسمى بـ "بنك الإستثمار" أو "بنك الإستثمار" أو "متعهدي الإكتتاب" بإصدار الأوراق المالية وبيعها نيابة عن الجهة المصدرة، وهذا الأسلوب هو الأكثر شيوعاً.

ويعرف بنك الإستثمار على أنه وسيط مالي متخصص في مساعدة الشركات على إصدار أوراق مالية جديدة وتقديم المشورة لهذه الشركات فيما يتعلق بالمعاملات المالية، وبالتالي فإن النشاط الرئيسي لبنك الإستثمار هو الإكتتاب¹.

2. أسلوب البيع المباشر: يقصد به قيام الجهة المصدرة للأوراق المالية بالإتصال المباشر بعدد من كبار المستثمرين (مثل المؤسسات المالية الضخمة من شركات تأمين أو شركات صناديق إدارة المعاشات) لكي تبيع لها الإصدارات من الأوراق المالية².

3. أسلوب البيع بالمزاد: وفقه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عروض تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء، ويتم قبول العروض ذات السعر الأعلى ثم العروض ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار، وعادة ما يتم إستخدام هذا الأسلوب لتصريف إصدارات السندات الحكومية وأذونات الخزنة³.

من خلال ما سبق نستنتج بأن السوق الأولية تعد بمثابة سوق الإستثمار الحقيقي، وتتمثل مهمتها الأساسية في تصريف وبيع الأوراق المالية الجديدة بإستخدام ثلاث أساليب، وتنتهي هذه المهمة بمجرد تصريف الأوراق المالية على جمهور المستثمرين، غير أن هؤلاء قد يحتاجون إلى السيولة في أي وقت لإتمام معاملاتهم ولأجل هذا الغرض وجدت السوق الثانوية.

¹ Scott B Smart, Lawrence J Gitman, and Michael D. Joehnk, **Fundamentals of investing**, Pearson Education, 13th edition, 2016, p 71.

² بلال شيخي، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والاتفاق، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010، ص 41.

³ أحمد مداني، أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية حالة الأسواق الناشئة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2013، ص 60.

ثانيا: السوق الثانوية: هو السوق الذي يتم فيه إعادة بيع الأوراق المالية للمستثمرين، والتي تم إصدارها في السوق الأولي، إلا أن الحصيلة النقدية لا تذهب للجهة المصدرة، بل تتحرك بإستمرار بين مستثمر مالي وآخر وبالتالي فإن السوق الثانوي يوفر وبشكل دائم السيولة في الأسواق المالية.

الفرع الرابع: تقسيم الأسواق المالية حسب طبيعة التنظيم

تنقسم الأسواق المالية حسب طبيعة التنظيم إلى:

أولاً: الأسواق المنظمة: وهي التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، وتتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويتم تسجيلها وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها والحصة المتاحة من خلال الإكتتاب العام¹.

وتنقسم الأسواق المنظمة وفقا لأهمية وحجم المؤسسات التي يسمح بتداول أسهمها إلى قسمين:²

- 1. السوق الأولى:** وتخصص هذه السوق للشركات الكبيرة التي تستوفي الشروط التي تضعها البورصة؛
- 2. السوق الثانية:** وهي السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بدرجة نمو كبيرة لكنها لا تستطيع توفير شروط الإدراج في السوق الأولى، وتعد هذه السوق بمثابة مرحلة تمهيدية لقبول المؤسسات في السوق الأولى.

ثانيا: الأسواق غير المنظمة (الأسواق الموازية): ويتم فيها تداول الأوراق المالية غير المدرجة في البورصة ويطلق إصطلاح الأسواق غير المنظمة على العمليات التي تتم خارج صالة البورصة من خلال بيوت السمسرة المختلفة، حيث لا يوجد مكان ولا زمان محدد لهذه العمليات، ويعتبر كل تاجر في الأسواق غير المنظمة بمثابة صانع السوق، ويتم تحديد سعر الأوراق المالية فيها بالتفاوض³.

¹ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 45.

² محفوظ جبار وسامية عمر عبده، بور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة فرنسا، المجلة الجزائرية للدراسات والمالية المصرفية، المجلد 06، العدد 01، مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2016، ص 32.

³ أحمد مداني، مرجع سبق ذكره، ص 63.

وتنقسم الأسواق غير المنظمة إلى¹:

1. **السوق الثالث:** يتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، وتمثل هذه البيوت أسواق مستمرة ودائمة لشراء الأوراق المالية أو بيعها وبأي كمية مهما كبر حجمها أو صغر؛
2. **السوق الرابع:** ويتم في هذه السوق تعامل المؤسسات الكبيرة والأفراد فيما بينهم مباشرة ومن دون وساطة بغرض الحد من العمولات التي يدفعها المستثمرون للممارسة خصوصا في الصفقات الكبرى، ويتم التعامل في هذه السوق من خلال شبكة الإتصالات الإلكترونية.

المطلب الثالث: أدوات الإستثمار في الأسواق المالية

يمكن تصنيف أدوات الإستثمار في الأسواق المالية إلى أوراق مالية يتم تداولها في سوق النقد تتمثل في أدونات الخزنة، شهادات الإيداع القابلة للتداول، القبولات المصرفية، إتفاقيات إعادة الشراء، الأوراق التجارية قروض اليورو دولار، وأدوات مالية يتم تداولها في سوق رأس المال ويمكن أن تمثل حق ملكية كالأسهم، أو تمثل حق مديونية كالسندات، بالإضافة إلى أصناف حديثة تمثل أدوات هجينة وأخرى مشتقة.

الفرع الأول: الأدوات المتداولة في سوق النقد

تتمثل الأدوات المتداولة في سوق النقد فيما يلي:

أولا: أدونات الخزنة: هي أداة دين قصيرة الأجل قابلة للتداول تصدرها الحكومات لغرض الإقتراض، ويتم تداولها في السوق النقدية، وهذه الأدونات لا تحمل سعر فائدة محدد وإنما يتم تداولها بخصم أي بسعر أقل من قيمتها الإسمية، وتعتبر أدونات الخزنة من أكثر أدوات سوق النقد أمانا، ويمكن تسهيلها بسهولة وبأقل كلفة².

¹ مونية زموري، التأثيرات الإقتصادية للأزمات المالية على الأسواق المالية العربية دراسة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر 2018، ص 06.

² Andrew Chisholm, An Introduction to International Capital Markets, John Wiley & Sons, 2nd edition, 2009, p 21.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

ثانياً: **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** هي أداة دين قصيرة الأجل يبيعها البنك التجاري لعملائه، بحيث يدفع لهم في تاريخ الإستحقاق القيمة الإسمية للشهادة والفائدة المتفق عليها، وهي قابلة للتداول في الأسواق الثانوية¹.

ثالثاً: **القبولات المصرفية:** تعتبر أداة من أدوات السوق النقدي قصيرة الأجل حيث تتراوح فترة إستحقاقها بين شهر وتسعة أشهر، وهي تستخدم كأداة للإقتراض كما تستخدم أداة إئتمان في المعاملات التجارية الخارجية والقبولات المصرفية هي تعهد من قبل بنك تجاري ما بدفع قيمة كمبيالة مسحوبة عليه، عن طريق ختمها بكلمة "مقبول"، ويأخذ المصرف في مقابل هذا التعهد أو الضمان عوضاً معلوماً².

رابعاً: **إتفاقيات إعادة الشراء:** تمثل أسلوب إقراض مضمون وقصير الأجل، وهي عملية للحصول على الأموال عن طريق بيع الأوراق المالية وإعادة شرائها بعد فترة محددة، أي يكون فيها البيع حاضراً والشراء لاحقاً³.

خامساً: **الأوراق التجارية:** هي أداة دين قصيرة الأجل يتم تداولها في السوق النقدي، والتي تتخذ غالباً شكل سند أذني غير مضمون ذو فترة إستحقاق ثابتة لا تتجاوز 270 يوم، ويتم إصدارها من قبل المؤسسات المالية والبنوك والشركات الصناعية⁴.

ولأن الأوراق التجارية تصدر في معظم الأحيان بدون ضمانات، فإن درجة المخاطرة المرافقة للإستثمار فيها عالية جداً، هذا ويفترض أن يكون العائد المتوقع منها مرتفعاً⁵.

¹ Frederic Mishkin, Kent Matthews, and Massimo Giuliodori, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Pearson, 2013, p 28.

² مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور إسلامي**، مركز النشر العلمي، ط 1، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 30.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، **الأسواق المالية**، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2021، ص 15.

⁴ M. S. Rao, K. R. Pillai, **Risk and Return Analysis of Commercial Paper**, Asia Pacific Business Review, vol 7, No.4, 2011, p 40.

⁵ سامية جداني، **متطلبات التكامل الوظيفي بين البنوك والأسواق المالية-عرض تجارب دولية-**، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017، ص 25.

سادسا: قروض اليورو دولار: وهي إيداعات بالدولار الأمريكي لدى بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية أو في بنوك أجنبية داخل الولايات المتحدة الأمريكية، وبإمكان البنوك الأمريكية الإقتراض من هذه الودائع من البنوك الأخرى غير الأمريكية، أو من فروع البنوك الأمريكية في الخارج، عندما تحتاج إلى موارد مالية، وبالتالي فإن قروض اليورو دولار تعتبر قروض قصيرة الأجل تمنح بالدولار الأمريكي خارج الولايات المتحدة الأمريكية في منطقة اليورو، مقابل سعر فائدة يحدد على أساس معدل اللابور فيما بين البنوك العاملة في سوق لندن¹.

الفرع الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

يتداول في سوق رأس المال نوعان من الأدوات أحدهما يعبر عن ملكية وهي الأسهم بنوعها العادية والممتازة، والآخر يعبر عن المديونية وهي السندات بالإضافة إلى المشتقات المالية.

أولا: أدوات الملكية (الأسهم)

1. مفهوم الأسهم: هي عبارة عن حق ملكية قابل للتداول في سوق الأوراق المالية، يعطى لحاملها الحق في ملكية جزء من رأس مال الشركة، كما يعطى له الحق في نسبة من الأرباح إذا ما تم الإتفاق على توزيعها ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها.

وتتمتع الأسهم بمجموعة من الخصائص من أهمها²:

- الأسهم صكوك متساوية القيمة، وذلك من أجل الحصول على الحق نفسه؛
- عدم قابلية السهم للتجزئة أي لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد؛
- قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية إذا كانت الأسهم إسمية، أو بالتنازل إذا كانت لحاملها، أو بالتظهير إذا كانت لأمر؛
- ليس لها تاريخ إستحقاق محدد؛
- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح وخسارة، وذلك تبعا للظروف المحيطة بالشركة.

¹ الغالي بن إبراهيم ومحمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، ط1 بسكرة، الجزائر، 2019، ص 47.

² المرجع نفسه، ص 152.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

2. أنواع الأسهم: يمكن تصنيف الأسهم إلى أنواع متعددة بحسب عدة إعتبارات، وذلك على النحو التالي:

1.2. أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة المساهم بها: ونميز بين:

1.1.2. أسهم نقدية: هي الأسهم التي تدفع قيمتها نقداً، ولا تصبح هذه الأسهم قابلة للتداول بالطرق التجارية

إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي بعد صدور العقد التأسيسي للشركة؛

2.1.2. أسهم عينية: هي الأسهم التي تمثل حصصاً عينية في رأس مال الشركة كالعقارات أو مخزونات

ويتمتع حملة الأسهم العينية بنفس حقوق أصحاب الأسهم النقدية؛

3.1.2. أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي يمتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقداً وعينا، وذلك كمن يصبح

مساهماً بعقار وبمبلغ مالي؛

4.1.2. حصص التأسيس: وهي الحصص التي يمتلكها أصحابها بعد تقديمهم لشيء معنوي، عادة يتمثل في

براءة إختراع، بحيث يخول لصاحبها الحق في نسبة من أرباح الشركة، ولكنها لا تعتبر جزءاً من رأس مالها

ولا يكون لأصحابها الحق في إدارتها، وهي قابلة للتداول¹.

2.2. أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها: ونميز بين:

1.2.2. الأسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا تحمل إسم مالكها، وإنما تقيد فيها عبارة لحاملها فقط، فيعتبر

حاملها هو المالك في نظر الشركة، ويتم تداولها بطريقة الحيابة الفعلية؛

2.2.2. الأسهم الإسمية: وهي أسهم يسجل عليها إسم مالكها، ويقضي الأمر قيد الإسم في سجل المساهمين

وعند إنتقال ملكية السهم من شخص لآخر يسجل إسم المالك الجديد في سجل التنازلات على ظهر صك

السهم²؛

¹ المرجع نفسه، ص 154.

² أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر

2000، ص 17.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

3.2.2. أسهم لأمر: ويسمى أيضا بالسهم الأذني وهو ذلك السهم الذي يقترن بشرط الأذن، ويتداول عن طريق التظهير¹.

3.2. أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها: إستنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

1.3.2. الأسهم العادية: تمثل الأسهم العادية حصص ملكية في شركة، ويمنح لحملتها بعض الحقوق والإمتيازات التي لا يتمتع بها حملة السندات، حيث يمكن لهم التصويت لإختيار مجلس إدارة الشركة، بالإضافة إلى ذلك يجوز لهم التصويت على القضايا الهامة المتعلقة بالشركة، مثل التغييرات في ميثاقها وعمليات الإندماج².

2.3.2. الأسهم الممتازة: هي الأسهم التي تدرج ضمن حقوق الملكية، ولكنها تحمل خصائص مشتركة بين السندات والأسهم العادية، فهي تحمل عائدا ثابتا كالسندات ولا تعطي لأصحابها حق التصويت، وقد تكون قابلة للإستدعاء أو التحويل إلى أسهم عادية، من ناحية أخرى تشترك مع الأسهم العادية في أنها لا تحمل تاريخ إستحقاق محدد إلا إذا كان هناك شرط بذلك³.

تتمتع الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا من أهمها⁴:

- هذه الشركات ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات، وأن التوزيعات محدودة بمقدار معين؛
- لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشاكل صعبة؛
- إن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو الأمر الذي يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلية للشركة.

¹ محمد عبد الله محمد شاهين، أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)، دار حميثرا للنشر والترجمة، ط 1، القاهرة، مصر 2018 ص 43.

² Ronald w. Melicher, Edgar A. Norton, **Introduction to Finance: Markets, Investments, and Financial Management**, John Wiley & Sons, 16th Edition, 2016, pp 266, 267.

³ عبد القادر محمد أحمد عبد الله وخالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، مطابع السروات، ط5، السعودية، 2017، ص 27.

⁴ إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2010، ص 17.

ومع ذلك فإن الأسهم الممتازة لها أيضا عيوبها، وأول عيب يذكر هو أنه في حالة عدم دفع توزيعات الأرباح لحملة الأسهم الممتازة، فإن المستثمرون الجدد (المحتملون) قد يجمعون عن شراء أسهم هذه الشركة وبالتالي فإن الشركات بشكل عام غير قادرة على طرح إصدارات جديدة حتى يتم دفع كل توزيعات الأرباح الفائتة على الأسهم الممتازة، بالإضافة إلى ذلك، يجب أن يدفع لحملة الأسهم الممتازة معدل عائد يتوافق مع المخاطر المرتبطة بها، لذلك فقد يكون التمويل بالأسهم الممتازة أكثر تكلفة من التمويل بالسندات¹.

بالإضافة إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة (على عكس الفوائد) لا تخصم من وعاء الضريبة وبالتالي لا تحقق الشركة من ورائها وفورات ضريبية، لذلك فقد يكون التمويل بالأسهم الممتازة أكثر تكلفة من التمويل بالسندات، ويمكن تقسيم الأسهم الممتازة إلى ما يلي:

1.2.3.2. الأسهم الممتازة المجمعّة الأرباح (الأسهم الممتازة التراكمية): إذا فشلت شركة ما في دفع أرباح الأسهم الممتازة لعدة سنوات، يتراكم إلّتهاها تجاه حملة هذه الأسهم، وبالتالي لا يمكنها دفع أي توزيعات أرباح للمساهمين العاديين حتى تقوم بدفع جميع أرباح الأسهم الممتازة غير المدفوعة التراكمية².

2.3.2.2. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: يعطى لحاملها حق تحويلها إلى عدد معين من الأسهم العادية عند إرتفاع القيمة السوقية للسهم العادي عن السهم الممتاز³.

3.3.2.2. الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: توفر لحملتها ميزة إضافية وهي حق الأولوية بإعطائهم حق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو بشكل جزئي، وهذا بعد أن يكونوا قد حصلوا على حصتهم في التوزيع الأولي⁴.

¹ Anthony Saunders, Marcia Millon Cornett, **Financial Markets and Institutions**, McGraw-Hill Education, 6th edition, New York, 2014, p 240.

² Jonathan Berk, Peter DeMarzo, and Jarrad Harford, **Fundamentals of corporate finance**, Prentice Hall, 2nd edition, 2011, p 186.

³ أحمد بزيرية، دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الإقتصاديات الناشئة في تحفيز النمو الصناعي دراسة تقييمية مقارنة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص مالية، نقود، بنوك، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3 الجزائر، 2013، ص 21.

⁴ صالح سراي، دراسة أثر المتغيرات الإقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016، ص 22.

ثانياً: أدوات الدين (السندات)

1. مفهوم السندات: تمثل عادة إلتزاماً تعاقدياً طويل الأجل للشركة بدفع فائدة لحامل السند، بالإضافة إلى القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق¹.

فالسند هو عقد بين المقرض والمقرض، ويمثل المقرض مصدر السند، أما المقرض فهو مالك السند أو حامله، يقتضي هذا العقد بأن يقوم مصدر السند بتقديم سلسلة محددة من الدفعات النقدية لمالكه، وتقديم ضمان يحميه من إحتمال عدم قيام المصدر بتسديد الدفعات الموعودة في الوقت المحدد².

ومن أهم مميزات السندات ما يلي³:

- السند وثيقة قرض تثبت أن حامله دائن تجاه المؤسسة التي أصدرته في حدود قيمته الإسمية؛
- يستفيد حامل السند من دخل ثابت ومعروف مسبقاً يتمثل في الفائدة، ويحصل عليها طوال عمر السند؛
- السند عبارة عن ورقة مالية ذات أجل، أي أنه يصدر لمدة زمنية معينة، وبالتالي فالمؤسسة مجبرة على دفع مبلغه عند حلول أجل إستحقاقه؛
- حامل السند ليس له أي حق للتدخل في شؤون تسيير المؤسسة؛
- في حالة تصفية المؤسسة أو إفلاسها، تمنح الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في إسترجاع رأس المال بإعتبارهم دائنين للمؤسسة.

2. أنواع السندات: يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة، وذلك حسب عدة جوانب تتمثل فيما يلي:

1.2 حسب الجهة المصدرة: تنقسم السندات حسب هذا الأساس إلى ما يلي:

1.1.2 سندات حكومية (سندات سيادية): هي السندات التي تصدرها الحكومة (الخزينة العامة) وتكون طويلة الأجل بحيث تلجأ إليها لتمويل النفقات العامة للدولة؛

¹ Geoffrey Hirt, Stanley Block, **Fundamentals of Investment Management**, McGraw-Hill Education, 10th edition, 2021, p 285.

² James Bradfield, **Introduction to the Economics of Financial Markets**, Oxford University Press, New York, 2007, p 20.

³ الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، ديوان المطبوعات الجامعية، ط 7، الجزائر، 2010، ص 88.

2.1.2. **سندات غير حكومية (سندات الشركات):** وهي السندات التي تصدرها الشركات، حيث تلجأ إليها في حالة طلب تمويل طويل الأجل لتدعيم المشاريع الإستثمارية.

2.2. **حسب موعد الإستحقاق:** تنقسم السندات حسب هذا الأساس إلى ما يلي:

1.2.2. **سندات دائمة:** هي سندات ليس لها تاريخ إستحقاق معين، وبالتالي فالسبيل الوحيد للتخلص من هذه السندات هو بيعها لشخص آخر؛

2.2.2. **سندات ذات تاريخ إستحقاق محدد:** وهي سندات لها تاريخ إستحقاق معين، ففي هذا النوع تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملي السندات عندما يصل تاريخ إستحقاقها.

3.2. **حسب الضمان:** تنقسم السندات حسب هذا الأساس إلى ما يلي¹:

1.3.2. **السندات المضمونة:** وهي السندات المضمونة بأصل معين من الأصول التي تمتلكها الشركة، بحيث إذا عجزت عن الوفاء بالتزاماتها تتباع هذه الأصول، ويحصل أصحاب السندات المضمونة على حقوقهم، كما أنه في حال تصفية الشركة تكون لحملة السندات المضمونة الأولوية في إستيفاء حقوقهم من قيمة هذه الأصول قبل غيرهم من حملة السندات الأخرى وغيرهم من الدائنين؛

2.3.2. **السندات غير المضمونة:** وهي السندات التي لا تكون مضمونة بأصل معين، وإنما الضامن الوحيد لحملتها هي سمعة الشركة من حيث مركزها المالي، وفي حال تصفية الشركة أو إفلاسها يعامل حملة هذا النوع معاملة غيرهم من دائني الشركة.

4.2. **حسب القابلية للتحويل:** تنقسم السندات حسب هذا الأساس إلى ما يلي:

1.4.2. **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة بعد فوات مدة محددة، بحيث يتحول حامل السند إلى شريك مساهم وفقاً لشروط وقواعد محددة في العقد²؛

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، ط 1، المملكة العربية السعودية، 2006، ص ص 208، 209.

² المرجع نفسه، ص 206.

2.4.2. سندات غير قابلة للتحويل: وهذه السندات لا تعطي الحق لحاملها بتحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة. ثالثاً: الأدوات الحديثة لسوق رأس المال (المشتقات المالية): هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول التي تمثل موضوع العقد، حيث تتنوع هذه الأصول ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ¹.

ومن أبرز صور المشتقات المالية نجد:

1. العقود الآجلة: هي عقد يلتزم بمقتضاه طرفان أحدهما بائع والآخر مشتري لبيع أو شراء أداة مالية أو عملة أجنبية أو سلعة في تاريخ محدد مستقبلاً وبسعر متفق عليه، فهي بذلك عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود².
2. العقود المستقبلية: هي إتفاق بين طرفين على أصل معين بسعر متفق عليه مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، والغرض الأساسي للعقود المستقبلية في التغطية ضد مخاطر تغير السعر³.
3. عقود الخيارات: هي عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول "البائع" أن يعطي للطرف الثاني "المشتري" الحق - وليس الإلزام- لشراء أو لبيع أوراق مالية معينة، بسعر معين ولأجل معين، يدفع المشتري "دافع ثمن الخيار" ثمناً مقابل تمتعه بذلك الحق، ويقبضه البائع "قابض ثمن الخيار" مقابل تعهده وإلتزامه⁴.
4. عقود المبادلة: هي إتفاق تعاقدية على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق، وتتكون عمليات المبادلة من عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد إلى الطرف الثاني الذي يتعهد بدوره بدفع مبلغ محدد في نفس التاريخ إلى الطرف الأول، ومن أهمها نجد عقود مبادلات العملات وعقود مبادلات أسعار الفائدة⁵.

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 05.

² عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، ط 1، دمشق، سوريا، 2008، ص 68.

³ Alan N. Rechtschaffen, Capital Markets, Derivatives, and the Law, Oxford University Press, United States of America, 3rd edition, 2019, p 167.

⁴ بن علي بلعزوز وآخرون، إدارة المخاطر (إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية)، الوراق للنشر والتوزيع، ط 1، عمان، الأردن 2013، ص 98.

⁵ زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وإقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015، ص 68.

المبحث الثاني: كفاءة ومؤشرات أداء الأسواق المالية

يوصف الأداء الجيد للأسواق المالية في أغلب الأحيان بعبارة أسواق مالية كفؤة، ويستخدم لوصف قدرة الأسواق المالية على الإدارة الجيدة لتكاليفها وحسن إستخدام مواردها، ويكتسب هذا المفهوم أهمية لدى المتعاملين في أسواق الأوراق المالية لما له من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية ومنه على قراراتهم المالية. وهناك مجموعة من المؤشرات تستخدم للحكم على طبيعة أداء الأسواق المالية ودرجة تقدمها ونضجها خلال فترة زمنية معينة، ومعرفة إتجاهات أدائها ومقارنته بأداء غيرها من الأسواق المالية.

المطلب الأول: مفهوم وأنواع كفاءة الأسواق المالية

إن نجاح الأسواق المالية في أداء وظائفها مرهون بمدى كفاءتها في إعداد وتوفير المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن واحد وبتكلفة ضئيلة وتحليلها بين المستثمرين مما يتيح فرص متساوية لهم، ويعكس أسعار قريبة من القيم الحقيقية للأوراق المالية المتداولة فيه.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

هناك العديد من التعاريف التي أعطيت لكفاءة الأسواق المالية، نذكر منها مايلي:

- عرف "فاما" السوق المالية الكفؤة بأنها السوق التي تعكس فيها الأسعار دائما وبشكل تام المعلومات المتاحة¹.
- كما يعرف السوق المالي الكفء بأنه السوق الذي تعكس فيه الأسعار القيمة الحقيقية للأوراق المالية².
- تكون الأسواق المالية كفؤة بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة³.

¹ Eugene F. Fama, **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, 1970, p 383.

² Mishkin, Frederic S, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Pearson, 2019, p 206.

³ مريم نجاة نعاس، إستراتيجية التنوع الإستثماري كألية لإدارة المخاطر في محفظة الأوراق المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص محاسبة مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017، ص 32

وعلى هذا يمكن القول بأن السوق المالي الكفاء هو السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر بحيث تتساوى فيه أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية وتتحرك هذه الأسعار بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها.

الفرع الثاني: أنواع كفاءة الأسواق المالية

تقسم كفاءة الأسواق المالية إلى نوعين:

أولاً: الكفاءة الكاملة: إن مفهوم الكفاءة الكاملة هو أن إدارة السوق المالي قادرة على تزويد المستثمر بالمعلومات بسرعة وبدون تكلفة بحيث تصل إلى المستثمرين في نفس الوقت، وأن يتجاوب المستثمر مباشرة مع هذه المعلومات فيفترض أن تكون محللة وأن يكون قادر على إتخاذ القرار حسب هذه المعلومات إن كانت حسنة أو سيئة أو كان تأثيرها على سعر السهم إيجابي أو سلبي، ويحدد سعر السهم بناء على هذه المعلومات ويجب أن يكون مساوي للسعر العادل¹.

ولتحقيق الكفاءة الكاملة لأبد من توفر الشروط التالية²:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكلفة، وفي ظل هذه الشروط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة نظراً لتمائل المعلومات المتاحة لكل منهم؛
- لا توجد أي قيود على التعامل فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب، كما يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من الأسهم بسهولة، إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق؛
- أن يكون هناك عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن يؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم؛
- أن يتصف المستثمرون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء إستغلال ثرواتهم.

¹ فطوم حوحو، مرجع سبق ذكره، ص 54.

² نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ص36.

ثانياً: الكفاءة الإقتصادية: تعني وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها، وإنعكاس تلك المعلومات على أسعار الأسهم، بمعنى أنه في ظل الكفاءة الإقتصادية علينا أن ننتظر بعض الوقت بعد حصولنا على المعلومات حتى تظهر آثارها على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أنه سيكون هناك فرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمه الإستثمارية أو الحقيقية لفترة زمنية معينة، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الإستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية¹.

المطلب الثاني: مستويات ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية

إن المعلومات بمختلف مستوياتها تعتبر عاملاً أساسياً في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية ومن ثم تحديد مستوى كفاءة الأسواق المالية، وبإختلاف مضمون ونوعية المعلومات تختلف درجة كفاءة السوق ومن الناحية التطبيقية يمكن أن يكون السوق كفء بالنسبة لنظام معين من المعلومات وغير كفء بالنسبة لنظام آخر، ويتطلب تحقيق الكفاءة في الأسواق المالية التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة.

الفرع الأول: مستويات كفاءة الأسواق المالية

قدم "فاما" ثلاث صيغ مختلفة لكفاءة الأسواق المالية وهي:

أولاً: فرضية الصيغة الضعيفة: يقوم هذا الافتراض على أساس أن الأسعار الحالية للأوراق المالية قد أخذت في الحسبان جميع المعلومات التاريخية المنشورة، وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية عن طريق التوصل إلى إستراتيجية مبنية على المعلومات التاريخية، إذ تكون هذه المعلومات التاريخية متاحة ومستوعبة تماماً من قبل الجميع في السوق الضعيف².

¹ يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، المجلد 2014، العدد 42، كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، بغداد، العراق، 2014، ص 125.

² حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005، ص 30.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

ثانيا: **فرضية الصيغة المتوسطة:** أي أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وأن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع وذلك لأن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في الأسعار.

وفي ظل هذه الفرضية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الإستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة ببقية المستثمرين¹.

ثالثا: **فرضية الصيغة القوية:** تعني أن الأسعار المتداولة في السوق تعكس تأثير جميع المعلومات المتاحة العامة عن الشركة، إلى جانب المعلومات التاريخية والمعلومات الخاصة المتوفرة عن الشركة، وهذا يعني أن السوق يوفر للمتعاملين جميع البيانات والمعلومات سواء كانت تاريخية أو حالية عامة أو داخلية خاصة، وبالتالي فإنه يستحيل على أي مستثمر أن يحقق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، وذلك لأن هذه الأخير قد إستوعبت تلك المعلومات مسبقا وعكستها بسرعة.

الفرع الثاني: متطلبات كفاءة الأسواق المالية

يتطلب تحقيق الكفاءة في الأسواق المالية توفر ميزتين أساسيتين:

أولا: كفاءة التسعير: هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير، وبدون تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات وبنفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات².

¹ يوسف مسعداوي، مرجع سبق ذكره، ص 124.

² صالح مفتاح وفريدة معارفي، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**، مجلة الباحث، المجلد 7، العدد 7، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص 186.

ثانياً: كفاءة التشغيل: يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية ودون أن يتاح للتجار وصناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه، وبالتالي فكفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر، ولو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف¹.

المطلب الثالث: مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية

هناك مجموعة من المؤشرات للإستدلال على طبيعة أداء الأسواق المالية ودرجة تقدمها ونضجها خلال فترة زمنية معينة، ومعرفة إتجاهات الأداء ومقارنته بأداء غيرها من الأسواق، فضلاً عن المعلومات التي توفرها هذه المؤشرات والتي تستخدم في قياس مدى تحقيق السوق لأهدافها.

الفرع الأول: المؤشر العام لأسعار الأسهم (مؤشر السوق)

هو مؤشر يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق المالي وكمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية، وعادة ما يتألف من مجموعة من الأوراق المالية التي يعتقد أنها تعكس حالة السوق بكامله، حيث له أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين إذ يمكن أن يعطي تلميحات مهمة عن السوق ويساعد المستثمرين على تحديد قراراتهم الإستثمارية².

¹ عبد الغفار حنفي، الإستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وئاق الإستثمار-الخيارات)، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية 2003، ص 180.

² عبد الحكيم هشام طلعت، الإستثمار الأجنبي غير المباشر وأثره في مؤشرات التداول دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية مجلة التراث، المجلد 5، العدد 4، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2015، ص ص 133، 134.

الفرع الثاني: مؤشر حجم السوق

يعد إتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الإيجابية الدالة على نمو الإستثمارات في الأسواق المالية إذ كلما إتسع حجم السوق دل ذلك على تطورها ونضجها والقدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر كما يدل على مدى إنتشار ثقافة الإستثمار المالي ومدى جاذبية السوق سواء بالنسبة للمستثمرين المحليين أو الدوليين، ويقاس حجم السوق من خلال مؤشر القيمة السوقية ومؤشر عدد الشركات المدرجة.

أولاً: الرسملة السوقية (مؤشر القيمة السوقية): تتمثل القيمة السوقية في عدد الأسهم المدرجة في السوق مضروباً في متوسط أسعارها، ويشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق¹، ويقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة على الناتج المحلي الإجمالي، فكلما إرتفعت هذه القيمة دل ذلك على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه، أو إرتفاع الأسعار الذي قد يكون إنعكاساً لإتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معاً².

ويسمح هذا المؤشر بتحديد مدى تأثر الإقتصاد بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال، ومن أوجه قصوره هو عدم بعين الإعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجرى تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور الذي تلعبه في الإقتصاد³.

ثانياً: مؤشر عدد الشركات المدرجة: يدل هذا المؤشر على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة للفترات السابقة، ولا يستخدم بمعزل عن مؤشر القيمة السوقية، إذ أن زيادة عدد الشركات المدرجة مع بقاء إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرة يفقد دلالاته، وقد يرجع إرتفاع عدد الشركات إلى العديد من العوامل

¹ Pietro Pavone, **Market capitalization and financial variables: Evidence from Italian listed companies**, International Journal of Academic Research Business and Social Sciences, vol 9, No.3, Human Resource Management Academic Research Society, 2019, p 1358.

² شريف حسان طاهر وآخرون، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 15، العدد 20، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2019، ص 124.

³ Traiche Ibrahim, Berberi Mohamed Amine, **The role of indirect foreign investment in revitalization emerging stock markets-Study of Egyptian market 2004 to 2017**, Journal Of North African Economies, vol 15, No.2, Hassiba Ben Bouali University, Chlef, Algeria, 2019, p 46.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

على رأسها خصوصية الشركات العمومية، تسهيل إجراءات الإدراج في الأسواق المالية سواء الشركات المحلية أو الشركات الأجنبية بالإضافة إلى تحسين البيئة الإستثمارية للدول المستقبلة¹.

الفرع الثالث: مؤشر سيولة السوق

يعكس مؤشر سيولة السوق سهولة شراء وبيع الأوراق المالية دون أن يحدث ذلك تغيرا في قيمتها السوقية، أي سهولة تسييل الأوراق المالية في أقل وقت ممكن وبأقل تكلفة ممكنة، فكلما كان المؤشر مرتفع كلما دل على إمكانية جذب أكبر قدر من المستثمرين إذ توفر لهم إمكانية تحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة²، وتقاس درجة سيولة الأسواق المالية من خلال مؤشر حجم التداول ومعدل الدوران.

أولاً: مؤشر حجم التداول: يقصد بحجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المالية التي تم تداولها بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، وتقاس نسبة التداول من خلال قسمة قيمة الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي.

ويعكس هذا المؤشر درجة السيولة في الإقتصاد بصفة عامة ويكمل مؤشر رسملة السوق، فعلى الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، إلا أن نسبة التداول قد تكون صغيرة، ومن ثم يتعين إستخدام المؤشرين معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن السوق المالية³.

ثانياً: معدل الدوران: يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو عدة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول، ويتم حسابه من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على القيمة السوقية خلال مدة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، ويستخدم هذا المؤشر كمقياس لإنخفاض تكلفة

¹ سارة بوزيد، قياس أداء محفظة الأوراق المالية بين الإدارة الستاتيكية والإدارة الديناميكية دراسة حالة بورصة باريس 2003-2016، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة، الجزائر، 2017، ص 31.

² المرجع نفسه، ص ص 31، 32.

³ شريف حسان طاهر وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 124، 125.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

المعاملات في الغالب، ويعمل مؤشر القيمة السوقية في توضيح درجة نشاطه، حيث قد تكون هنالك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة، وذلك عندما تكون قيمتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض¹.

الفرع الرابع: مؤشر درجة التركيز

تقاس درجة تركيز السوق بحساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في قيمة التداول، والمعنى الإقتصادي له معرفة مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق، وبالتالي مدى تأثر السوق بالتغيرات في قيم أوراق هذه الشركات²، وتعد درجة التركيز المرتفعة أمراً غير مرغوب فيه لأنها تؤثر بشكل سلبي على سيولة السوق.

الفرع الخامس: مؤشر درجة التذبذب في العوائد

يعرف التذبذب بأنه التغيرات التي يشهدها العائد في السوق المالي والذي يعكس وصول معلومات جديدة قد تخص الأرباح المستقبلية أو حركة في معدلات الفائدة الحقيقية المتوقعة³، ويشير مؤشر درجة التذبذب في العوائد إلى درجة عدم الإستقرار في البورصة، ويعبر إنخفاض درجة التقلب في عوائد السوق عن الأداء الجيد لهذا الأخير.

¹ إفتخار محمد المناحي الرفيعي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2017-2006)، مجلة المستتصيرية للدراسات العربية والدولية، المجلد 16، العدد 68، الجامعة المستتصيرية، بغداد، العراق، 2019، ص ص 124، 125.

² مياده حياوي مهدي وهوراء إحسان خليل، ديناميكية العولمة المالية ومدى تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مجلة كلية الإدارة والإقتصاد للدراسات الإقتصادية والإدارية والمالية، المجلد 11، العدد 2، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة بابل، العراق، 2019، ص 411.

³ سامية زيطاري، أداء أسواق الأوراق المالية العربية دراسة مقارنة مع الأسواق الناشئة والمتطورة، مجلة معهد العلوم الإقتصادية، المجلد 8، العدد 2، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2004، ص 106.

المبحث الثالث: الإطار النظري للإستثمار الأجنبي غير المباشر

يعتبر الإستثمار الأجنبي مصدرا هاما من مصادر التمويل الدولي وينقسم هذا النوع إلى شقين، الإستثمار الأجنبي المباشر والإستثمار الأجنبي غير المباشر، حيث أصبح هذا الأخير يحظى بأهمية كبرى في الدول النامية والمتقدمة، وذلك نظرا لدوره في تنشيط السوق المالية وتحقيق التنمية الإقتصادية.

المطلب الأول: إطار عام حول الإستثمار والإستثمار الأجنبي غير المباشر

يمثل الإستثمار أحد الوسائل الهامة التي تدفع بوتيرة التنمية الإقتصادية، من خلال إستغلال مختلف الطاقات المتواجدة بالإقتصاد، وهذا من أجل خلق ثروات جديدة أو الزيادة في الثروات القائمة أو المحافظة عليها.

الفرع الأول: تعريف الإستثمار وأنواعه

سيتم من خلال ما يلي تحديد مفهوم الإستثمار وأنواعه وذلك حسب طبيعة الإستثمار، حسب الملكية حسب المدة، حسب الجنسية.

أولاً: تعريف الإستثمار: تعددت التعاريف الخاصة بالإستثمار بتعدد الجوانب التي إنطلق منها الباحثون

لمحاولة فهمه وتحديد أبعاده، ونجد بأن هذه التعاريف أغلبها متشابهة في مضمونها، ومنها مايلي:

- يعرف الإستثمار على أنه إرجاء أو تأجيل الإستهلاك لفترة زمنية قادمة، ثم توجيه هذه الأموال إلى إستثمار وليس إكتناز¹.

- كما يعرف على أنه أي توظيف للنقود لأي أجل في أي أصل أو حق ملكية أو ممتلكات للمحافظة على المال أو تتميته سواء بأرباح دورية أو بزيادات في قيمة الأموال في نهاية المدة أو بمنافع غير مادية².

¹ محمد الفاتح محمود بشير، التمويل والإستثمار في الإسلام، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص 119.

² قيصر عبد الكريم الهيبي، أساليب الإستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، دمشق، سوريا، 2006، ص18.

وبالتالي يمكننا تعريف الإستثمار على أنه توظيف الأموال سواء في الأصول المادية (حقيقية) أو الأصول المالية (الأوراق المالية) خلال فترة زمنية معينة، بغرض الحصول على عوائد مستقبلية مقابل تحمل المخاطرة مهما كان شكل هذا الإستثمار.

ثانياً: أنواع الإستثمار

تتعدد الإستثمارات حسب المعيار المستخدم في تصنيفها، وفيما يلي أهم هذه التصنيفات:

1. **حسب طبيعة الإستثمار:** يقسم الإستثمار وفقاً لهذا المعيار إلى إستثمار حقيقي وإستثمار مالي، وذلك كما يلي:

1.1 **إستثمار حقيقي:** أو كما يسمى بالإستثمار المادي ويتضمن هذا النوع جميع الإستثمارات التي تساهم في زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع، أي زيادة طاقته الإنتاجية؛

2.1 **إستثمار مالي:** يطلق عليه أيضاً بالإستثمار في الأصول المالية، ويقصد به تداول الأوراق المالية (كالأسهم والسندات) في الأسواق المالية، وهذا النوع من الإستثمارات لا يترتب عنه سوى إنتقال الملكية من مستثمر لآخر دون الزيادة في الطاقة الإنتاجية للمجتمع على عكس الإستثمارات الحقيقية.

2. **حسب ملكية الإستثمار:** يقسم الإستثمار حسب هذا المعيار إلى¹:

1.2 **إستثمار خاص:** وهو ما يقوم به شخص أو مجموعة من الأشخاص تحت شكل قانوني من أشكال الشركات الخاصة؛

2.2 **إستثمار عمومي:** تقوم به مؤسسة أو مجموعة من المؤسسات مملوكة للدولة تحت أي شكل قانوني من أشكال الشركات العمومية؛

3.2 **إستثمار مختلط:** تكون ملكية هذا الإستثمار موزعة بين طرف خاص وطرف عمومي.

¹ بن عمارة أحلام، دراسة تحليلية: إتجاهات الإستثمار العالمية الحالية ومستقبل الإستثمار العالمي، مجلة جديد الإقتصاد، المجلد 12 العدد 1، الجمعية الوطنية للإقتصاديين الجزائريين، 2017، ص 285.

3. حسب مدة الإستثمار: في هذا الصدد نميز بين ثلاث أنواع من الإستثمار يمكن حصرها فيما يلي:

1.3 الإستثمار قصير الأجل: هو ذلك الإستثمار الذي تكون مدة التوظيف فيه قصيرة لا تتجاوز السنة كإستثمار

في أدونات الخزانة أو السندات قصيرة الأجل، أو التعامل بالأوراق التجارية؛

2.3 الإستثمار متوسط الأجل: تتراوح مدة توظيفه من سنة إلى خمسة سنوات، كإستثمار أوراق مالية لمدة لا تتجاوز

خمس سنوات؛

3.3 الإستثمار طويل الأجل: وفق هذا النوع من الإستثمار فإن مدة توظيف الأموال تتعدى خمس سنوات

كإستثمار مشاريع أو الإكتتاب في الأوراق المالية طويلة الأجل كإستثمار.

4. حسب جنسية الإستثمار: ونميز هنا بين نوعين من الإستثمار:

1.4 إستثمار محلي: هو الإستثمار الذي يمول برأسمال محلي، سواء كان مصدر التمويل القطاع العام أو

الخاص، ويدار هذا النوع من الإستثمار من قبل مستثمرين محليين يحملون جنسية البلد المحتضنة لهذه الإستثمارات¹؛

2.4 إستثمار أجنبي: هو ذلك الإستثمار الذي ينجز خارج البلد الأصلي له، ومن أهم أشكاله نجد الإستثمار

الأجنبي المباشر والإستثمار الأجنبي غير المباشر.

الفرع الثاني: مفهوم الإستثمار الأجنبي المباشر

يعد الإستثمار الأجنبي المباشر حركة من حركات رؤوس الأموال طويلة الأجل، وهو بمثابة ظاهرة

متعددة الجوانب، وفيما يلي سنشير إلى مفهومه وأهميته.

أولاً: تعريف الإستثمار الأجنبي المباشر: تعددت تعريف الإستثمار الأجنبي المباشر وذلك نظراً لإختلاف

توجهات الباحثين والإقتصاديين، وكذا المنظمات الإقتصادية الدولية، وحتى حكومات دول العالم، وسنشير إلى

مختلف هذه التعاريف على سبيل الذكر وليس الحصر.

¹ خالد سعود القضاة، أثر الإستثمار الأجنبي على كل من سعر السهم السوقي وحجم تداوله في بورصة عمان دراسة تطبيقية على قطاع المصارف للفترة (2000-2007)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في الإدارة المالية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008، ص 9.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

- يعرف الإستثمار الأجنبي المباشر على أنه الإستثمار في الأصول الحقيقية مثل (الأراضي، المباني، أو حتى المنشآت القائمة) في البلدان الأجنبية، وعادة ما ينطوي على ملكية 10% على الأقل في كيان أجنبي معترف به قانوناً¹.

- يعرف صندوق النقد الدولي (IMF) الإستثمار الأجنبي المباشر بأنه الإستثمار الذي ينطوي على علاقة طويلة الأجل تمثل مصلحة دائمة لكيان مقيم في إقتصاد ما (المستثمر المباشر) في كيان مقيم في إقتصاد آخر غير إقتصاد المستثمر².

وبالتالي يمكننا تعريف الإستثمار الأجنبي المباشر على أنه عبارة عن الأنشطة الإستثمارية التي يجريها مستثمر أجنبي في بلد آخر بغرض تحقيق عوائد إقتصادية، ويحق للمستثمر الأجنبي المشاركة في إدارة المشروع والرقابة عليه إذا كانت حصته لا تقل عن 10% من إجمالي رأس المال أو القوة التصويتية أو ما يعادلها.

ثانياً: أهمية الإستثمار الأجنبي المباشر: تسعى العديد من الدول إلى جذب هذا النوع من الإستثمار لما فيه من إنعكاسات إيجابية على الإقتصاد الوطني، ليس في مجال رفع الطاقة الإنتاجية وزيادة النمو، وإنما أيضاً من حيث رفع الكفاءات الإدارية والتكنولوجية وإستيعاب الأيدي العاملة في البلد المضيف، وفيما يلي بعض الآثار الإيجابية للإستثمار الأجنبي المباشر:

1. **نقل التكنولوجيا:** إن تشجيع وإستقطاب الإستثمار الأجنبي المباشر من قبل الدول المضيفة وخاصة الدول النامية يسمح لها بالإستفادة من فوائد تخص وضعها التكنولوجي، لأن أهميته في هذا الجانب تتجلى في³:
- وصول أحدث التقنيات في مجالات الإستثمار والتي يمكن من خلالها الإستفادة القصوى من ثروات البلد وزيادة المردود الإقتصادي خاصة عند تقليل تصدير المواد الخام وتصنيعها محلياً؛

¹ Jeff Madura, Roland FOX, **International financial Management**, cengage learning, 2 nd edition, 2011, p 442.

² Abdelhak Lefilef, **the Role of Direct Investment in Achieving Economic Growth, Surveying a Group of International with Emphasis on the Case of Algeria Empirical Study for the Period 1990-2018**, Dissertation Submitted of PHD, Kasdi Merbah University, Ouargla, Algeria, 2021, p 10.

³ فضيل فارس، هل يشكل الإستثمار المباشر الأجنبي مظهراً للعولمة الإقتصادية؟ وإلى أي مدى تبرز أهميته للإقتصادات النامية، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 8، العدد 1، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2004، ص ص 242

- تتطلب هذه التقنيات مراكز بحث وتطوير وتدريب وهذا ما يدعو إلى إنشاء تلك المراكز محليا مما يعود بالفائدة على البلد المضيف؛

- يترتب على قديم مثل هذه التقنيات، متطلبات تطوير تقنيات الخدمات والمنافع العامة وزيادة الطلب عليها؛
- إيجاد آلية خلق المنافسة بين المستثمرين سوف يؤدي إلى إهتمامهم بجلب أفضل التقنيات والأنظمة مما يشكل بعدا آخر في توطين التقنية.

2. تخفيض معدلات البطالة: يعد الإستثمار الأجنبي المباشر أحد أهم الحلول للتخفيف من معدلات البطالة خاصة في الدول النامية، وذلك من خلال المشاريع الإستثمارية التي يقيمها، هذه الأخيرة تحتاج إلى يد عاملة وبالتالي سوف يوفر فرص عمل جديدة تؤدي إلى التخفيض من حدة البطالة في البلد المضيف للإستثمار.
3. زيادة الإيرادات الضريبية للدول المضيفة: يمكن أن يؤدي الإستثمار الأجنبي المباشر إلى تحسين مالية الدول، حيث تخضع الشركات التي تنشئ عمليات في الدول المضيفة لقوانين الضريبة المحلية وغالبا ما تعطي دفعة كبيرة للإيرادات الضريبية لهذه الدول¹.

4. تحسين وضعية ميزان المدفوعات والتجارة الخارجية: يساهم الإستثمار الأجنبي المباشر في رفع كفاءة قطاع الصناعات التصديرية من خلال توفير رؤوس الأموال والتكنولوجيا والخبرات، مما يزيد من الطاقة الإنتاجية وبالتالي تحقيق فائض في التصدير، وهو ما يؤدي إلى تحسين ميزان المدفوعات وزيادة حصة الدولة المضيفة في التجارة الخارجية مع الدول الأخرى.

5. زيادة التراكم في الرأسمال الثابت والإنتاج الوطني: ينتج عن دخول الإستثمار الأجنبي المباشر إقامة مؤسسات ومشاريع إستثمارية جديدة، وبالتالي إقتناء أصول إنتاجية إضافية، وهو ما يساهم في زيادة الطاقة الإنتاجية لإقتصاد البلد المضيف، بالإضافة إلى زيادة الإنتاج المحلي ومنه المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي، وهذا الأخير سينعكس أثره الإيجابي على تحسين رفاهية المجتمع في الدولة المستقطبة للإستثمار الأجنبي المباشر².

¹ محمد ساحل وعبد الحق بن تقات، دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الإستثمار الأجنبي المباشر، مجلة المعيار، المجلد 9، العدد 2، جامعة تيسمسيلت، الجزائر، 2018، ص451.

² عبد الكريم بعداش، الإستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الإقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر 2007، ص39.

الفرع الثالث: مفهوم ومكونات الإستثمار الأجنبي غير المباشر

أصبح الإستثمار الأجنبي غير المباشر شكلاً شائعاً من أشكال الإستثمار في العديد من دول العالم ويمكن لهذا النوع من تدفقات رؤوس الأموال الدولية أن يلعب دوراً هاماً في تنمية إقتصاد البلد المضيف، وذلك من خلال زيادة مدخرات البلدان المنخفضة والمتوسطة الدخل من أجل زيادة وتيرة الإستثمار¹.

أولاً: تعريف الإستثمار الأجنبي غير المباشر: قبل التطرق إلى بعض التعاريف التي أعطيت للإستثمار الأجنبي غير المباشر يجب الإشارة أولاً إلى أنه لا توجد تسمية موحدة لهذا النوع من الإستثمار، فهي تختلف من طرف الكتاب، الباحثين، والإقتصاديين فهناك من يسميه بالإستثمار الأجنبي غير المباشر أو الإستثمار الدولي في الأوراق المالية، والبعض الآخر يطلق عليه مصطلح الإستثمار الأجنبي في الأوراق المالية أو إستثمار الحافطة الأجنبية، وكل هذه التسميات لها نفس الغرض ونفس المعنى، وفيما يلي بعض التعاريف التي قدمت للإستثمار الأجنبي غير المباشر:

- الإستثمار الأجنبي غير المباشر يعني تملك الأسهم أو السندات بقصد المضاربة وبالتالي الإستفادة من فرق الأسعار، والحصول على أرباح، وفي هذا النوع من الإستثمار تكون نسبة التملك أقل من 10% من رأس مال المشروع، لذلك فإنه لا يسمح للمستثمر الأجنبي السيطرة الفعلية على إدارة المشروع ولا يعطى له الحق في التصويت على القرارات الإدارية².

- الإستثمار الأجنبي غير المباشر حسب مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD) يشمل إستثمارات كيان مقيم في بلد ما في حقوق الملكية وسندات الدين لمؤسسة مقيمة في بلد آخر، والتي تسعى أساساً إلى تحقيق مكاسب رأسمالية وهذه الإستثمارات لا تعكس بالضرورة مصلحة هامة ودائمة بالمؤسسة³.

¹ Adofu Ilemona, Adewale E. Adegioriola, **Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Nigeria(1986-2018)**, Nigerian Defence Academy Journal of Economics and Finance, vol4, No.1, the Faculty of Arts and Social Sciences, Bangladesh University of Professionals, 2020, p 195.

² إبراهيم محمد علي العامري، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار ثراء للنشر والتوزيع، ط 1، عمان، الأردن، 2010، ص 780.

³ UNCTAD, **Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)**, 1999, p 4.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

- الإستثمار الأجنبي غير المباشر هو أحد مكونات تدفقات رؤوس الأموال الدولية، والذي يتضمن نقل الأصول المالية كالأسهم أو السندات عبر الحدود الدولية بحثا عن الربح، ويتم من خلال شراء المستثمرون حصصا غير مسيطرة في شركات أجنبية أو سندات شركات أو سندات حكومية أجنبية أو أوراق مالية قصيرة الأجل¹.
- الإستثمار الأجنبي غير المباشر حسب صندوق النقد الدولي IMF هو الإستثمارات الموجهة لشراء الأوراق المالية التي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة في الدول النامية، على ألا يكون للأجانب ما يخول لهم حق إدارة المشروع أو إتخاذ القرارات أو الرقابة².

ومنه يمكن تعريف الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أنه تملك المستثمرين الأجانب (سواء كانوا أفراد أو مؤسسات) أوراقا مالية في إحدى الشركات المحلية أو شراء أدوات مالية أخرى كشهادات الإيداع الدولية وأذونات الخزينة، وهذه الملكية يجب ألا تتجاوز نسبة 10% من رأس مال المشروع، كما لا تعطي للأجانب حق ممارسة أي نوع من أنواع الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع، والهدف الرئيسي لهذا النوع من الإستثمار هو المضاربة والإستفادة من فروقات الأسعار مع تخفيض المخاطر من خلال التنوع.

ومن خلال ما سبق نستنتج بأن الإستثمار الأجنبي غير المباشر يتميز بمجموعة من الخصائص أهمها:

- الإستثمار الأجنبي غير المباشر أحد أشكال التدفقات المالية الدولية إلى جانب الإستثمار الأجنبي المباشر؛
- يمثل الهدف الرئيسي للإستثمار الأجنبي غير المباشر في المضاربة والإستفادة من فروق الأسعار وكذا تخفيض المخاطر من خلال التنوع؛
- الإستثمار الأجنبي غير المباشر لا يخول للأجانب حق إدارة المشروع أو إتخاذ القرارات أو الرقابة، في حين يكون لهم الحق في الحصول على عائد نظير مشاركتهم؛
- يصنف إستثمارا على أنه إستثمار أجنبي غير مباشر إذا لم تتجاوز نسبة ملكية المستثمر 10% من أسهم الشركات المحلية.

¹ Ekeocha Patterson Chukwuemeka, et al, **Modelling the Long Run Determinants of Foreign Portfolio Investment in Nigeria**. Journal of Economics and Sustainable Development, vol 3, No.8, 2012, p 194.

² فاضل جويد عواد، **دور الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية للمدة 1996-2010 (السوق المالية في مصر أنموذجا)**، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، المجلد 2016، العدد 47، كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، بغداد، العراق، 2016، ص 114.

ثانياً: أهمية الإستثمار الأجنبي غير المباشر: تمكن أهمية الإستثمار الأجنبي غير المباشر فيما يلي¹:

- زيادة سيولة الأسواق المالية المحلية من خلال تمويل مجموعة واسعة من الإستثمارات وجعل الأسواق أكثر سيولة وعمقا؛

- يعمل على تطوير القواعد المحاسبية ويرفع من مستوى وجودة الإفصاح على المعلومات حول أداء الشركات المدرجة في الأسواق المالية المحلية؛

- تطوير القطاع الحقيقي للإقتصاد، إذ أن الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة يمكن أن تكون مكملة للإدخارات المحلية من خلال توفير التمويل اللازم للمشروعات الإستثمارية في الدول المضيفة التي تعاني من العجز.

ثالثاً: مكونات الإستثمار الأجنبي غير المباشر: وفقاً للمعايير الدولية المتعارف عليها فالإستثمار الأجنبي غير المباشر يتكون من أربعة أقسام رئيسية، وتتفرع بدورها إلى عدة أقسام، ويمكننا توضيح ذلك كالتالي²:

1. إستثمارات الأجنبي في محفظة الأوراق المالية في الداخل: يغطي هذا البند الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المحلية المنظمة، الأوراق المالية غير المتداولة والصادرة عن الحكومات أو الكيانات المحلية، الأدوات المالية المتداولة في أية أسواق مالية خارجية أخرى، ومنها: إصدارات الحكومات والكيانات الإقتصادية والمالية لسندات بعملات أجنبية في أسواق المال العالمية على أن يكتب فيها أو يحوزها مستثمرون أجنبي، وينقسم هذا البند إلى:

1.1.1. إستثمارات الأجنبي في أدوات حقوق الملكية: يتضمن هذا البند ما يلي:

1.1.1.1. إستثمارات الأجنبي في الأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية وغير المدرجة بنسبة تقل عن 10% من رأس مال المشروع أو قوته التصويتية؛

¹ محمد خالد ساحل وآخرون، إختبار علاقة التكامل المتزامن بين الإستثمار الأجنبي المحفزي والنمو الإقتصادي في مصر: مقارنة إقتصادية قياسية باستخدام منهجية (ARDL) خلال الفترة (2016-2002)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية المجلد 4، العدد 12، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، 2019، ص 139.

² المؤسسة العربية لضمان الإستثمار واتئمان الصادرات، ملامح أداء الإستثمار الاجنبي غير المباشر في الدول العربية، الكويت، 2011 ص ص 07، 08.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

2.1.1. أدوات حقوق الملكية التي تمثل حق ملكية سكن عقاري بأسلوب المشاركة بالوقت بنسبة تقل عن 10% من الإجمالي أو من قوة التصويت في إدارة هذه العقارات؛

3.1.1. إستثمارات الأجنب في وحدات صناديق الإستثمار المحلية بأنواعها سواء صناديق الملكية الخاصة أو رأس المال المخاطر أو صناديق التحوط.

2.1. إستثمارات الأجنب في سندات وأذون الدين: يتضمن هذا البند ما يلي:

1.2.1. إستثمارات الأجنب بعملات أجنبية في سندات وأذون حكومية متوسطة وطويلة الأجل وكذلك إستثماراتهم في الأدوات المالية الصادرة عن كيانات إقتصادية محلية في أسواق المال العالمية؛

2.2.1. إستثمارات الأجنب في مختلف أدوات السوق النقدية الصادرة عن الحكومات لآجال قصيرة لمدة عام فأقل ومن أمثلتها أذون الخزانة قصيرة الأجل الصادرة بمقتضى تسهيلات إصدار الأذون والأوراق التجارية وأوراق التمويل والقبول المصرفي، وشهادات الإيداع القابلة للتداول.

2. إستثمارات الأجنب في المشتقات المالية في الداخل: كان هذا البند أحد بنود إستثمارات محفظة الأوراق المالية وذلك وفقا لتوصيات الطبعة الخامسة دليل منهجية إعداد إحصاءات ميزان المدفوعات الصادرة عن صندوق النقد الدولي سنة 1993، لكن مع صدور الطبعة السادسة لهذا الدليل سنة 2010، تم فصله في بند مستقل ضمن بنود الحساب المالي بميزان المدفوعات.

3. إستثمارات السلطات النقدية الأجنبية في الأوراق المالية في الداخل: وتشمل إستثمارات السلطات النقدية الأجنبية مثل البنوك المركزية في العالم في العملات والأوراق المالية وخصوصا السندات وأذون الخزانة الحكومية على سبيل تكوين الإحتياطيات الرسمية من العملات الأجنبية.

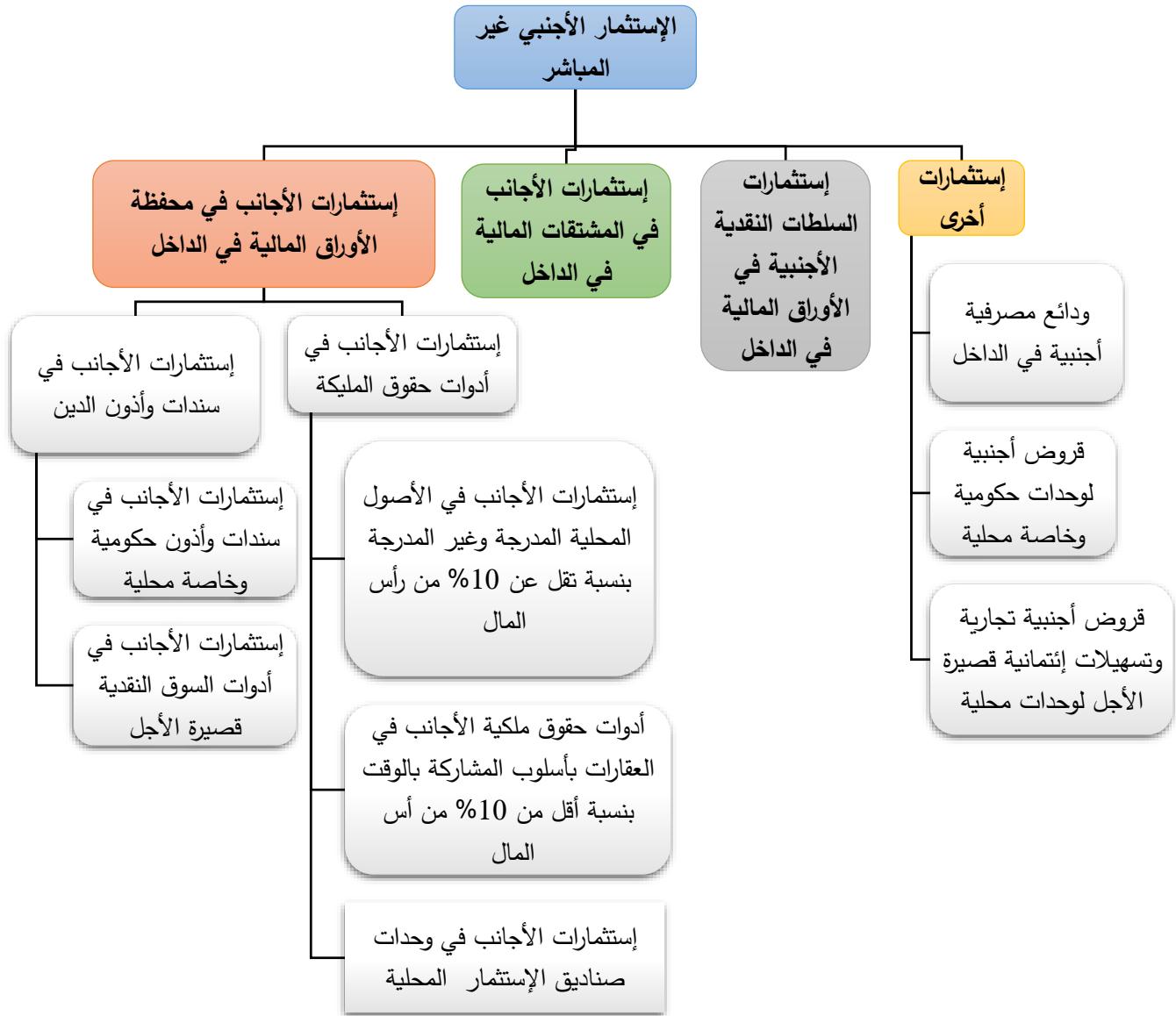
4. إستثمارات أخرى: ويشمل هذا البند ما يلي:

1.4. قروض أجنبية تجارية وتسهيلات إئتمانية قصيرة الأجل لوحدات محلية؛

2.4. قروض أجنبية لوحدات حكومية وخاصة محلية؛

3.4. ودائع مصرفية أجنبية في الداخل.

الشكل رقم (01-01): مكونات الإستثمار الأجنبي غير المباشر



المصدر: المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وإئتمان الصادرات، ملامح أداء الإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية، الكويت 2011، ص 06.

المطلب الثاني: دوافع وقنوات الإستثمار الأجنبي غير المباشر

الإستثمار الأجنبي غير المباشر كغيره من أنواع الإستثمارات الأخرى له أسبابه ودوافعه، كما له مجموعة من القنوات التي تسهل عملية إنتقاله بين مختلف الأسواق المالية الدولية.

الفرع الأول: دوافع الإستثمار الأجنبي غير المباشر

للمستثمر دوافع خاصة تجعله يفضل الإستثمار في الأسواق المالية الأجنبية بدلا من الأسواق المالية المحلية، كما أن الدول المضيفة لها دوافعها الخاصة تجعلها تسعى إلى إستقطابه وزيادة حصتها من تدفقاته.

أولا: بالنسبة للمستثمر الأجنبي: من بين أهم دوافع المستثمر الأجنبي ما يلي:

1. **التنوع الدولي:** تتمثل هذه الإستراتيجية في توسيع نطاق التنوع بحيث لا يقتصر على الأسواق المالية المحلية فقط، وإنما يشمل الأوراق المالية المدرجة في البورصات العالمية¹.

ويقصد بالتنوع الدولي قيام المستثمر بمزج الأصول المالية المحلية والأجنبية بحيث تكون هذه الأصول مختلفة فيما بينها من حيث الجنسية والعملة والأقطار الجغرافية، ومن خلاله يمكن للمستثمر تخفيض المخاطر المنتظمة إلى أدنى مستوياتها، على إعتبار أن التنوع المحلي يعمل على التقليل من المخاطر غير المنتظمة فقط، ويمكن للمستثمرين تحقيق التنوع الدولي لمحافظهم المالية بإتباع الأسلوبين التاليين:

1.1 **التنوع الدولي المباشر للمحفظة المالية:** يمكن أن يتحقق هذا الأسلوب عن طريق²:

¹ حيدر نعمة الفرجي، أثر التنوع الدولي في عائد ومخاطرة المحفظة الدولية (دراسة تطبيقية)، المجلة العراقية للعلوم الإقتصادية، المجلد 6، العدد 16، كلية الإدارة والإقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، 2008، ص 81.

² ربيعة عبو، دور نماذج التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الإستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص تحليل إقتصادي، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف الجزائر، 2020، ص 117.

1.1.1. شراء أوراق مالية أجنبية في السوق المالي الأجنبي: عن طريق شراء أوراق مالية أجنبية موجودة في سوق مالي خارجي وفي حالة عدم وجود أي قيود على تحويل العملات الأجنبية أو إستثمار الأجانب في الأسواق المالية؛

2.1.1. شراء أوراق مالية أجنبية مدرجة في السوق المحلي: يعتبر هذا الأسلوب بديل مناسب للأسلوب الأول علاوة على ذلك يترتب على قيام الشركات بإدراج أوراقها المالية في أسواق خارجية تكاليف منها رسوم الإدراج وعلى الرغم من ذلك تسعى الشركات إلى إدراج أوراقها المالية في أسواق خارجية بغرض جذب المزيد من المستثمرين.

2.1. التنوع الدولي غير المباشر: ومن أهم أدواته ما يلي¹:

1.2.1. حقوق الملكية المرتبطة بالسندات الأوروبية: ويتم ذلك من خلال حيازة أوراق مالية مرتبطة قيمتها بشكل وثيق بأسهم أجنبية ومنها السندات الأوروبية المرتبطة بحقوق الملكية والتي تمثل أدوات مالية هجينة تتكون من دين وخيار شراء على السهم الأجنبي المرتبطة به؛

2.2.1. إيصالات الإيداع: وهي عبارة عن إيصالات تصدرها شركات محلية عادة ما تكون بنوك أو شركات التأمين مقابل عدد من الأسهم الأجنبية؛

3.2.1. الإستثمار في صناديق الإستثمار الدولية: يتيح الإستثمار في هذه الصناديق للمستثمرين التغلب على الصعوبات المتمثلة في تحليل المعلومات والبيانات الخاصة بالأوراق المالية التي تصدرها الشركات المالية أو الأوراق المالية الأجنبية؛

4.2.1. شراء أسهم في شركات متعددة الجنسيات: في ظل وجود القيود المفروضة على تداول الأوراق المالية الأجنبية أو عدم إرتباط الأسواق المالية ببعضها البعض يصبح هذا الأسلوب أحد الأشكال غير المباشرة في تحقيق التنوع الدولي للمحافظ المالية الأمر الذي يجعل المستثمرين الماليين يلجؤون إلى هذا النوع من الإستثمار عند رغبتهم بالإستفادة من مزايا التنوع الدولي.

¹ المرجع نفسه، ص 118.

2. المضاربة: تعد المضاربة في الأسواق المالية من بين أهم العوامل الأساسية التي تدفع المستثمر للإستثمار في الأسواق المالية الأجنبية إلى جانب تخفيض المخاطرة والإستفادة من المزايا التي يوفرها التنوع الدولي، إلا أن وجود الأموال الساخنة وكثرة المضاربات في الأسواق المالية دون ضابط أو رقابة من قبل الهيئات يؤدي إلى عدم إستقرار الأسعار وربما إرتفاعها بما يعرف بالفقاعة السعرية، ونتيجة لإنفجار هذه الفقاعة تعود الأسعار إلى الإنخفاض وتحدث الأزمة، لكن هذا لا يعني التقليل من أهمية المضاربات، فوجود المضاربين كبائعين ومشتريين يساهم في توفير سيولة دائمة في الأسواق المالية، لكن مخاطر المضاربة تظهر عندما تصبح المضاربة هي الأساس والإستثمار هو الإستغناء¹.

ثانيا: بالنسبة للدول المضيفة: يشكل هذا النوع من الإستثمار الأجنبي مصدرا مهما للتمويل الدولي، حيث أنه يتضمن قدر ثقل فيه السيطرة الأجنبية مقارنة بالإستثمار الأجنبي المباشر، لأن الممول الأجنبي في هذه الحالة لديه حصة في الملكية فقط، وبالتالي فإن نشاط المشروع وإستمراره لا يتأثر بإستمرار أو عدم إستمرار هذا النوع من التمويل².

كما يحقق الإستثمار الأجنبي غير المباشر منافع عديدة للدول المضيفة، فهو يساهم في تنشيط وتطوير أسواقها المالية من خلال تعزيز سيولة الأوراق المالية، وتطوير القواعد المحاسبية ورفع مستوى الإفصاح عن المعلومات، وتمثل هذه المنافع الدوافع الأساسية التي تجعل الدول تسعى جاهدة لإستقطاب المزيد من الإستثمارات الأجنبية.

الفرع الثاني: قنوات الإستثمار الأجنبي غير المباشر

تمثل قنوات الإستثمار الأجنبي غير المباشر مختلف السبل التي تمكن من إنتقال رؤوس الأموال إلى الأسواق المالية العالمية، أو هي الطرق التي تمكن المستثمرين من الوصول إلى الأسواق المالية الأجنبية.

¹ سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2017، ص 36.

² عمار صايفي، أهمية الإستثمار المحفظي في الدول العربية دراسة مقارنة بين الجزائر، تونس والمغرب، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2016، ص 45.

أولاً: **صناديق الإستثمار**: هي إحدى مؤسسات الإستثمار الجماعي التي قد تتخذ شكل الشركة المساهمة أو الوحدة التنظيمية المستقلة بداخل الجهة المنشئة لها (شركة/ بنك مثلاً)، وهي تعمل كوعاء مالي لجمع الأموال من الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين مقابل وثائق الإستثمار التي يحصلون عليها، ويتم إستثمار تلك الأموال في تكوين محافظ الأوراق المالية التي يتولى إدارتها مدراء محترفون في سبيل زيادة العائد وتقليل المخاطر وتوفير السيولة¹.

وتنقسم صناديق الإستثمار إلى نوعين أساسيين هما:

- 1. صناديق الإستثمار ذات النهاية المغلقة**: وهي الصناديق التي تصدر عدداً ثابتاً ومحدداً من الوثائق المالية، ولا يجوز لمالكي هذه الوثائق إسترداد قيمتها من الصندوق المصدر لها، كما أن إدارة هذه الصناديق لا تقوم عادة بشرائها منهم، وعلى المدخر إذا رغب في التخلص منها أن يبيعها في البورصة أو في السوق غير المنظمة، وذلك من خلال التجار وبيوت السمسرة، وتقوم إدارة هذه الصناديق بتوزيع عوائد إستثماراتها إضافة إلى الأرباح الرأسمالية، التي تحققها على حملة وثائقها وفقاً للشروط المبينة في نشرة الإصدار².
- 2. صناديق الإستثمار ذات النهاية المفتوحة**: هذا النوع يتيح للمستثمرين حرية الدخول والخروج من العملية الإستثمارية، بمعنى يمكن للمستثمر شراء وثائق من هذا الصندوق في أي وقت، وبإمكانه بيعها إذا رغب مع إمكانية إسترداد قيمة وثيقته نقداً، ويكون التعامل في هذه الوثائق مع البنك مالك الصندوق مباشرة، بحيث تمكن مديري الأعمال من إصدار عدد غير محدود من الأسهم، كما يمكن شراؤها وإستردادها أسبوعياً حسب السعر الجاري لهذا الصندوق وتصدر أعداد إضافية من الأسهم كلما زادت الأموال الداخلة في الصندوق³.

¹ صلاح الدين شريط، دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011، ص ص 169، 170.

² حليلة عطية، دور صناديق الإستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة صناديق الإستثمار السعودية خلال الفترة 2017-2006، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص ص 108، 109.

³ جلال عصران، تقييم أداء صناديق الإستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، ط 1، الإسكندرية مصر، 2010، ص ص 51، 52.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

ثانيا: **المحافظ المشتركة:** هي شركات إستثمارية مستقلة تؤسس من قبل بنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى مثل صناديق التقاعد والضمان وشركات التأمين، والتي تستثمر الأموال المجتمعة بدل من إنفاقها مباشرة، وتعتمد على ثقة المساهمين بإدارة تتولى أعمالها في الداخل والخارج في أسواق منتظمة وغير منتظمة، وتتخصص أعمالها في إعادة إستثمار حصص المساهمين في أسواق الأوراق المالية سواء المحلية أو الأجنبية¹.

ثالثا: **شراء وبيع الأوراق المالية مباشرة من البورصة:** وهو التعامل المباشر للأجانب بالشراء والبيع في بورصات الأوراق المالية سواء في السوق الأولية أو الثانوية، شرط ألا تتعدى نسبة مساهمة المستثمر في الشركة 10%.

رابعا: **الإصدارات العالمية:** وهي أوراق يتم تسجيلها في أسواق الأوراق المالية العالمية، مما يسمح بتداولها في دول كثيرة، ويؤدي تسويق هذه الإصدارات عالميا إلى توسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الإقليمية وخفض تكلفة رأس المال، ومن أمثلة هذه الإصدارات العالمية: شهادات الإيداع الدولية، شهادات الإيداع الأمريكية شهادات الإيداع الأوروبية².

المطلب الثالث: الفرق بين الإستثمار الأجنبي غير المباشر والإستثمار الأجنبي المباشر

يعتمد معظم الباحثين والمختصين في مقارنة الإستثمار الأجنبي المباشر والإستثمار الأجنبي غير المباشر على معيارين أساسيين: أولهما معيار الإشراف والرقابة أو كما يسمى بالبعد الإداري والذي يعني مدى مشاركة المستثمر الأجنبي في الإدارة والإشراف والرقابة على المشروع الإستثماري، والثاني هو المعيار الزمني ووفقا لهذا المعيار فإن الإستثمار الأجنبي المباشر يعتبر إستثمار طويل الأجل لأن هذا النوع من الإستثمار يتجسد على أرض الواقع من خلال إنشاء المصانع والشركات في البلد المضيف أي يترتب عليه نقل للأصول المادية أو غير المادية، أما الإستثمار الأجنبي غير المباشر فهو إستثمار قصير الأجل لا يتجاوز عادة بضعة أشهر ولا يصاحبه نقل للأصول على عكس الإستثمار الأجنبي المباشر.

¹ صالح مفتاح وبوعبد الله علي، واقع الإستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، المجلد 7، العدد

2، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص 68.

² المرجع نفسه، ص 68.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

حيث أن معيار الإشراف والرقابة له صيغتين أساسيتين هما: الصيغة الكيفية والصيغة الكمية، فوفقاً للصيغة الكيفية فإن كل استثمار يتجسد ميدانياً ويعطي للمستثمر الأجنبي حق الإشراف والرقابة على المشروع الإستثماري بشكل جزئي أو كلي يسمى بالإستثمار الأجنبي المباشر، أما الإستثمار الذي يتجسد ميدانياً ولا يعطي للمستثمر الأجنبي أي نوع من الرقابة أو الإشراف أو إدارة المشروع الإستثماري فإنه يسمى بالإستثمار الأجنبي غير المباشر¹.

أما الصيغة الكمية فتعني تقدير نسبة رأس المال الأجنبي في المشروع الإستثماري خارج البلد الأم، وهذه النسبة توضح لنا ما إذا كان للمستثمر الأجنبي حق السيطرة على المشروع الإستثماري أم لا، وبالتالي تحديد نوع هذا الإستثمار، وبالرغم من التباين في التقدير الكمي لمعيار الإشراف والرقابة بين مختلف الباحثين والهيئات وحتى الدول إلا أنه قد تم الإتفاق من طرف الهيئات الإقتصادية العالمية على نسبة 10% كمعيار للقدرة على السيطرة والإشراف، وبالتالي إذا إمتلك مستثمر أجنبي أكثر من 10% من رأس مال شركة خارج البلد الأم فإن إستثماره يصنف كإستثمار أجنبي مباشر، أما إذا إمتلك أقل من 10% فإن هذا الإستثمار يصنف كإستثمار أجنبي غير مباشر.

ولقد أوضحت الدراسات أن تذبذب صافي تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر بشكل عام أقل بكثير من تذبذب صافي تدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر، فعلى سبيل المثال في بلدان شرق آسيا كان الإستثمار الأجنبي المباشر مستقرًا بشكل ملحوظ خلال الأزمة المالية الآسيوية 1997، بينما تعرضت التدفقات قصيرة الأجل لتقلبات كبيرة خلال هذه الفترة²، وفي هذا الصدد أشار تقرير الإستثمار العالمي عام 1998 بأن درجة تقلب إستثمارات المحفظة تصل إلى 43% في حين درجة تقلب الإستثمار الأجنبي المباشر يصل إلى 35%³.

¹ فارس فضيل، أهمية الإستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر والمملكة العربية السعودية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص تحليل إقتصادي، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2004، ص 14.

² Sarbajit Chaudhuri, Ujjaini Mukhopadhyay, **foreign direct investment in developing countries A theoretical evaluation**, Springer India, 1st edition, 2014, p 03.

³ كمال العقريب وكمال بلو كاريف، دوافع وتحديات تحرير حركة رؤوس الأموال في القطاع المالي دراسة حالة البلدان النامية، المجلة الجزائرية للإقتصاد والمالية، المجلد 6، العدد 6، مخبر الإقتصاد الكلي والمالية الدولية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، 2016، ص 183.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

ويعتبر الإستثمار الأجنبي المباشر أقل سيولة من الإستثمار الأجنبي غير المباشر، وذلك نظرا لأن الإستثمار الأجنبي المباشر وكما نعلم إستثمار حقيقي طويل الأجل وينطوي على حصة مسيطرة في شركة أجنبية، وغالبا ما يشير إلى ملكية الأصول المادية مثل المعدات والمباني والعقارات، أما الإستثمار الأجنبي غير المباشر فهو إستثمار مالي قصير الأجل ويشير إلى ملكية الأصول المالية، وبالتالي ففي حالة الإستثمار الأجنبي المباشر قد يجد المستثمرون صعوبة في سحب إستثماراتهم وتحويلها إلى سيولة في حالة عدم الإستقرار السياسي والإقتصادي، وذلك لإرتفاع تكلفة الإنسحاب أو ما يسمى بالتكلفة الغارقة هذا من جهة. ومن جهة أخرى فإن المشترون المحتملون يعلمون بأن المستثمر الأجنبي لديه دراية كافية عن الوضع الداخلي للشركة التي يمتلكها، فإذا قرر سحب إستثماراته والخروج من المشروع، سيعتقد هؤلاء المشترون بأن هناك بعض المخاطر المتعلقة بهذا الإستثمار أو أنه يولد عوائد محدودة¹.

كما أن الإستثمار الأجنبي المباشر لا يقتصر على تحويل بسيط لرأس المال أو إنشاء مصانع في الدول المضيفة فقط بل هو قادر على نقل التكنولوجيا والمهارات التسويقية والإدارية إلى البلد المضيف وكذا رفع الطاقة الإنتاجية وزيادة النمو وتخفيض معدلات البطالة، أما الإستثمار الأجنبي غير المباشر فهو يساعد على تطوير الأسواق المالية في الدول المضيفة من خلال زيادة سيولة وعمق السوق، ولا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الإقتصاد الوطني، لذا نجد العديد من الدول سواء العربية أو الأجنبية تعمل على جذب الإستثمار الأجنبي المباشر بشكل أكبر من الإستثمار الأجنبي غير المباشر وذلك لأثاره الإيجابية على الدول المضيفة. بالإضافة إلى ما سبق هناك بعض الخصائص التي تميز الإستثمار الأجنبي المباشر عن الإستثمار الأجنبي غير المباشر، والجدول الموالي يوضح ذلك:

¹ Marcin Humanicki, et al, **Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment in the contemporary globalized world: should they be still treated separately?**, Narodowy Bank Polski, 2013, p 09.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

الجدول رقم (01-01): الفرق بين الإستثمار الأجنبي المباشر والإستثمار الأجنبي غير المباشر

الإستثمار الأجنبي غير المباشر	الإستثمار الأجنبي المباشر	
لا يحق للمستثمر الأجنبي الإشراف والرقابة على المشروع الإستثماري	يحق للمستثمر الأجنبي الإشراف والرقابة على المشروع الإستثماري	الإشراف والرقابة
مالية فقط	مالية وغير مالية	تركيبية الموجودات
أقل من 10%	أكثر من 10% وقد تصل في بعض الأحيان إلى 100% في حالة التملك التام	الملكية
تحقيق الأرباح من خلال المضاربة وتنويع المحفظة الإستثمارية	الوصول إلى الأسواق والموارد	الهدف
استثمار قصير الأجل	استثمار طويل الأجل	المدى الزمني
شديد التقلب	أقل تقلبا	الاستقرار
تكلفة أقل	تكلفة أكثر	التكلفة
عوائد أقل	عوائد أكثر	العوائد
إستثمار مالي	إستثمار حقيقي	الطبيعة
أقل إنتشارا	أكثر إنتشارا	الإنتشار
من السهل تحويل إستثماراته إلى سيولة	يصعب على المستثمر الأجنبي تحول إستثماراته إلى سيولة	السيولة

المصدر: من إعداد الباحثة، بالإعتماد على:

- فارس فضيل، مرجع سبق ذكره، ص 16-18.

المبحث الرابع: محددات وآثار الإستثمار الأجنبي غير المباشر على الأسواق المالية

إن قابلية الدول وقدرتها على جذب الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة يعتمد على وجود مجموعة من العوامل والمحددات التي تعد المحرك الأساسي لهذه الإستثمارات، كما أنها تؤثر سواء إيجابيا أو سلبيا على الأسواق المالية للدول المضيفة.

المطلب الأول: محددات الإستثمار الأجنبي غير المباشر

تتمثل المحددات الخارجية للإستثمار الأجنبي غير المباشر في تلك التغيرات التي تحدث على المستوى العالمي والتي لا تستطيع الدولة المضيفة السيطرة عليها، أما المحددات الداخلية فهي تتعلق ببنية الأسواق المالية ومدى تطوره وتنوع الأوراق المالية المتداولة فيه، وكذا السياسات الإقتصادية الكلية التي تتبناها الدولة.

الفرع الأول: المحددات الخارجية للإستثمار الأجنبي غير المباشر

تتمثل المحددات الخارجية للإستثمار الأجنبي غير المباشر فيما يلي:

أولاً: الإتجاه الدولي نحو المزيد من التحرير المالي: تعد ظاهرة التحرير المالي من أهم ملامح التطورات الإقتصادية في نهاية القرن العشرين بدأت في الدول المتقدمة، وتوسعت لتشمل العديد من الدول النامية، وقد جاءت سعياً وراء عمليات الإصلاح الإقتصادي والمالي من أجل الوصول إلى ما تصبو إليه جميع دول العالم ألا وهو الوصول إلى مستويات عالية من النمو الإقتصادي والرفاه الإجتماعي، ويشمل التحرير المالي كل ما يتعلق بتحرير أسواق صرف العملات، تحرير قطاع التأمين والمصارف، تحرير حركة رؤوس الأموال وتحرير أسواق الأوراق المالية.

وتجدر الإشارة إلى أن إنفتاح الأسواق المالية يعتبر عملة ذات وجهين فمن جهة يمكن أن يكون مصدرا للتقلب في عوائد السوق مما يولد عدم إستقراره بسبب الإنتقال السريع للأموال، ومن جهة أخرى، يفيد التحرير المالي في توزيع المخاطرة على نطاق أوسع بين المستثمرين المحليين والأجانب، مما يخفض من التقلب ويزيد من ثقة المتعاملين في السوق¹.

ثانياً: الإتجاه المتزايد نحو تكوين محافظ الإستثمار الدولية: يتيح الإستثمار في الأسواق المالية العالمية للمستثمرين فرصة زيادة العائد وتقليل المخاطرة، حيث تعتبر هذه الفرصة أحد العوامل الهامة والرئيسية في جذب الإستثمار الأجنبي غير المباشر، لأن القاعدة العامة هي أن المستثمر الأجنبي لا يتجه إلى الإستثمار في الأسواق العالمية إلا إذا توقع عائداً أعلى من العائد في الأسواق المالية المحلية.

الفرع الثاني: المحددات الداخلية للإستثمار الأجنبي غير المباشر

تتمثل المحددات الداخلية للإستثمار الأجنبي غير المباشر فيما يلي:

أولاً: بنية الأسواق المالية: تعد بنية الأسواق المالية من أهم المحددات أو العوامل التي تساعد على جذب الإستثمار الأجنبي غير المباشر، فوجود سوق مالي منظم يعمل وفق قوانين وتشريعات ويعتمد على مبدأ الإفصاح والشفافية، ويوجد به عدد كبير من الأوراق المالية المختلفة توافق رغبات المستثمرين من حيث العائد والمدة والنوعية وجهة الإصدار، وكذا وجود شبكة واسعة من السماسرة وشركات الإستثمار والمؤسسات المالية، سيعزز ثقة المستثمرين المحليين والأجانب ما يؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال تجاه هذه الأسواق.

1. تنظيم الأسواق المالية: إن وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن وفعال قادر على التكيف بإستمرار مع المتغيرات المحلية والدولية يساعد على تسهيل المعاملات المالية وزيادة المنافسة داخل الأسواق المالية، وتوفير الحماية للمستثمرين، ما يؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال تجاه هذه الأسواق، ويمكن تحقيق ذلك من خلال²:

¹ إيمان خياري وعبد الجليل بوداح، أثر التحرير المالي على تقلب العائد في سوق الأوراق المالية السعودي، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 16، العدد 1، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص ص 474، 475.

² غنية ساعد، دور ترقية أسواق الأوراق المالية على إستقطاب إستثمارات المحفظة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2019، ص 47.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

- سن وتنفيذ التشريعات اللازمة لضبط التعامل في الأسواق المالية، والوصول إلى سوق عادلة تتوفر فيها جميع المعلومات المالية لكافة المستثمرين وتسهل فيها عملية تداول الأوراق المالية؛
- تكوين جهات رقابية للإشراف على القوانين المنظمة لعمل الأسواق المالية ومراقبة أداؤها، شريطة ألا تتحول هذه الرقابة إلى قيود تحد من فعالية الأسواق وتؤدي إلى هروب المستثمرين؛
- تشجيع المنافسة بين المتعاملين في الأسواق المالية عن طريق سهولة الدخول إلى الأسواق والخروج منها وعدم فرض قيود على الإستثمارات الأجنبية؛
- حماية حقوق المستثمرين؛

- تحديد متطلبات الإفصاح بالنسبة للإصدارات الجديدة، ووضع متطلبات القيد في السوق الثانوية، مع تحسين إجراءات تسوية المعاملات، وتطوير قواعد المراجعة المالية لشركات المساهمة بما يتوافق مع المعايير الدولية.

2. الإفصاح والشفافية وتوافر المعلومات: يعد مبدأ الإفصاح والشفافية أحد أهم المحددات الرئيسية لنمو وتطور الأسواق المالية، حيث يعتمد الرفع من مستوى أداء الأسواق المالية وزيادة فعاليتها على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين وكذا مدى صحة ودقة التقارير المالية المفصح عنها، كما أن هذا المبدأ يوفر المساواة في الحصول على المعلومات بين مختلف المتعاملين سواء كانوا ذو خبرة أو من صغار المستثمرين.

بالإضافة إلى ذلك فإن الإفصاح والشفافية يعملان على الرفع من مستوى كفاءة الأسواق المالية وتحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة فيه، لذا فإن وجود سوق مالي يتميز بتوافر المعلومات ويعتمد في عمله على مستوى عالي من الإفصاح والشفافية سيؤدي إلى تعميق ثقة المتعاملين في السوق من ناحية وتطوير حجم المعاملات من ناحية أخرى، كما يساعد على إستقطاب الإستثمار الأجنبي وزيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

3. جودة وتنوع الأوراق المالية: يقصد بجودة الأوراق المالية إطمئنان المستثمر أنه سيتلقى عائد دوري عن الأوراق المالية التي بحوزته، وإسترداد قيمتها الإسمية، كما هو الحال بالنسبة للسندات¹.

¹ المرجع نفسه، ص 48.

وبالتالي فكلما كانت الأوراق المالية المتداولة عالية الجودة كما هو الحال بالنسبة لأسهم الشركات العملاقة أو بالنسبة للسندات الحكومية خاصة سندات الخزينة، كلما ساعد ذلك على إستقطاب المزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق المحلية.

فبالنسبة لتنوع الأدوات المالية يقصد بها وجود عدد كبير من الأوراق المالية المختلفة على كافة الخصائص والتي تتوافق مع أهداف وميولات المستثمرين من حيث النوعية وتاريخ الإستحقاق وجهة الإصدار وبالتالي فكلما تنوعت الأدوات المالية المعروضة كلما إرتفع حجم التداول فيها وبالتالي زيادة جاذبية السوق للإستثمارات الأجنبية.

4. وجود شبكة واسعة من السماسرة وشركات الإستثمار والمؤسسات المالية: إن وجود الوسطاء الماليين أمرا لا بد منه للتعامل في الأسواق المالية، حيث يكفي المستثمر بإصدار الأوامر ليقوم الوسيط بتنفيذها دون حضوره، كما أن وجود شبكة متكاملة من صناديق الإستثمار والمؤسسات المالية المختلفة (البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد) التي تقوم بتجميع الأموال للمستثمرين أو المساهمين فيها أو إدارة المحافظ المالية للعملاء من شأنها أن تعزز تدفقات استثمارات الحافظة¹.

ثانيا: السياسات الإقتصادية الكلية: تلعب بيئة الإقتصاد الكلي للدول المضيفة دورا أساسيا في جذب الإستثمارات الأجنبية، حيث توجد العديد من المتغيرات الإقتصادية التي يأخذها المستثمر الأجنبي بعين الإعتبار قبل الإستثمار في أي سوق مالي، وبالتالي فتحسن الأوضاع الإقتصادية للبلد وإنتعاشها لها تأثير بالغ في زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

1. النمو الإقتصادي: إن تحقيق معدلات نمو إقتصادي مرتفعة من شأنه إثارة الإنتباه وزيادة الإهتمام لدى المستثمر الأجنبي، وبالتالي تحفيزه للإقبال على الإستثمار في السوق المالية المحلية للإستفادة من عوائد مرتفعة، وهذا ما يرافقه إرتفاع الطلب على الأوراق المالية المتداولة مما يعني زيادة تدفقات الإستثمار الأجنبي².

¹ علي بوعبد الله وشريف بوقصبة، المحددات الإقتصادية للإستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية دراسة حالة بورصة عمان 2015-1994، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 17، العدد 1، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017، ص 126.

² عمار صايقي، مرجع سبق ذكره، ص 67.

2. معدل التضخم: يمثل التضخم أحد التهديدات الرئيسية التي تواجه المستثمرين بصفة عامة، فإرتفاع معدل التضخم يؤدي إلى إنخفاض القوة الشرائية للعوائد المتحصل عليها، بينما ثباته أو إنخفاضه قد يؤدي إلى إستقرار العوائد، حيث أن معدل التضخم من العوامل الأساسية التي يأخذها المستثمر الأجنبي بعين الإعتبار عند إتخاذ قراره الإستثماري، فمن الطبيعي أن يتوجه للإستثمار في الأسواق المالية التي يكون فيها معدل التضخم منخفض ومنه فالبلد الذي يكون فيه معدل التضخم أقل يتلقى أكبر قدر ممكن من تدفقات الإستثمارات الأجنبية.

3. سعر الصرف: يتجه المستثمرون الأجانب إلى الإستثمار في الدول التي تتميز بإستقرار أسعار الصرف لأن العوائد ستكون مرتفعة من جهة والمخاطر منخفضة من جهة أخرى، وبالتالي سيزداد نصيب الدولة المستثمر فيها من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، أما تقلب أسعار الصرف وعدم إستقرارها ستؤثر سلبا على تدفقات الإستثمارات الأجنبية لأن ذلك يمثل درجة عالية من عدم اليقين في العوائد التي يتلقاها المستثمر الأجنبي وبالتالي خروج رؤوس الأموال بإتجاه دول أخرى.

4. الخصوصية: إن التوسع في الخصوصية وخاصة التي تتم عن طريق سوق الأوراق المالية بالطرح الكلي أو الجزئي لرأس مال الشركات في شكل أسهم وسندات للإكتتاب العام من طرف المستثمرين تؤدي إلى توسيع حجم الأوراق المالية المتداولة في البورصة، مما يخلق فرصا إستثمارية إضافية على أوراق مالية جديدة، كما تؤدي إلى زيادة نشاط السوق المحلية وزيادة جاذبيتها للمستثمرين المحليين والأجانب¹.

5. الحوافز الضريبية: توجد علاقة عكسية بين معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية في الأسواق المالية والعائد المتأتي من الإستثمار في البورصة، إذ أن الإعفاء أو التخفيض في الضريبة على التعاملات في الأوراق المالية، يؤدي إلى زيادة الأرباح الموزعة وفوائد السندات، وبالتالي إرتفاع معدل العائد على الإستثمار، وهو الأمر الذي يشجع المستثمرين الأجانب على الإستثمار في الأسواق المالية التي تتميز بإنخفاض معدل الضرائب.

¹ علي بوعبد الله وشريف بوقصبه، مرجع سبق ذكره، ص ص 124، 125.

المطلب الثاني: دور الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تطوير الأسواق المالية

ساهم تحرير الحساب الرأسمالي في حرية دخول وخروج المستثمرين الأجانب من الأسواق المالية، الأمر الذي كان له إنعكاسات إيجابية لتعاملاتهم على أداء الأسواق المالية.

الفرع الأول: أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على القيمة السوقية

إن القيمة السوقية للسهم تعكس وضع الشركة وحجمها، وبالتالي فإن إرتفاع القيمة السوقية للسهم تعتبر مؤشرا على نجاح هذه الشركة وسيرها في الإتجاه الصحيح، وغالبا ما ترتبط ثقة المستثمر بأسهم شركة ما بكفاءة الجهاز الإداري وقوة الأداء المالي، وعليه يتوقع من الإستثمار الأجنبي غير المباشر أن يكون ذا أثر إيجابي وملحوظ على القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات، حيث أن اقبال المستثمر الأجنبي على الإستثمار في شركة محلية يعد حافزا للمستثمرين المحليين لشراء أسهم هذه الشركة وبالتالي زيادة الطلب على أسهمها الأمر الذي سوف يرفع من القيمة السوقية لهذه الأسهم¹.

الفرع الثاني: دور الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تعزيز سيولة الأسواق المالية

قامت بعض الدراسات ببحث حول العلاقة بين تحرير حساب رأس المال (نختص بالذكر تدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر) وتنمية الأسواق المالية من خلال إختبار العلاقة بين الحجم والسيولة والتقلبات في أسواق المال وتحرير التدفقات الرأسمالية الدولية في 16 دولة ناشئة، وتوصلت الدراسة إلى أن الأسواق المالية تميل إلى أن تصبح أكبر حجما، وأكثر سيولة وأكثر تذبذبا وتقلبا بعد تحرير القيود المفروضة على التدفقات العالمية للإستثمارات في الحافظة².

وبالرغم من أن الإستثمار الأجنبي غير المباشر ينحصر في تبادل الأوراق المالية دون توليد إنتاج جديد ولا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الإقتصاد الوطني للدولة المضيفة، إلا أن تأثيره على الأسواق المالية واضح ومباشر، وذلك من خلال زيادة سيولة وعمق السوق.

¹ خالد سعود القضاة، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² طارق نوير، تأثير تعاملات الأجانب على أداء البورصة المصرية، مجلة التنمية والسياسات الإقتصادية، المجلد 11، العدد 1، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص 13.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

حيث أن دخول الإستثمار الأجنبي غير المباشر للدول المضيفة سيعمل على زيادة ثقة المستثمرين بالسوق مما يؤدي إلى زيادة عمليات البيع والشراء أي زيادة عدد الأوراق المالية المتداولة في السوق وهذه الزيادة من شأنها أن تحدث إرتفاعا في حجم التداول، وبالتالي سوف ترتفع درجة السيولة في السوق، الأمر الذي يشجع الشركات المحلية على طرح المزيد من الإصدارات، مما يساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية المحلية.

الفرع الثالث: دور الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تعزيز كفاءة الأسواق المالية

تؤدي تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى زيادة درجة الشفافية عن طريق تطبيق معايير المحاسبة الدولية، وكذا رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات، وذلك نتيجة طلب المستثمر الأجنبي لمستوى متقدم من القواعد والإجراءات التنظيمية للتعامل، والإفصاح عن المعلومات بالطرق المتعارف عليها في الأسواق العالمية وهذا ما يساهم في التقليل من درجة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين المحليين والأجانب، بالإضافة إلى أن زيادة الشفافية تعمل على تقليل المضاربة نتيجة لتوفر المعلومات الكافية لجميع المستثمرين، بحيث لا يمكن لأي مستثمر سواء أجنبي أو محلي أن يحقق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.

كما تجدر الإشارة إلى أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تشجع على التعامل الإلكتروني مما يقلل تكاليف المعاملات، وهذا من شأنه أن يساعد في زيادة كفاءة الأسواق المالية المحلية وتميبتها.

المطلب الثالث: الإستثمار الأجنبي غير المباشر وحدوث الأزمات المالية

بالرغم من الصورة الإيجابية التي رسمها العديد من الإقتصاديين عن الإستثمار الأجنبي غير المباشر وآثاره الإيجابية على الأسواق المالية للدول المضيفة، إلا أن هذه الصورة تظل ناقصة وغير واضحة ما لم يستكمل التحليل بإبراز المشاكل والآثار السلبية من وراء تدفقاته.

إن تدفقات الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة أسهمت في حدوث إضطرابات وأزمات مالية في العديد من الأسواق المالية، ويعود سببها إلى قيام العديد من الدول بفتح أسواقها المالية دون الأخذ بعين الإعتبار مخاطر هذا الإنفتاح، ففي ظل دخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق المالية المحلية يمكن أن تنشأ عمليات المضاربة بغرض تحقيق الأرباح والإستفادة من فروق الأسعار، ثم الخروج من هذه الأسواق بصورة مفاجئة وفي مدة زمنية قصيرة في شكل موجات مضاربة (الأموال الساخنة)، والتي يمكن أن تكون بالغة الضرر

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

على الأسواق المالية، وذلك من خلال إحداث تقلب في أسعار الأوراق المالية للشركات المدرجة والذي يمكن أن يؤدي إلى زعزعة إستقرار الأسواق المالية بصفة خاصة وإقتصاد الدول بصفة عامة، وأفضل مثال على ذلك هو ما حصل في سوق دبي للأوراق المالية التي شهدت إنسحابا قويا للإستثمارات الأجنبية مما أدى إلى انخفاض حاد في نشاط هذه السوق سنة 2006.

وكما نعلم بأن الإستثمار الأجنبي غير المباشر يتأثر كثيرا بالتوقعات وبالمعلومات التي تتوفر لدى المتعاملين وبجالاتهم النفسية، وبالتالي عند حدوث أزمات مالية أو مشاكل سياسية في البلد المضيف فإن المستثمر المحلي هو أول من ينسحب من السوق المالي، لأنه وبكل بساطة لديه معلومات أكثر من المستثمر الأجنبي، وبالتالي سيتجه المستثمرون الأجانب فورا لبيع الأوراق المالية التي بحوزتهم وتصفية إستثماراتهم سعيا وراء تخفيض المخاطر، وهذا ما يساهم في إنهيار الأسواق المالية وخلق عدوى مالية تصيب الكثير من الدول وذلك بالإعتبار أن إرتفاع الإستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية المحلية تؤدي إلى تقوية الترابط مع الأسواق العالمية، وبالتالي ستتطلق العدوى المالية من سوق مالي معين إلى أسواق مالية أخرى.

وقد أكدت الأزمة المالية التي ضربت المكسيك خلال الفترة 1994-1995 خطورة الإعتماد المفرط على تدفقات رأس المال الحافظة المالية، إذ شهدت المكسيك بداية من عقد التسعينات زيادة هائلة في تدفقات إستثمارات الحافظة، لكن ظهور عدم الإستقرار السياسي آنذاك وإرتفاع أسعار الفائدة في الدول النامية، أدت إلى إنخفاض كبير في هذه التدفقات وأواخر عام 1994، وإستمر هذا الوضع خلال عام 1995 بنسبة إقتربت من 100%، وقد ترتب على ذلك إنخفاض قيمة العملات التبادلية لمعظم دول المنطقة، وهو ما أدى إلى إنهيار كامل لترتيبات سعر الصرف القائمة على التثبيت الزاحف في المكسيك¹.

كما أدت فترة الرواج التي شهدتها إقتصاديات دول جنوب شرق آسيا وإنتتاح أسواقها المالية إلى دخول معتبر لرؤوس الأموال الأجنبية، وكانت تمثل الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة النسبة الأكبر من إجمالي هذه التدفقات، وبالرغم من الآثار التي خلفتها أزمة المكسيك 1994 إلا أن دول جنوب شرق آسيا لازلت تعتمد على رأسمال الحافظة المالية وغيرها من أشكال الإقتراض قصير الأجل، ونتيجة لذلك لم تستمر حالة إزدهار دول

¹ عبد الغني حريري، آثار تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وسياسات مواجهة مخاطرها، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 6، العدد 8، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2010، ص 55.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر

النموذج الآسيوية طويلاً، فقد تعرضت إقتصادياتها في منتصف سنة 1997 لإنقلاب مفاجئ في حركة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، حيث شهدت هروباً واسع النطاق من جميع أسواق جنوب شرق آسيا، مما أدى إلى إهتزاز الثقة في الإقتصاد، وإنهيار عملاتها، وحدثت اضطرابات في الأسواق المالية، ومع نهاية سنة 1997 عرفت الأزمة توسعاً عالمياً، ومست كل من روسيا وأمريكا اللاتينية، وانتقلت إلى معظم الأسواق المالية في العالم.

ويفسر البنك الدولي أسباب الأزمات المالية التي حدثت في بلدان شرق آسيا والمكسيك بأسباب داخلية في المقام الأول، ثم تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في المقام الثاني ويؤكد أن أهم أسبابها ما يلي¹:

- عندما تقوم الدول بتحرير قطاعها المالي لأول مرة فإن التقلبات والأزمات ستحدث في الغالب إذا كانت الأسس التي يقوم عليها ذلك القطاع المالي هشة وغير مكتملة البنية الأساسية؛
- يمكن أن تنشأ الأزمات عن طريق الخطأ في الأسواق المالية الدولية، فالأسواق المالية يمكن أن تولد مشاريع وهمية وسلوكيات لا عقلانية وهجمات مضاربة وإنهيارات إقتصادية، والتي يمكن أن تقود إلى أزمات مالية حتى في الدول التي لديها أسس مالية سليمة؛
- عندما تعتمد دولة ما على رؤوس الأموال الخاصة الأجنبية فإن التحولات المفاجئة في تدفق رؤوس الأموال بسبب حدوث التغيير في أسعار الفائدة العالمية قد يؤدي إلى خروج تلك الأموال محدثة صعوبات مالية وإنكماش إقتصادي، من خلال ما تحدثه من ضغوط على سوق النقد الأجنبي وإنخفاض أسعار الأصول المالية في الأسواق المحلية؛
- عندما تكون الأسواق المالية أكثر ترابطاً وإندماجاً مع الأسواق المالية العالمية فإن حدوث أزمة مالية في سوق ما تنتقل إلى الأسواق الأخرى.

¹ فاطمة الزهراء سعدي، أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012، ص 146.

خلاصة

يمثل الإستثمار الأجنبي غير المباشر شكل من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الدولية، ويعني شراء أوراقا مالية في إحدى الشركات المحلية في دولة ما من طرف مستثمرين أجنب، بهدف الإستفادة من فروقات الأسعار وتقليل المخاطر من خلال التنوع، ويجب ألا تتجاوز ملكية الأجنب ما نسبته 10% من رأس مال الشركة، أي أن هذا النوع من الإستثمار لا يعطي الحق للأجنب في الرقابة أو المشاركة وإدارة المشروع، وهذا ما يميزه عن الإستثمار الأجنبي المباشر.

إن من أهم شروط جذب الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة هو وجود أسواق مالية منظمة تعمل وفق قوانين وتشريعات، وتعتمد على التكنولوجيا المتقدمة في الإفصاح وبث المعلومات، ويتم فيها تداول عدد كبير من الأوراق المالية ذات جودة عالية ومتنوعة توافق رغبات المستثمرين، ومن جهة أخرى فإن تحسن الأوضاع الاقتصادية للبلد المضيف له أثر كبير في زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

وبالرغم من أهمية الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تطوير الأسواق المالية من خلال تأثيره الإيجابي على مؤشرات أدائها، إلا أنه يمتاز بصعوبة التحكم فيه، فقد يتخذ المستثمر الأجنبي قرارا مفاجأ بالإنسحاب من السوق مما يحدث أضرار بالغة على إستقرار الأسواق المالية للدول المضيضة وحدثت أزمات مالية.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

المبحث الأول: نظرة حول الأسواق المالية العربية

المبحث الثاني: تحليل أداء الأسواق المالية العربية

المبحث الثالث: معوقات الأسواق المالية العربية ومتطلبات تطويرها

المبحث الرابع: تحليل تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

تمهيد

تماشيا مع التطورات الإقتصادية العالمية وزيادة تطور نشاط الأسواق المالية المتقدمة، شهدت معظم الدول العربية موجة من الإصلاحات وإنشاء العديد من البورصات الجديدة وتحديث البورصات العربية القائمة ومحاولة تنظيمها بالشكل الذي يجعلها قادرة على تلبية متطلبات المستثمرين المحليين والأجانب، وأداء دورها على أكمل وجه، وبالرغم من ذلك لازالت هذه الأسواق تعاني من قصور وضعف في أدائها مقارنة بالبلدان المتقدمة.

وفي ظل توسع حركة التحرير المالي وزيادة التدفقات الرأسمالية إلى العديد من الدول ومنها الدول العربية في شكل إستثمارات أجنبية مباشرة وإستثمارات أجنبية غير مباشرة، ونتيجة لأهمية هذا الأخير في تنشيط الأسواق المالية وتطويرها، سعت العديد من الدول العربية إلى جذب هذه الإستثمارات، وذلك من خلال السماح بدخول وخروج رؤوس الأموال دون قيود، وتبني إستراتيجيات تهدف إلى تحسين بنية أسواقها المالية وتوفير مناخ إستثماري ملائم للأجانب.

وفي هذا السياق سيتم التطرق إلى ما يلي:

المبحث الأول: نظرة حول الأسواق المالية العربية

المبحث الثاني: تحليل أداء الأسواق المالية العربية

المبحث الثالث: معوقات الأسواق المالية العربية ومتطلبات تطويرها

المبحث الرابع: تحليل تدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

المبحث الأول: نظرة حول الأسواق المالية العربية

تعتبر الأسواق المالية العربية حديثة النشأة مقارنة بالأسواق المالية الدولية، حيث ترجع بدايات تشكيل معظم الأسواق العربية إلى سنوات السبعينات، وقد شهدت الدول العربية في الثمانينات والتسعينات موجة واسعة من حركات إنشاء أسواق مالية، وتختلف هذه الأسواق من حيث ظروف وتاريخ إنشائها، حجمها، ودرجة الإنفتاح الإقتصادي والمالي وغيرها من السمات والخصائص التي ترتبط بالأسواق المالية.

المطلب الأول: الأسواق المالية الخليجية

تعد الأسواق المالية الخليجية حديثة التنظيم مقارنة مع الأسواق العالمية، كما تتميز بأنظمة مالية منفتحة مقارنة بالأسواق المالية العربية الأخرى، وفيما يلي سنحاول إعطاء نظرة حول السوق المالية السعودية، سوق الكويت للأوراق المالية، سوق البحرين للأوراق المالية، أسواق الإمارات العربية المتحدة، سوق الدوحة وسوق مسقط للأوراق المالية.

الفرع الأول: السوق المالية السعودية

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودية إلى سنة 1932، وخلال هذه الفترة ومع تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل كبير، نشأ سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة، ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب، وظهور بعض الممارسات غير القانونية فقد صدر المرسوم رقم 8/1230 لتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، وإعتبارا من سنة 1984 بدأت مرحلة جديدة نحو وضع يحكمه تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم¹.

وفي هذه المرحلة أوكلت مهمة الإشراف على نشاط السوق إلى مؤسسة النقد العربي السعودي، وبموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في 31 جويلية 2003 تأسست هيئة السوق المالية، وهي هيئة حكومية ذات إستقلال مالي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق، وبإنعقاد مجلس الوزراء

¹ صالح سراي، مرجع سبق ذكره، ص 99.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

السعودي في 19 مارس 2007 تمت الموافقة على تأسيس شركة مساهمة سعودية بإسم "شركة السوق المالية السعودية تداول"¹.

الفرع الثاني: سوق الكويت للأوراق المالية

عرف الكويتيون التعامل في الأسهم منذ أول شركة مساهمة كويتية طرحت أسهما للإكتتاب سنة 1952 وهي بنك الكويت الوطني، ثم أخذت الشركات في التزايد حتى أصبحت تمثل منفذا إستثماريا للأموال التي تراكمت بعد إكتشاف النفط، حيث أصدرت حكومة الكويت عددا من القوانين والقواعد لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية والتي بلغت ذروتها شهر أوت سنة 1983 مع صدور مرسوم أميري بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية، والذي كلف بمهام تنظيم أنشطة التداول ووضع ضوابط لها، وقد واصل السوق القيام بهذه المهام حتى موعد نقل مسؤولياته التنظيمية لهيئة أسواق المال التي أنشئت بموجب القانون الجديد الذي دخل حيز التنفيذ في 28 فبراير 2010².

الفرع الثالث: سوق البحرين للأوراق المالية

يعتبر صدور المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1956 بإنشاء أول بنك وطني (بنك البحرين الوطني) بداية للإنتلاق في تأسيس الشركات المساهمة العامة في البحرين، ومع بداية الثمانينات تم إنشاء سوق غير رسمي (سوق اللؤلؤة) لبيع وشراء الشركات المساهمة العامة، ثم سنة 1987 صدر المرسوم رقم 04 الخاص بإنشاء وتنظيم سوق الأوراق المالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم 13 لسنة 1988، وبذلك تم إرساء القواعد التنظيمية اللازمة لإستكمال كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول والمعلومات، وبهذا تم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 جوان 1989³.

¹ نور الدين دلال، تفعيل تكامل الأسواق المالية العربية لتدعيم التكامل الإقتصادي العربي (مع الإشارة إلى أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017، ص 90.

² المرجع نفسه، ص 91.

³ محمد خالد، المتغيرات الدولية ومدى إنعكاسها على الأسواق المالية الناشئة -دراسة حالة الدول العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر، 2015، ص 136.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

وقد تم إنشاء بورصة البحرين بموجب المرسوم رقم (60) لسنة 2010 كشركة مساهمة مقلقة لتحل محل سوق البحرين للأوراق المالية، وتعتبر بورصة البحرين البورصة الوحيدة المرخصة من قبل مصرف البحرين المركزي في مملكة البحرين¹.

الفرع الرابع: أسواق الإمارات العربية المتحدة

تعد الإمارات العربية المتحدة الدولة الخليجية الوحيدة التي تملك سوقين ماليين منفصلين سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، حيث يخضعان لإشراف هيئة واحدة، ويتسم كل سوق بخصائص تميزه عن السوق الثاني.

أولاً: سوق دبي المالي: تم تأسيس سوق دبي المالي كشركة عامة ذات شخصية إعتبارية مستقلة بموجب قرار وزارة الإقتصاد رقم 14 لسنة 2000، وبتاريخ 26 مارس 2000 بدأ سوق دبي مزاولة نشاطه، وفي 27 ديسمبر 2005 تم تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح نسبة 20% من رأسمال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للإكتتاب العام، وقد شهد هذا الأخير إقبالا كبيرا فاق كل التوقعات إذ وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم، وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM)، ويعتبر سوق دبي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للإكتتاب في الشرق الأوسط، وأول سوق مالي متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في العالم².

ثانياً: سوق أبوظبي للأوراق المالية: تم تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية في 15 نوفمبر سنة 2000 بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الإعتبارية والإستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وفي 17 مارس 2020 تم تحويل سوق أبوظبي للأوراق المالية من مؤسسة عامة إلى شركة مساهمة عامة إستنادا للقانون (8) من عام 2020، وسوق أبو ظبي للأوراق تابع ل "القابضة" (ADQ) إحدى أكبر الشركات القابضة على مستوى المنطقة

¹ بورصة البحرين، التقرير السنوي، 2019، ص 09.

² سوق دبي المالي، متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>، تم الإطلاع

عليه: 2023/11/16، الساعة: 12.30.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

والتي تمتلك محفظة واسعة من الشركات الكبرى العاملة في قطاعات رئيسية ضمن إقتصاد إمارة أبوظبي المتنوع¹.

الفرع الخامس: سوق الدوحة للأوراق المالية

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995، وذلك بموجب القانون رقم 14 لسنة 1995، وبدأت هذه البورصة عملياتها بصورة رسمية عام 1997، وبعد ذلك بدأت في مرحلة من التطورات المستمرة لتصبح واحدة من أهم البورصات في منطقة الخليج، وفي عام 2005 تم السماح لغير القطريين (الأجانب) بالإستثمار في أسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة لا تتجاوز 25% من أسهم الشركات القابلة للتداول، وفي عام 2009 تم توقيع إتفاقية شراكة مع NYSE Euronext وذلك بهدف تحويل سوق الدوحة إلى بورصة دولية وعلى إثر هذه الإتفاقية أعيد تسمية السوق لتأخذ إسم بورصة قطر.

وقد حققت بورصة قطر إنجازات كبيرة خلال سنتي 2014 و2015، ففي سنة 2014 تم تفعيل تصنيف بورصة قطر وفق مؤشر MSCI إلى مرتبة الأسواق الناشئة، وفي نفس السنة أعلن مؤشر S&P DJI أن قراره الصادر في أكتوبر 2013 بشأن رفع تصنيف قطر في مؤشره من سوق مبتدئة إلى سوق ناشئة قد دخل حيز التنفيذ إعتباراً من 22 سبتمبر 2014، وفي عام 2015، تمت ترقية بورصة قطر من قبل FTSE من مرتبة الأسواق الحدودية إلى مرتبة الأسواق الناشئة الثانوية.

الفرع السادس: سوق مسقط للأوراق المالية

يعتبر إنشاء شركة عمان للفنادق عام 1971، بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية في سلطنة عمان، وقد رافق قيام هذه الشركة إنشاء العديد من شركات المساهمة العمانية، ومع إرتفاع عدد هذه الشركات وتزايد الوعي الإستثماري ظهرت الحاجة إلى تنظيم عمليات السوق، وذلك إيماناً بدوره الهام في تحويل المدخرات نحو الإستثمار².

¹ سوق أبوظبي، متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutADX/default.aspx>، تم الإطلاع

عليه: 2023/11/09، الساعة: 15:16.

² سليمة حشاشي، مرجع سبق ذكره، ص 121.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

وبموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88/35 في 21 جوان 1988 بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية وبعد أن إستكملت كافة الإجراءات والترتيبات اللازمة شهدت قاعة السوق أول عمليات التداول حيث بدأت أول عملية تداول في 20 ماي 1989، وقد تولى هذا السوق تنظيم وإدارة عمليات تداول الأوراق المالية إلى غاية صدور المرسوم السلطاني رقم 98/80 والمرسوم السلطاني رقم 98/82 بإعادة هيكلة سوق الأوراق المالية من خلال قيام ثلاثة أجهزة رئيسية منفصلة: الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية وشركة مسقط للمقاصة والإيداع.

المطلب الثاني: الأسواق المالية في دول الشام

قامت دول منطقة الشام كغيرها من الدول العربية بإنشاء أسواقها المالية ووضع القوانين لتنظيمها، وذلك للدور الذي تلعبه في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى القنوات الإستثمارية لتنمية الإقتصاد الوطني.

الفرع الأول: بورصة عمان

تم بموجب القانون رقم(31) سنة 1976 تأسيس سوق عمان المالي كسوق منظم وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد، وفي سنة 1997 أصدر قانون الأوراق المالية الذي هدف إلى إعادة هيكلة وتنظيم هذا السوق وإستكمال بنيته التحتية ليواكب الأسواق المالية الدولية، وتم بموجب هذا القانون فصل الدور الرقابي والتشريعي عن الدور التنفيذي، حيث تأسست ثلاث مؤسسات جديدة وهي: هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان، ومركز إيداع الأوراق المالية، وقد باشرت بورصة عمان مهامها كمؤسسة مستقلة ماليا وإداريا اعتبارا من 1999/3/11.

الفرع الثاني: بورصة بيروت

يعود تاريخ تأسيس بورصة بيروت لسنة 1920، ونظرا لقلّة عدد الشركات المدرجة بها فإن دورها الحقيقي لم يتضح إلا بعد صدور قانون جديد لأسواق الأوراق المالية سنة 1945، وقد ألحق به النظام الداخلي الذي ينظم عملياتها غير أن نشاطها توقف بعد إندلاع الحرب الأهلية في منتصف السبعينات 1975 وكانت تضم في ذلك الوقت 45 شركة، وقد إستأنفت عملياتها في سنة 1995¹.

¹ عبد الصمد خلفاوي، مرجع سبق ذكره، ص 83.

الفرع الثالث: بورصة فلسطين

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة خاصة سنة 1995 بمبادرة من الشركة الفلسطينية للتنمية والإستثمار، حيث بدأت أولى جلسات التداول بتاريخ 18/02/1997، وفي عام 2010 تحولت إلى شركة مساهمة عامة لتصبح "بورصة فلسطين" إسمها التجاري وشعارها "فلسطين الفرص".

تعمل بورصة فلسطين تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم 12 لسنة 2004، وتسعى البورصة إلى تنظيم التداول في الأوراق المالية من خلال القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أفضل سبل الحماية والتداول الآمن، وتعمل على تنمية الوعي الإستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز العلاقة مع الهيئات والمؤسسات المالية المحلية والإقليمية والدولية¹.

المطلب الثالث: الأسواق المالية في دول شمال إفريقيا

يعد وجود الأسواق المالية عاملاً مهماً في تهيئة المناخ المناسب للإستثمار، ومن أجل تحقيق هذا الغرض قامت دول شمال أفريقيا بإنشاء وتنظيم أسواقها المالية، وإجراء العديد من الإصلاحات لرفع كفاءتها وتحسين دورها التمويلي وذلك من أجل مواكبة التطورات التي عرفتها الأسواق المالية الدولية.

الفرع الأول: بورصة مصر

يعتبر سوق الأوراق المالية المصرية واحدة من أقدم الأسواق المالية في العالم وأول سوق عربي للأوراق المالية، إذ تأسست أول سوق للأوراق المالية في الإسكندرية سنة 1883، ثم في سنة 1890 أنشأت أكبر سوق للأوراق المالية في القاهرة لكي تتعامل كلاهما في الأوراق المالية، وقد أصدرت الحكومة المصرية أولى لوائح

¹ نمر الخالدي ناهض ومحمد جميل محمد أبو الجليل، مستوى التحفظ المحاسبي وأثره على أرباح الشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة ما بين (2018-2010)، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 29، العدد 3، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2021، ص 14.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

سوق الأوراق المالية سنة 1909، وتتكون سوق مصر للأوراق المالية من سوقين تقع إحداهما في القاهرة وأخرى في الإسكندرية، وتدار السوقين من قبل مجلس واحد للإدارة وتستخدمان نفس نظام التداول¹.

الفرع الثاني: بورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الجزائر إلى الإصلاحات الإقتصادية والمالية التي أعلن عنها سنة 1987 والتي دخلت حيز التنفيذ سنة 1988 من خلال إصدار عدة قوانين إقتصادية، ومن أهمها القانون رقم 88-03 والذي تم بموجبه تقسيم رأس المال الإجتماعي للمؤسسات العمومية إلى عدد من الأسهم وأوكلت عملية تسييرها إلى صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العمومية إلى شركات مساهمة، وفي سنة 1993 أصدر المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والذي تم بموجبه إنشاء بورصة الجزائر وتنظيم سير عملها وذلك وفق هيئتين وهما لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGVB، بالإضافة إلى النظام 03/96 المؤرخ في 03 جويلية 1996 المتضمن شروط إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم وفي تاريخ 17 ديسمبر 1997 تم الإفتتاح الرسمي لبورصة الجزائر.

الفرع الثالث: بورصة تونس

ترجع نشأة بورصة الأوراق المالية التونسية إلى سنة 1937 عندما تم تأسيس مكتب التصفية والمقاصة والذي إستمر نشاطه إلى غاية سنة 1945، أي إلى غاية تأسيس الديوان التونسي الذي تولى كافة العمليات المتعلقة بنقل ملكية الأوراق المالية حيث باشر عمله بداية سنة 1946، وفي سنة 1969 تأسست بورصة تونس للقيم المنقولة بموجب قانون رقم 13 المؤرخ في 28 فيفري 1969².

¹ نبيل بهوري، الأفاق المستقبلية لأسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية دراسة مقارنة لدول: مصر، الأردن والجزائر، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد ومالية دولية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة يحي فارس، المدينة، الجزائر، 2016، ص 216.

² عبد الصمد خلفاوي، مرجع سبق ذكره، ص 83.

الفرع الرابع: بورصة المغرب

أنشأت بورصة الدار البيضاء سنة 1929، وكانت عبارة عن مؤسسة غير رسمية تعمل تحت إشراف "مكتب مقاصة القيم المنقولة" وبتاريخ 13 جويلية 1948 تغير إسم هذا الأخير ليصبح مكتب "تسعير القيم المنقولة للدار البيضاء"، وبتاريخ 14 نوفمبر سنة 1967 تم إصدار المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء، وبهذا أصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني، وفي سبتمبر سنة 1993 صدر المرسوم الملكي والذي تم من خلاله إستحداث شركة مساهمة تتولى مهمة إدارة البورصة، وبموجب هذا المرسوم أصبحت بورصة الدار البيضاء سوقا منظما يتم فيه تداول القيم المنقولة.

المبحث الثاني: تحليل أداء الأسواق المالية العربية

لمعرفة مستوى أداء الأسواق المالية العربية فإنه يجب الوقوف على مجموعة من المعايير والمؤشرات التي إتفق عليها الإقتصاديون، لتقدير درجة تقدم السوق ونضجها، ومن أجل ذلك سيتم أولا تحليل أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة، ثم تحليل أداء مؤشرات حجم السوق من خلال عدد الشركات المدرجة والرسمة السوقية وتحليل أداء مؤشرات السيولة من خلال مؤشر حجم التداول ومعدل الدوران.

المطلب الأول: تحليل أداء الأسواق المالية العربية حسب المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

يشمل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي مؤشرات الأسواق المالية في 14 سوقا، وتتمثل هذه الأسواق في كل من: البحرين، تونس، الأردن، السعودية، سلطنة عمان، سوريا، الكويت، لبنان، مصر، المغرب، أبو ظبي، دبي، قطر، فلسطين، ويعتمد صندوق النقد العربي في حساب المؤشر المركب على منهجية حساب المؤشر لكل دولة، وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم حساب المؤشر بالدولار الأمريكي وليس بالعملات المحلية¹.

¹ صندوق النقد العربي، متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/page/description-and-methodology>

تم الإطلاع عليه: 2024/06/13، الساعة: 22:00.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

ويتم إختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية:

- القيمة السوقية؛
- معدل دوران السهم؛
- تصنيف الشركات قطاعيا.

وتستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل، والصيغة

العامة للمؤشر هي:¹

- عندما تكون $i > 1$

$$X_i = \left(\frac{M_i}{B_i} \right) * 100$$

$$B_i = B_{i-1} * \frac{M_i}{M_{ad}}$$

- عندما تكون $i = 1$

$$X_i = 100$$

$$B_i = M_i$$

حيث:

X_i : المؤشر عند الفترة i

B_i : القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون $i = 1$

M_i : القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة i

M_{ad} : القيمة السوقية المعدلة (تعديل لإستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الاسهم)

¹ المرجع نفسه.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

ويمكن تحليل أداء الأسواق المالية العربية بإستخدام المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (2000-

2021) من خلال ما يلي:

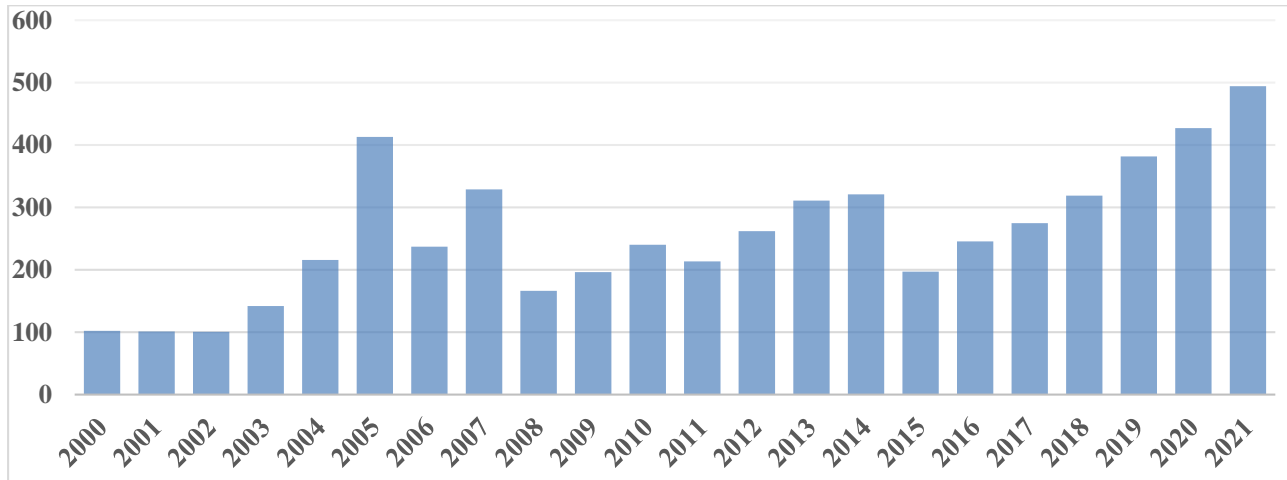
الجدول رقم (01-02): تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2021-2000)

السنوات	قيمة المؤشر (نقطة)	نسبة التغير (%)	السنوات	قيمة المؤشر (نقطة)	نسبة التغير (%)
2000	102.21	-	2011	213.36	-11,10
2001	101.08	-1,11	2012	262.0	22,80
2002	100.71	-0,37	2013	310.8	18,63
2003	141.9	40,90	2014	320.9	3,25
2004	215.7	52,01	2015	197.1	-38,58
2005	413	91,47	2016	245.4	24,51
2006	237	-42,62	2017	274.7	11,94
2007	328.7	38,69	2018	318.7	16,02
2008	166.2	-49,44	2019	381.5	19,71
2009	196.3	18,11	2020	426.9	11,90
2010	240	22,26	2021	494.2	15,76

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد من سنة 2000 إلى سنة 2022.

ويمكن توضيح الجدول رقم (01-02) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01-02): تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2021-2000)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول (01-02).

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

يتبين من خلال الجدول رقم (01-02) والشكل رقم (01-02) تذبذب المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال فترة الدراسة، حيث عرف تراجعاً مستمراً من سنة 2000 إلى غاية سنة 2002 أين وصل إلى 100.71 نقطة، وهي أدنى قيمة خلال فترة الدراسة، ليشهد إرتفاعاً سنة 2003 بنسبة 40.90% ويرجع ذلك أساساً إلى إرتفاع أسعار النفط العالمية، بالإضافة إلى قيام الدول العربية بوضع قواعد وآليات جديدة لقيود الشركات المساهمة ولتعزيز الإفصاح والشفافية بالبورصات العربية.

ولقد واصلت الأسواق المالية العربية أداءها الجيد سنتي 2004 و2005 ويعزى ذلك إلى إستمرار إرتفاع أسعار النفط العالمية ووصولها إلى مستويات قياسية، إضافة إلى الأداء الإيجابي الذي حققته معظم شركات المساهمة العامة المدرجة في البورصات العربية، الأمر الذي أدى إلى زيادة الطلب على أسهمها وزيادة إقبال المستثمرين المحليين والأجانب عليها.

ليعرف المؤشر المركب تراجعاً ملحوظاً نهاية سنة 2006 بنسبة 42.62%، نتيجة للعديد من العوامل منها إرتفاع أسعار الأسهم في معظم الأسواق المالية العربية خلال العامين السابقين إلى مستويات قياسية بسبب ضعف بنية هذه الأسواق، وضعف الدور الرقابي فيها، الأمر الذي إستلزم تنفيذ إصلاحات هيكلية ورقابية بغرض تصحيح مسار حركة أسعار الأسهم منذ أواخر عام 2005 حتى نهاية 2006¹.

وخلال سنة 2008 عرف المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تقلبات حادة بعد التحسن النسبي الذي شهده خلال سنة 2007، حيث إنخفض بنسبة 49.44%، ونجم هذا الإنخفاض عن التراجع الملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية، بسبب خروج الإستثمارات على إثر الأزمة المالية العالمية.

ونتيجة لتعافي الأسواق المالية العربية من تداعيات الأزمة المالية العالمية، وإرتفاع معدلات النمو الإقتصادي في أغلب الدول العربية سجل المؤشر المركب إرتفاعاً خلال سنتي 2009 و2010 بنسبة 18.11% و22.26% على التوالي، وتجدر الإشارة إلى أنه كان من الممكن أن يرتفع هذا المؤشر بأعلى من ذلك لولا تداعيات أزمة ديون شركات دبي والتي أثرت بشكل سلبي على أداء بورصات دول مجلس التعاون الخليجي.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص 143.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

وقد شهد المؤشر المركب سنة 2011 تراجعاً ملحوظاً بنسبة 11.1%، ويعود ذلك أساساً إلى الإضطرابات وعدم الإستقرار السياسي الذي شهدته بعض الدول العربية بسبب ثورات الربيع العربي، ليسجل بعد ذلك تحسناً سنتي 2012 و2013، ويعزى ذلك إلى التحسن الكبير في أداء بعض البورصات العربية منها البورصة المصرية وبورصة دبي، وقد ساهم في هذا التحسن حدثين مهمين هما ترقية كل من سوقي دبي وأبو ظبي إلى مرتبة الأسواق الناشئة.

وفي نهاية سنة 2014 سجل المؤشر المركب إرتفاعاً طفيفاً بنسبة 3.25%، إلا أن التراجع في مستويات أسعار النفط العالمية أدى إلى إنخفاض المؤشرات السعيرية للبورصات العربية مما أثار حالة من الهلع والإرتباك بين المتعاملين في البورصات العربية عامة والبورصات الخليجية خاصة، وقد إنعكس ذلك بشكل واضح على المؤشر المركب لسنة 2015، حيث تراجع بنسبة 38.58% ليسجل 197.1 نقطة، وبنهاية سنة 2016 عرف هذا المؤشر إرتفاعاً بنسبة 24.51%، حيث تأثرت مؤشرات الأسواق العربية والخليجية إيجابياً بالتحسن الكبير في أسعار النفط، وذلك بعد إتفاق منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) على خفض الإنتاج.

وتواصل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في التحسن من سنة 2017 إلى سنة 2019، وذلك لإستمرار وتيرة التعافي في أسعار النفط العالمية خاصة مع بدء تنفيذ إتفاق "أوبك" وخفض الإنتاج الذي سيحد كثيراً من تخمة المعروض العالمي من النفط، إضافة إلى التحسن النسبي في الأوضاع الجيوسياسية في عدد من الدول العربية، وبالرغم من تداعيات جائحة كورونا COVID-19 سجل هذا المؤشر إرتفاعاً كبيراً ليصل إلى 494.2 نقطة خلال سنتي 2020 و2021 وهي أعلى قيمة خلال فترة الدراسة، ويعكس هذا الإرتفاع تحسن مؤشرات التعافي الإقتصادي خاصة مع العودة التدريجية لنمو أنشطة القطاع الخاص في عدد من الدول العربية.

المطلب الثاني: تحليل أداء الأسواق المالية العربية حسب مؤشرات حجم السوق

يعتبر مؤشر حجم السوق من أهم المؤشرات التي تقيس درجة تطور ونشاط الأسواق المالية، ويمكن تحديد هذا المؤشر من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة على الناتج المحلي الإجمالي وهو ما يصطلح عليه بمعدل الرسملة في البورصة، أو من خلال عدد الشركات المدرجة في السوق.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

الفرع الأول: تحليل تطور الرسملة السوقية في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)

يعكس مؤشر الرسملة السوقية مدى مساهمة السوق المالية في تعبئة المدخرات اللازمة لدعم المشاريع الإستثمارية داخل الإقتصاد من جهة، كما يؤثر كذلك على ميول الإقتصاد نحو التمويل المباشر على حساب التمويل غير مباشر وإتساع دور الأسواق المالية في عملية تمويل الإقتصاد¹، ويحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل الرسملة السوقية} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المدرجة/الناتج المحلي الإجمالي}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

ولتحليل أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021) إستنادا إلى مؤشر الرسملة السوقية نعرض الجدول الموالي:

الجدول رقم(02-02): تطور مؤشر الرسملة السوقية في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)

السنوات	الرسملة السوقية (%)	السنوات	الرسملة السوقية (%)
2000	20.90	2011	47.5
2001	21.40	2012	35.71
2002	29.15	2013	41.1
2003	50.05	2014	54.1
2004	71.54	2015	48.3
2005	121.01	2016	57.4
2006	64.79	2017	58.7
2007	84.44	2018	54.8
2008	38.6	2019	129.1
2009	51.8	2020	157.9
2010	49.79	2021	179

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- قاعدة بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart>

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد من سنة 2000 إلى سنة 2022.

¹ سليمان بن بخمة والشريف ربحان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودي للفترة

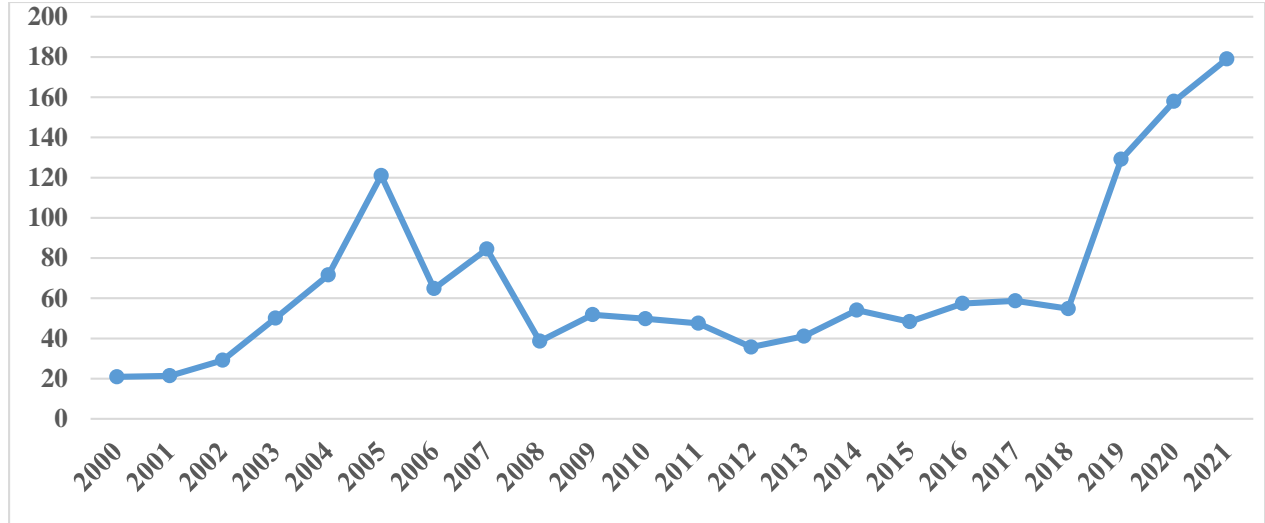
2007-2016، مجلة العلوم التجارية والتسيير، المجلد 13، العدد 1، مخبر الدراسات التطبيقية في العلوم التجارية وعلوم التسيير، المدرسة

العليا للتجارة، القليعة، الجزائر، 2017، ص 42.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

ويمكن توضيح الجدول رقم (02-02) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02-02): تطور مؤشر الرسملة السوقية في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (02-02).

يتضح من خلال الجدول رقم (02-02) والشكل رقم (02-02) أن مؤشر الرسملة السوقية للأسواق المالية العربية متذبذب من سنة إلى أخرى، حيث عرفت الفترة 2000-2005 تطورا ملحوظا، وهو ما يعكس قدرة هذه الأسواق على تمويل الإقتصاد في الدول العربية، ويعزى هذا التطور أساسا إلى إرتفاع عدد الشركات المدرجة في بعض البورصات العربية وكبر حجمها، بالإضافة إلى إنضمام كل من أبوظبي والدوحة ودبي إلى قاعدة بيانات صندوق النقد العربي خلال سنة 2002، وكذا دخول بورصة الجزائر وفلسطين سنة 2003.

وخلال سنتي 2007-2008 شهد مؤشر الرسملة السوقية تذبذبا، حيث عرفت هذه الفترة تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي إمتدت آثارها إلى الأسواق المالية العربية، ليسجل بعدها إرتفاعا سنة 2009، وهذا ما يعكس التعافي من آثار الأزمة، ونتيجة للإضطرابات وعدم الإستقرار السياسي الذي عرفته بعض الدول العربية تراجع هذا المؤشر مرة أخرى خلال الفترة 2010-2012.

ليرتفع المؤشر بنسب بسيطة جدا سنتي 2013 و2014 ثم يعود للإخفاض مجددا نتيجة لتأثر البورصات العربية بشكل كبير بتراجع أسعار النفط العالمية خلال هذه الفترة بالإضافة إلى تأثرها بأزمة الديون السيادية.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

ثم إستمر المؤشر في الإرتفاع ليصل إلى أكثر من 157% نهاية سنة 2020، وهو ما يعكس إتساع الأسواق المالية العربية وإزدياد الإقبال على الإستثمار فيها، وبالرغم من تداعيات جائحة كورونا COVID-19 إلا أن الرسملة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية لم تتأثر بذلك، وإرتفعت بنسبة 22.30% مقارنة بسنة 2019، ويرجع هذا التحسن الكبير أساسا إلى إدراج أسهم شركة "أرامكو" في السوق المالية السعودية.

وإستمر المؤشر في التحسن ليبلغ 179% نهاية سنة 2021، وهي أعلى قيمة حققها خلال فترة الدراسة وقد ساهم في ذلك إدراج أسهم عدد من الشركات، أبرزها شركة أعمال المياه والطاقة الدولية "اكوا باور" في السوق المالية السعودية، وشركتي ألفا ظبي القابضة، والياه للإتصالات الفضائية "الياه سات" في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، إلى جانب إنتعاش القطاعات الإقتصادية في الدول العربية وإرتفاع متوسط أسعار النفط العالمية.

الفرع الثاني: تحليل تطور عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)

يستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم الأسواق المالية ومدى عمقها، فكلما إرتفع هذا المؤشر دل ذلك على إتساع حجم السوق، وبالتالي تزايد حجم المبادلات فيه، والجدول الموالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة الإجمالية في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021):

الجدول رقم(02-03): تطور إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)

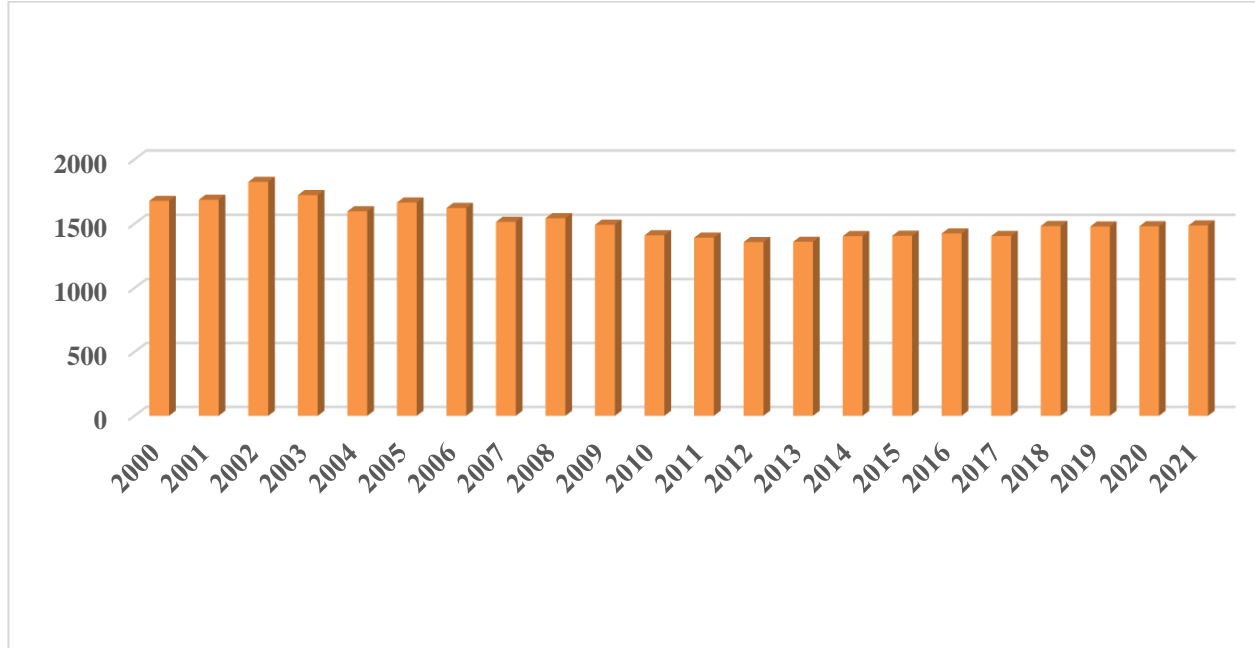
السنوات	عدد الشركات المدرجة	السنوات	عدد الشركات المدرجة
2000	1678	2011	1392
2001	1687	2012	1358
2002	1826	2013	1360
2003	1723	2014	1404
2004	1597	2015	1407
2005	1665	2016	1425
2006	1623	2017	1405
2007	1515	2018	1483
2008	1513	2019	1479
2009	1493	2020	1481
2010	1411	2021	1487

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد من سنة 2000 إلى سنة 2022.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

ويمكن توضيح الجدول رقم (03-02) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03-02): تطور إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (03-02).

من خلال الجدول رقم (03-02) والشكل رقم (03-02) تبين بأن إجمالي عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية شهد تغيرات طفيفة خلال فترة الدراسة، حيث سجل إرتفاعا بسيطا خلال 2000-2002، وقد عرفت الفترة من سنة 2003 إلى سنة 2012 التطبيق الصارم لقواعد القيد والإفصاح في بعض الأسواق المالية العربية، ونتيجة لذلك تم شطب عدد كبير من الشركات التي لم تلتزم بهذه القواعد، حيث عرف هذا المؤشر إتجاها تنازليا بنسبة 19.21% ليصل إلى 1358 شركة نهاية سنة 2012.

ليرتفع هذا المؤشر بنسب ضئيلة خلال الفترة 2013-2016، نتيجة لإدراج شركات جديدة في بعض الأسواق المالية العربية كالسعودية ومصر، لينخفض مرة أخرى سنة 2017 ويصل إلى 1405 شركة، ويعزى ذلك إلى شطب عدد من الشركات التي لم تستوفي شروط الإفصاح المالي والشفافية في البيانات المالية المتعلقة بنشاطها والأرباح المحققة الخاصة بها، ليستمر هذا المؤشر في التذبذب حتى وصل إلى 1487 شركة سنة 2021.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

المطلب الثالث: تحليل أداء الأسواق المالية العربية حسب مؤشرات السيولة

تعد سيولة السوق المالي من المؤشرات الدالة على تطور الأسواق المالية، فهي تعتبر حافز للمستثمرين المحليين والأجانب للإستثمار في السوق وهي تقاس بمؤشرين مؤشر حجم التداول ومعدل دوران الأسهم.

الفرع الأول: تحليل تطور مؤشر حجم التداول في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)

يعبر حجم التداول عن قيمة ما يتم تداوله من الأوراق المالية في السوق ككل بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، ويحسب مؤشر حجم التداول بالعلاقة التالية:

مؤشر حجم التداول = القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال فترة زمنية / الناتج المحلي الإجمالي

وفيما يلي سنقوم بتحليل تطور مؤشر حجم التداول للأسواق المالية العربية خلال (2000-2021).

الجدول رقم(02-04): تطور مؤشر حجم التداول في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)

السنوات	مؤشر حجم التداول (%)	السنوات	مؤشر حجم التداول (%)
2000	4.44	2011	19.54
2001	5.32	2012	28.14
2002	8.09	2013	18.70
2003	25.76	2014	38.67
2004	53.61	2015	29.03
2005	110.37	2016	21.40
2006	152.05	2017	16.44
2007	61.55	2018	14.02
2008	44.16	2019	12.45
2009	32.86	2020	27.98
2010	16.17	2021	33.49

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

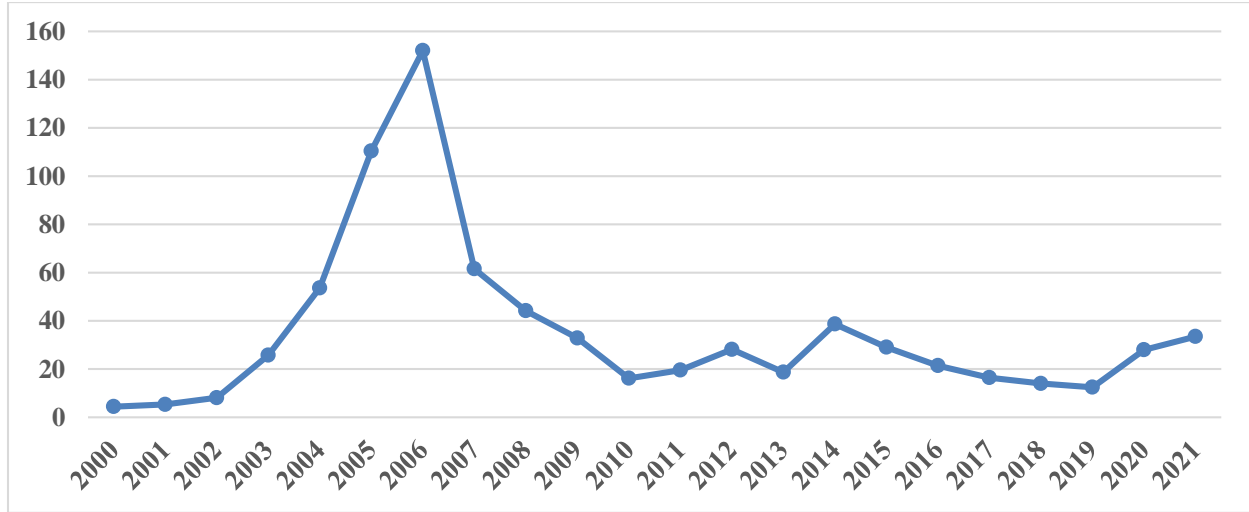
- قاعدة بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS?view=chart>

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد من سنة 2000 إلى سنة 2022.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

ويمكن توضيح الجدول رقم (04-02) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (04-02): تطور مؤشر حجم التداول في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (04-02).

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04-02) والشكل رقم (04-02) الإتجاه التصاعدي لإجمالي مؤشر حجم التداول خلال سنتي 2006-2000، حيث سجل هذا المؤشر أعلى نسبة خلال فترة الدراسة، بلغت 152.05% نهاية سنة 2006، وهذا ما يعكس إرتفاع درجة السيولة في الدول العربية، لكن هذا التحسن لم يستمر وأخذ مؤشر حجم التداول إتجاها تنازليا خلال الفترة 2010-2007، حيث تراجع بنسبة 28.25% سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، وهذه النسبة مقبولة مقارنة بباقي السنوات، حيث لا يعكس ذلك إرتفاع مستوى السيولة بل يعود بشكل أساسي الى إرتفاع معدلات البيع للتخلص من الأوراق المالية وإسترجاع السيولة بعد الخسائر الكبيرة التي أصابت الشركات المدرجة بسبب الأزمة المالية العالمية، لتتراجع بعد ذلك بشكل كبير خلال سنة 2010 وتصل إلى 16.17% نتيجة إستقرار البورصات العربية وإنتهاء فترة المضاربات القوية بعد الأزمة المالية لسنة 2008.

لتشهد مستويات السيولة في الأسواق المالية العربية تحسنا ملموسا سنتي 2011 و2012، حيث إرتفع مؤشر حجم التداول بنسبة 44% سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، وهو ما يعكس تعافي الأسواق المالية العربية من آثار الأزمة المالية العالمية، ونتيجة لتغير سلوك المتعاملين من المضاربة إلى الإستثمار متوسط وطويل الأجل بعد إستقرار الوضع الأمني في المنطقة العربية، تراجع مؤشر حجم التداول سنة 2013 ليصل إلى 18.70%.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

كما عرفت الفترة 2015-2019 إنخفاضاً ملحوظاً في مؤشر حجم التداول، ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى التراجع الملموس في مستويات السيولة لدى سوق الأسهم السعودي (تداول)، حيث أن حالة الخوف التي مست المستثمرين المحليين والأجانب بسبب حالة عدم التأكد وصدور تقارير من الهيئات الدولية الرسمية حول أثر جائحة كورونا على الإقتصاد العالمي إلى جانب توقف بعض القطاعات الهامة أدى إلى إنسحاب المستثمرين وخروجهم من الأسواق المالية، ليستمر بعدها المؤشر في الإرتفاع حتى وصل 33.49% سنة 2021.

الفرع الثاني: تحليل تطور معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)

يعتبر معدل دوران الأسهم من أفضل المؤشرات الدالة على مستوى السيولة في الأسواق المالية ودرجة نشاطها، ويقاس من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل الدوران} = (\text{إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة} / \text{القيمة السوقية للأسهم}) \times 100$$

وفيما يلي سنقوم بتحليل معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021).

الجدول رقم (02-05): تطور معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)

السنوات	معدل دوران الأسهم (%)	السنوات	معدل دوران الأسهم (%)
2000	24.66	2011	44
2001	28.04	2012	66.4
2002	31	2013	47
2003	63.7	2014	70.4
2004	91	2015	54.9
2005	111	2016	51.5
2006	189	2017	29.9
2007	83	2018	26.9
2008	129.6	2019	11.0
2009	72.33	2020	21.3
2010	38	2021	21.8

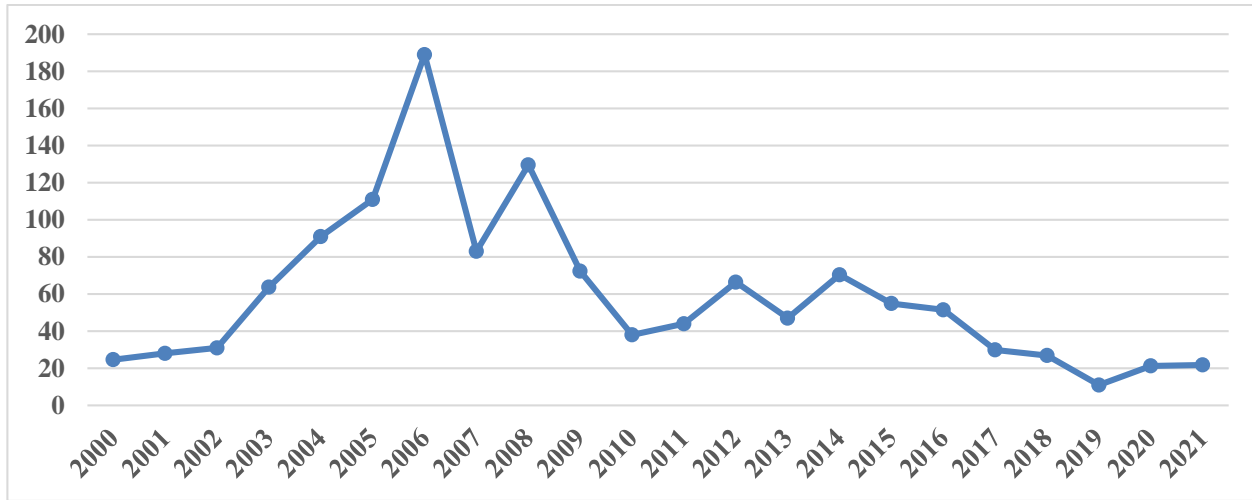
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- قاعدة بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRNR?view=chart>.

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد من سنة 2000 إلى سنة 2022.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

الشكل رقم (02-05): تطور معدل دوران الاسهم في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2021)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (02-05).

يتضح من خلال الجدول رقم (02-05) والشكل رقم (02-05) أن معدل دوران الأسهم لم يستقر على وتيرة واحدة، حيث إرتفع من 24.66% سنة 2000 إلى 189% سنة 2006، أين وصل إلى أقصى مستوياته خلال فترة الدراسة، وهو ما يفسر كثافة تداول الأسهم خلال هذه الفترة، ثم عاد لينخفض نهاية سنة 2007 بمعدل 56% مقارنة بسنة 2006.

لتعرف الأسواق المالية العربية بعدها إرتفاعا في معدل دوران الأسهم بلغ 129.6% سنة 2008، نتيجة لقيام المستثمرين المحليين والأجانب بسحب إستثماراتهم من البورصات العربية بسبب تداعيات أزمة الرهن العقاري، وخلال سنتي 2009 و2010 حقق هذا المؤشر تراجعا، نتيجة لعدم إستقرار الأوضاع الجيوسياسية في هذه الفترة، خاصة مع بداية أحداث الربيع العربي الذي لمس العديد من الدول عربية، ثم عاد ليرتفع هذا المعدل سنتي 2011 و 2012 وقد ساهم في ذلك التحسن الكبير لمعدل دوران في السوق المالية السعودية حيث يعتبر هذا الأخير بمثابة السوق القيادية، وبالتالي فإن إرتفاع أو إنخفاض معدل الدوران في هذا السوق سينعكس مباشرة في إرتفاع أو إنخفاض معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية.

ونتيجة لتراجع ثقة المتعاملين في البورصات العربية على إثر الصدمة النفطية التي مست بعض الدول العربية وخاصة دول مجلس التعاون الخليجي، تراجع المعدل سنة 2015 بنسبة 22% مقارنة بسنة 2014، وإستمر في التراجع إلى غاية سنة 2019، ثم عاد للإرتفاع مجددا سنتي 2020 و2021 لكن بنسب منخفضة جدا.

المبحث الثالث: معوقات الأسواق المالية العربية ومتطلبات تطويرها

بالرغم من المجهودات المبذولة من قبل الدول العربية في سبيل تحسين أداء أسواقها المالية وزيادة كفاءتها ورفع قدراتها على تعبئة المدخرات المحلية وجذب الإستثمارات الأجنبية، إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب سمات الأسواق المتطورة حيث توجد بعض الأسواق العربية لا يزال أداؤها ضعيفا، نتيجة للعديد من المعوقات حالت دون تطورها، إلا أنه توجد العديد من السبل والآليات لتطوير هذه الأسواق والإرتقاء بها والرفع من تنافسيتها بين نظيرتها من أسواق المالية الناشئة والمتقدمة.

المطلب الأول: معوقات الأسواق المالية العربية

رغم حداثة الأسواق المالية العربية والتطورات والإصلاحات التي عرفتها والجهود التي بذلتها في سبيل تحسين المناخ الإستثماري، من خلال تطبيق برامج الخصخصة وإصلاح القطاع المالي، إلا أن ذلك لم يكن كافيا حيث لازالت تعاني من عدة معوقات تحول دون تطورها وتأثر سلبا على نشاطها، وبالتالي عدم قدرتها على القيام بالدور التمويلي والتنموي، وفما يلي سنوضح أكثر هذه المعوقات.

الفرع الأول: معوقات تشريعية وتنظيمية

تعاني الأسواق المالية العربية من عدة معوقات تخص الجانب التنظيمي والتشريعي، ويمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

- عدم قدرة بعض القوانين واللوائح على مواكبة التطورات المستمرة في الأسواق الدولية نظرا لعدم تحديثها خاصة تلك القوانين التي من شأنها حماية المستثمرين وممتلكاتهم من الممارسات اللاأخلاقية مثل البيوع الصورية والشراء بغرض الإحتكار، والمضاربات غير المشروعة، كما تفنقر إلى آليات الرقابة والإشراف على التداول وإكتشاف البيانات والإشاعات الكاذبة والطرق غير الصحيحة للحصول على المعلومات، إضافة إلى القصور المسجل في التشريعات والقوانين التأديبية لمرتكبي هذه الجرائم وبطء تنفيذها؛
- تعدد القوانين غير المنسجمة وإختلاف الجهات القائمة على تنفيذها، الأمر الذي فرض نوع من التعقيد على التعاملات داخل الأسواق المالية العربية وأعاق تطورها؛

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

- غياب الإستقلال المالي والإداري في بعض الأسواق المالية العربية، حيث لازالت هناك بعض الأسواق تقوم بالدورين التنفيذي والرقابي معا؛
- تعاني غالبية الأسواق المالية العربية من قصور في الهياكل المؤسسية أي نقص في المؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية وتتمثل هذه المؤسسات بصورة عامة في المصارف الإستثمارية، شركات السمسرة، صانعي السوق وغيرها، مما يؤدي إلى عدم التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية وبالتالي زيادة التقلبات في الأسعار وزيادة مخاطر الإستثمار؛
- لازالت هناك عدد من الأسواق المالية العربية تفرض قيود على الإستثمارات الأجنبية؛
- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في النشاط الإقتصادي وتأخر برامج الخصخصة في الدول العربية.

الفرع الثاني: معوقات خاصة بالإطار الإقتصادي

أولاً: عدم تنوع الأدوات المالية: إن من أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية المتقدمة هي تنوع الأدوات المالية المعروضة للتداول حيث تتيح المجال للمستثمرين لإختيار ما يلائم أهدافهم وإمكانياتهم، وبالتالي فإن تنوع الأدوات المالية يساهم في تخفيض حجم المخاطر.

أما عن الأسواق المالية العربية فإنها تتسم بمحدودية وضآلة الأصول المالية المتداولة، وضيق نطاقها وإفتقارها للمزيد من الأدوات المالية حيث تسيطر الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق، ويرجع ذلك إلى سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة، فهي بذلك تضيق نطاق الملكية فضلا على أن أسهم معظم الشركات لا يزال في حوزة الحكومات العربية بالرغم من الإسراع في تطبيق سياسات الخصخصة كما أن سوق السندات تسيطر عليه السندات الحكومية، وفي المقابل نلاحظ عرضا محدودا للسندات التي تصدرها شركات المساهمة، الأمر الذي يؤدي إلى محدودية عرض الأدوات المالية في الأسواق المالية العربية¹.

¹مختار حميدة، أسواق المال الخليجية بين المعوقات القانونية والإقتصادية، مجلة دفاتر إقتصادية، المجلد 3، العدد 2، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2012، ص 09.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

ثانياً: ضعف الطلب على الأدوات المالية: تعاني الأسواق المالية العربية من تدني الطلب على الأوراق المالية ويمكن تلخيص العوامل التي تؤدي إلى هذا الأمر فيما يلي:

- انخفاض معدلات الدخل ومعدلات الإدخار في معظم الدول العربية (باستثناء دول الخليج) مقارنة بالدول المتقدمة مما يقلل من الإمكانات المتاحة للإستثمار في الأوراق المالية؛
- انخفاض العوائد المنتظرة من الإستثمار في الأوراق المالية، ووجود إستثمارات بديلة لها عوائد أكبر، يؤدي إلى تفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع في البنوك، وبالتالي تراجع الطلب على الأوراق المالية؛
- التجارب السلبية للإستثمار في عدد من الدول العربية وما صاحبها من خسائر كبيرة أدت إلى ضعف ثقة كثير من المستثمرين كآزمة سوق المناخ بالكويت؛
- محدودية الثقافة والوعي الإستثماري عن عمليات التداول في الأسواق المالية في معظم الدول العربية وقصور الجهود المبذولة لتطوير هذا الوعي.

ثالثاً: ضعف درجة السيولة في الأسواق المالية العربية: إن غالبية الأسواق المالية العربية تعاني من ضعف كبير في مستوى السيولة، مقارنة بما هو عليه الحال في الأسواق المالية المتقدمة، وهو ما يعبر عن عدم قدرتها على القيام بالدور الأساسي في التخصيص الأمثل للموارد، ويظهر ذلك من خلال انخفاض قيمة التداول ومعدل دوران الأسهم، مما يدل على ضعف جاذبية الأسواق المالية العربية للإستثمارات.

رابعاً: تركيز عمليات التداول في الأسواق المالية العربية: تعاني الأسواق المالية العربية من إرتفاع درجة التركيز بها، بمعنى إرتفاع حجم التداول على عدد محدود جداً من الشركات المسجلة بها، الأمر الذي يعكس المزيد من المخاطر المصاحبة لقرارات الإستثمار في هذه الأسواق، حيث أن إرتفاع درجة التركيز يؤدي إلى إرتفاع درجة المخاطر والعكس صحيح، كما يؤدي أيضاً إلى زيادة العوائد غير العادية المحققة في هذه الأسواق¹.

¹ المرجع نفسه، ص 08.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

خامسا: ضآلة الأسواق الأولية: تتسم الأسواق الأولية في الدول العربية بتذبذب إصداراتها وضآلة أحجامها وذلك بسبب نقص الوعي المالي لدى المستثمرين وإعتمادهم على مصادر التمويل التقليدية، إلى جانب عدم رغبتهم في فقدان السيطرة الكاملة على شركاتهم، وعدم إلتزامهم بقواعد الإفصاح والشفافية، إضافة إلى غياب مؤسسات التصنيف وترويج وضمان الإكتتاب، ويعود ذلك إلى العديد من العوامل أهمها¹:

- حادثة الأسواق المالية العربية، إذ ظهرت في شكلها القانوني المنظم في السبعينات من القرن الماضي فقط؛
- نقص الوعي الإستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة المستثمرين في الأسواق المالية العربية؛
- تبعية إقتصاديات الدول العربية لإقتصاديات الدول المتقدمة، وبالتالي تخضع لكافة التقلبات التي تواجهها هذه الأخيرة والتي ستعكس على عدم إستقرار المتغيرات الإقتصادية الكلية في الوطن العربي؛
- إنخفاض ربحية الأدوات المالية نتيجة ضعف الشركات المصدرة لها، وكذا ضعف كفاءة العاملين في هذا المجال من وسطاء سماسرة وصناع السوق.

الفرع الثالث: معوقات أخرى

أولاً: التقلبات الشديدة في الأسعار: يقصد بالتقلب التغيرات التي تحدث في مستوى العوائد في الأسواق المالية والذي ينتج عن دخول معلومات جديدة إلى الأسواق، وتتميز الأسواق المالية العربية بشدة التقلبات في الأسعار ويعود ذلك إلى إعتمادها على مصادر تمويل خارجية والمتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم مع إعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا ما يؤدي إلى زيادة شدة التقلب في عوائد السهم وفي قيمته السوقية².

ثانياً: هجرة الأموال العربية إلى الخارج: تعاني الدول العربية من عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الإستثمار التتموي الضروري لها، حيث يتم تمويل هذه الفجوة من خلال القروض والمساعدات الخارجية، وهذا ما يترتب عنه زيادة حدة المشاكل الإقتصادية، كارتفاع الأسعار، ضعف الإنتاج، البطالة.

¹ صالح سراي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

² نوال بن لخل، **واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره**، مجلة الإقتصاد الجديد، المجلد 6، العدد 2، مخبر الإقتصاد الرقمي في

الجزائر، جامعة الجليلي بونعامة، خميس مليانة، الجزائر، 2015، ص 159.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

ويعود ذلك إلى ما يلي¹:

- تدني فرص الإستثمار في الدول العربية نظرا لقلّة الأرباح المحققة مقارنة بالدول المتقدمة؛
- إنتشار الفساد الإداري والمالي في الدول العربية؛
- هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الإقتصادي والإستثماري والمالي؛
- غياب قوانين الإستثمار العربية على نصوص تتعلق بخضوع الإستثمار للدستور والقوانين، وعدم التصريح قانونيا بالحماية التشريعية للمستثمر.

ثالثا: التضخم: تعاني العديد من الدول العربية من إرتفاع معدل التضخم، ويعود ذلك لعدة أسباب تختلف من دولة إلى أخرى، ويؤثر التضخم سلبا على أداء الأسواق المالية العربية، ذلك لأن مبيعات الشركات المدرجة ستتأثر سلبا، ففي ظل إرتفاع معدل التضخم تضطر هذه الشركات إلى رفع أسعار البيع، وهذا من شأنه أن يقلص من المبيعات نتيجة إنخفاض القوة الشرائية للمستهلكين، مما سيؤثر سلبيا في المدى البعيد على قيمة الأرباح الصافية للشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، وسيؤثر أيضا على سيولتها هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن إنخفاض القدرة الشرائية يعني إنخفاض مدخرات الأفراد وبالتالي نقص الأموال المتاحة للإستثمار زد على ذلك فإن المستثمر عندما يتخذ قراراته الإستثمارية، لا بد أن تكون حسابات التكلفة والعائد المتوقع على أساس الأرقام الحقيقية وليست الإسمية، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الإنخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الإستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد².

رابعا: ظاهرة الإقتصاد الخفي: تعاني الدول العربية من ظاهرة الإقتصاد الخفي وذلك بسبب الإختلالات الهيكلية وسوء توزيع الموارد وتشوه سوق العمل، حيث تحتل البلدان العربية ذات الدخل المتوسط والمنخفض أعلى نسبة بطالة في العالم، وهذا ما أدى إلى النمو السريع في حجم القطاع غير الرسمي، كما أن الأرباح المحققة في

¹ عمار زودة وحمزة بوكفة، تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية، معوقات نموها ومرتكزات تطورها دراسة تحليلية للفترة (2009-2015)، المجلة العالمية للإقتصاد والأعمال، المجلد 4، العدد 1، مركز رفاة للدراسات والأبحاث، الأردن، 2018، ص 57.

² نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 182.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

هذه السوق على قدر كبير من الأهمية، لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع الأفراد على توجيه إداراتهم نحو الإستثمار في الأسواق المالية¹.

خامسا: قصور أنظمة الإفصاح المالي في الأسواق المالية العربية: تعاني الأسواق المالية العربية من قصور في أنظمة الإفصاح وعدم شفافية المعلومات المالية المنشورة، حيث أن كثير من الشركات تتأخر أحيانا في تقديم قوائمها المالية كما تقتصر على تقديم التقارير السنوية فقط أو تقديم قوائم مالية لا تعبر عن الوضع المالي الحقيقي للشركة، مما يعكس قصورا في نوعية وكمية البيانات المقدمة وعن أداء الشركات المصدرة لها، مما يؤثر سلبا على مصداقية المعلومات المنشورة، كما أن الأسواق المالية العربية تفتقر إلى الخبراء والمؤسسات المالية المتخصصة القادرة على تحليل البيانات المالية المنشورة في حالة توفرها، كل هذه العوامل لا تمكن المستثمرين من إتخاذ قراراتهم الإستثمارية السليمة، الأمر الذي يجعلهم يحجمون عن الإستثمار في الأسواق المالية العربية.

سادسا: المعوقات السياسية: إن معظم الأسواق المالية العربية لازالت تعاني من تراجع أدائها نتيجة لعدم إستقرار الظروف السياسية والأمنية في المنطقة العربية، وبالتالي فإن إن الإستقرار السياسي لأي بلد يعتبر الضمان الأول للإستثمار سواء المحلي أو الأجنبي.

المطلب الثاني: متطلبات تطوير الأسواق المالية العربية

بالرغم من المعوقات التي تعاني منها الأسواق المالية العربية والتي تؤثر سلبا على نشاطها وأدائها، إلا أنه توجد العديد من الإجراءات لتطوير هذه الأسواق والإرتقاء بها والرفع من تنافسيتها بين نظيرتها من أسواق المالية الناشئة والمتقدمة، وعلى ضوء ذلك سنحاول صياغة عدد من المقترحات التي من شأنها تنشيط البورصات العربية والنهوض بها.

الفرع الأول: تطوير النظم التشريعية والتنظيمية وتعزيز الدور الرقابي

لتطوير النظم التشريعية والتنظيمية وتعزيز الدور الرقابي في الدول العربية يجب القيام بما يلي:

¹ المرجع نفسه، ص 185.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

- يجب على السلطات الرقابية والتشريعية الخاصة بأسواق المال العربية السعي إلى تعديل القوانين والأنظمة والتعليمات، ومواكبة كافة المستجدات والتطورات الحاصلة في الأسواق العالمية، وذلك لزيادة كفاءة وتعزيز البيئة الإستثمارية للبورصات العربية؛
- يجب على هيئة أسواق المال أن تقوم بشطب الشركات المتعثرة مالياً وغير القابلة للإصلاح من السوق وذلك بعد القيام بعملية تقييم الأوضاع المالية للشركات المدرجة، حتى يتحسن أداء السوق الكلي ويستعيد نشاطه وجاذبيته الإستثمارية؛
- إنشاء شركات للإستشارة المالية تختص في تقييم وتصنيف الأوراق المالية وتحليل وضعية الشركات المصدرة لها؛
- ضرورة توفير درجة عالية من الرقابة في الأسواق المالية العربية، وتطوير الأطر التشريعية والتنظيمية وخصوصاً ما يتعلق بقوانين الإفصاح المالي والشفافية والمضاربات غير المشروعة وغيرها من القوانين التي تحمي المستثمرين وتضمن سلامة عمليات التداول، والتقليل من التقلبات المفاجئة في الأسعار؛
- العمل على فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي وذلك من خلال تحويل الأسواق المالية ومراكز الأوراق المالية إلى مؤسسات مملوكة بالكامل من قبل القطاع الخاص؛
- العمل على إنشاء بورصات في الدول التي ليس لها أسواق مالية، خاصة وأن هذه الدول بإمكانها الإستفادة من تجارب الدول العربية التي سبقتها في المجال؛
- يجب على هيئة أسواق المال القيام بمراقبة ومتابعة وتحليل حركة التداول، وذلك للتحقق من سلامة عمليات التداول، وإكتشاف العمليات المخالفة لأحكام القوانين واللوائح المعمول بها، وإحالة المخالفين إلى لجنة التحقيق التابعة للسوق.

الفرع الثاني: متطلبات خاصة بتطوير العرض والطلب على الأوراق المالية

من مميزات الأسواق المالية العربية أنها أسواق ضيقة وغير عميقة، وذلك بسبب محدودية عرض الأدوات المالية هذا من جهة ومن جهة أخرى ضآلة الطلب على هذه الأدوات، لذلك يجب العمل على تطوير هذين الجانبين.

أولاً: متطلبات خاصة بتطوير عرض الأوراق المالية: يقتضي تطوير وتنشيط جانب العرض ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة تكون أقل تكلفة وأدنى مخاطرة وأعلى عائد، أي أنها تفي بمتطلبات المصدر والمستثمر على حد سواء، ويكون ذلك من خلال ما يلي:

1. تطوير وتنشيط سوق الأسهم: ويتم ذلك من خلال التوسع في إصدار أنواع متعددة من الأسهم العادية لأنها من أكثر الأدوات المالية تداولاً في الأسواق المالية العربية، حيث يتم إضافة عدة أنواع من الأسهم لجذب المزيد من المستثمرين، ومن أمثلتها: الأسهم العادية المضمونة وهذا النوع يجذب المستثمرين المترددين في التعامل في أسواق المال، الأسهم الممتازة، أسهم المؤشرات حيث يتيح هذا النوع للمستثمرين تخفيض مستوى المخاطر التي يتعرض لها العائد.

2. تطوير سوق السندات: إلى جانب التوسع في إصدار أنواع جديدة من الأسهم، يجب أيضاً اعتماد أنواع جديدة من السندات في الأسواق المالية العربية، ومنها¹:

- السندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم وهي سندات تصدرها الشركات ويكون معدل الفائدة عليها منخفضاً وتعويضاً للمستثمرين عن هذا الإنخفاض، فإنها تربط معها حقوقاً لشراء الأسهم، فإذا ارتفعت أسعار الأسهم يصبح حق الشراء أكثر جاذبية؛
- السندات المضمونة بأصول؛

¹ عامر كمال، متطلبات تطوير أسواق رأس المال العربية في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2014، ص ص 237، 238.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

- إمكانية إصدار سندات يرتبط عائدها بمعدل التضخم، وذلك لتغطية الإنخفاض في القدرة الشرائية للأموال المستثمرة في السندات؛

- الإهتمام بإصدار السندات بالعملة الأجنبية لجذب مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية.

3. إدراج الأدوات المالية الإسلامية: إن عملية إدراج الأدوات المالية الإسلامية تساهم في تطوير الأسواق المالية العربية، وذلك لقدرتها على جذب فئة معينة من المستثمرين والذين لا يرغبون في إستثمار مدخراتهم في الأسواق المالية لأسباب دينية، لذلك قامت الحكومة القطرية سنة 2006 بإصدار قرارات بتداول أوراق مالية إسلامية مثل الصناديق السيادية التي تحتوي على أوراق مالية إسلامية، وقد زاد إقتناعها بذلك بعد أزمة 2008 حيث أظهرت أن هذه الأوراق لم تتأثر بتداعيات الأزمة، كما ساهم تداول الأوراق المالية الإسلامية في السوق المالية السعودية بشكل كبير في زيادة نشاطها، إذ يعتبر أكبر سوق عربية من حيث القيمة السوقية المتداولة¹.

4. تعزيز الإفصاح والشفافية: يجب الإلتزام بتطبيق الإفصاح الكامل للمعلومات اللازمة لجميع المتعاملين على حد سواء وبشكل دوري ومنظم، مما يساعدهم على إتخاذ قراراتهم الإستثمارية السليمة، وتحديد المخاطر والعوائد المتوقعة من الإستثمار، والقضاء على محاولات الغش والتلاعب، كما يجب فرض عقوبات في حق الشركات غير الملتزمة بنشر التقارير الدورية والبيانات المالية مثل إيقاف التعامل بأسهمها وفرض غرامات مالية عليها وذلك لتحقيق العدالة والكفاءة والشفافية للمتعاملين، كل هذا من شأنه تعزيز الثقة في السوق.

5. الحوافز الضريبية: إن منح حوافز ضريبية لشركات المساهمة المدرجة يشكل دافعا للمزيد من الإدراج في الأسواق المالية العربية، وقد تتخذ هذه الحوافز أساليب عديدة وهي كما يلي²:

- منح إعفاء ضريبي للشركات المدرجة حديثا مع إقتصاره على فترة محددة (سنة أو سنتين)؛
- السماح بإقتطاع نسبة من التكاليف المتعلقة بعملية الإدراج أو كلها من الضرائب المترتبة على نشاط الشركة؛

¹ نجاة عيسى، أثر تغيرات المؤشرات الإقتصادية على أداء الأسواق المالية في الدول العربية -دراسة تجريبية الأردن-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016، ص ص 185، 186.

² فاطمة الزهراء سعيدي، مرجع سبق ذكره، ص 224.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

- السماح للشركات المدرجة بإقتطاع نسبة معينة من الأرباح الموزعة على المساهمين من الضرائب المترتبة عليها؛

- زيادة العبء الضريبي على الشركات المقفلة، وهذا ما يشكل حافزا لإدراجها في السوق دون تخفيض في حصيلة الميزانية الحكومية من الضرائب في الأمد القصير.

6. **تطوير أنظمة التداول:** تلعب أنظمة التداول دورا هاما في تنشيط الأسواق المالية فهذه الأنظمة تمثل الإطار الذي يلتقي من خلاله المتعاملون والوسطاء لإتمام صفقاتهم، كما أنها تمثل النافذة التي من خلالها تتدفق المعلومات حول الأسعار ونشاط التداول داخل السوق، لذلك يجب على البورصات العربية إستخدام التقنيات الحديثة في التداول، فكلما إزدادت كفاءة هذه الأخيرة ستسهم بشكل أفضل في زيادة المنافسة وتعزيز الشفافية والسيولة والأمان لدى المتعاملين في السوق.

ثانيا: متطلبات خاصة بجانب الطلب على الأوراق المالية: لتطوير جانب الطلب في الأسواق المالية يجب التركيز على ما يلي:

1. **توسيع قاعدة المستثمرين المؤسسين:** يعتبر الإستثمار المؤسسي من أهم أنواع الإستثمار، وذلك لإعتماده على إدارة مهنية متخصصة في مجال الإستثمار بالأوراق المالية، حيث يتيح لصغار المستثمرين والذين تنقصهم الخبرة والمهارة والممارسة والوقت اللازم لإدارة محافظهم المشاركة في سوق رأس المال، وتشمل مؤسسات الإستثمار المؤسسي صناديق رأس المال المخاطر، صناديق الإستثمار المشترك، صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق الأوقاف، ويمكن أن يساهم الإستثمار المؤسسي في صناعة السوق والتي تعد أحد الأركان الأساسية لتطويرها، حيث تساهم في تحقيق العمق والإتساع للسوق، مع إكتساب صفة الإستمرارية والسيولة بالتكلفة المناسبة وفي الوقت وبالسرعة المناسبة من خلال إستعداد المستثمر المؤسسي لشراء الأوراق المالية وبيعها في أي وقت مع الإحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية لتنشيط الطلب¹.

¹ عامر كمال، مرجع سبق ذكره، ص 259.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

2. تنمية الوعي الإدخاري والإستثماري: تعميق الوعي الإستثماري لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الإستثمار، وذلك من خلال خطط إعلامية وتربوية تهدف إلى التعريف بالفرص المتاحة للإستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وكذا دور الأسواق المالية في الإقتصاد الوطني.

الفرع الثالث: متطلبات أخرى

بالإضافة إلى المتطلبات الخاصة بالجانب التشريعي والتنظيمي والخاصة بجانب العرض والطلب على الأوراق المالية هناك متطلبات أخرى من شأنها أن تساهم في تطوير الأسواق المالية العربية، ومن أهمها ما يلي:

أولاً: إتفاقيات التعاون بين الأسواق المالية العربية والأجنبية: ويتم ذلك من خلال ما يلي:

- الإسراع في إنشاء بورصة عربية موحدة قادرة على جذب أحجام كبيرة من الإستثمارات الأجنبية؛
- ربط الأسواق المالية العربية وتفعيل التعاون فيما بينها خاصة في المجالات المتعلقة بعمليات إصدار وتداول الأوراق المالية، وتنظيم آليات وعمليات المقاصة والتسوية وتبادل الخبرات والتجارب، والإستفادة من البرامج التدريبية المتخصصة، مما يساهم في نموها وتطورها وتوسيع قاعدة الإستثمار أمام المستثمر العربي؛
- إعداد إتفاقيات مع الأسواق المالية الأجنبية وبعض المؤسسات الدولية، لرفع مستويات كفاءة العمل وفق المعايير الدولية ولتبادل الخبرات والمعلومات مع الأطراف والجهات المختلفة.

ثانياً: توفير بيئة إقتصادية ملائمة: ليس بإمكان أي سوق مالي أن يتطور في ظل إقتصاديات ضعيفة لذلك يجب على الدول العربية أن تقوم بتوفير المناخ الإستثماري المناسب من خلال رفع معدلات النمو الإقتصادي وتحسين الدخل الفردي، وكذا تفعيل دور السياسة المالية للحد من العجز في الميزانية العامة والحد من ظاهرة المبالغة في فرض الضرائب، وهذا ما يحفز توقعات المستثمرين حول أداء الشركات المدرجة في البورصة وبالتالي إمكانية تحقيق أرباح مجزية من خلالها.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

المبحث الرابع: تحليل تدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

بعد توقيع الدول العربية على الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات في إطار المنظمة العالمية للتجارة في ديسمبر 1997 أصبحت أكثر إنفتاحا أمام الإستثمارات الأجنبية، حيث تباينت هذه الدول من حيث إلزامها بمستوى تحرير أسواقها المالية، فبعض الدول لا تفرض قيود على الإستثمار الأجنبي سواء بالنسبة لعقبة الملكية المسموح بها للمستثمر الأجنبي أو القطاع المستثمر فيه، وهناك بعض من الدول العربية الأخرى تفرض قيود على الإستثمار الأجنبي في الأوراق المالية وينسب متفاوتة، ومع تزايد أهمية الإستثمار الأجنبي غير المباشر قامت الدول العربية كغيرها من دول العالم بفتح أبوابها أمام المستثمرين الأجانب، حيث ألغت كافة القيود على تدفقات رؤوس الأموال وقامت بتغيير اللوائح والتشريعات وتقديم الحوافز لتشجيع دخول الإستثمارات الأجنبية.

المطلب الأول: تطور صافي تدفقات إستثمارات الحافظة في الدول العربية

تتأثر تدفقات إستثمارات الحافظة ببعض العوامل الإقتصادية كسعر الصرف وسعر الفائدة السائد في الدول العربية إلى جانب مختلف العوامل المتعلقة بدرجة تطور ونمو الأسواق المالية، ولتحليل تطور إجمالي صافي تدفقات إستثمارات الحافظة في الدول العربية خلال الفترة (2000-2021) نعرض ما يلي:

الجدول رقم(02-06): تطور صافي إستثمارات الحافظة في الدول العربية خلال الفترة (2000-2021)

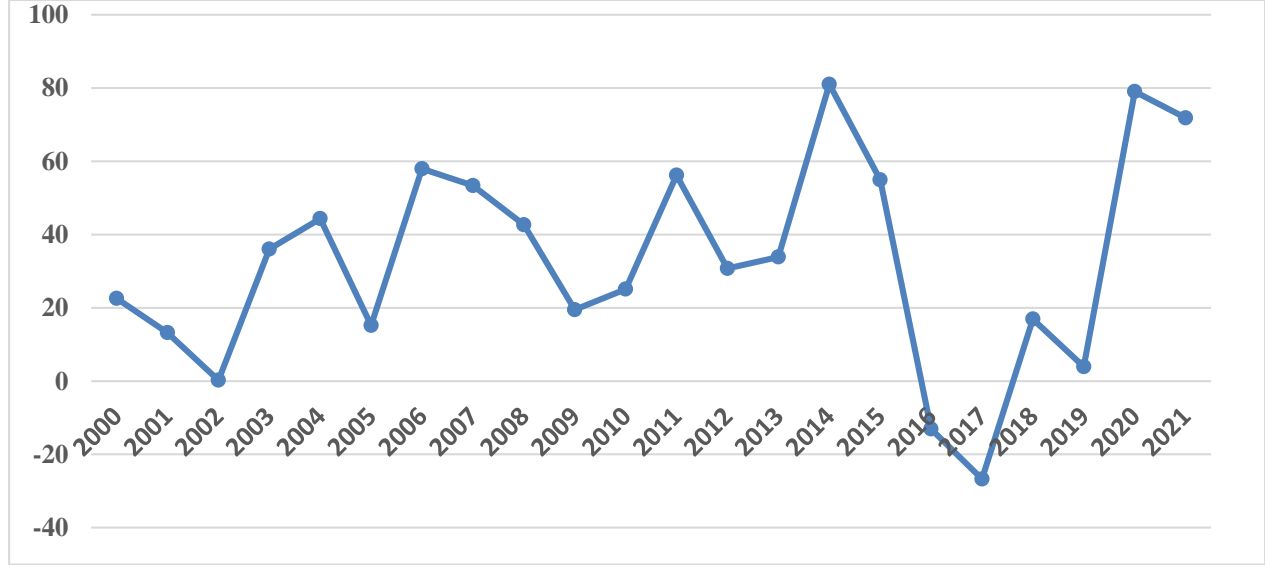
السنوات	صافي إستثمارات الحافظة (مليار دولار)	السنوات	صافي إستثمارات الحافظة (مليار دولار)
2000	22.57	2011	56.20
2001	13.21	2012	30.75
2002	0.23	2013	33.88
2003	36.04	2014	81.02
2004	44.36	2015	54.94
2005	15.20	2016	13.10-
2006	57.95	2017	26.73-
2007	53.38	2018	16.93
2008	42.68	2019	3.93
2009	19.47	2020	79.03
2010	25.10	2021	71.86

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.or>

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

ويمكن توضيح الجدول رقم (06-02) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (06-02): تطور صافي إستثمارات الحافظة في الدول العربية خلال الفترة (2000-2021)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (06-02).

من الجدول رقم (06-02) والشكل رقم (06-02) نلاحظ بأن الدول العربية حققت صافي تدفقات إلى الداخل بقيمة 22.57 مليار دولار سنة 2000، لتشهد تراجعاً سنّي 2001 و2002، وبالرغم من الأجواء المتوترة التي شهدتها المنطقة العربية سنّي 2003 و2004 إلا أنها سجلت صافي تدفق للداخل، ويعزى ذلك إلى عدة عوامل إيجابية منها الأداء الجيد لإقتصاديات الدول العربية نتيجة لإرتفاع أسعار النفط العالمية بالإضافة إلى عودة بعض رؤوس الأموال العربية المستثمرة بالخارج، كما أن الخطوات التي قامت بها عدد من الدول العربية لإستقطاب الإستثمارات الأجنبية بشقيها، قد زادت من جاذبية إستثمارات الحافظة في البورصات العربية.

وشهد صافي إستثمارات الحافظة تذبذباً واضحاً خلال سنّي 2005 و2006 متأثراً بالإضطرابات في الأوضاع الجيوسياسية في بعض البلدان العربية، كما عرفت الفترة 2007-2009 تراجعاً مستمراً، حيث وصلت سنة 2009 إلى حوالي 19.47 مليار دولار، متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من جهة وتداعيات أزمة ديون شركات دبي من جهة أخرى، ويعود ذلك إلى هروب رؤوس الأموال من الأسواق المالية العربية تحت تأثير هذه الأزمات، كما أن دول مجلس التعاون الخليجي كانت من أكثر الدول العربية تأثراً بهذه الأزمات.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

كما حققت الدول العربية تحسنا نسبيا في صافي إستثمارات الحافظة خلال سنتي 2010 و2011، ويعكس هذا الإرتفاع بداية تعافي الأسواق المالية العربية من تداعيات الأزمة المالية العالمية وأزمة ديون شركات دبي ونتيجة للإضطرابات السياسية في بعض الدول العربية وتدهور الأوضاع الأمنية بسبب ثورات الربيع العربي إنخفض إجمالي صافي إستثمارات الحافظة سنة 2012 بنسبة 45.28% مقارنة بسنة 2011 أين وصل إلى 30.75 مليار دولار.

وسجل صافي إستثمارات الحافظة إلى الدول العربية تحسنا ملحوظا خلال سنتي 2013 و2014، حيث شهدت سنة 2014 أعلى قيمة خلال فترة الدراسة لتصل إلى 81.02 مليار دولار، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى ترقية عدد من الأسواق المالية العربية إلى مصاف الأسواق الناشئة وإنضمامها إلى مؤشرات هذه الأسواق سنة 2013، بالإضافة إلى إرتفاع أسعار النفط العالمية خلال النصف الأول من سنة 2014، إلى جانب بداية تحسن الأوضاع السياسية في عدد من الدول العربية.

ولقد أدى التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية سنة 2015 إلى تراجع إجمالي صافي إستثمارات الحافظة إلى الدول العربية، وفي ظل إستمرار تراجع أسعار النفط العالمية وإستمرار تداعيات الأزمة الخليجية سجلت الدول العربية صافي تدفق للخارج سنتي 2016 و2017، فبمجرد إندلاع الأزمة الخليجية إتجه المستثمرون الأجانب إلى بيع ممتلكاتهم وذلك خشية أن يفقدوا إستثماراتهم وكل هذه العوامل ساهمت في إثارة حالة من الهلع والإرتباك وعدم اليقين في الأسواق المالية الخليجية، ونتيجة لذلك فقد عرفت سنة 2017 أدنى قيمة لصافي إستثمارات الحافظة خلال فترة الدراسة.

ساهم التحسن النسبي في الأوضاع الجيوسياسية في بعض الدول العربية في التأثير الإيجابي على صافي إستثمارات الحافظة خلال سنة 2018، حيث سجلت صافي تدفق إلى الداخل بقيمة 16.93 مليار دولار وبالرغم من التحسن الملحوظ مقارنة بسنة 2017 إلا أن هذه القيمة تبقى متواضعة جدا، لتعود إلى الإنخفاض سنة 2019 وتصل إلى حوالي 3.93 مليار دولار.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

عرف صافي إستثمارات الحافظة إرتفاعا ملحوظا خلال سنة 2020 بقيمة 79.03 مليار دولار، ومن العوامل التي ساهمت في هذا التحسن هو إدراج بورصة السعودية ضمن مؤشر الأسواق الناشئة، مما جعلها وجهة للإستثمارات الأجنبية، لتعود إلى الإنخفاض مرة أخرى سنة 2021.

المطلب الثاني: إستراتيجيات تشجيع الأستثمار الأجنبي في الأسواق المالية العربية

تهتم الدول العربية كغيرها من دول العالم بجذب الإستثمارات الأجنبية إلى أسواقها المالية، حيث إعتمدت على إستراتيجيات تعزز حصتها من تدفقاته، وفيما يلي عرض لهاته الإستراتيجيات المعتمدة.

الفرع الأول: السوق المالية السعودية

تهدف المملكة العربية السعودية إلى إيجاد بيئة جاذبة لجميع فئات المستثمرين المحليين والدوليين على حد سواء، ولتحقيق ذلك قامت بإصلاحات هيكلية في الجانب الإقتصادي والمالي والتي ساهمت في رفع معدلات النمو الإقتصادي، بالإضافة إلى تنوع المنتجات الإستثمارية، وإطلاق عقود الخيارات للأسهم المفردة، وكذا تحسين حوكمة الشركات والإفصاح والشفافية، كما قامت هيئة السوق المالية بتعديل القواعد المنظمة للإستثمار الأجنبي في الأوراق المالية أملا منها أن تنعكس هذه التعديلات على تحفيز الإستثمار ورفع جاذبية وكفاءة السوق المالية وتعزيز تنافسيتها محليا ودوليا¹.

ولإستقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب إنضمت السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسواق الناشئة مثل مؤشر (MSCI) ومؤشر فوتسي راسل (FTSE Russell) ومؤشر اس آند بي داو جونز (S&P Dow Jones)، وتم أيضا إطلاق مؤشر (إم تي 30) المشترك لأكبر الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية والذي يمثل مقياسا مهما للمستثمرين المهتمين بالشركات الأكثر سيولة والأكبر حجما في السوق².

ولا يجوز للمستثمر الأجنبي تملك 10% أو أكثر من أسهم أي مصدر تكون أسهمه مدرجة أو أدوات الدين القابلة للتحويل الخاصة بالمصدر، كما لا يسمح للمستثمرين الأجانب مجتمعين (بجميع فئاتهم سواء

¹ هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2022.

² مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي السادس والخمسون، المملكة العربية السعودية، 2020، ص107.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

المقيمين أو غير المقيمين) تملك أكثر من 49% من أسهم أي مصدر تكون أسهمه مدرجة أو أدوات الدين القابلة للتحويل الخاصة بالمصدر¹.

الفرع الثاني: سوق الكويت للأوراق المالية

من بين الإنجازات التي قامت بها بورصة الكويت في سبيل تعزيز حجم الإستثمارات الأجنبية ترقيتها إلى أهم ثلاث مؤشرات عالمية للأسواق المالية وهي مؤشر مورجان ستانلي (MSCI) ومؤشر فوتسي راسل (FTSE Russell) وستاندر آند بورز وداو جونز (S&P Dow Jones)، كون هذه الترقية تحمل في طياتها العديد من المزايا والإيجابيات منها زيادة جاذبية سوق المال وتحسين كفاءة السوق وتنويع قاعدة المستثمرين هذا بجانب زيادة سيولة السوق وزيادة تدفق الإستثمارات الأجنبية².

كما تهدف بورصة الكويت إلى تنمية سوق مالية قوية، وخلق بيئة إستثمارية جاذبة، من خلال تطبيق العديد من التطويرات والتي من شأنها تعزيز مكانة السوق محليا وعالميا، وتتمثل هذه التطويرات في أربع مجالات رئيسية وهي³:

أولاً: خلق قاعدة مصدرين جاذبة: وذلك من خلال إطلاق عملية تقسيم السوق وإصدار قواعد إدراج جديدة بهدف رفع السيولة والتي أسهمت بزيادة إقبال الشركات على الإدراج، وخلق فرص إستثمارية بديلة من خلال نظام تداول الأوراق المالية غير المدرجة؛

ثانياً: توسع قاعدة المستثمرين: من خلال الإلتزام بالممارسات والمعايير العالمية، وإطلاق الحملات الإعلامية والتوعوية، وخلق فرص إستثمارية جديدة عن طريق تنظيم ورعاية المؤتمرات والجولات التسويقية حول العالم للشركات المدرجة في بورصة الكويت؛

¹ هيئة السوق المالية، القواعد المنظمة لإستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة، المملكة العربية السعودية 2019، ص 16.

² إدارة البحوث والدراسات قطاع مينا للإستثمارات المسعرة، التقرير السنوي لعام 2019 أداء بورصة الكويت خلال السنة المنتهية بتاريخ 31 ديسمبر 2019، شركة الإستثمارات الوطنية، الكويت، 2019، ص 11.

³ بورصة الكويت، التقرير السنوي، 2021، ص 19.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

ثالثا: تطوير وطرح منتجات أكثر شمولية: من خلال إنشاء وتطوير قواعد المنتجات التي تمنح المستثمر مجالات أوسع للإستثمار تمهيدا لتحويلها إلى منتجات أكثر ربحية؛

رابعا: تطوير بنية تحتية وبيئة عمل بمعايير عالمية: من خلال طرح قواعد إدراج جديدة مع العمل على توطيد العلاقة مع هيئة أسواق المال والشركات المشاركة في السوق، وزيادة الشفافية من خلال تحديث آلية الإفصاح. ويسمح للمستثمر غير الكويتي بتملك وتداول أسهم البنوك، ويشترط الحصول على موافقة بنك الكويت المركزي إذا رغب هذا المستثمر في تملك أكثر من 5% من رأس مال البنك الواحد، كما لا يجوز أن تزيد نسبة ما يمتلكه المستثمرون غير الكويتيون في البنك الواحد عن 49% من رأس ماله إلا بعد الحصول على موافقة مسبقة من مجلس الوزراء بعد أخذ رأي بنك الكويت المركزي¹.

الفرع الثالث: سوق البحرين للأوراق المالية

قامت مملكة البحرين بوضع إستراتيجية لتطوير قطاع الخدمات المالية (2022-2026)، ويشكل تطوير قطاع الأسواق المالية واحدا من المحاور الرئيسية لهذه الإستراتيجية، والذي يهدف إلى دعم نمو وتطور بورصة البحرين وزيادة تنافسيتها بما يسهم في تعزيز جاذبيتها للإستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية، وذلك من خلال²:

- تشجيع عمليات الطرح العام الأولي وإدراج المزيد من الشركات؛
- العمل على إنضمام بورصة البحرين لمؤشر الأسواق الناشئة؛
- تعزيز سبل تنسيق الإدراج المزدوج مع دول مجلس التعاون الخليجي؛
- ربط أنظمة المقاصة والتسوية والإيداع المركزي إقليميا ودوليا؛
- أتمتة الخدمات المقدمة للمستثمرين من قبل بورصة البحرين وشركة البحرين للمقاصة؛

¹ كهيبة رشام، أسواق الأوراق المالية العربية وإستراتيجيات مواجهة الأزمات المالية العالمية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2014، ص 191.

² حكومة مملكة البحرين، إستراتيجية تطوير قطاع الخدمات المالية (2022-2026)، 2021.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

- إنشاء نظام تداول مباشر للأوراق المالية الحكومية في السوق المالية الثانوية.

وفي إطار جهود بورصة البحرين لتعزيز مشاركتها الإقليمية والعالمية وتواصلها الفعال مع المستثمرين العالميين، تعقد بورصة البحرين جولات ترويجية عالمية سنوية لإستقطاب المستثمرين، حيث تتيح هذه الجولات منصة فاعلة للتواصل بشكل مباشر عبر تنظيم إجتماعات بين كبار المسؤولين في الشركات المدرجة المشاركة والمستثمرين العالميين المحتملين ومديري الصناديق بهدف بناء الثقة الوطيدة وخلق علاقة مؤسسية مؤثرة وفاعلة على المدى الطويل مما ينعكس إيجاباً على التقييم العادل للشركة المدرجة¹.

يسمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك وتداول ما نسبته 100% من رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية، كما يسمح للمستثمرين الأجانب غير الخليجين بتملك وتداول ما نسبته 49% من رؤوس أموال هذه الشركات.

الفرع الرابع: سوق مسقط للأوراق المالية

من أجل توفير بيئة جاذبة للإستثمارات الأجنبية قامت سلطنة عمان بإيقاف العمل بالضريبة على توزيعات الأرباح والفوائد، مما يعزز جاذبية بورصة مسقط ووضعها ضمن خارطة الإستثمار العالمية وتشكيل حافزاً لإستقطاب المزيد من الإستثمارات إليها.

تهدف بورصة مسقط إلى توفير بيئة كفؤة جاذبة للإستثمار مواكبة لأحدث التقنيات العالمية، من خلال وضع إستراتيجية تركز على عدة محاور تهدف في مجملها إلى توسيع قاعدة المستثمرين وتزويدهم بخيارات إستثمارية متنوعة موائمة لتطلعاتهم، وتسعى البورصة كذلك إلى إدراج جملة من الأدوات الإستثمارية كصناديق المؤشرات المتداولة ونفيعيل أسواق المشتقات والسلع.

¹ بورصة البحرين، الجولات الترويجية العالمية لإستقطاب المستثمرين، متاح على الموقع الإلكتروني:

<https://bahrainbourse.com/ar/Products%20and%20Services/ListingServices/Pages/International-Investor-Roadshows.aspx>، تم

الإطلاع عليه: 2024/03/16، الساعة 15:35.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

هذا بالإضافة إلى إدخال التحسينات اللازمة لتعميق السوق من خلال تحديث البيئة التشريعية، وتطبيق أحدث الممارسات العالمية، كما تسعى من خلال هذه الإستراتيجية إلى ترقية تصنيف بورصة مسقط في المؤشرات الدولية (FTSE) و (MSCI)، ويتحقق هذا الهدف ستمكن البورصة من جذب رؤوس أموال أجنبية وتوسيع قاعدة المستثمرين، مما يساعد في تعميق سيولة البورصة وزيادة كفاءتها وتعزيز حضورها إقليمياً وعالمياً¹.

ويمكن للمستثمرين الأجانب الإستثمار في أسهم الشركات أو صناديق الإستثمار المدرجة في السوق بدون أي إذن مسبق، كما يحق لهم تملك ما نسبته 70% من رأس مال الشركات المدرجة وقد تصل هذه النسبة إلى 100%².

الفرع الخامس: سوق عمان للأوراق المالية

شهدت الأردن صدور وإقرار عدة تشريعات خاصة بتنظيم إستثمارات غير الأردنيين، وكانت هذه التشريعات تهدف إلى إزالة المعوقات وتقديم الإمتيازات التي من شأنها تشجيع وتنظيم عملية الإستثمارات غير الأردنية في مختلف القطاعات، وتدرجت هذه التشريعات في تخفيف القيود التي كانت مفروضة على الإستثمار الأجنبي وفي رفع نسب الملكية المسموح بها، حتى تم إزالة هذه القيود بالكامل بصدور نظام رقم 54 سنة 2000 لتنظيم إستثمارات غير الأردنيين والذي سمح لهم بتملك رؤوس أموال الشركات بالكامل في معظم القطاعات³.

وفي إطار تطوير بورصة عمان وتحسين أدائها وتعزيز جاذبيتها للإستثمارات الأجنبية، قامت هيئة الأوراق المالية بإقامة مشروع مشترك بالتعاون مع البنك الأوروبي لإعادة البناء والتنمية، وجاء هذا المشروع تحت شعار " خطة خارطة الطريق لتطوير سوق رأس المال" حيث تضمنت هذه الإستراتيجية ما يلي⁴:

¹ بورصة مسقط، التقرير السنوي، 2021.

² بورصة مسقط، الإستثمار الأجنبي، <https://www.msx.om/page.aspx?b1=Foreign>

تم الإطلاع [Investments&b2=Introductory&fo=IntroductoryContent&t=ForeignInvestments&ti=Foreign-Investment-Introductory](https://www.msx.om/page.aspx?b1=Foreign&b2=Introductory&fo=IntroductoryContent&t=ForeignInvestments&ti=Foreign-Investment-Introductory)

عليه: 2024/03/16، الساعة 16:25.

³ بورصة عمان، دليل المستثمر، 2018، ص 09.

⁴ هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي، الأردن، 2022.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

أولاً: الإصلاحات القانونية والتنظيمية: تعتبر من أحد العوامل الرئيسية التي تؤثر على الأسواق المالية وتحسن أدائها، وتجعلها أكثر إنسجاماً مع المعايير الدولية، ومن أهم هذه الإصلاحات تعزيز الرقابة وزيادة شفافية السوق وتحسين الحماية القانونية للمستثمرين، وكذا تطوير تشريعات جديدة وتحديث التشريعات القائمة بالإضافة إلى تعزيز التعاون الدولي وتنسيق الجهود الدولية في مجال تنظيم الأسواق المالية.

ثانياً: تعديل السياسات الضريبية: يساهم هذا الإجراء في تحسين البيئة التشريعية والتنظيمية للأسواق المالية وتعزيز جاذبيتها للإستثمارات الأجنبية، بالإضافة إلى تحسين مستوى الشفافية والمنافسة في الأسواق المالية.

ثالثاً: تطوير المنتجات المالية: يهدف هذا الإجراء إلى توفير منتجات جديدة ومتطورة تلبي إحتياجات المستثمرين، بالإضافة إلى زيادة حجم التداول في السوق، وتنويع الإستثمارات والتقليل من المخاطر المرتبطة بالإستثمار في منتجات محددة، وهذا ما يساهم في جذب المستثمرين الأجانب إلى السوق، حيث أن وجود منتجات مبتكرة ومتنوعة يجعل السوق أكثر جاذبية.

ومن بين أهم المنتجات التي يمكن تطويرها في بورصة عمان هي صناديق الإستثمار المتداولة (ETFs) والصكوك الإسلامية والعقود الآجلة وعقود الخيار، إضافة إلى تطوير أدوات الدين الحكومي والشركات والصكوك الخاصة بالشركات الصغيرة والمتوسطة.

الفرع السادس: سوق مصر للأوراق المالية

نتيجة لتناقص حجم الإستثمارات الأجنبية وتخفيض الوزن النسبي لسوق المال المصري بالمؤشرات الدولية مثل S&P و MSCI و FTSE وإمكانية حذفه من هذه المؤشرات، قامت البورصة المصرية بتبني إستراتيجية تتضمن 7 محاور رئيسية تتمثل في تطوير الإطار العام للسوق، تشجيع الطروحات، تطوير قواعد قيد الأوراق والأدوات المالية، تطوير قواعد وآليات التداول، الأسواق والأدوات المالية الجديدة، الترويج ونشر الثقافة المالية والتدريب والعلاقات الدولية، التكنولوجيا المالية.

وتهدف هذه الإستراتيجية أساساً إلى جذب الإستثمارات الأجنبية إلى السوق وتحديث الإطار التشريعي وفقاً للممارسات الدولية، وزيادة سيولة وعمق السوق من خلال توفير أدوات مالية جديدة وتطوير آليات التداول الحالية، وكذا توفير إطار رقابي يضمن أقصى مستوى من الإفصاح والشفافية وحماية المستثمرين، وتشجيع

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

شركات المسرة على تطوير بنيتها التحتية، بالإضافة إلى نشر الثقافة المالية وتصحيح الصورة الذهنية للإستثمار في البورصة¹.

وأتاح القانون رقم 95 لسنة 1992 للمستثمر الأجنبي الإستثمار في البورصة المصرية دون قيود، فلا توجد سقف لملكية الأجانب لأسهم الشركات المدرجة، كما أن المستثمر الأجنبي يعامل مثل المستثمر المصري ولا تفرض عليه أي ضرائب عند الإستثمار في البورصة.

الفرع السابع: سوق الدوحة للأوراق المالية

تسعى دولة قطر كغيرها من الدول العربية إلى تنشيط سوقها المالي وتعزيز جاذبيته للإستثمارات الأجنبية، وفي سبيل تحقيق ذلك، قام جهاز قطر للإستثمار بالتنسيق مع بورصة قطر سنة 2023 بإطلاق برنامج دائم لصناعة السوق يتم بموجبه تخصيص مبلغ يصل إلى مليار ريال قطري لهذا البرنامج الدائم، حيث يهدف إلى دعم تنافسية بورصة قطر وتعزيز سيولتها وتحسين آليات إكتشاف الأسعار وزيادة ثقة المستثمرين وهذا ما يساهم في تعميق السوق وجذب المزيد من الإستثمارات المحلية والأجنبية².

كما تتبنى بورصة قطر إستراتيجية لتطوير أدائها وتحسين بنيتها التحتية وجذب رؤوس أموال محلية وأجنبية، حيث تقوم هذه الإستراتيجية على زيادة أحجام التداول وتعزيز السيولة من خلال رفع سقف ملكية الأجانب وتجزئة الأسهم والبيع على المكشوف المغطى، والعمل على خصخصة العديد من الشركات الحكومية. كما أن بورصة قطر تعمل في سياق إستراتيجيتها على طرح أدوات إستثمارية جديدة، من خلال إطلاق سوق المشتقات، نظرا لأن هذه الأخيرة تعد خطوة مهمة لتنوع المنتجات الإستثمارية وتقديم منتجات متطورة جاذبة للمستثمرين الأجانب، كما تسعى إلى ترقية تصنيف بورصة قطر من سوق ناشئة إلى سوق متقدمة.

¹ البورصة المصرية، إستراتيجية مجلس إدارة البورصة المصرية للتطوير، 2024.

² بورصة قطر، متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.qe.com.qa/ar/historical-background>، تم الإطلاع عليه: 2024/03/24.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

ويجوز للمستثمر غير القطري تملك نسبة لا تزيد عن 49% من رأس مال الشركات المساهمة القطرية المدرجة في بورصة قطر، وذلك بعد موافقة الوزارة على النسبة المقترحة في عقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي، كما يجوز له تملك نسبة تزيد على النسبة المشار إليها، بموافقة مجلس الوزراء، وبناء على إقتراح الوزير¹.

المطلب الثالث: متطلبات تحفيز الإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

بالرغم من الجهود الحثيثة التي بذلتها الدول العربية بغية تطوير أسواقها المالية وتحسين بيئتها الإستثمارية، إلا أن نصيبها من تدفقات الإستثمار الأجنبي غير مباشر لا يزال محدود، نتيجة لبعض القيود والمعوقات التي تحول دون تحقيق أهدافها، وفيما يلي بعض الآليات التي يجب على الدول العربية التركيز عليها من أجل جذب المستثمرين الأجانب إلى أسواقها المالية وزيادة حصتها من تدفقات الإستثمارات الأجنبية.

الفرع الأول: العوامل الإقتصادية والسياسية والقانونية

أولاً: الإستقرار الاقتصادي: أكدت العديد من الدراسات بأن الإستقرار الإقتصادي يؤثر إيجابياً على قرارات المستثمرين الأجانب، حيث أن تحقيق معدلات نمو مرتفعة في بلد ما يعتبر من العوامل المحفزة على الإستثمار في الأسواق المالية لهذه الدول، لأن ذلك يؤثر إيجابياً على أداء هذه الأسواق سواء من حيث تعزيز السيولة أو زيادة العائد المتوقع من الإستثمار في الأوراق المالية للشركات المدرجة، وهو ما يساهم في زيادة الإقبال عليها من طرف المستثمرين الأجانب، وبالتالي فإستثمارات الحافظة الأجنبية تتجه نحو الإقتصاديات القوية وتبتعد عن الإقتصاديات الضعيفة.

ثانياً: تطوير القطاع المصرفي: يعد القطاع المصرفي من بين العوامل الأساسية المؤثرة على جذب الإستثمارات الأجنبية بشقيها، فتطور القطاع المصرفي في دولة ما يعتبر مؤشر جيد عن مدى قدرة هذا البلد على إستقطاب الإستثمارات الأجنبية، فبالتالي لا يمكن تصور سوق أوراق مالية متطور في ظل قطاع مصرفي غير متطور.

¹ القانون رقم (1) المؤرخ في 07/01/2019، الخاص بتنظيم إستثمار رأس المال غير القطري في النشاط الاقتصادي، المادة رقم 07، الجريدة الرسمية، العدد 02، ص 09.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

فمن أجل تحسين المناخ الملائم لجذب إستثمارات الحافظة يجب على الدول العربية بذل مجهودات أكبر والعمل على معالجة عوامل الضعف التي يعاني منها هذا القطاع، بالإضافة إلى تحريره من كل القيود التي تحول دون تطوره وذلك بإزالة كافة أشكال الكبح المالي.

ثالثا: الحوافز الضريبية: إن ارتفاع الضرائب المفروضة على التعاملات في أسواق الأوراق المالية يؤثر بشكل سلبي على العائد المتأتي من إستثمارات الحافظة، والمستثمرون الأجانب يفضلون الإستثمار في البلد الذي تكون فيه الضرائب على الأرباح الرأسمالية والفوائد منخفضة نسبيا، فإن التخفيض أو الإعفاء من الضريبة على التعاملات في البورصة يساهم في زيادة أرباح المستثمرين الأجانب ما يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد على الإستثمار في الأسواق المالية العربية، ومنه ارتفاع جاذبية هاته الأخيرة للإستثمارات المحلية والأجنبية.

رابعا: الإستقرار السياسي: أكدت إحدى الدراسات التي قام بها البنك الدولي والتي شملت 400 شركة من 21 دولة متقدمة لدراسة العوامل التي يأخذها المستثمرون الأجانب بالحسبان عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية في الدول النامية، وتوصلت هذه الدراسة بأن 61% من المستثمرين يعتبرون المخاطر السياسية من العناصر الأساسية التي يأخذونها بعين الإعتبار عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية¹.

وبالتالي فإن توفر الإستقرار السياسي في الدول العربية يعتبر شرطا أساسيا لضمان جذب الإستثمارات الأجنبية إلى الأسواق المالية العربية.

خامسا: قوانين حماية حقوق المستثمرين: ويتضمن هذا العنصر حقوق التسجيل، حقوق التصويت، حقوق الإشتراك في الإدارة، وتوزيعات أرباح الأسهم، كما يشتمل أيضا محاسبة الجهات التي تقوم بنشر إشاعات كاذبة حول أداء الشركات المدرجة بهدف التأثير على حركة التداول داخل البورصة، بالإضافة إلى التأكد من صحة ودقة وشمولية البيانات المالية المنشورة، وكذا التأكد من مدى إلتزام الشركات المدرجة بتبني وتطبيق معايير المحاسبة الدولية².

¹ أحمد زكريا صيام، آليات جذب الإستثمارات الخارجية إلى الدول العربية في ظل العولمة-الأردن نموذجا، المجلد 2، العدد 3، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2005، ص 93.

² غنية ساعد، مرجع سبق ذكره، ص 47.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

وتجدر الإشارة إلى أن الدول العربية قامت بجهود كبيرة فيما يخص تطوير قوانين حماية المستثمرين خاصة فيما يتعلق بالمساواة في الحماية بين المستثمرين المحليين والمستثمرين الأجانب، وبالرغم من هذه الجهود لم تتمكن هذه الدول من الإرتقاء إلى المستويات العالمية في هذا المجال.

الفرع الثاني: عوامل خاصة بالأسواق المالية العربية

أولاً: العائد على الإستثمار: يعتبر معدل العائد المتوقع من أهم دوافع الإستثمار الأجنبي غير المباشر، والعامل الأساسي الذي يحكم القرار الإستثماري، فالمستثمر الأجنبي لا يقبل على الإستثمار في الأسواق المالية الخارجية إلا إذا توقع عائداً أعلى من العائد في السوق المالي المحلي وذلك ضمن حدود مقبولة من المخاطرة، وبالتالي فمن أجل خلق مناخ ملائم في الأسواق المالية العربية، وجعلها مركزاً لإستقطاب إستثمارات الحافظة لا بد أن تتيح للمستثمرين الأجانب عائداً يكفي للتعويض عن المخاطر المرتبطة بهذا الإستثمار.

ثانياً: كفاءة الأسواق المالية العربية: يقوم المستثمر الأجنبي بدراسة كفاءة الأسواق المالية بدقة قبل إتخاذ قراره الإستثماري، ففي حالة إنعدام الكفاءة يسود وضعا من عدم الثقة في قدرة السوق على التقييم الحقيقي للأوراق المالية، ويترتب عنه إتساع درجة تذبذب عوائد الإستثمار وتراجع مؤشرات السيولة، ما يؤدي إلى إحجام المستثمرين الأجانب عن الإستثمار في هذه السوق، وتوجه رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق أخرى أكثر كفاءة وأقل تذبذباً.

لذلك وجب على السلطات المشرفة على الأسواق المالية العربية العمل على تطويرها بإستمرار وذلك من خلال سن مختلف القوانين التي تعمل على تنظيمها وإفتاحتها أمام المستثمرين الأجانب.

ثالثاً: تنوع الأدوات المالية: إن وجود عدد كبير ومختلف من الأوراق المالية يعد ميزة أساسية لا بد أن تتميز بها الأسواق المالية العربية، حيث كلما كان عدد الأوراق المالية في البورصات العربية كبير ومتنوع كلما إرتفع حجم التداول بها وإنخفضت المخاطر المرتبطة بالإستثمار فيها، وهذا ما يؤدي إلى تعزيز جاذبية هذه البورصات لإستثمارات الحافظة الأجنبية، في المقابل كلما إنخفض عدد الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق كلما إنخفض حجم التداول بها وبالتالي تراجع أهمية البورصات العربية، ما يؤدي إلى توجه إستثمارات الحافظة إلى أسواق أخرى تتميز بتنوع الأدوات المالية.

الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

رابعاً: الترويج للإستثمار في البورصات العربية: تعد إستراتيجية الترويج للإستثمار في الدول العربية أمراً لا بد منه، وذلك في ظل إزدياد حدة المنافسة بين الدول لإستقطاب إستثمارات الحافظة، لذا يجب على هذه الأسواق أن تخطط لحملة ترويجية متخصصة توضح من خلالها طريقة وفرص الإستثمار، وزيادة التوعية بدور هذه الأسواق في الإقتصاد الوطني، بالإضافة إلى نشر المعلومات والبيانات الصحفية والأحداث المهمة والتشريعات المستحدثة من خلال كافة وسائل الإعلام الحديثة.

خلاصة

قامت الدول العربية بإنشاء أسواقها المالية والعمل على تطويرها من خلال تبني إصلاحات تخص التنظيم القانوني والهيكلية، إلا أنها لم ترقى إلى المستوى المطلوب، حيث يظهر تحليل مؤشرات أداء البورصات العربية محدودية أدائها وضعف دورها داخل إقتصادياتها، ويعود ذلك إلى العديد من الأسباب من أهمها ضيق حجمها وضعف درجة سيولتها، وعدم وجود تنوع في الأدوات المتداولة فيها، وكذا ضعف الإفصاح والشفافية الأمر الذي يتطلب ضرورة الإهتمام بهذه الأسواق ومحاولة تطويرها والرفع من كفاءتها.

تتسم الدول العربية بصفة عامة بإنخفاض حصتها من تدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر، ما يعني ضعف جاذبية البورصات العربية للإستثمارات الأجنبية، وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى ضعف بنيتها التحتية، ووجود قيود على حركة رؤوس الأموال، بالإضافة إلى نقص الحوافز المقدمة للمستثمرين الأجانب وللاستفادة القصوى من هذه الإستثمارات في دعم التنمية الإقتصادية، قامت العديد من الدول العربية بتبني إستراتيجيات لتشجيع الإستثمار الأجنبي، بحيث تهدف في مجملها إلى توفير بيئة مناسبة وجاذبة للإستثمارات المحلية والأجنبية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

المبحث الأول: تحليل أداء الأسواق المالية وتدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر للدول العربية محل الدراسة

المبحث الثاني: الإطار النظري للنموذج المتبع في الدراسة

المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي وتحليل النتائج

تمهيد

بعد أن تم عرض الإطار النظري للأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر، وتحليل أداء الأسواق المالية العربية من خلال مؤشرات الحجم ومؤشرات السيولة، وكذا تحليل صافي إستثمارات الحافظة المتدفقة إلى الدول العربية، سنحاول في هذا الفصل إسقاط كل ما جاء في الجانب النظري من خلال إنشاء نموذج قياسي لإختبار أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية.

ومن أجل الوصول إلى أهداف الدراسة وإختبار صحة الفرضيات سنقوم بتطبيق بيانات البانل (Panel Data) على عينة تتكون من 6 أسواق مالية عربية خلال الفترة (2000-2021)، وهذا ما يتطلب منا في البداية عرض منهجية الدراسة والنموذج المستخدم، وكذا وصف المتغيرات والعينة، ومصادر جمع البيانات، ثم تقدير نماذج الدراسة وتحليل وتفسير النتائج المتوصل إليها.

وفي هذا الصدد سيتم التطرق في هذا الفصل إلى ما يلي:

**المبحث الأول: تحليل أداء الأسواق المالية وتدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر للدول العربية
محل الدراسة**

المبحث الثاني: الإطار النظري للنموذج المتبع في الدراسة

المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي وتحليل النتائج

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

المبحث الأول: تحليل أداء الأسواق المالية وتدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر للدول العربية محل الدراسة

قبل القيام ببناء نموذج قياسي لتقدير أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة، يجب أولاً تحليل مؤشرات أدائها وكذا تحليل تطور صافي إستثمارات الحافظة للدول العربية محل الدراسة والمتمثلة في المملكة العربية السعودية، الكويت، البحرين، سلطنة عمان الأردن ومصر وذلك خلال الفترة (2020-2021).

المطلب الأول: تحليل أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة

لتوضيح مستوى تطور وأداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة، سنقوم بعرض وتحليل بعض المؤشرات التي تعكس حجمها ودرجة سيولتها، وتتمثل هذه المؤشرات في مؤشر الرسملة السوقية، مؤشر حجم التداول، معدل دوران الأسهم.

الفرع الأول: تحليل تطور الرسملة السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة

لتحليل تطور الرسملة السوقية للأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2020-2021)

نعرض ما يلي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الجدول رقم (01-03): تطور مؤشر الرسملة السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2000-2021)

الوحدة: %

السنوات	السعودية	الكويت	البحرين	سلطنة عمان	الأردن	مصر
2000	35.64	51.6	73.09	21.41	58.38	28.86
2001	40	64.88	73.52	20.89	70.3	25
2002	39.7	82.49	78.01	26.24	73.88	30.63
2003	37.31	127.31	86.92	34.44	107.39	33.36
2004	122.34	122.65	102.97	38.1	160.9	43.96
2005	204.89	128.37	108.74	49.13	298.35	88.99
2006	91.76	105.43	114.15	43.27	197.26	87.03
2007	134.91	118.17	124.66	63.4	238.68	106.8
2008	51.75	82.11	77.58	33.8	158.42	52.81
2009	74.28	88.81	70.9	46.44	129.7	48.22
2010	66.91	109.9	78.01	43.57	113.75	38.48
2011	50.48	66	57.65	34.66	92.07	20.7
2012	50.73	59.37	50.69	34.66	85.25	21.2
2013	62.59	62.1	56.4	40.88	74.78	21.37
2014	63.88	59	66.09	40.81	69.35	22.93
2015	64.36	53.7	62	52.55	65.96	16.76
2016	69.59	78.3	60.16	30.99	61.6	10.02
2017	65.55	75.8	61.19	26.34	57.6	19.75
2018	60.78	66.8	57.84	20.53	52.43	16.82
2019	299.5	86.74	69.55	19.44	46.75	14.58
2020	345.35	100.03	70.87	21.71	41.21	11.32
2021	320.2	91.6	74	66.8	48.2	12.1

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

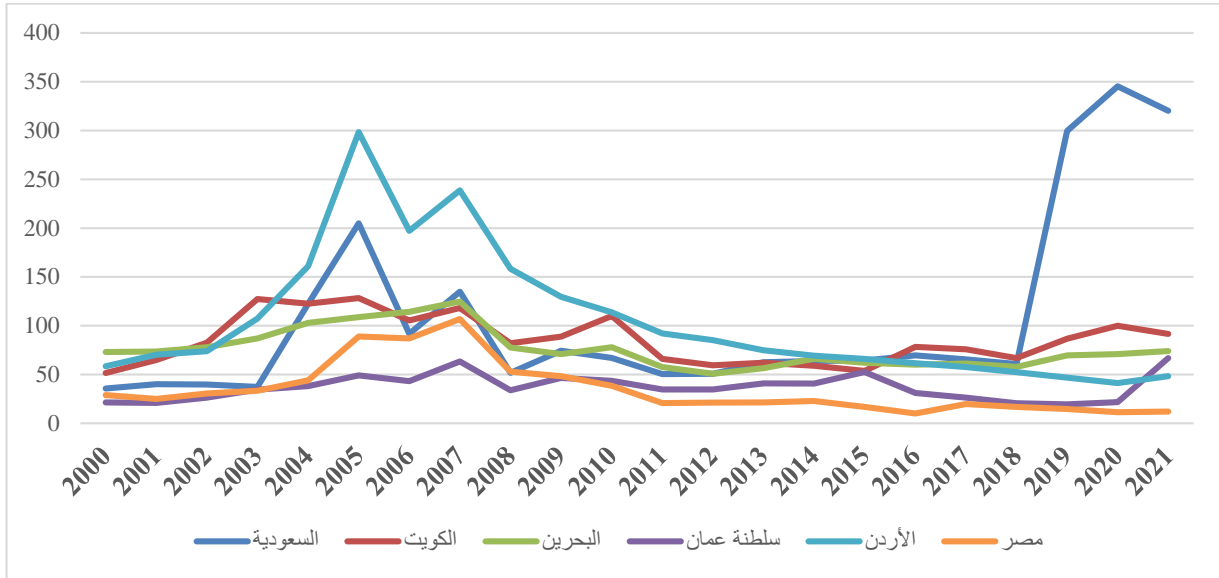
- قاعدة بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart>.

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد من سنة 2000 إلى سنة 2022.

ويمكن توضيح الجدول رقم (01-03) من خلال الشكل التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الشكل رقم (01-03): تطور مؤشر الرسملة السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2021-2000)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (01-03).

من خلال الجدول رقم (01-03) والشكل رقم (01-03) يتبين لنا بأن مسار مؤشر الرسملة السوقية للأسواق المالية العربية محل الدراسة متذبذبا خلال الفترة (2021-2000)، حيث نلاحظ بأن الرسملة السوقية لبورصة السعودية قد إنخفضت خلال 2003-2001، ويعود ذلك إلى تراجع أسعار النفط العالمية، أما بورصات كل من الكويت والبحرين ومسقط قد شهدت تحسنا خلال نفس الفترة، وقد حقق المؤشر إرتفاعا كبيرا خلال سنة 2005 في جميع الأسواق المالية الخليجية محل الدراسة، وهذا ما يعني أن القيمة سوقية قد فاقت الناتج المحلي الإجمالي، ويرجع ذلك إلى إرتفاع العائدات النفطية لأن معظم إقتصاديات دول الخليج تعتمد بشكل كبير على النفط، وقد بلغت القيمة السوقية للبورصة الكويتية ذروتها لتصل إلى ما نسبته 128.37% من إجمالي الناتج المحلي سنة 2005 وما نسبته 124.66% سنة 2007 بالنسبة لبورصة البحرين.

والأسواق المالية الخليجية محل الدراسة كباقي البورصات تأثرت بالأزمة المالية لسنة 2008، نظرا لإفتاحتها على أسواق المال العالمية، وبهدف تطوير أدائها قامت الجهات التنفيذية والرقابية بإلزام الشركات المدرجة برفع مستوى الإفصاح والشفافية وتوفير خدمات التداول الإلكترونية للمتعاملين وتحسين الأنظمة الضريبية لجلب المستثمرين، وهذا ما إنعكس إيجابا على مؤشر الرسملة السوقية سنة 2009، وفي ظل إنخفاض أسعار النفط العالمية سنتي 2014 و 2015 عرف هذا المؤشر مستويات متدنية بالنسبة لجميع البورصات الخليجية محل الدراسة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

وفي سنة 2018 بدأ هذا المؤشر في التحسن، حيث وصل إلى حوالي 300% في بورصة السعودية أي تضاعف بما يقارب 5 مرات عنه سنة 2018، وذلك نتيجة لإنضمام السوق المالية السعودية "تداول" إلى مؤشرات الأسواق المالية الناشئة، وإستمر هذا الإرتفاع ليصل المؤشر إلى ذروته محققا ما نسبته 345.35% ويعود ذلك إلى إدراج أسهم شركة "أرامكو" في البورصة السعودية، كما حقق المؤشر ما نسبته 100,03% في بورصة الكويت خلال نفس السنة، ويعود ذلك إلى ترقيتها هي الأخرى إلى أهم ثلاث مؤشرات عالمية للأسواق المالية وهي مؤشر مورجان ستانلي (MSCI) ومؤشر فوتسي راسل (FTSE Russell) وستاندر آند بورز وداو جونز (S&P Dow Jones).

أما بالنسبة لبورصة عمان فقد شهدت إرتفاعا متواصلًا من سنة 2000 إلى غاية سنة 2005، مما يعكس إزدياد أهميتها النسبية في الإقتصاد الوطني، إذ بلغت القيمة السوقية للبورصة ذروتها لتشكل ما نسبته 298.35% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2005، وهذا ما يعكس قدرتها على تعبئة المدخرات وتوزيع المخاطر، ويرجع ذلك إلى التطورات التشريعية والفنية والهيكلية التي شهدتها بورصة عمان، إضافة إلى الرقابة المشددة من طرف مؤسسات سوق رأس المال فيما يتعلق بالإفصاح والشفافية، وكذا التطورات الكبيرة الذي شهدتها في مجال الإتصالات والثورة التكنولوجية، لاسيما بعد إدخال نظام التداول الإلكتروني ليحقق بعدها مؤشر الرسملة السوقية تذبذبا سنتي 2006 و 2007.

وتعتبر بورصة عمان من البورصات العربية الأقل تأثرا بالأزمة المالية العالمية، فبالرغم من تراجع مؤشر الرسملة السوقية سنة 2008 إلى 158.42% إلا أن هذه النسبة تبقى جيدة مقارنة بالأسواق المالية العربية الأخرى، ليستمر بعدها في الإنخفاض إلى غاية سنة 2020، حيث عرف مؤشر الرسملة السوقية تراجعا حادا سنة 2011 نتيجة لتأثر السوق بثورات الربيع العربي، ونتيجة لتأثر بورصة عمان بإنتشار فيروس كورونا المستجد كغيرها من البورصات العربية والعالمية تراجعت القيمة السوقية إلى أدنى قيمة لها خلال فترة الدراسة مشكلة ما نسبته 41.21% من الناتج المحلي الإجمالي.

أما بالنسبة للسوق المالية المصرية فقد حققت تطورا ملحوظا في مؤشر الرسملة السوقية خلال الفترة 2002-2007، وهو ما يعكس إستجابة البورصة لبرنامج الخصخصة الحكومية الذي باشرته مصر بداية سنة 1991، وقد بلغت القيمة السوقية ذروتها لتشكل ما نسبته 106.8% من الناتج المحلي الإجمالي وهذا ما يؤكد النشاط المتزايد للسوق المالية المصرية وقدرتها على إستقطاب الإستثمارات.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

لكن هذا التحسن لم يستمر طويلاً إذ سجل المؤشر إنخفاضاً مستمراً خلال 2008-2011 ويعود ذلك إلى تأثر السوق بالأزمة المالية العالمية هذا من جهة ومن جهة أخرى عدم إستقرار الظروف السياسية في الدول العربية، ليسجل المؤشر في السنوات المتبقية مستويات ضئيلة جداً.

الفرع الثاني: تحليل تطور مؤشر حجم التداول في الأسواق المالية العربية محل الدراسة

لتحليل تطور مؤشر حجم التداول للأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2020-2021)

نعرض ما يلي:

الجدول رقم (03-02): تطور مؤشر حجم التداول في الأسواق المالية العربية محل الدراسة للفترة (2000-2021)

الوحدة: %

السنوات	السعودية	الكويت	البحرين	سلطنة عمان	الأردن	مصر
2000	9.8	1.16	2.7	2.8	5.6	11.16
2001	12.1	3.3	2.1	1.8	10.5	4
2002	18.8	5.8	2.2	2.89	14	3
2003	73.7	11.7	2.4	6.17	25.7	4.04
2004	182.8	81.5	2.4	8	46.9	6.4
2005	336	114.3	4.4	11.8	189.2	28.36
2006	372.3	56.3	7.5	7.8	129.9	45
2007	163.9	114.24	4.8	16.4	101.9	47.2
2008	100.7	90.2	8.1	14.4	120	58.9
2009	78.1	97.84	2	12.1	52.6	39.3
2010	38.1	37.86	1.1	5.1	31.7	17
2011	43.4	13.9	0.5	3.3	13.2	6.7
2012	69.5	12.5	0.9	3	8.6	6.1
2013	48.5	23.2	1.9	6.4	9.9	4.4
2014	75	12.96	2.1	6.3	8.4	8.7
2015	66.8	23.5	0.9	4.5	9.2	4.5
2016	47.5	8.69	1	3.3	6.5	3
2017	31.7	15.67	1.6	3	5.6	6.1
2018	28.1	9.89	2.6	2.1	5.4	5.8
2019	27.5	2.7	2	2	3.7	3.7
2020	69	12.4	1.7	1.4	3.3	4.4
2021	71.53	30.12	1.34	2.48	6.18	5.86

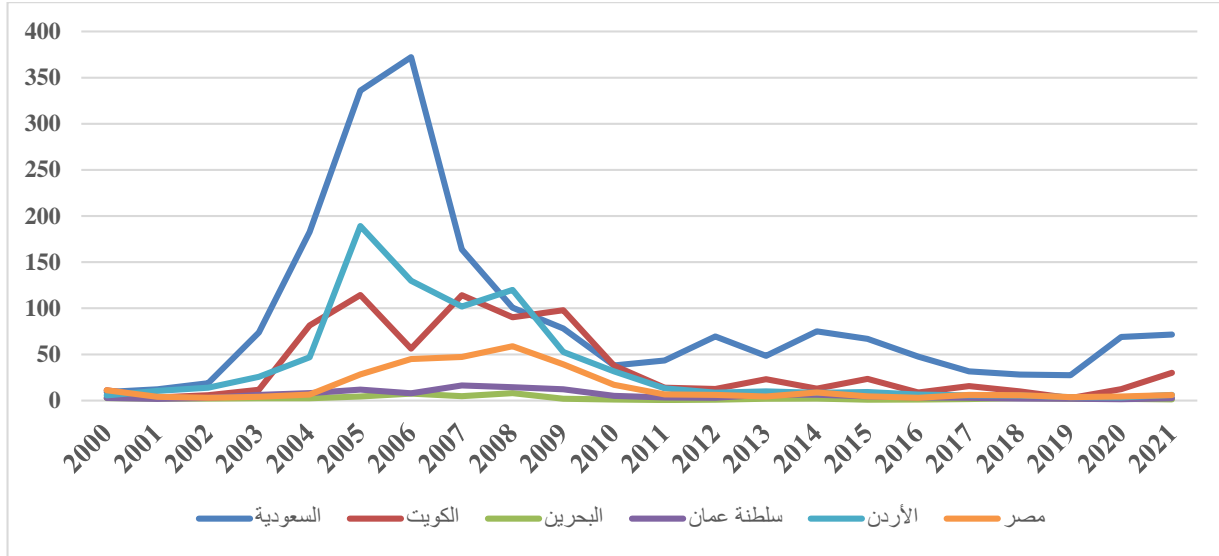
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- قاعدة بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart>.
- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد من سنة 2000 إلى سنة 2022.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

ويمكن توضيح الجدول رقم (02-03) من خلال الشكل أدناه:

الشكل رقم (02-03): تطور مؤشر حجم التداول في الأسواق المالية العربية محل الدراسة للفترة (2000-2021)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (02-03).

من خلال الجدول رقم (02-03) والشكل رقم (02-03) نلاحظ بأن مؤشر حجم التداول حقق نسب ضئيلة بالنسبة لأسواق كل من البحرين وسلطنة عمان ومصر، ومقبولة بالنسبة لأسواق كل من السعودية والكويت والأردن، وقد عرف المؤشر في بورصة السعودية تحسناً مستمراً بداية من سنة 2000 إلى غاية سنة 2006 أين بلغ ذروته مشكلاً ما نسبته 372.3% من إجمالي الناتج المحلي، ويعزى الأداء القوي لسوق السعودية خلال هذه الفترة إلى قيام مؤسسة النقد العربي السعودي بإستبدال نظام ESIS بنظام تداول إلكتروني سنة 2001، وضمها إلى عضوية الإتحاد الدولي للبورصات سنة 2002، وإرتفاع أسعار النفط إلى مستويات قياسية، وكذا عودة جزء من السيولة المهاجرة إلى التداول في السوق، كما حققت بورصة الكويت نمواً في مؤشر حجم التداول خلال نفس الفترة.

ونتيجة للإنهيار الذي شهدته بورصة السعودية في أواخر فيفري سنة 2006 سجل حجم التداول إنخفاضاً بأكثر من 50% سنة 2007 مقارنة بسنة 2006، ليشكل ما نسبته 163.9% من الناتج المحلي الإجمالي، وفي المقابل حققت بورصة الكويت أكبر نسبة لمؤشر حجم التداول خلال فترة الدراسة، وهذا ما يعكس زيادة درجة السيولة في الإقتصاد الكويتي، نتيجة لإرتفاع أسعار النفط العالمية، ليتراجع بعدها خلال 2008-2010 بسبب تأثر بورصة السعودية وبورصة الكويت بالأزمة المالية العالمية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

وخلال سنتي 2011-2012 حقق المؤشر في بورصة السعودية تحسنا نتيجة لتدخل صندوق الإستثمارات العامة للشراء وضخ السيولة في السوق وذلك لتجنب الآثار السلبية للإضطرابات السياسية التي شهدتها الدول العربية خلال هذه الفترة، وفي المقابل عرفت بورصة الكويت مستويات متدنية في مؤشر حجم التداول، وقد إستمر هذا المؤشر في التذبذب نتيجة لتغير الظروف الإقتصادية والسياسية، وكذا الصحية.

أما بالنسبة لبورصة عمان فقد شهد مؤشر حجم التداول نموا مستمرا خلال الفترة (2000-2005) ويعود ذلك إلى دخول المستثمرين الأجانب إلى السوق نتيجة إلغاء القيود التي كانت مفروضة على الإستثمار الأجنبي، إلى جانب خوصصة بعض الشركات الحكومية، إضافة إلى إدراج أسهم جديدة في البورصة وتراجع مؤشر حجم التداول سنتي 2006 و2007 نتيجة لتأثر الإقتصاد الأردني بحرب العراق والتي كانت تقدم لها مساعدات مادية وعينية.

وبالرغم من الإضطرابات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية العالمية سنة 2008 إلا أن مؤشر حجم التداول لم يتأثر كثيرا، إذ شكل ما نسبته 120% من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا ما يعكس إرتفاع درجة السيولة في الإقتصاد الأردني، أما في السنوات التي تلت الأزمة فقد حصل تذبذب في هذا المؤشر بسبب الإضطرابات السياسية في المنطقة العربية، وفي نهاية سنة 2020 سجل مؤشر حجم التداول أدنى قيمة خلال فترة الدراسة مشكلا ما نسبته 3.3% من الناتج المحلي الإجمالي وهي نسبة ضئيلة جدا وتعكس إنخفاض مستوى السيولة في الإقتصاد، وذلك نتيجة لتداعيات فيروس كورونا المستجد.

أما بالنسبة لمؤشر حجم التداول في بورصة مصر فقد حقق نسب ضئيلة خلال فترة الدراسة تراوحت بين 3% و 58.9%، حيث عرف تحسنا ملحوظا من سنة 2003 إلى سنة 2008 نتيجة لتطبيق نظام التداول الإلكتروني في جويلية سنة 2006، إلى جانب إستحداث أدوات مالية جديدة والتي ساهمت في زيادة الإقبال على الإستثمار، وبداية من سنة 2009 بدأت البورصة المصرية في التدهور بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية هذا من جهة، ومن وجهة أخرى قيام ثورة الربيع العربي في مصر سنة 2011، وإستمر المؤشر بعدها في التراجع الحاد مع بداية ظهور جائحة فيروس كورونا.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الفرع الثالث: تحليل تطور معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة

لتحليل تطور معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2020-

2021)، نعرض ما يلي:

الجدول رقم (03-03): تطور معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2000-
(2021

الوحدة: %

السنوات	السعودية	الكويت	البحرين	سلطنة عمان	الأردن	مصر
2000	25.77	21.2	3.7	15.6	18.2	36.12
2001	30.35	43.92	3.79	15.93	14.93	14.69
2002	41.38	60.46	2.67	11.04	18.89	10.14
2003	101.1	91.93	2.69	18.41	23.86	12.33
2004	154.4	70.4	3.4	21.3	29.1	17.1
2005	170	78.5	4.09	27.52	63	42.97
2006	429.2	56.3	6.6	17	72.7	52.3
2007	131.4	100	4	22.6	42.3	47.3
2008	212.3	106.9	10.5	57.4	80	100.6
2009	119	126.5	2.6	30.5	40.3	91.7
2010	57.3	34.5	1.4	11.3	30.6	66.4
2011	86.5	20.7	1.7	9.8	14.8	50.2
2012	137.8	24.9	1.9	8.8	15.8	49.4
2013	78.1	35.8	3.2	15.6	16.6	37.5
2014	118.4	20.9	1.6	15.6	12.5	38.4
2015	105.2	15	0.8	8.8	19	57.7
2016	68.8	10.5	1.7	9.7	16.6	30
2017	49.5	21.1	2.6	5.2	17	36.5
2018	46.8	14.5	3.9	4.2	14.4	44.8
2019	9.8	33.5	2.7	3.5	10.6	57.9
2020	22.9	33.4	2.7	3.5	10.3	42.7
2021	22.3	32.9	1.8	3.7	12.7	48.4

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

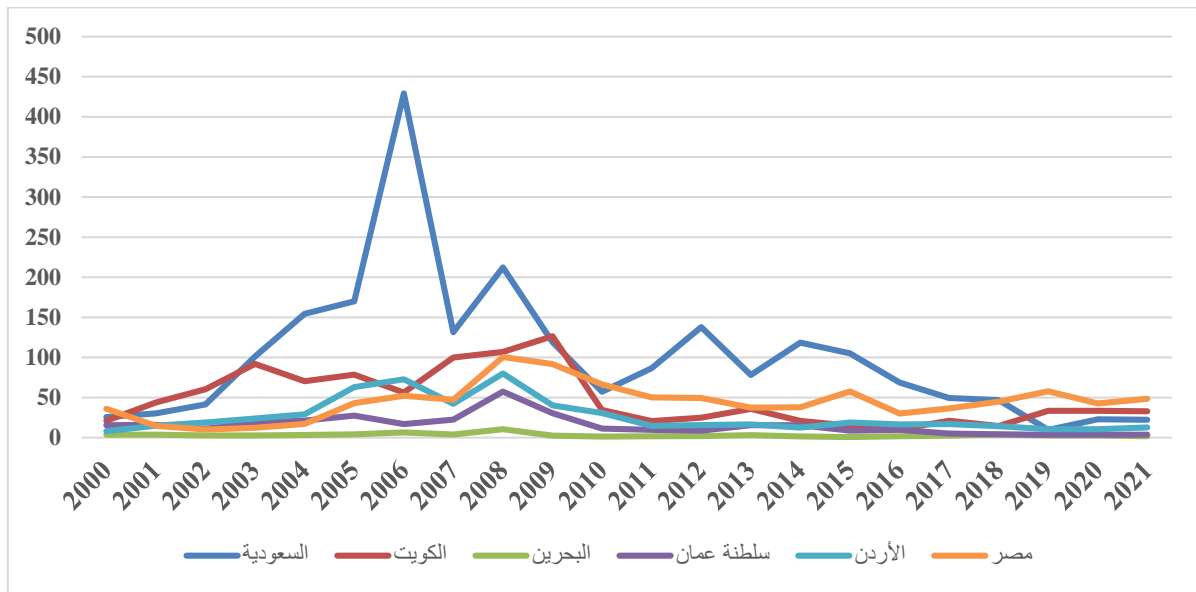
- قاعدة بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart>.

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد من سنة 2000 إلى سنة 2022.

ويمكن توضيح الجدول رقم (03-03) من خلال الشكل أدناه:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الشكل رقم (03-03): تطور معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة للفترة (2000-2021)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (03-03).

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03-03) والشكل (03-03) رقم بأن السوق المالية السعودية حققت نسب كبيرة لمعدل دوران الأسهم خلال فترة الدراسة تليها أسواق كل من الكويت ومصر والأردن بينما عرفت أسواق كل من البحرين وسلطنة عمان نسب منخفضة لمعدل الدوران، فخلال الفترة 2006-2000 سجلت السوق المالية السعودية أعلى معدل دوران للأسهم وصلت نسبتها إلى 429.2% سنة 2006 أي إرتفعت بحوالي 152% مقارنة بسنة 2005، وهو ما يفسر كثافة تداول الأسهم في هذه الفترة والتي تزامنت مع إنهاء سوق الأسهم السعودي سنة 2006، وقد عرفت الفترة من 2007 إلى 2020 تذبذبات كبيرة في مؤشر معدل الدوران لأنها شهدت الكثير من الأحداث، كونها بدأت عقب إنفجار الفقاعة في سنة 2006، ثم تزامنت مع الأزمة المالية العالمية التي ضربت الإقتصادات والأسواق المالية الدولية، لتشهد تراجع في أسعار النفط العالمية سنة 2014، ثم بعدها حدوث الأزمة الصحية سنة 2020.

كما نلاحظ أن معدل دوران الأسهم في السوق المالية الكويتية إرتفع من 21.2% سنة 2000 إلى 91.93% سنة 2003، ليتراجع إلى 56.3% سنة 2006 بسبب تراجع القيمة السوقية للأسهم المتداولة، ليسجل بعدها تحسنا مستمرا خلال الفترة من 2007 إلى غاية 2009، أين وصل إلى أقصى مستوياته محققا ما نسبته 126.5%، ويعود ذلك إلى التحسن الكبير في حجم التداول لقطاع الإستثمار والذي كانت له الحصة الأكبر في هذه الفترة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

بعد ذلك عرفت سوق الكويت تراجعاً كبيراً في معدل الدوران خلال سنتي 2010-2011 بسبب الوضعية السياسية المتدهورة التي عرفتتها المنطقة العربية، لتشهد في السنوات المتبقية مستويات ضئيلة بسبب حالة أسعار النفط التي كان لها أثر كبير على مؤشر معدل الدوران هذا من جهة، ومن جهة أخرى تدهور الأوضاع الصحية سنة 2020.

أما عن سوق عمان للأوراق المالية فقد عرف معدل دوران الأسهم إرتفاعاً متواصلاً خلال الفترة 2000-2006 إذ إرتفع المؤشر من 8.2% إلى حوالي 72.7% سنة 2006، وهذا ما يعكس الطلب المتزايد على الإستثمار في سوق عمان، وثقة المستثمرين فيها، وقد سجل المؤشر سنة 2008 أعلى نسبة له خلال فترة الدراسة ليصل إلى 80% بسبب زيادة إقبال المستثمرين على بيع الأوراق المالية خوفاً من الخسائر بفعل الأزمة المالية العالمية، ليعرف بعدها المؤشر تراجعاً خلال السنوات التي تلت الأزمة، إلى أن وصل إلى أدنى مستوياته محققاً ما نسبته 10.3%.

أما بالنسبة لمعدل الدوران في السوق المالية المصرية فقد ظل يتذبذب بين الإرتفاع والإخفاض من سنة 2000 إلى سنة 2008 بسبب تركيز التداول على أسهم بعض الشركات القوية، إلى جانب وجود عدد كبير من الشركات العائلية والتي يقتصر تداول أسهمها على عدد محدود جداً من المستثمرين، وفي سنة 2008 وصل معدل الدوران إلى أعلى مستوياته ليصل إلى 100.6%، ويعود ذلك لإرتفاع حجم التداول خلال نفس السنة في إطار مواكبة بورصة مصر للمعايير العالمية فقد تم تخفيض زمن التسوية لجميع الأوراق المالية إلى يومين فقط بعد يوم التداول (T+2)، وهو من أفضل المعدلات المطبقة على مستوى البورصات العالمية.

هذا وقد تراجع معدل دوران الأسهم في السوق المالية المصرية خلال 2009-2013، وذلك نتيجة للإضطرابات التي أعقبت ثورة جانفي 2011 في مصر والتي أدت إلى توقيف التداول لمدة 3 أشهر، لكن بعد سنة 2014 إرتفع المؤشر بشكل ملحوظ وهذا ما يعكس تحسن مستوى السيولة في السوق المصرية غير أن تداعيات الأزمة الصحية تسببت في تقلبات واضحة في معدل الدوران خلال سنتي 2000-2021.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

المطلب الثاني: تحليل صافي تدفقات إستثمارات الحافظة في الدول العربية محل الدراسة

لتحليل تطور صافي تدفقات إستثمارات الحافظة في الدول العربية محل الدراسة خلال الفترة (2020-

2021)، نعرض ما يلي:

الجدول رقم(03-04): تطور صافي إستثمارات الحافظة في الدول العربية محل الدراسة خلال الفترة (2000-
(2021

الوحدة: مليار دولار

السنوات	السعودية	الكويت	البحرين	سلطنة عمان	الأردن	مصر
2000	9.38	12.67	-0.19	0.036	0.18	-0.27
2001	2.8	8.72	1.48	-0.08	0.28	-1.46
2002	-7.55	3.23	4.22	0.08	0.41	0.68
2003	18.74	13.37	2.41	0.23	0.47	0.04
2004	26.65	13.88	3.5	0.012	0.29	-0.24
2005	-0.35	13.13	4.61	-0.13	-0.31	-3.47
2006	11.93	29.13	8.83	-0.16	0.037	0.7
2007	5.47	34.9	8.56	-1.48	-0.84	3.57
2008	1.63	28.13	-9.28	1.67	-0.57	7.65
2009	20.14	8.19	-8.28	-0.1	0.63	0.53
2010	15.15	20.52	-4.76	-0.24	-0.77	10.65
2011	16.05	7.66	-5.58	0.8	-0.24	-10.44
2012	3.18	23.92	0.12	-0.33	-0.45	-1.95
2013	6.61	21.23	4.51	-0.35	-1.65	-3.01
2014	26.78	41.7	0.7	0.78	-1.16	2.11
2015	10.77	32.67	0.11	-0.86	-1.3	-0.07
2016	-11.41	20.33	-1.83	-5	-1.19	-0.74
2017	-2.54	25.62	-3.21	-6.49	-0.95	-23.89
2018	12.04	-1.98	1.5	-6.42	0.18	1.91
2019	-11.52	34.29	-0.76	-1.93	1.07	-10.45
2020	23.69	49.12	-2.17	-1.8	-0.42	-1.02
2021	38.53	30.84	1.13	-3.7	0.23	-5.97

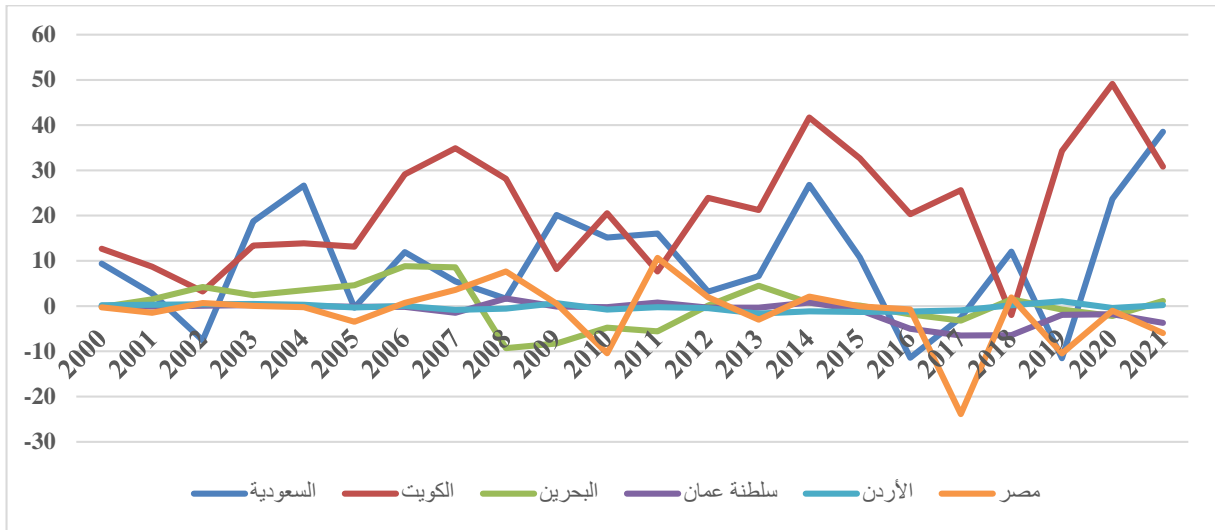
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- قاعدة بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.org/indicator/BN.KLT.PTXL.CD?skipRedirection=true>

ويمكن توضيح الجدول رقم (03-04) من خلال الشكل التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الشكل رقم (03-04): تطور صافي إستثمارات الحافظة في الدول العربية محل الدراسة للفترة (2000-2021)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (03-04).

يتبين لنا من خلال الجدول رقم (03-04) والشكل رقم (03-04) أن قيم صافي إستثمارات الحافظة شهدت تذبذباً خلال الفترة (2000-2021) حيث تراوحت بين قيم موجبة وسالبة، وذلك تأثراً بالعديد من الظروف المحلية والإقليمية والعالمية، كما نلاحظ بأن الكويت والسعودية يستحوذان على أكبر حصة من تدفقات إستثمارات الحافظة مقارنة بالدول العربية الأخرى محل الدراسة، مما يعكس زيادة أهميتها، ويعود ذلك لإنتفاح أسواق كل من السعودية والكويت على الأسواق المالية العالمية، إلى جانب تسهيل إجراءات دخول المستثمرين الأجانب إلى هذه الأسواق.

كما يلاحظ أن تدفقات إستثمارات الحافظة الوافدة إليها ظلت قوية حتى في ظل تشدد الأوضاع الإقتصادية، ومن العوامل التي ساهمت في إرتفاع تدفقات إستثمارات الحافظة إلى المملكة العربية السعودية والكويت مؤخراً هو إدراج أسواقها المالية في مؤشرات الأسهم والسندات العالمية سنة 2018، كما ساهم إدراج أسهم شركة "أرامكو" في السوق المالية السعودية سنة 2020 في جعلها وجهة إستثمارية ملائمة للأجانب.

أما بالنسبة للأردن فقد عرفت مستويات متدنية من صافي إستثمارات الحافظة وقد حققت صافي تدفق للخارج في سنوات عديدة، وذلك تأثراً بالعوامل السياسية والإقتصادية داخل وخارج الأردن وكذا بنية السوق المالي، فنجد تحسن صافي إستثمارات الحافظة في السنوات التي شهدت فيها بورصة عمان تعديلات في القوانين والإجراءات التي تنظم عمل البورصة، أو إدخال أدوات مالية جديدة، وفي السنوات التي كانت فيها الظروف الإقتصادية والسياسية والأمنية مستقرة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

أما بالنسبة لمصر فقد سجلت صافي تدفق سالب خلال سنتي 2000-2001، نتيجة لتأثرها بأحداث سبتمبر 2001 التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية، ومع بداية التعافي من آثار الأزمة بدأ صافي إستثمارات الحافظة في التحسن مسجلا 0.68 مليار دولار سنة 2002، ونتيجة لتأثر الإقتصاد المصري بحرب العراق سنة 2003 تراجع صافي إستثمارات الحافظة ليصل إلى 0.04 مليار دولار.

فعلى الرغم من مواصلة الإصلاحات المتعلقة بتحسين بيئة السوق المصرية، إلا أن الأزمة المالية العالمية وتداعياتها قد تسببت في تراجع صافي إستثمارات الحافظة، حيث إنخفض بنسبة 93.07% مقارنة بسنة 2008، ليعاود الإرتفاع ويبلغ ذروته حيث وصل إلى 10.65% سنة 2010، وذلك نتيجة لما شهدته هذه السنة من إجراءات إستهدفت دعم كفاءة السوق المالية المصرية وإعادة بناء ثقة المستثمرين فيها، كما شهدت هذه السنة مراجعة للعديد من التشريعات والقوانين المنظمة لعمل السوق، إلى جانب القيام بتعديلات في قواعد القيد والإفصاح.

لكن بعد هذا التحسن الكبير عرفت إستثمارات الحافظة في مصر صافي تدفق سالب في سنة 2011 حيث بلغت 10.44 مليار دولار، وجاء ذلك نتيجة للأحداث السياسية غير المستقرة في مصر منذ بداية ثورة 2011، والتي ترتب عليها خروج المستثمرين الأجانب من البورصة المصرية، وإستمرت مصر على هذا الوضع حتى نهاية سنة 2013، ومع بداية إستقرار الأوضاع السياسية شهدت مصر صافي تدفق للداخل بلغ 2.11 مليار دولار سنة 2014، أما بالنسبة لباقي السنوات فقد شهدت صافي تدفق سالب بإستثناء سنة 2018.

المبحث الثاني: الإطار النظري للنموذج المتبع في الدراسة

تم تخصيص هذا المبحث لتسليط الضوء على الإطار النظري للمنهجية المتبعة في الدراسة القياسية والتي تتمثل في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، حيث تم إبراز المفاهيم الأساسية المتعلقة ببيانات البائل والتي أخذت حيزا كبيرا من الإهتمام لاسيما في الدراسات الإقتصادية، وذلك لأنها تقوم بدمج البيانات المقطعية مع الزمنية، كما أنها تأخذ في الحسبان آثار التغيرات الزمنية وآثار تغيرات الإختلاف بين الوحدات المقطعية الموجودة في عينة الدراسة.

المطلب الأول: مدخل نظري لبيانات البائل Panel Data

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى مفهوم بيانات البائل وأهميتها بالإضافة إلى النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية والمتمثلة في نماذج بيانات بانل الساكنة ونماذج بيانات بانل الديناميكية.

الفرع الأول: مفهوم بيانات البائل

قبل التطرق إلى مفهوم بيانات البائل يجب الإشارة إلى أن هذه الأخيرة لها عدة تسميات، فقد تسمى بالبيانات المدمجة pooled data والتي تحتوي على عدد كبير من المفردات، وتسمى كذلك بالبيانات الطولية longitudinal data، وعلى الرغم من إختلاف التسميات إلا أن المعنى واحد.

وتعرف بيانات البائل على أنها بيانات سلاسل زمنية مقطعية، وهي عبارة عن مجموعة من المشاهدات المتكررة عند مجموعة من الوحدات مثل الأفراد أو الأسر أو الشركات في عدة فترات من الزمن، فالنسبة للبيانات المقطعية فهي تصف سلوك عدد من الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، أما بيانات السلاسل الزمنية فهي تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة¹.

فإذا كانت الوحدات المقطعية لها نفس الفترة الزمنية يطلق على نموذج البائل بالنموذج المتوازن أما إذا لم تتوفر بعض المشاهدات عن بعض الوحدات المقطعية يسمى نموذج البائل بالنموذج غير المتوازن.

¹ Tae Ho Eom, Sock Hwan Lee, and Hua Xu, **Introduction to Panel Data Analysis: Concepts and Practices**, 2008, p 572.

الفرع الثاني: أهمية بيانات البائل

تتمثل أهمية إستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية فيما يلي:

- التحكم في عدم التجانس الفردي، الذي قد يظهر في البيانات المقطعية أو بيانات السلاسل الزمنية، والذي يؤدي إلى تحيز في التقديرات، وبالتالي فإن بيانات البائل تستطيع تصحيح هذه المشكلة في حين لا تستطيع بيانات السلاسل الزمنية أو البيانات المقطعية ذلك¹.

- تتضمن بيانات البائل محتوى معلوماتي أكثر مما تتيحه البيانات المقطعية أو بيانات السلاسل الزمنية كما أن مشكلة الارتباط المشترك تكون أقل بين المتغيرات مقارنة بالبيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، كما تتميز عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل، وهو ما يؤثر إيجابيا على دقة المقدرات².

- إن بيانات البائل توفر إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل التي قد لا تظهر في البيانات المقطعية كما أنها أكثر ملائمة لدراسة فترات الحالات الإقتصادية: مثل البطالة والفقر والنمو، ومن جانب آخر يمكن من خلال بيانات البائل الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى³.

- يمكن لبيانات البائل إكتشاف وقياس التأثيرات بشكل أفضل والتي لا يمكن إكتشافها ببساطة في البيانات المقطعية أو بيانات السلاسل الزمنية، فهي تأخذ بعين الإعتبار تأثير الخصائص غير المشاهدة للأفراد على سلوكياتهم، كتأثير الخصائص الإجتماعية، السياسية، الدينية للبلدان على الأداء الإقتصادي⁴.

¹ Badi Baltagi, Econometric Analysis of Panel Data, J. Wiley & Sons, 3rd edition, 2005, p 04.

² خيرة الداوي، دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية-دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2016، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017، ص 102.

³ المرجع نفسه، ص 102.

⁴ مراد بوسعدية، تأثير عولمة الخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص تجارة ومالية دولية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2021، ص 131.

الفرع الثالث: النماذج الأساسية لتحليل بيانات البائل

يمكننا تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية من خلال الإعتماد على نوعين من النماذج وهي

نماذج بيانات بائل الساكنة Static Panel و نماذج بائل الديناميكية Dynamic Panel Data.

أولاً: نماذج بيانات بائل الساكنة Static Panel Data

1. نموذج الإنحدار التجميعي (PRM): وتسمى أيضا بطريقة الثابت المشترك أو بطريقة المربعات الصغرى المجمعة، ويعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات البائل حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية وبالنسبة لجميع الوحدات أي أن هذا النوع من النماذج يهمل تأثير البعد الزمني، ويمكن صياغة معادلة نموذج الإنحدار التجميعي (PRM) كما يلي¹:

$$Y_{it} = \alpha + x'_{it}\beta + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, N, \quad t = 1, 2, \dots, T \dots\dots(01)$$

$$E[\varepsilon_{it} | x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{iti}] = 0$$

$$Var[\varepsilon_{it} | x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{iti}] = \sigma_{\varepsilon}^2$$

$$Cov[\varepsilon_{it}, \varepsilon_{js} | x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{iti}] = 0 \text{ if } i \neq j \text{ or } t \neq s$$

ومن أهم إفتراضات هذا النموذج تجانس تباينات حدود الخطأ العشوائي بين الوحدات محل الدراسة مع وجود تغاير قدره صفر بين هذه الوحدات، كما يفترض بأنه يفي بكل الإفتراضات المعيارية لنموذج الإنحدار الخطي متعدد المتغيرات، وبالتالي من أجل تقدير معلمات هذا النموذج يتم إستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) بعد أن ترتب القيم الخاصة بالمتغير التابع والمتغيرات المفسرة بدءاً من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا، وبحجم مشاهدات مقداره $(T \times N)$ ².

2. نموذج التأثيرات الثابتة (FEM): إن الهدف من هذا النموذج هو دراسة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية على حدة وذلك من خلال جعل معلمة الحد الثابت تتفاوت وتختلف من مجموعة إلى أخرى وحسب كل فترة زمنية مع ثبات معاملات الميل لكل مجموعة بيانات مقطعية، ويرجع السبب وراء إدخال الآثار

¹ William Greene, Econometric Analysis, Prentice Hall, 7th edition, 2012, p 389.

² سليمة حشايشي، مرجع سبق ذكره، ص 160.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الثابتة للمقاطع في هذا النموذج إلى وجود بعض المتغيرات غير الملاحظة والمرتبطة مع المتغيرات المستقلة والتي تؤثر على المتغير التابع بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من خلال تأثيرها على المتغيرات المستقلة¹.

ويتم صياغة نموذج التأثيرات الثابتة على النحو التالي²:

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(02)$$

$$i = 1,2 \dots N$$

$$t = 1,2 \dots T$$

حيث أن:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0$$

$$\text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2$$

ويطلق على نموذج التأثيرات الثابتة إسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية، بعد إضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة (02) يصبح النموذج على الشكل الآتي³:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(03)$$

$$i = 1,2, \dots, N$$

$$t = 1,2, \dots, T$$

3. نموذج التأثيرات العشوائية (REM): على عكس نموذج التأثيرات الثابتة يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الآثار الزمنية والمقطعية على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة.

¹ فؤاد مجناح، دراسة تحليلية قياسية لأثر تقلبات أسعار الصرف مقابل الدولار على التوازن الإقتصادي في الجزائر مقارنة مع بعض

دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا (MENA) خلال الفترة (1990-2019)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية

تخصص إقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2021، ص 153.

² نادية غوال، الإستثمار في تكنولوجيا الإعلام والاتصالات ودوره في تحقيق التنمية المستدامة دراسة قياسية باستخدام بيانات البائل

لعينة من الدول العربية (2000-2017)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل إقتصادي وتقنيات كمية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2018، ص 225.

³ المرجع نفسه، ص 225.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

ويقوم هذا النموذج على إفتراض أن الآثار الزمنية والمقطعية هي معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، وفي نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) يكون حد الخطأ ε_{it} ثابت ويتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط مقداره صفر وتباين مساويا σ_{ε}^2 ، ولكي تكون معاملات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة لابد من ثبات التباين للخطأ لجميع المشاهدات المقطعية، وليس هناك أي إرتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية، ويتم إستخدام نموذج التأثيرات العشوائية (REM) إذا لم يتوفر أي شرط من الشروط السابقة¹.

وفي نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $\beta_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي²:

$$\beta_{0(i)} = \mu + v_i \dots\dots\dots(04)$$

$$i=1,2,\dots,N$$

وبتعويض المعادلة رقم (04) في المعادلة رقم (02) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية بالشكل

التالي:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + v_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(05)$$

$$i = 1,2, \dots, N$$

$$t = 1,2, \dots, T$$

حيث أن:

v_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i

¹ عماد الدين إبراهيم علي، إستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) في تحديد أهم عوامل النمو الإقتصادي في الدول العربية، المجلة العربية للإدارة، المجلد 43، العدد 2، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، مصر، 2023 ص 169.

² محمد رتيعة، إستخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الإقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للإقتصاد والمالية المجلد 1، العدد 2، مخبر الإقتصاد الكلي والمالية الدولية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية الجزائر، 2014، ص 156.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

ويسمى هذا النموذج أحيانا بنموذج مكونات الخطأ (Error Components Model) لأنه يحتوي على مركبين للخطأ هما v_i و ε_{it} ، ومن أجل تقدير معاملات هذا النموذج بشكل صحيح يتم عادة الإعتماد على طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS).

ثانيا: نماذج بيانات بانل الديناميكية Dynamic Panel Data

يقوم نموذج بانل الديناميكي على أساس نماذج الإنحدار الذاتي التي تتميز بإضافة المتغيرة تابعة المبطنة زمنيا كمتغير مفسر إلى جانب المتغيرات المفسرة الأخرى، ويأخذ الصيغة التالية:¹

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X'_{it} + \gamma Y_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

إن تطبيق فرضية الدمج أو تساوي الميول في نماذج بانل الديناميكية، تقود إلى مشكلة تعرف بتحيز معاملات الميل غير المتجانسة، والتي تؤدي إلى تقديرات غير متسقة نظرا لعدم تجانس معاملات الميل حتى في حالة العينات الكبيرة، وفي هذا السياق قدم (Pesaran, Shin and Smith, 1999) طريقتين للتعامل مع هذا المشكل، وهما مقدر وسط المجموعة (Mean Group) يرمز لها ب MG، ومقدرة وسط المجموعة المدمجة (Pooled Mean Group) ويرمز لها ب PMG، وهي مصممة في إطار نماذج PANEL ARDL.²

1. **مقدرة وسط المجموعة (MG):** تعطي طريقة وسط المجموعة (MG) تقديرات متسقة لوسط معالم نموذج البانل، إضافة إلى أنها تسمح لمعالم النموذج (القاطع ومعلمات المدى القصير والمدى الطويل، وحدود تصحيح الخطأ وتباينات حد الخطأ) بأن تتفاوت حسب كل دولة، ويعاب على هذه الطريقة أنها لا تأخذ في الحسبان إمكانية أن بعض معاملات النموذج قد تكون متساوية أو متجانسة عبر الدول.³

¹ وهيبة بن شوك، محددات الطلب السياحي الدولي في الجزائر: نموذج الجاذبية باستخدام بيانات البانل خلال الفترة (2000-2016)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص تسيير المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2017، ص 209.

² مراد تهتان وعمران بشرير، رأس المال البشري والنمو الإقتصادي في الدول العربية -دراسة قياسية باستخدام نماذج بانل الديناميكي خلال الفترة (1990-2014)، مجلة الباحث، المجلد 17، العدد 17، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017، ص 253.

³ أمين تمار، أثر إستهلاك الطاقات المتجددة وغير المتجددة على التلوث البيئي في دول شمال إفريقيا للفترة (1990-2018) باستخدام بانل الديناميكي، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، المجلد 19، العدد 2، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2022، ص 431.

2. مقدر وسط المجموعة المدمجة (PMG): هي أسلوب يجمع بين خصائص طريقة وسط المجموعة (MG) وطريقة التقدير المدمج التقليدية (Pooled estimation)، إذ أنها تفرض قيد التجانس على معاملات الأجل الطويل، أي لا تسمح بإختلافها بين المقاطع العرضية، بينما تسمح بعدم التجانس في معاملات الأجل القصير، وحدود تصحيح الخطأ، والمعاملات التقاطعية، وتباينات حد الخطأ، ويتم إختيار الأسلوب الأنسب بإستخدام إختبار Hausman الذي قدمه سنة 1978، حيث يتم إختبار فرض العدم الذي ينص على وجود تجانس في معاملات الأجل الطويل، وبالتالي، قبول فرض العدم وهذا يعني أن طريقة PMG هي الأسلوب الأنسب¹.

المطلب الثاني: إختبارات التحديد

من أجل إختيار النموذج الملائم للدراسة من بين الثلاث نماذج الرئيسية من نماذج بيانات البانل يتم الإعتماد على مجموعة من الإختبارات المتمثلة في إختبار التجانس Hsiao سنة 1986 وإختبار فيشر المقيد (F-test) للإختبار بين نموذج الإنحدار التجميعي (PRM) ونموذج الآثار الثابتة (FEM)، وإختبار مضاعف لاغرانج Breush-Pagan LM test وإختبار هوسمان Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة (FEM) ونموذج الآثار العشوائية (REM).

الفرع الأول: إختبار التجانس Hsiao سنة 1986

تتطلب دراسة بيانات البانل فحص تجانس أو عدم تجانس معاملات النموذج وذلك عن طريق إختبار Hsiao المقدم سنة 1986، حيث يهدف هذا الإختبار إلى معرفة مدى تجانس معاملات النموذج المقدر من خلال إعتبار عينة مكونة من T ملاحظات ل N فردية في المجموعة، كما نعتبر أن المسار y_{it} معرف بالعلاقة الخطية التالية:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots (06)$$

¹ معتز محمد عبد الكريم، التأثير الديناميكي للعولمة التجارية والمالية على النمو الإقتصادي في بلدان شمال إفريقيا بإستخدام نموذج **PMG-ARDL**، المجلة العربية للإدارة، المجلد 44، العدد 3، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، مصر، 2024

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

ويفترض إختبار Hsiao أن حد الأخطاء ε_{it} مستقلة ومماثلة التوزيع بمتوسط معدوم وتباين يساوي σ_i^2 ، كما يفترض أن معاملات النموذج α_i و β_i يمكن أن تختلف في البعد الفردي لكنها ثابتة في الزمن وإنطلاقاً من المعادلة (06) يمكن تحديد أربع حالات التي يمكن أن تكون عليها البيانات المقطعية:¹

الحالة 1: تطابق الثوابت α_i وتطابق شعاع المعلمات β_i أي أن $\alpha_i = \alpha$, $\beta_i = \beta$, $\forall i \in [1, N]$ وهذه الحالة تسمى حالة التجانس التام أو التطابق الكلي؛

الحالة 2: إختلاف الثوابت α_i وإختلاف شعاع المعلمات β_i حسب الأفراد، وبالتالي نقول أنه يوجد N نموذج مختلف، وتسمى هذه الحالة حالة عدم التجانس الكلي أو عدم التطابق، ومنه نرفض صيغة البيانات المقطعية؛

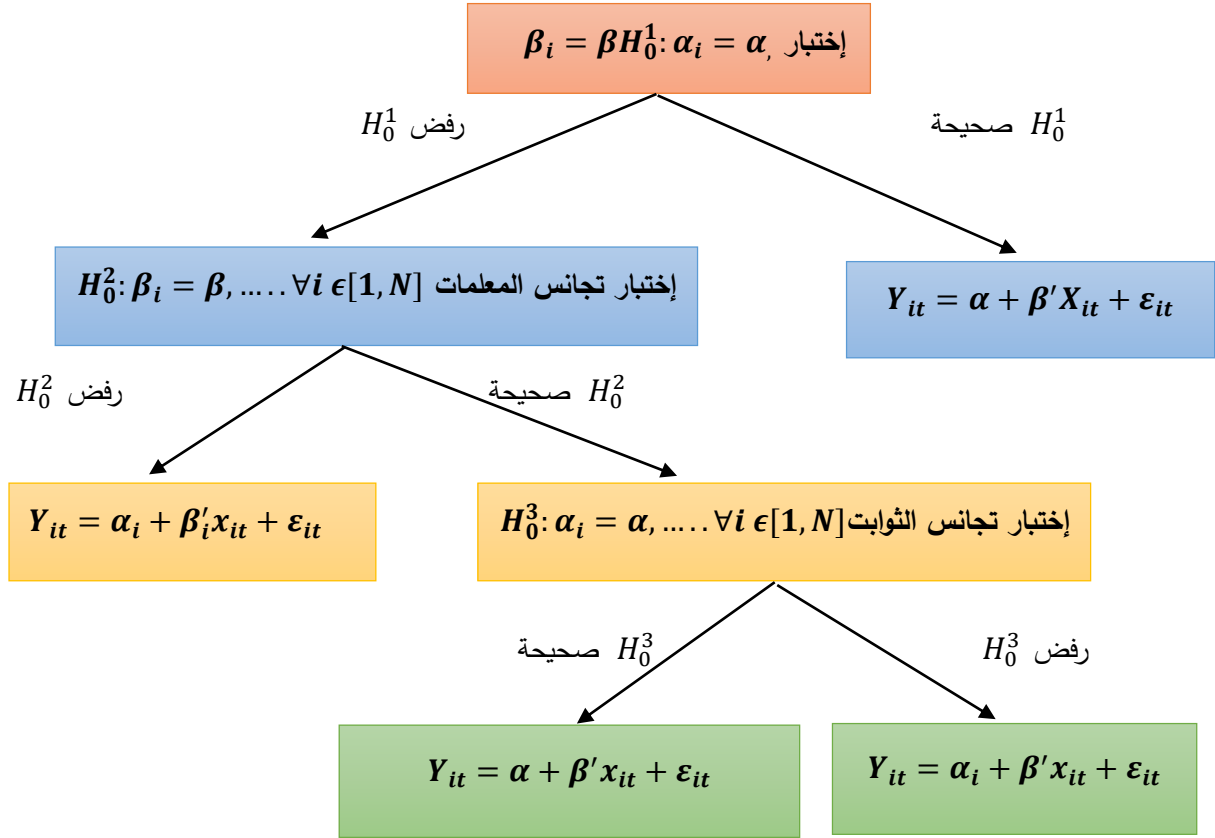
الحالة 3: تطابق الثوابت α_i وإختلاف شعاع المعلمات β_i بين المفردات، بحيث أن $\alpha_i = \alpha$, $\forall i \in [1, N]$ وفي هذه الحالة نقول بأن كل معاملات النموذج بإستثناء الثوابت تكون مختلفة حسب المفردات وبالتالي يوجد N نموذج مختلف؛

الحالة 4: إختلاف الثوابت α_i وتطابق شعاع المعلمات β_i في فرديات المجموعة، بحيث أن $\beta_i = \beta$, $\forall i \in [1, N]$ لنحصل في هذه الحالة على نموذج التأثيرات الفردية.

وللتمييز بين هذه الصيغ، يجب علينا أن نلجأ إلى إختبار التجانس Hsiao المقدم سنة 1986، وذلك عن طريق إتباع الخطوات الموضحة في الشكل الموالي:

¹ شهيناز بدرابي، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الإقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم الاقتصاد النقدي والمالية، تخصص مالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014، ص ص 205، 206.

الشكل رقم (05-03): خطوات إختبار التجانس ل Hsiao (1986)



المصدر: لبني معطي، دراسة قياسية للإستقرار المالي للبنوك الإسلامية والتقليدية للفترة الممتدة من 2007-2017، مجلة دفاتر بوادكس، المجلد 10، العدد 2، مخبر السياسة الصناعية وتنمية المبادلات الخارجية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2021، ص 87.

الفرع الثاني: إختبار فيشر المقيد (F-test)

للإختبار بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، يتم الإعتماد على إختبار إحصائية (F) المقيد، فإذا كانت إحصائية فيشر المحسوبة أقل من إحصائية فيشر الجدولية فإنه يتم قبول الفرضية الصفرية H_0 ويكون نموذج الإنحدار التجميعي هو المناسب، أما في حالة الرفض فإنه يتم قبول الفرضية البديلة H_1 التي تنص على أن الحدود الثابتة تتباين من مفردة إلى أخرى ومنه فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب¹.

¹ الزوبر مخلوفي، دراسة قياسية تحليلية لتأثير القطاع الزراعي على النمو الإقتصادي في الجزائر مقارنة مع بعض الدول العربية خلال الفترة (2018-1990)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2021، ص 212.

الفرع الثالث: إختبار مضاعف لاغرانج Breush-Pagan LM test

هذا الإختبار إقترحه Pagan و Breush سنة (1980) وهو يتبع توزيع كاي تربيع ذو درجة حرية واحدة، كما يعتمد على مضاعف Lagrange المتعلق بالأخطاء $\hat{\mu}_{it}$ الناتجة عن طريقة OLS ويأخذ هذا الإختبار الصيغة التالية¹:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \hat{\mu}_{it})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{\mu}_{it}^2} - 1 \right]^2 \sim \chi_1^2$$

بحيث تكون فرضيات إختبار لاغرانج كما يلي:

H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو النموذج الملائم؛

H_1 : نموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم.

فإذا كانت القيمة المحسوبة LM أكبر من القيمة الجدولية عند درجة حرية واحدة، نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، كذلك يمكن الحكم عن طريق إحصائية Mackinnon، فإذا كانت (P value) أقل من مستوى معنوي 5% نرفض الفرضية الصفرية.

الفرع الرابع: إختبار هوسمان Hausman للمفاضلة بين FEM و REM

لقد تم صياغة إختبار هوسمان (Hausman test 1978) ليساعد في الإختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM)، حيث قام هوسمان بتكييف إختبار يعتمد على فكرة أنه في ظل فرضية عدم وجود إرتباط يكون كل من OLS و GLS متسقين، لكن OLS غير كفؤة في ظل الفرضية الصفرية وكفؤة في ظل الفرضية البديلة، أما GLS فهي غير كفؤة في ظل الفرضية البديلة وكفؤة في ظل الفرضية الصفرية².

¹ عبد السلام عطية وجبار بوكثير، نمذجة علاقات تقلبات بالنمو الإقتصادي بإستخدام بيانات البائل حالة الدول العربية الأعضاء في الأوبك خلال الفترة (2000-2016)، مجلة الباحث، المجلد 18، العدد 1، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2018، ص 138.

² Dimitrios Asteriou, Stephen Hall, Applied Econometrics: A Modern Approach, Palgrave Macmillan, 2007, p 348.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

وتتمثل فرضيات هذا الإختبار فيما يلي:

H_0 : هي فرضية العدم عندما يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم، وفي هذه الحالة يتم الإعتماد على طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS؛

H_1 : هي الفرضية البديلة عندما يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم، وفي هذه الحالة يتم الإعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية OLS.

ولتطبيق إختبار (Hausman) يتم إستخدام إحصائية (H) التي لها توزيع (x^2) بدرجة حرية (K) وفقا للصيغة التالية¹:

$$H = x^2(k) = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})' [Var(\hat{\beta}_{FEM}) + Var(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM}) \dots\dots (07)$$

حيث أن:

(K): عدد عناصر (β) .

$(\hat{\beta}_{FEM})$: مقدر الآثار الثابتة.

$Var(\hat{\beta}_{FEM})$: تباين مقدر الأثر الثابت.

فإذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية الإختبار (H) أكبر من القيمة المجدولة x^2 يتم رفض فرضية العدم H_0 ، وقبول الفرضية البديلة H_1 القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة FEM هو النموذج الأفضل، والعكس صحيح.

المطلب الثالث: إختبارات جذر الوحدة وعلاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل

تعد دراسة إستقرارية بيانات البانل وعلاقات التكامل المتزامن من أهم مراحل بناء النموذج القياسي فوجود جذر الوحدة في البيانات يقود إلى نتائج مضللة وزائفة أحيانا، ومن أجل تفادي هذا المشكل يتوجب علينا دراسة إستقرارية بيانات البانل بالإعتماد على إختبارات جذر الوحدة.

¹ طلال زغبة، دراسة تحليلية وقياسية لمحددات الإستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر - إعداد نموذج قياسي باستخدام منهج تحليل بيانات البانل -، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2015، ص 288.

الفرع الأول: إختبارات إستقرارية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

تتدرج هذه الإختبارات ضمن جيلين، بحيث يركز الجيل الأول على فرضية الإستقلالية بين الوحدات المقطعية، في حين إستغنت إختبارات الجيل الثاني عن فرضية الإستقلالية، وبالتالي سمحت بوجود إرتباط بين المقاطع الفردية، وتسمح هذه الإختبارات بإمكانية إستغلال الحركات المشتركة للأفراد من أجل تعريف إحصائيات إختبار جديدة.

أولاً: إختبار (Levin, Lin and Chu (2002): ينبثق هذا الإختبار من إختبار ديكي فولر DF ، ومن أجل إجراء هذا الإختبار تم وضع ثلاثة نماذج لإختبار وجود جذر الوحدة، كما تم بناءا عليها وضع مقترح من طرف Levin, Lin and Chu لإختبار الفرضيات وفقاً لما هو وارد في الجدول الموالي:

الجدول رقم (03-05): نماذج إختبار جذر الوحدة والفرضيات المقترحة لإختبار (Levin, Lin and Chu (2002)

النموذج	إختبارات جذر الوحدة	مقترح إختبار الفرضيات
الأول	$\Delta Y_{i,t} = pY_{i,(t-1)} + \varepsilon_{i,t}$	$H_0: p = 0$ $H_1: p < 0$
الثاني	$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + pY_{i,(t-1)} + \varepsilon_{i,t}$ $i = 1, 2, \dots, n, t = 1, 2, \dots, T$	$\alpha_i = 0 \forall i = 1, 2, \dots, n$ $H_0: p = 0$ $H_1: p < 0, \alpha_i \in R \forall i = 1, 2, \dots, n$
الثالث	$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t} + pY_{i,(t-1)} + \varepsilon_{i,t}$ $i = 1, 2, \dots, n, t = 1, 2, \dots, T$	$\beta_i = 0 \forall i = 1, 2, \dots, n$ $H_0: p = 0$ $H_1: p < 0, \beta_i \in R \forall i = 1, 2, \dots, n$

المصدر: صفاء عبد الله معطي ومحمد أحمد سالم بلحويصل، إستخدام تحليل بيانات البائل في نمذجة علاقة تقلبات متغيرات التجارة الخارجية بالنمو الإقتصادي في اليمن للفترة (2006-2013)، مجلة الريان للعلوم الإنسانية والتطبيقية، المجلد 2، العدد 1، جامعة الريان، اليمن، 2019، ص ص 271، 272.

من خلال الجدول رقم (03-05) نستنتج بأن النماذج الثلاثة تقوم على أساس إستقلالية حدود الخطأ في البعد الفردي، كما تسمح بإستعمال نظرية النهاية المركزية للحصول على توزيعات متقاربة، كما أن هذا الإختبار يفترض تجانس جذر الإنحدار الذاتي ($P_i = P_j = P$) ، وبالتالي يكون هناك جذر الوحدة في حركية المتغيرة Y فإما أن نقبل فرضية الجذر الأحادي لمجموع الفرديات أو نرفض الفرضية لذات السبب، أما فرضيات العدم في النموذجين الثاني والثالث هي فرضيات مترافقة، ففي النموذج الثاني فرضية العدم هي فرضية جذر الوحدة لكل مفردات البائل ($P_i = P = 0$) مترافقة مع فرضية غياب الأثر الفردي وبالتحديد إنعدام كل الحدود الثابتة ($\alpha_i = 0$)، أما في النموذج الثالث فإن فرضية العدم تقتضي إختبار فرضية جذر الوحدة كما في النموذج الثاني مع غياب مركبة الإتجاه العام من أجل كل مفردات البائل.

ثانياً: إختبار (Im, Pesaran, Shin (2003) يندرج إختبار IPS ضمن نماذج الجيل الأول، وجاء هذا الإختبار أساساً لمعالجة الإنتقاد الموجه لإختبار LLC والذي يتمثل في فرضية تجانس جذر الإنحدار الذاتي لجميع مفردات البانل في ظل الفرضية البديلة H_1 ، وبناءاً على ذلك جاءت أعمال الباحثين IM, Pesaran- Shin في السنوات (1997، 2003، 2002) لمعالجة هذه الفرضية، ويأخذ إختبار IPS الصيغة التالية¹:

$$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + \rho_i y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^p \varphi_{ij} \Delta y_{i,t-j} + \varepsilon_{i,t}$$

$$i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

وتصاغ فرضيات إختبار Im, Pesaran, Shin كما يلي:

$$H_0: \rho = 0, \forall i = 1, 2, \dots, N$$

$$H_1: \rho < 0, \forall i = 1, 2, \dots, N$$

$$H_1: \rho = 0, \forall i = N_1 + 1, \dots, N$$

إن هذا الإختبار أبقى على فرضية العدم كما في إختبار LLC أي أن جميع السلاسل غير ساكنة، في حين جزأ الفرضية البديلة إلى حالتين تسمح بإختلاف جذر الإنحدار الذاتي أي أن جزء أو كل السلسلة مستقرة (يوجد على الأقل متغير واحد ساكن).

ثالثاً: إختبار **Breitung**: ظهر هذا الإختبار سنة 2000 وهو يتشابه مع إختبار LLC في مرحلته الأولى إلا أنه لا يحتوي على حد ثابت، حيث أكدت الدراسات التطبيقية لإختبار LLC و IPS ضعف هذين الإختبارين في حالة إذا كان عدد الأفراد كبير جداً بالنسبة لطول السلسلة، بكل بساطة فإن Breitung يعتمد على فكرة تقدير النموذج LLC ثم إجراء تحويل على هذه البواقي، والفرضية المعدومة لهذا الإختبار تعتمد على إستقرار سلسلة البواقي المعدلة وبالتالي إستقرار سلسلة الدراسة، والإحصائية المحسوبة لهذا الإختبار تتوزع حسب التوزيع الطبيعي المعياري².

¹ Appiah, Michael et al, **Capital market and financial development on growth: a panel ARDL analysis**, Indonesian Capital Market Review, vol12, No.1, 2020, p 33.

² الزبير مخلوفي، مرجع سبق ذكره، ص 217.

الفرع الثاني: إختبارات التكامل المشترك لبيانات البائل

أولاً: إختبار Pedroni للتكامل المشترك: قدم Pedroni إختبارات لدراسة علاقات التكامل المشترك لبيانات البائل بناء على إختبار انجل-جرانجر (Angel-Granger) للتكامل المشترك، ويرتكز على تقدير بواقي علاقات المدى الطويل، ويقدم Pedroni سبع إختبارات للتكامل المشترك لبيانات البائل، الفئة الأولى تضمن أربعة إحصائيات تعتمد على التجميع (البعد الداخلي أو إحصائية البائل) وتفترض تجانس كل المفردات والفئة الثانية تتضمن ثلاث إحصائيات ويصفها بإختبار البعد البيئي أو إحصائية المجموعة وتفترض عدم التجانس لكل المفردات¹.

ويعبر عن إختبار Pedroni وفق الصيغة التالية²:

$$Y_{it} = \alpha_i t + \delta_i t + \beta_{1i} X_{1i,t} + \beta_{2i} X_{2i,t} + \dots + \beta_{Mi} X_{Mi,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث يتم الحصول على البواقي الإنحدار ثم رتبة تكاملها لكل دولة كآلاتي:

$$e_{it} = p_i e_{it} + \sum_{j=1}^{p_i} \psi_{ij} \Delta e_{it-j} + V_{it}$$

ثانياً: إختبار kao: قدم kao إختبار التكامل المشترك للبائل إنطلاقاً من إختبارات ديكي فولر المطور (ADF) والتي لا تأخذ بعين الإعتبار فرضية عدم التجانس الفردي ضمن الفرضية البديلة، حيث يتضمن فرض عدم غياب التكامل المشترك بين المتغيرات، وإستنتج kao أن إحصائيته تخضع للتوزيع الطبيعي³.

¹ Martins Pedro MG, Aid **absorption and spending in Africa: A panel cointegration approach**, Journal of Development Studies, vol.47, No.12, 2011, p 18.

² علي عليوة وعبد الوهاب دادن، أثر سلوك التحرير المالي على أداء السياسات المالية للدول النامية: دراسة قياسية باستخدام نماذج البائل لعينة مكونة من 19 دولة خلال الفترة (1995-2018)، مجلة الباحث، المجلد 20، العدد 1، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة الجزائر، 2020، ص 298.

³ وائل سعد حسنين الدواخلي، تقدير عتبة الإنفاق الحكومي في الدول العربية باستخدام نماذج إنحدار العتبة-دراسة قياسية باستخدام بيانات بائل (2000-2020)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، المجلد 52، العدد 3، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر 2022 ص 330.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

ثالثاً: إختبار Johansen للتكامل المشترك للبانل: يتميز إختبار Johansen عن غيره من إختبارات التكامل المشترك بملائمته للعينات صغيرة الحجم، ويمكن تطبيقه في حالة وجود أكثر من متغيرين في النموذج شريطة أن تكون هذه المتغيرات متكاملة بالفرق الأول، ومن أجل تحديد عدد متجهات التكامل المشترك فإن الإعتقاد الأساسي يندرج على إختبارين مبنيين على دالة الإمكانيات العظمى وهما¹:

1. إختبار الأثر (Trace test): وفيه يتم إختبار فرضية العدم والذي يتضمن أن عدد متجهات التكامل المشترك يقل عن أو يساوي العدد (q) مقابل الفرضية البديلة التي تشير إلى أن (q=r).
2. إختبار القيمة الذاتية القصوى (maximum eigenvalue test): في هذا الإختبار، نختبر فرضية العدم بوجود متجه (r) للتكامل المشترك، في مقابل الفرض البديل بوجود (r+1) متجه للتكامل المشترك. فإذا كانت القيمة المحسوبة لنسبة الإمكان أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية معين فإنه ترفض فرضية العدم التي تشير إلى عدم وجود أي متجه للتكامل المشترك.

المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي وتحليل النتائج

سنقوم من خلال هذا المبحث بقياس أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات أداء الأسواق المالية، بتطبيق نماذج البانل الديناميكية (Dynamic Panel Data Models) على عينة مكونة من 6 أسواق مالية عربية خلال الفترة (2000-2021)، بإستخدام برنامج Eviews11 وبرنامج Stata 14.2.

المطلب الأول: الإطار العام للدراسة القياسية

نسعى فيما يلي لتحديد الإطار العام للدراسة القياسية من خلال التعريف بمتغيرات الدراسة ومصادر بياناتها، وتوصيف النموذج القياسي، بالإضافة إلى تحديد عينة وفترة الدراسة.

الفرع الأول: التعريف بمتغيرات الدراسة ومصادر البيانات

أولاً: المتغيرات التابعة: تتمثل المتغيرات التابعة لهذه الدراسة فيما يلي:

1. الرسملة السوقية (MC): يمثل هذا المؤشر حاصل قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي.

¹ شليبر علي صالح، أثر المحددات الخارجية في النمو الإقتصادي لبلدان عربية مختارة للفترة (2005-2021)، مجلة الإدارة والإقتصاد المجلد 41، العدد 139، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2023، 118.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

2. مؤشر حجم التداول (VTR): يمثل هذا المؤشر حاصل قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي.

3. معدل الدوران (TR): يمثل هذا المؤشر النسبة المئوية لقيمة الأسهم المتداولة في البورصة إلى القيمة السوقية للأسهم المدرجة لمدة زمنية معينة.

ثانياً: المتغيرات المستقلة: تتمثل المتغيرات المستقلة لهذه الدراسة فيما يلي:

1. صافي إستثمارات الحافظة (FPI): يمثل متغير مستقل رئيسي، ويغطي إستثمار الحافظة، عدا الإلتزامات المكونة لإحتياجات السلطات الأجنبية، المعاملات في الأوراق المالية الخاصة بحقوق الملكية وبالدين.

2. معدل التضخم (INF): يمثل متغير تحكيمي مساعد (ضابط)، وهو النسبة المئوية للتغير السنوي في المستوى العام للأسعار، ويستخدم لقياس إستقرار الإقتصاد الكلي.

أما مصادر البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة فقد تم جمعها بالإعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي، وصندوق النقد العربي، ومختلف التقارير السنوية للأسواق المالية محل الدراسة.

الفرع الثاني: النماذج المستخدمة في الدراسة

تم الإعتماد في تحديد وبناء النموذج القياسي على مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الإستثمار الأجنبي غير المباشر وأثره على أداء الأسواق المالية، ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة قمنا بصياغة ثلاث نماذج، يتعلق النموذج الأول بدراسة أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على الرسملة السوقية (MC)، في حين يختص النموذج الثاني بدراسة أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر حجم التداول (VTR)، أما النموذج الثالث فيتعلق بدراسة أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على معدل الدوران (TR)، ويمكن كتابة النموذج العام للدراسة على النحو التالي:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it}$$

وبإدخال متغيرات الدراسة نجد:

$$y_{it} = f(FPI, INF)$$

وبالتالي يمكن كتابة النموذج على الشكل التالي:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 FPI_{it} + \beta_2 INF_{it} + \varepsilon_{it}$$

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

أولاً: النموذج الأول: تم بناء هذا النموذج لدراسة أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر الرسملة السوقية (MC)، ويكتب هذا النموذج وفق المعادلة التالية:

$$MC_{it} = \alpha_i + \beta_1 FPI_{it} + \beta_2 INF_{it} + \varepsilon_{it}$$

ثانياً: النموذج الثاني: تم بناء هذا النموذج لدراسة أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر حجم التداول (VTR)، ويكتب هذا النموذج وفق المعادلة التالية:

$$VTR_{it} = \alpha_i + \beta_1 FPI_{it} + \beta_2 INF_{it} + \varepsilon_{it}$$

ثالثاً: النموذج الثالث: تم بناء هذا النموذج لدراسة أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر معدل الدوران (TR)، ويكتب هذا النموذج وفق المعادلة التالية:

$$TR_{it} = \alpha_i + \beta_1 FPI_{it} + \beta_2 INF_{it} + \varepsilon_{it}$$

الفرع الثالث: تحديد عينة وفترة الدراسة

تستخدم هذه الدراسة قاعدة بيانات مدمجة (مقطع عرضي وسلاسل زمنية) مع عدد من الوحدات المقطعية n المتمثلة في 6 أسواق مالية عربية والمتمثلة في بورصة البحرين، بورصة مصر، بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة مسقط وبورصة السعودية، وتحتوي كل وحدة مقطعية على سلسلة زمنية $t=22$ أي أنها تغطي الفترة (2000-2021)، وبالتالي يصبح عدد المشاهدات الكلية المستخدمة في العينة هو 132 مشاهدة.

الجدول رقم (03-06): عينة الدراسة

الرمز	سوق الأوراق المالية
BHB	بورصة البحرين
EGX	بورصة مصر
ASE	بورصة عمان
BKW	بورصة الكويت
MSX	بورصة مسقط
SAE	بورصة السعودية

المصدر: من إعداد الطالبة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

المطلب الثاني: الخطوات الأولية لتقدير نموذج الدراسة

يتناول هذا المطلب الخطوات الأولية لتقدير النموذج القياسي لعينة تتمثل في 6 أسواق مالية عربية للفترة (2000-2021)، من خلال القيام بإختبارات الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، ثم إجراء إختبارات التجانس، حيث تعتبر هذه المرحلة مهمة في تحديد جودة النموذج بغرض معرفة الطرق المناسبة لتقدير النموذج القياسي، بعدها ننتقل لدراسة إستقرارية بيانات البائل.

الفرع الأول: الإحصاء الوصفي وإختبارات التجانس لمتغيرات الدراسة

أولاً: الإحصاء الوصفي: بهدف توضيح أهم خصائص البيانات المعتمدة في الدراسة، تم إجراء الإختبارات الإحصائية على متغيرات النموذج، والتي يمكن توضيحها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (03-07): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

variable	Mean	p50	min	max	sd	skewness	kurtosis
MC	74.18394	62.345	10.02	345.35	57.96142	2.533243	6.789
VTR	45.27871	15.035	1.4	372.3	68.99683	3.018152	5.24823
TR	39.75894	21.8	.8	429.2	51.83288	1.919953	2.45232
FPI	4.774886	.285	-23.89	49.12	11.69457	1.439615	6.237898
INF	4.239242	2.75	-2.32	90	8.690387	2.611819	4.64372

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

ثانياً: الإرتباط بين متغيرات الدراسة: لفحص خلو النموذج من بعض المشاكل كالإرتباط الذاتي بين بواقي التقدير والتي تحدث عند تقدير نموذج بيانات البائل، نقوم بفحص مصفوفة الإرتباط لتحديد أزواج الإرتباطات الممكنة بين متغيرات الدراسة، والجدول الموالي يوضح نتائج هذا الإختبار:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الجدول رقم (03-08): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	MC	VTR	TR	FPI	INF
MC	1.000000	0.457173	0.136475	0.255670	-0.047193
VTR	0.457173	1.000000	0.521830	0.144475	-0.056125
TR	0.136475	0.521830	1.000000	0.227790	0.137645
FPI	0.255670	0.144475	0.227790	1.000000	-0.058620
INF	-0.047193	-0.056125	0.137645	-0.058620	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Stata14.2.

يتبين من خلال الجدول رقم (03-08)، أن هناك علاقة ارتباط موجبة بين صافي إستثمارات الحافظة وكل من الرسملة السوقية، ومؤشر حجم التداول، ومعدل الدوران، كما أن هناك علاقة ارتباط سالبة بين معدل التضخم وكل من الرسملة السوقية، ومؤشر حجم التداول، ووجود ارتباط موجب بين معدل التضخم ومعدل الدوران، كما يتبين من خلال الجدول بأن الارتباط بين هذه المتغيرات كلها أقل من 80%، وبالتالي لا توجد مشاكل بين المتغيرات.

ثالثاً: إختبار التجانس لـ (Hsiao (1986): يعتبر إختبار Hsiao من أهم الإختبارات التي تمكننا من معرفة ما إذا كانت البيانات متجانسة أم غير متجانسة وفق ثلاث خطوات، ومن ثما التأكد من أن النموذج مقبول لتطبيق بيانات البائل أم لا، أي نستطيع من خلال هذا الإختبار تحديد النموذج الملائم للدراسة.

الجدول رقم (03-09): نتائج إختبار التجانس (Hsiao (1986)

النتيجة	P-Value	F-Stat	الإختبار	النماذج
رفض H_0^1	0.00034917	3.0658543	F1	الرسملة السوقية
قبول H_0^2	0.39926663	1.0596084	F2	
رفض H_0^3	7.923e-06	7.0444823	F3	
رفض H_0^1	0.00024542	3.1552598	F1	مؤشر حجم التداول
قبول H_0^2	0.71134243	0.7123164	F2	
رفض H_0^3	9.672e-07	8.2321354	F3	
رفض H_0^1	2.538e-07	4.9206373	F1	معدل الدوران
قبول H_0^2	0.35045969	1.1241438	F2	
رفض H_0^3	9.382e-10	12.389585	F3	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

يظهر من خلال الجدول رقم (03-09) والذي يوضح نتائج إختبار التجانس (Hsiao 1986) ما يلي:

1. المرحلة الأولى: إختبار فرضية التجانس التام (تطابق الثوابت والمعاملات): إحصائية الإختبار F_1 بالنسبة للنماذج الثلاثة أقل من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي رفض فرض العدم القائل بتجانس البنية الكلية لنموذج البائل.

2. المرحلة الثانية: إختبار فرضية تجانس المعلمات β_1 : إحصائية الإختبار F_2 بالنسبة للنماذج الثلاثة أكبر من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي قبول فرض العدم القائل بتجانس أو تساوي معاملات النموذج.

3. المرحلة الثالثة: إختبار فرضية تجانس الثوابت α_1 : إحصائية الإختبار F_3 بالنسبة للنماذج الثلاثة أقل من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي رفض فرض العدم القائل بتجانس أو تساوي الثوابت في النموذج، وبالتالي إعتبار نموذج بانل ذو التأثيرات الثابتة الفردية.

رابعاً: إختبار (Pesaran, Yamagata (2008): يستخدم إختبار (Pesaran, Yamagata (2008) للتأكد من تجانس معاملات الإنحدار لجميع الأفراد (الأسواق المالية العربية محل الدراسة)، ومن ثم معرفة النموذج الملائم للدراسة، والجدول الموالي يوضح نتائج هذا الإختبار:

الجدول رقم (03-10): نتائج إختبار التجانس لمعاملات الإنحدار

النماذج	الإختبار	قيمة الإحصائية	قيمة الإحصائية
نموذج (MC)	Delta	5.840	0.000
	Delta Adj.	6.848	0.000
نموذج (VTR)	Delta	4.237	0.000
	Delta Adj.	4.820	0.000
نموذج (TR)	Delta	6.215	0.000
	Delta Adj.	7.070	0.000

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

يوضح الجدول رقم (03-10) نتائج إختبار تجانس معاملات الإنحدار بإستخدام القيم المحسوبة (Delta) و (Delta Adj)، ومن خلال قيمة الإحصائية نرفض فرضية العدم H_0 التي تنص على تجانس معاملات الإنحدار عند مستوى دلالة (1%)، وبالتالي فإن حالة عدم التجانس موجودة في جميع المتغيرات محل الدراسة، وعليه يجب إعتداد طرق بانل غير المتجانسة، والتي تختلف فيها معاملات الإنحدار عبر المقاطع العرضية الفردية داخل نماذج البائل.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الفرع الثاني: دراسة إستقرارية السلاسل الزمنية المقطعية

لإختبار إستقرارية السلاسل الزمنية المقطعية لمتغيرات الدراسة، سيتم إستخدام إختبارات جذر الوحدة حيث تعتبر هذه الأخيرة مهمة جدا لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة أم لا وتحديد رتبة تكاملها، ولتحقيق ذلك قمنا بتطبيق ثلاثة إختبارات والمتمثلة في LLC، IPS، ADF، ونتائجها موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (03-11): نتائج إختبارات جذر الوحدة (Unit Root Test) لمتغيرات الدراسة

إختبار ADF		إختبار IPS		إختبار LLC		إختبار جذر الوحدة		المتغيرات
معلمة الإختبار	القيمة الإحتمالية	معلمة الإختبار	القيمة الإحتمالية	معلمة الإختبار	القيمة الإحتمالية			
9.74043	0.6387	-0.08046	0.4679	0.96069	0.8316	Intercept	Level	MC
8.98076	0.7046	0.13410	0.5533	0.90846	0.8182	Trend and Intercept		
57.7067	0.8193	/	/	-0.73024	0.2326	None		
29.2285	0.0036	-2.99525	0.0014	-1.60536	0.0081	Intercept	1st difference	
16.8563	0.1551	-1.15864	0.1233	0.48587	0.6865	Trend and Intercept		
56.7586	0.0000	/	/	-6.76795	0.0000	None		
20.0033	0.0067	-1.77205	0.0382	-3.72984	0.0054	Intercept	Level	VTR
18.8126	0.0932	-1.57752	0.0500	-1.68402	0.0461	Trend and Intercept		
23.1193	0.0267	/	/	-3.87442	0.0003	None		
12.9654	0.3863	-0.79992	0.2130	0.88512	0.6439	Intercept	Level	TR
12.1285	0.4354	-0.54390	0.2933	0.23596	0.5912	Trend and Intercept		
14.6198	0.2629	/	/	1.33587	0.1092	None		
49.2329	0.0000	-5.37361	0.0000	-3.41601	0.0003	Intercept	1st difference	
35.8617	0.0004	-3.83996	0.0001	-1.71904	0.0466	Trend and Intercept		
84.4724	0.0000	/	/	-9.20482	0.0000	None		
28.9828	0.0040	-2.91188	0.0018	-3.66727	0.0005	Intercept	Level	FPI
23.7422	0.0220	-2.22740	0.0130	-3.25188	0.0006	Trend and Intercept		
34.6921	0.0005	/	/	-3.75613	0.0001	None		
23.8541	0.0213	-2.34662	0.0095	-1.74789	0.0402	Intercept	Level	INF
17.6874	0.0125	-1.11395	0.0132	-1.57998	0.0051	Trend and Intercept		
25.0903	0.0144	/	/	-3.00214	0.0013	None		

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews11.

أوضحت نتائج إختبارات ADF، IPS، LLC ما يلي:

أولاً: المتغيرات التابعة:

1. الرسملة السوقية (MC): وجود جذر الوحدة، ما يعني أن هذا المتغير غير مستقر عند المستوى، لكنه إستقر عند أخذ الفرق الأول، أي أنه متكامل من الدرجة I(1).
2. مؤشر حجم التداول (VTR): غياب جذر الوحدة، ما يعني أن هذا المتغير مستقر عند المستوى ومتكامل من الدرجة I(0).
3. معدل الدوران (TR): وجود جذر الوحدة، ما يعني أن هذا المتغير غير مستقر عند المستوى، لكنه إستقر عند أخذ الفرق الأول، أي أنه متكامل من الدرجة I(1).

ثانياً: المتغيرات المستقلة:

1. صافي إستثمارات الحافظة (FPI): غياب جذر الوحدة، ما يعني أن هذا المتغير مستقر عند المستوى ومتكامل من الدرجة I(0).
2. معدل التضخم (INF): غياب جذر الوحدة، ما يعني أن هذا المتغير مستقر عند المستوى، ومتكامل من الدرجة I(0).

المطلب الثالث: تقدير وتحليل أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية باستخدام نماذج بانل الديناميكي

سيتم في هذا المطلب تقدير وتحليل النماذج القياسية الثلاثة لأثر الإستثمار غير المباشر على مؤشرات أداء الأسواق المالية، باستخدام نماذج بانل الديناميكي (Dynamic Panel Model)، وبالإعتماد على نموذج (PANEL ARDL)، وفق طرق التقدير المتمثلة في نموذج وسط المجموعة (MG)، ونموذج وسط المجموعة المدمجة (PMG)، ونموذج التأثيرات الثابتة الديناميكي (DFE)، وللمفاضلة بين هذه النماذج سيتم استخدام إختبار Hausman.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الفرع الأول: تقدير وتحليل أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على الرسملة السوقية (MC)

سيتم تقدير النموذج الأول للدراسة والمتمثل في أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر الرسملة السوقية للأسواق المالية العربية محل الدراسة وخلال الفترة (2000-2021)، وفق طريقة وسط المجموعة (MG)، وطريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG)، وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكي (DFE) وللمفاضلة بينهم تم الإستعانة بإختبار هوسمان.

أولاً: تقدير نموذج (Panel ARDL) للرسملة السوقية (MC) بإستخدام MG و PMG و DFE: يوضح الجدول الموالي نتائج تقدير النموذج الأول للدراسة في المدى الطويل والمدى القصير وفق طريقة وسط المجموعة (MG)، وطريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG)، وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكي (DFE).

الجدول رقم (03-12): نتائج تقدير نموذج (Panel ARDL) للرسملة السوقية (MC) بإستخدام MG و PMG و DFE

variables	PMG		MG		DFE	
	Long Run	Short Run	Long Run	Short Run	Long Run	Short Run
ECT		-0.320 (0.098)		-0.321 (0.083)		-0.193 (0.006)
D.FPI		-4.424 (0.213)		-5.362 (0.227)		-0.3610 (0.389)
D.INF		-2.265 (149.0)		-1.368 (0.099)		-0.3341 (0.391)
FPI	1.174 (0.072)		- 165.138 (0.365)		0.2242 (0.936)	
INF	1.973 (0.001)		-65.885 (0.733)		0.2549 (0.930)	
constant		17.336 (0.003)		26.729 (0.000)		16.540 (0.012)

() القيمة التي بين قوسين تشير إلى مستوى المعنوية.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

وللمفاضلة بين PMG، MG، DFE يتم الإستعانة بإختبار هوسمان، والنتائج موضحة في الجدول

الموالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الجدول رقم (03-13): نتائج إختبار Hausman الخاصة بالنموذج الأول (MC)

الإختبار	المفاضلة	قيمة الإحتمال	قيمة الإحصائية	القرار
Hausman	MG أو PMG	0.5330	1.26	PMG
	DFE أو PMG	0.9997	0.00	PMG

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

من خلال نتائج إختبار Hausman والموضحة في الجدول رقم(03-13): نجد بأن القيمة الإحتمالية التي بلغت 0.53 أكبر من مستوى المعنوية 5%، وكذا القيمة الإحتمالية 0.99 أكبر من مستوى المعنوية 5% وبالتالي قبول فرضية العدم التي تنص على تجانس المعلمات في المدى الطويل لدى عينة الدراسة بينما تقديرات المدى القصير وتصحيح الخطأ غير متجانسة وتتفاوت من سوق مالي إلى آخر وبالتالي فإن نموذج وسط المجموعة المدمجة (PMG) هو أفضل من نموذج وسط المجموعة (MG)، وأفضل من نموذج التأثيرات الثابتة الديناميكي (DFE)، ومنه يمكننا القول بأن (PMG) هو الأنسب لتقدير النموذج الأول للدراسة.

من خلال نتائج الجدول رقم (03-12) نلاحظ ما يلي:

- حد تصحيح الخطأ (ECT) ظهر بإشارة سالبة (-0.3204383)، وبلغت قيمة الإحتمال الحرج (0.098) وبالتالي مقبول معنويا عند مستوى 10%، وهو ما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك وعلاقة توازنية قصيرة الأجل بإتجاه علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة (FPI) و (INF) والمتغير التابع (MC) وهذا يشير إلى قدرة النموذج على تصحيح الإنحرافات في الأجل الطويل، أي أن 32% من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها من أجل العودة إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل في 3 سنوات.
- وجود أثر موجب ومعنوي لصافي إستثمارات الحافظة على الرسملة السوقية (MC) في المدى الطويل، وهذا عند مستوى معنوية 10%، حيث أن زيادة صافي إستثمارات الحافظة بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة الرسملة السوقية للأسواق المالية العربية محل الدراسة ب 1.174 وحدة، ويمكن تفسير ذلك بأن إقبال المستثمرين الأجانب على الإستثمار في الأسواق المالية العربية وشراء الأدوات المالية طويلة الأجل، سيساهم في زيادة الطلب على أسهم الشركات المحلية، وهو ما ينعكس إيجابا على الرسملة السوقية للشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، وبالتالي قدرة هذه الأخيرة على تمويل الإقتصاد في الدول العربية، ومنه يمكن القول بأن الإستثمار الأجنبي غير المباشر يساهم بشكل كبير في تطور حجم الأسواق المالية العربية محل الدراسة، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسات كل من: الزبيدي عباس محمد علو (2014)، (2017) Abu

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

Siska, (2024)، Adumekwe, Mirian(2023)، (2022)، Shanab, S E., Duraipandi, O., Tio, L., & Ameen, A
 - وجود أثر موجب ومعنوي في الأجل الطويل لمعدل التضخم على الرسملة السوقية (MC)، حيث أن زيادة معدل التضخم بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة الرسملة السوقية للأسواق المالية العربية محل الدراسة ب 1.973 وحدة، ويمكن تفسير ذلك بأن إرتفاع معدل التضخم يدفع بالمستثمرين لشراء الأسهم، لأن هذه الأخيرة تعتبر وسيلة فعالة للتحوط من مخاطر التضخم، وبالتالي زيادة الطلب على أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، وهذا ما يؤدي بدوره إلى إرتفاع القيمة السوقية، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة كل من: سراي صالح وبن مرزوق نبيل (2020)، علي عبد الله وخيرة بلحمري (2015).

ثانياً: تقدير نموذج (Panel ARDL) للرسملة السوقية حسب كل سوق مالي: الجدول الموالي يوضح نتائج تقدير (Panel ARDL) للرسملة السوقية في المدى القصير وحسب كل سوق مالي، وفق نموذج وسط المجموعة المدمجة (PMG).

الجدول رقم (03-14): المعاملات المقدرة بالمدى القصير للرسملة السوقية (MC) حسب كل سوق مالي

	PMG	BHB	EGX	ASE	BKW	MSX	SAE
FPI	-4,42	1.41	-0.64	-21.66	0.13	-4.80	-0.977
	*(0.213)	*(0.010)	*(0.084)	*(0.080)	*(0.591)	*(0.003)	*(0.218)
INF	-2,26	-0,23	-1,034	-2.30	-0,470	0,34	-9,89
	*(0.149)	*(0.877)	*(0.105)	*(0.278)	*(0.004)	*(0.724)	*(0.058)
ECT	-0,320	-0,152	-0,031	-0,22	-0.31	-1,25	0,049
	*(0.098)	*(0.250)	*(0.825)	*(0.113)	*(0.002)	*(0.000)	*(0.785)

() * تشير إلى مستوى المعنوية عند 1% و 5% و 10%.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

من خلال الجدول رقم (03-14) نلاحظ:

- وجود أثر سلبي غير معنوي لصافي إستثمارات الحافظة (FPI) على الرسملة السوقية (MC) في الأجل القصير، حيث أن زيادة صافي إستثمارات الحافظة بوحدة واحدة يؤدي إلى إنخفاض الرسملة السوقية للأسواق المالية العربية محل الدراسة ب 4.42 وحدة، ويمكن أن يرجع ذلك إلى طبيعة هذا النوع من الإستثمار والذي يتسم بقصر الأجل وسرعة تنقله من سوق مالي إلى آخر (الأموال الساخنة)، كما يكون الدافع من دخوله هو المضاربة، فعند حدوث مثلًا إضطرابات سياسية في الدول العربية، أو إرتفاع في نسبة الضرائب المفروضة على الأرباح الرأسمالية في البورصات العربية والتي تؤثر على عوائد الأوراق المالية، يتوجه المستثمرون الأجانب إلى بيع ما بحوزتهم من أوراق مالية محلية، وهو ما يترتب عليه حدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية، مما ينعكس سلبيًا على القيمة السوقية.

- وجود أثر سلبي غير معنوي لمعدل التضخم (INF) على الرسملة السوقية (MC) في الأجل القصير، حيث أن زيادة معدل التضخم بوحدة واحدة يؤدي إلى إنخفاض الرسملة السوقية للأسواق المالية العربية محل الدراسة ب 2.26 وحدة، فعند إرتفاع معدلات التضخم ترتفع تكاليف الإنتاج، ما يؤدي إلى إنخفاض الأرباح وعوائد الشركات المصدرة للأسهم، وبالتالي إنخفاض الطلب على أسهمها، وتراجع القيمة السوقية ومن جهة أخرى فإن إرتفاع معدل التضخم يقود إلى توجيه الجزء الأكبر من الدخل للإستهلاك والتقليل من الإنفاق الإستثماري، مما يؤدي إلى تراجع الطلب على الأوراق المالية، وإنخفاض أسعارها، وهذا ما سينعكس سلبيًا على الرسملة السوقية، وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة: (Abu Shanab, S (2017)، بوزغوب مريم وعيسى نجاه (2023).

- وجود أثر سلبي في الأجل القصير بين صافي إستثمارات الحافظة والرسملة السوقية في كل من بورصة عمان، بورصة مسقط، بورصة السعودية وبورصة مصر.

- وجود أثر إيجابي في الأجل القصير بين صافي إستثمارات الحافظة والرسملة السوقية في بورصة الكويت وبورصة البحرين.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الفرع الثاني: تقدير وتحليل أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر حجم التداول (VTR)

سيتم تقدير النموذج الثاني للدراسة والمتمثل في أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر حجم التداول للأسواق المالية العربية محل الدراسة وخلال الفترة (2000-2021)، وفق طريقة وسط المجموعة (MG)، وطريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG)، وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكي (DFE)، وللمفاضلة بينهم تم الإستعانة بإختبار هوسمان.

أولاً: تقدير نموذج (Panel ARDL) لمؤشر حجم التداول (VTR) بإستخدام MG و PMG و DFE: يوضح الجدول الموالي نتائج تقدير النموذج الثاني للدراسة في المدى الطويل والمدى القصير وفق طريقة وسط المجموعة (MG)، وطريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG)، وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكي (DFE).

الجدول رقم (03-15): نتائج تقدير نموذج (Panel ARDL) لمؤشر حجم التداول (VTR) بإستخدام MG و PMG و DFE

variables	PMG		MG		DFE	
	Long Run	Short Run	Long Run	Short Run	Long Run	Short Run
ECT		-0.304 (0.000)		-0.3494 (0.000)		-0.2756 (0.000)
D.FPI		-1.0415 (0.478)		-2.6237 (0.256)		-0.4891 (0.328)
D.INF		-0.2402 (0.678)		-0.5639 (0.748)		0.0855 (0.853)
FPI	0.8463 (0.099)		8.9875 (0.024)		3.6249 (0.120)	
INF	0.7344 (0.100)		-7.0273 (0.545)		-0.2097 (0.931)	
constant		11.3865 (0.008)		12.5610 (0.012)		9.3398 (0.140)

() القيمة التي بين قوسين تشير إلى مستوى المعنوية.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

وللمفاضلة بين PMG، MG، DFE يتم الإستعانة بإختبار هوسمان، والنتائج موضحة في الجدول

الموالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الجدول رقم (03-16): نتائج إختبار Hausman الخاصة بالنموذج الثاني (VTR)

الإختبار	المفاضلة	قيمة الإحتمال	قيمة الإحصائية	القرار
Hausman	MG أو PMG	0.1764	3.47	PMG
	DFE أو PMG	0.9993	0.00	PMG

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

من خلال نتائج إختبار Hausman والموضحة في الجدول رقم (03-16) نجد بأن القيمة الإحتمالية التي بلغت 0.176 أكبر من مستوى المعنوية 5%، وكذا القيمة الإحتمالية 0.99 أكبر من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي قبول فرضية العدم التي تنص على تجانس المعلمات في المدى الطويل لدى عينة الدراسة بينما تقديرات المدى القصير وتصحيح الخطأ غير متجانسة وتتفاوت من سوق مالي إلى آخر وبالتالي فإن نموذج وسط المجموعة المدمجة (PMG) هو أفضل من نموذج وسط المجموعة (MG)، وأفضل من نموذج التأثيرات الثابتة الديناميكي (DFE)، ومنه يمكننا القول بأن (PMG) هو الأنسب لتقدير النموذج الثاني للدراسة.

ومن خلال نتائج الجدول رقم (03-15) نلاحظ ما يلي:

- حد تصحيح الخطأ (ECT) ظهر بإشارة سالبة (-0.304)، وبلغت قيمة الإحتمال الحرج (0.000) أي أنه معنوي عند مستوى 1% و5% و10%، وهو ما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك وعلاقة توازنية قصيرة الأجل بإتجاه علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة (FPI) و (INF) والمتغير التابع (VTR) وهذا يشير إلى قدرة النموذج على تصحيح الإنحرافات في الأجل الطويل، أي أن 30% من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها من أجل العودة إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل في 3 سنوات.
- وجود أثر إيجابي ومعنوي لصافي إستثمارات الحافظة على مؤشر حجم التداول (VTR) في الأجل الطويل، وهذا عند مستوى معنوية 10%، حيث أن زيادة صافي إستثمارات الحافظة بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة مؤشر حجم التداول للأسواق المالية العربية محل الدراسة ب 0.8463 وحدة، ويمكن تفسير ذلك بأن دخول رؤوس الأموال الأجنبية في شكل إستثمارات أجنبية غير مباشرة إلى الأسواق المالية العربية، يساهم في زيادة عمليات البيع والشراء أي زيادة عدد الأوراق المالية المتداولة، مما ينعكس إيجاباً على حجم التداول الكلي، وبالتالي فإن الإستثمار الأجنبي غير المباشر يساهم في تعزيز السيولة في البورصات العربية. وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسات كل من: الزبيدي عباس محمد علو (2014)، هشام طلعت عبد الحكيم (2015).

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

- وجود أثر إيجابي لمعدل التضخم (INF) على مؤشر حجم التداول (VTR) في الأجل الطويل، حيث أن زيادة معدل التضخم بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة مؤشر حجم التداول للأسواق المالية العربية محل الدراسة ب 0.7344 وحدة، ويمكن تفسير ذلك بأن إرتفاع معدل التضخم يدفع بالمستثمرين لشراء الأسهم، لأنها تعتبر وسيلة فعالة للتحوط من مخاطر التضخم، وبالتالي زيادة عدد الأسهم المتداولة، وهذا بدوره يساهم في زيادة حجم التداول الكلي في الأسواق المالية العربية، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة كل من: صالح سراي ونبييل بن مرزوق (2020)، علي عبد الله وخيرة بلحمري (2015).

ثانياً: تقدير نموذج (Panel ARDL) لمؤشر حجم التداول حسب كل سوق مالي: الجدول الموالي يوضح نتائج تقدير (Panel ARDL) لمؤشر حجم التداول في المدى القصير وحسب كل سوق مالي، وفق نموذج وسط المجموعة المدمجة (PMG).

الجدول رقم (17-03): المعاملات المقدرة بالمدى القصير لمؤشر حجم التداول (VTR) حسب كل سوق مالي

	PMG	BHB	EGX	ASE	BKW	MSX	SAE
FPI	-1,041	2.45	0.148	-8.040	-0.444	-0.436	0.067
	*(0.478)	*(0.388)	*(0.510)	*(0.438)	*(0.275)	*(0.256)	*(0.938)
INF	-0,240	-2,23	0,429	1.80	-0,143	0,0744	-1,375
	*(0.678)	*(0.811)	*(0.244)	*(0.307)	*(0.533)	*(0.785)	*(0.800)
ECT	-0,304	-0,256	-0,177	-0,280	-0.301	-0,556	-0,252
	*(0.000)	*(0.072)	*(0.170)	*(0.056)	*(0.038)	*(0.025)	*(0.087)

() * تشير إلى مستوى المعنوية عند 1% و 5% و 10%.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

من خلال الجدول رقم (17-03) نلاحظ:

- وجود أثر سلبي غير معنوي لصافي إستثمارات الحافظة (FPI) على مؤشر حجم التداول (VTR) في الأجل القصير، حيث أن زيادة صافي إستثمارات الحافظة بوحدة واحدة يؤدي إلى إنخفاض مؤشر حجم التداول للأسواق المالية العربية محل الدراسة ب 1.041 وحدة، ويرجع ذلك إلى أن المستثمرين الأجانب يفضلون القيام بعمليات التداول قصيرة الأجل وذلك لأجل المضاربة والإستفادة من فروقات الأسعار، مما

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

يؤدي إلى حدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية المتداولة، ويزيد من عدم ثقة المستثمرين ويجعلهم يحجمون عن الإستثمار في الأسواق المالية، وهذا ما ينعكس سلبا على مؤشر حجم التداول.

- وجود أثر سلبي غير معنوي لمعدل التضخم (INF) على مؤشر حجم التداول (VTR) في الأجل القصير حيث أن زيادة معدل التضخم بوحدة واحدة يؤدي إلى إنخفاض مؤشر حجم التداول للأسواق المالية العربية محل الدراسة ب 0.240 وحدة، ويمكن أن يعود ذلك إلى أن إرتفاع معدل التضخم يساهم في زيادة التقلبات في أسعار الأوراق المالية، مما يجعل الأسواق المالية أقل إستقرارا، وبالتالي يقل توجه المستثمرين نحو الإستثمار في الأوراق المالية، وهذا بدوره يؤثر سلبا على مؤشر حجم التداول.

- وجود أثر سلبي غير معنوي لصافي إستثمارات الحافظة على مؤشر حجم التداول في بورصة عمان بورصة الكويت، بورصة مسقط.

- وجود أثر إيجابي غير معنوي لصافي إستثمارات الحافظة على مؤشر حجم التداول في بورصة البحرين بورصة مصر، بورصة السعودية.

الفرع الثالث: تقدير وتحليل أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على معدل الدوران (TR)

سيتم تقدير النموذج الثالث للدراسة والمتمثل في أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على معدل الدوران للأسواق المالية العربية محل الدراسة وخلال الفترة (2000-2021)، وفق طريقة وسط المجموعة (MG)، وطريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG)، وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكي (DFE)، وللمفاضلة بينهم تم الإستعانة بإختبار هوسمان.

أولا: تقدير نموذج (Panel ARDL) لمعدل الدوران (TR) بإستخدام MG و PMG و DFE: يوضح الجدول الموالي نتائج تقدير النموذج الثالث للدراسة في المدى الطويل والمدى القصير وفق طريقة وسط المجموعة (MG)، وطريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG)، وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكي (DFE).

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الجدول رقم (03-18): نتائج تقدير نموذج (Panel ARDL) لمعدل الدوران (TR) باستخدام MG و PMG و DFE

Variables	PMG		MG		DFE	
	Long Run	Short Run	Long Run	Short Run	Long Run	Short Run
ECT		-0.3969 (0.000)		-0.5356 (0.000)		-0.5378 (0.000)
D.FPI		-0.1553 (0.508)		- 0.3675 (0.139)		0,0171 (0.969)
D.INF		0.9819 (0.268)		0.8431 (0.335)		-0.5 145 (0,217)
FPI	2.3356 (0.001)		2.4600 (0.031)		0.6756 (0.520)	
INF	3.2601 (0.000)		2.8890 (0.000)		1.9526 (0.080)	
Constant		9.2406 (0.165)		12.9812 (0.109)		1.550 (0.001)

() تشير إلى مستوى المعنوية.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

وللمفاضلة بين PMG، MG، DFE يتم الإستعانة بإختبار هوسمان، والنتائج موضحة في الجدول

الموالي:

الجدول رقم (03-19): نتائج إختبار Hausman الخاصة بالنموذج الثالث (TR)

القرار	قيمة الإحصائية	قيمة الإحتمال	المفاضلة	الإختبار
PMG	0.47	0.7888	MG أو PMG	Hausman
PMG	0.00	0.9982	DFE أو PMG	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

من خلال نتائج إختبار Hausman والموضحة في الجدول رقم (03-19) نجد بأن القيمة الإحتمالية التي بلغت 0.7888 أكبر من مستوى المعنوية 5%، وكذا القيمة الإحتمالية 0.9982 أكبر من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي قبول فرضية العدم التي تنص على تجانس المعلمات في المدى الطويل لدى عينة الدراسة، بينما تقديرات المدى القصير وتصحيح الخطأ غير متجانسة وتفاوتت من سوق مالي إلى آخر وبالتالي، فإن نموذج وسط المجموعة المدمجة (PMG) هو أفضل من نموذج وسط المجموعة (MG) وأفضل من نموذج التأثيرات الثابتة الديناميكي (DFE)، ومنه يمكننا القول بأن (PMG) هو الأنسب لتقدير النموذج الثالث للدراسة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

ومن خلال نتائج الجدول رقم(03-18) نلاحظ ما يلي:

- حد تصحيح الخطأ ظهر بإشارة سالبة (-0.3969)، وبلغت قيمة الاحتمال الحرج (0.000) أي أنه مقبول معنويا عند مستوى 1% و 5% و 10%، وهو ما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك وعلاقة توازنية قصيرة الأجل بإتجاه علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة (FPI) و (INF) والمتغير التابع (TR)، وهذا يشير إلى قدرة النموذج على تصحيح الإنحرافات في الأجل الطويل، أي أن 39% من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها من أجل العودة إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل في سنتين ونصف.

- وجود أثر إيجابي ومعنوي لصافي إستثمارات الحافظة على معدل الدوران (TR) في الأجل الطويل، عند مستوى معنوية 1% و 5% و 10%، حيث أن زيادة صافي إستثمارات الحافظة بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة معدل الدوران للأسواق المالية العربية محل الدراسة ب 2.3356 وحدة، وهذا يعني أن دخول الإستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الأسواق المالية العربية يعمل على تعزيز ثقة المستثمرين بهذه الأسواق، مما يساهم في زيادة الطلب على الأوراق المالية، وبالتالي زيادة عمليات التداول وإنخفاض تكاليف المعاملات، وهذا ما يدل على إرتفاع درجة السيولة في الأسواق المالية العربية، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة: الزبيدي عباس محمد علو(2014).

- وجود أثر إيجابي ومعنوي لمعدل التضخم على معدل الدوران في الأجل الطويل، حيث أن زيادة معدل التضخم بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة معدل الدوران للأسواق المالية العربية محل الدراسة ب 3.2601 وحدة ويمكن تفسير ذلك بأن إرتفاع معدل التضخم يدفع بالمستثمرين للإستثمار في الأسهم، وبالتالي زيادة عمليات التداول، ومن ثم إرتفاع معدل الدوران، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة كل من: علي عبد الله وخيرة بلحمري (2015)، صالح سراي ونبيل بن مرزوق (2020).

ثانيا: تقدير نموذج (Panel ARDL) لمعدل الدوران حسب كل سوق مالي: الجدول الموالي يوضح نتائج تقدير (Panel ARDL) لمعدل الدوران في المدى القصير، وحسب كل سوق مالي، وفق نموذج وسط المجموعة المدمجة (PMG).

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية

الجدول رقم (20-03): المعاملات المقدرة بالمدى القصير لمعدل الدوران (TR) حسب كل سوق مالي

	PMG	BHB	EGX	ASE	BKW	MSX	SAE
FPI	-0,155	-0.292	-0.810	0.789	-0.489	0.241	-0.370
	*(0.508)	*(0.005)	*(0.076)	*(0.825)	*(0.173)	*(0.782)	*(0.760)
INF	0,981	-0,030	-1,146	1.58	-0,569	1,1713	4,876
	*(0.268)	*(0.935)	*(0.104)	*(0.042)	*(0.023)	*(0.141)	*(0.472)
ECT	-0,3969	-0,080	-0.585	-0,326	-0.277	-0,554	-0,557
	*(0.000)	*(0.108)	*(0.000)	*(0.041)	*(0.006)	*(0.004)	*(0.006)

() * تشير إلى مستوى المعنوية عند 1% و 5% و 10%

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Stata 14.2.

من خلال الجدول رقم (20-03) نلاحظ:

- وجود أثر سلبي غير معنوي لصافي إستثمارات الحافظة (FPI) على معدل الدوران (TR) في الأجل القصير، حيث أن زيادة صافي إستثمارات الحافظة بوحدة واحدة يؤدي إلى إنخفاض معدل الدوران للأسواق المالية العربية محل الدراسة ب 0.155 وحدة، وتشير هذه النتيجة إلى أن المستثمرين الأجانب في هذه الأسواق يفضلون القيام بعمليات التداول قصيرة الأجل لغرض المضاربة والإستفادة من فروقات الأسعار هذا ما يحدث تقلبات في أسعار الأوراق المالية المتداولة ويزيد من عدم ثقة المستثمرين ويجعلهم يحجمون عن الإستثمار في الأسواق المالية العربية، مما يؤدي إلى إنخفاض تداول أسهم الشركات المدرجة، والتأثير سلبي على معدل الدوران.

- وجود أثر إيجابي غير معنوي لمعدل التضخم (INF) على معدل الدوران (TR) في الأجل القصير.

- وجود أثر إيجابي غير معنوي في الأجل القصير لصافي إستثمارات الحافظة ومعدل الدوران في بورصة عمان وبورصة مسقط.

- وجود أثر سلبي في الأجل القصير لصافي إستثمارات الحافظة على معدل الدوران في بورصة مصر وبورصة الكويت، بورصة السعودية، بورصة البحرين.

الفرع الرابع: إختبار السببية (Dumitrescu-Hurlin)

يستخدم إختبار جرانجر للسببية الذي طوره كل من (2012) Dumitrescu-Hurlin لتحديد إتجاه السببية بين متغيرات النموذج في حالة وجودها، وتنص الفرضية الصفرية H_0 على عدم وجود علاقة سببية متجانسة في أي مقطع عرضي، أما الفرضية البديلة H_1 فتتص على وجود علاقة سببية غير متجانسة في مقطع عرضي واحد على الأقل، والجدول الموالي يوضح نتائج هذا الإختبار:

الجدول رقم (21-03): نتائج إختبار السببية (Dumitrescu-Hurlin)

INF	FPI	TR	VTR	MC	
***0.0003	9206.0	***0.0000	***0.0000	-	MC
0002.0	**0194.0	***0.0000	-	***0027.0	VTR
***0.0047	0.1789	-	0.4533	707.09	TR
0.2308	-	***0.0086	*0.0632	*0.0527	FPI
-	0.5276	0.3906	0.8366	0.8236	INF

(*) (**) (***) تشير إلى مستوى المعنوية 10%، 05%، 01% على التوالي.
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews11.

من خلال الجدول رقم (21-03) نلاحظ:

- وجود علاقة سببية في إتجاه واحد من صافي إستثمارات الحافظة (FPI) نحو الرسملة السوقية (MC).
- وجود علاقة سببية ثنائية الإتجاه بين صافي إستثمارات الحافظة (FPI) ومؤشر حجم التداول (VTR).
- وجود علاقة سببية في إتجاه واحد من صافي إستثمارات الحافظة (FPI) نحو معدل الدوران (TR).
- لا توجد علاقة سببية في أي إتجاه بين صافي إستثمارات الحافظة (FPI) ومعدل التضخم (INF).

خلاصة

من خلال تحليل مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة إتضح أن هناك تبيان في حجم وسيولة هذه الأسواق، فهي مرتفعة في الأسواق المالية الخليجية كالمملكة العربية السعودية والكويت وبدرجة أقل البحرين، بينما تعد منخفضة في سلطنة عمان، كما تتفاوت الدول العربية من حيث الحصة المتدفقة من الإستثمار الأجنبي غير المباشر، حيث نجد أن البورصات الخليجية كذلك وخاصة بورصة السعودية من أكثر البورصات العربية جاذبية للإستثمارات الأجنبية، وأكثرها نشاطا وتطورا، حيث إستحوذت على الجزء الأكبر من هذه التدفقات خلال فترة الدراسة.

وبناء على الدراسات السابقة قمنا بتصميم نموذج لقياس أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات أداء الأسواق المالية والمتمثلة في: الرسملة السوقية، مؤشر حجم التداول، معدل الدوران، بإستخدام بانل الديناميكي (Dynamic Panel Model) على عينة مكونة من 6 أسواق مالية عربية وذلك من خلال ثلاث نماذج، حيث تم تقدير هذه النماذج وفق طريقة وسط المجموعة (MG)، وطريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG)، وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكي (DFE)، ومن خلال إختبار Hausman تبين بأن طريقة (PMG) هي الملائمة لدراسة وتحليل المعطيات للنماذج الثلاثة المقترحة.

وقد أكدت الدراسة التطبيقية الأثر الواضح للإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة، حيث تبين أن هناك تأثير إيجابي ومعنوي لصافي إستثمارات الحافظة على كل من الرسملة السوقية (MC)، مؤشر حجم التداول (VTR)، معدل الدوران (TR) في الأجل الطويل وهذه النتائج تتوافق مع مجموعة من الدراسات التي تؤيد الأثر الإيجابي للإستثمار الأجنبي غير المباشر في تطوير حجم الأسواق المالية وتعزيز سيولتها.

الخاتمة العامة

تم من خلال هذه الدراسة إختبار أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء عينة من الأسواق المالية العربية والمتمثلة في (بورصة البحرين، بورصة مصر، بورصة عمان، بورصة الكويت بورصة مسقط وبورصة السعودية) خلال الفترة (2000-2021)، ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة قمنا بمعالجة هذه الدراسة من خلال ثلاث فصول، حيث يعتبر الفصل الأول الإنطلاقة النظرية لأهم المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية والإستثمار الأجنبي غير المباشر، أما الفصل الثاني والذي يعتبر كتمهيد للدراسة التطبيقية فقد تطرقنا فيه إلى واقع الأسواق المالية العربية من خلال عرض مختصر لنشأتها، معوقاتنا ومتطلبات تطورها، إضافة إلى تحليل أدائها من خلال المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ومؤشرات الحجم ومؤشرات السيولة، وكذا تحليل تدفقات إستثمارات الحافظة في الدول العربية، وفي الأخير تم عرض بعض الإستراتيجيات المتبعة من قبلها لتشجيع الإستثمارات الأجنبية، أما الفصل التطبيقي فقد خصصناه لقياس أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء الأسواق المالية العربية للفترة (2000-2021)، وذلك من خلال ثلاث نماذج، حيث تطرقنا فيه إلى تحليل أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة من خلال مؤشر الرسملة السوقية، مؤشر حجم التداول، معدل دوران الأسهم، ثم عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بنماذج البانل، وبعدها تحديد الإطار العام للدراسة وإجراء الإختبارات الأولية، وفي الأخير قمنا بتقدير النماذج الثلاثة للدراسة بإستخدام نماذج بانل الديناميكي وتحليل النتائج التي تم التوصل إليها.

❖ نتائج إختبار فرضيات الدراسة

1. **الفرضية الأولى:** أظهرت نتائج تقدير النموذج الأول للدراسة وفق طريقة PMG وجود أثر إيجابي ومعنوي في الأجل الطويل للإستثمار الأجنبي غير المباشر على الرسملة السوقية للأسواق المالية العربية محل الدراسة، أما في المدى القصير فهناك أثر سلبي غير معنوي للإستثمار الأجنبي غير المباشر على الرسملة السوقية للأسواق المالية العربية محل الدراسة، ومنه ننفي صحة الفرضية الأولى.

2. **الفرضية الثانية:** أظهرت نتائج تقدير النموذج الثاني للدراسة وفق طريقة PMG وجود أثر إيجابي ومعنوي في الأجل الطويل للإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشر حجم التداول للأسواق المالية العربية محل الدراسة، أما في المدى القصير فهناك أثر سلبي غير معنوي للإستثمار الأجنبي غير

المباشر على مؤشر حجم التداول للأسواق المالية العربية محل الدراسة، ومنه ننفي صحة الفرضية الثانية.

3. **الفرضية الثالثة:** أظهرت نتائج تقدير النموذج الثالث للدراسة وفق طريقة PMG وجود أثر إيجابي ومعنوي في الأجل الطويل للإستثمار الأجنبي غير المباشر على معدل الدوران للأسواق المالية العربية محل الدراسة، أما في المدى القصير فهناك أثر سلبي غير معنوي للإستثمار الأجنبي غير المباشر على معدل الدوران للأسواق المالية العربية محل الدراسة، ومنه نثبت صحة الفرضية الثالثة.

4. **الفرضية الرابعة:** من خلال إختبار السببية (Dumitrescu-Hurlin) تبين وجود علاقة سببية أحادية الإتجاه من الإستثمار الأجنبي غير المباشر إلى كل من الرسملة السوقية ومعدل الدوران للأسواق المالية العربية محل الدراسة، وكذا وجود علاقة سببية ثنائية الإتجاه بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشر حجم التداول للأسواق المالية العربية محل الدراسة، ومنه ننفي صحة الفرضية الرابعة.

❖ نتائج الدراسة النظرية

من خلال الجانب النظري للدراسة تم التوصل إلى مجموعة من النتائج نوجز أهمها فيما يلي:

- يتم الحكم على أداء الأسواق المالية من خلال عدة مؤشرات من أهمها: مؤشرات الحجم وتقاس من خلال عدد الشركات المدرجة ومؤشر الرسملة السوقية، مؤشرات السيولة ويتم قياسها من خلال مؤشر حجم التداول ومعدل الدوران الأسهم.

- تعد السيولة من أهم المؤشرات الدالة على تطور أسواق الأسواق المالية، فهي تعتبر حافز للمستثمرين المحليين والأجانب للإستثمار، وبالتالي فهي تساهم في توفير التمويل اللازم للمشروعات هذا كما أنها في ذات الوقت تخلق بيئة مشجعة على الإستثمار قصير الأجل مما يضعف عزيمة المستثمرين ويتيح المجال أمام السلوك المضاربي.

- يعد الإستثمار الأجنبي غير المباشر شكل من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى جانب الإستثمار الأجنبي المباشر، ويتمثل في قيام المستثمرين الأجانب بشراء أسهم أو سندات لإحدى الشركات المحلية أو شراء أدوات مالية أخرى، دون أن يعطى لهم الحق في ممارسة أي نوع من أنواع الرقابة أو المشاركة في التنظيم والإدارة.

- يصنف الإستثمار الأجنبي على أنه إستثمار أجنبي غير مباشر إذا لم تتجاوز نسبة ملكية المستثمر 10% من أسهم الشركات المحلية.
- تعد بنية الأسواق المالية ومدى تطورها وكذا السياسات الإقتصادية التي تتبناها الدولة والظروف السياسية من أهم العوامل التي يأخذها المستثمر الأجنبي بعين الإعتبار عند إتخاذ قرار الإستثمار وبالتالي فإن نصيب أي دولة من تدفقات الإستثمارات الأجنبية تتوقف على مدى توفر هذه العوامل.
- بالرغم من الآثار الإيجابية للإستثمار الأجنبي غير المباشر على الأسواق المالية للدول المضيفة إلا أنه كثيرا ما أدى إلى حدوث أزمات مالية كأزمة المكسيك وأزمة جنوب شرق آسيا، وذلك نظرا للخصائص التي يتسم بها هذا النوع من الإستثمار فهو من أكثر الأنواع خطورة وأشدّها تقريبا.

❖ نتائج الدراسة التطبيقية

من أهم النتائج التي تم التوصل إليها خلال الجانب التطبيقي للدراسة ما يلي:

- تعتبر الأسواق المالية العربية حديثة النشأة مقارنة بالأسواق المالية العالمية، وتختلف هذه الأسواق من حيث تاريخ إنشائها والظروف المحيطة بها، ودرجة إنفتاحها وغيرها من الخصائص التي ترتبط بكل سوق.
- من خلال تحليل مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية إتضح لنا محدودية أدائها وضعف دورها داخل إقتصادياتها، وهذا ما يؤكد بأنها لازالت غير قادرة على جذب المدخرات المحلية والأجنبية وتوظيفها كإستثمارات، ويرجع ذلك للعديد من الأسباب من أهمها ضيق حجمها وضعف درجة سيولتها، وعدم وجود تنوع في الأدوات المتداولة فيها، وكذا ضعف الإفصاح والشفافية.
- إرتفاع مؤشر حجم التداول أو معدل دوران الأسهم لا يعكس دائما حجم السيولة الحقيقية في الأسواق المالية العربية، فقد تكون عمليات المضاربة هي السبب الرئيسي في إرتفاع حجم التداول لأن هذه العملية تزيد من دوران الأسهم بيعا وشراء.

- تدني نصيب الدول العربية من صافي إستثمارات الحافظة، وهذا ما يعكس ضعف جاذبيتها للإستثمارات الأجنبية، ويعود ذلك أساسا إلى ضعف بنية الأسواق المالية العربية، وتدهور الأوضاع السياسية في بعض الدول العربية والتي من شأنها أن تؤثر على الأوضاع العامة للعالم العربي.
- تهتم الدول العربية كغيرها من دول العالم بإستقطاب الإستثمارات الأجنبية إلى أسواقها المالية ويتضح ذلك من خلال تبنيتها لإستراتيجيات تعزز حصتها من تدفقاته.
- تتفاوت الدول العربية من حيث حصة الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة المتدفقة إليها، حيث نجد أن الدول الخليجية وخاصة السعودية من أكثر الدول العربية جاذبية للإستثمارات الأجنبية غير المباشرة، حيث إستحوذت على الجزء الأكبر من هذه التدفقات خلال فترة الدراسة.
- من خلال نتائج إختبارات جذر الوحدة (Unit Root Test) تبين أن متغيرات الدراسة غير مستقرة عند نفس الدرجة فهي مزيج بين $I(0)$ و $I(1)$.
- بينت نتائج إختبار Hausman أن نموذج وسط المجموعة المدمجة (PMG) هو الملائم لتقدير النماذج الثلاثة للدراسة.
- حد تصحيح الخطأ (ECT) ظهر بإشارة سالبة بالنسبة للنماذج الثلاثة الخاصة بالدراسة، وهذا ما يثبت وجود علاقة تكامل مشترك وعلاقة توازنية قصيرة الأجل بإتجاه علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، مما يشير إلى قدرة هذه النماذج على تصحيح الإنحرافات في الأجل الطويل.
- أوضحت نتائج تقدير النماذج الثلاثة للدراسة بإستخدام طريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG) وجود أثر سلبي غير معنوي لصافي إستثمارات الحافظة على كل من (الرسملة السوقية، مؤشر حجم التداول، معدل الدوران) في الأجل القصير، وهذا الأثر يتحول إلى إيجابي ومعنوي في الأجل الطويل.
- يختلف تأثير الإستثمار الأجنبي غير المباشر على مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة من سوق مالي إلى آخر في المدى القصير، وهذا نظرا للتباين في مستوى تطورها وكذا إختلاف الأوضاع الإقتصادية والسياسية.

- أثبتت نتائج تقدير النماذج الثلاثة للدراسة باستخدام طريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG) وجود أثر موجب ومعنوي في الأجل الطويل لمعدل التضخم على كل من (الرسمة السوقية ومؤشر حجم التداول، معدل الدوران).

- أظهرت نتائج إختبار السببية (Dumitrescu-Hurlin) وجود وجود علاقة سببية في إتجاه واحد من الإستثمار الأجنبي غير المباشر إلى كل من الرسمة السوقية ومعدل الدوران، وعلاقة ثنائية الإتجاه بين الإستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشر حجم التداول.

❖ الإقتراحات

من خلال ما تم تناوله في هذه الدراسة، يمكننا تقديم جملة من الإقتراحات التي تعزز جاذبية الدول العربية للإستثمارات الأجنبية غير المباشرة مما يساهم في تنشيط وتطوير أداء أسواقها المالية ويمكن إيجاز أهم هذه الإقتراحات فيما يلي:

- يجب على الدول العربية العمل على تعزيز كفاءة أسواقها المالية، وتوعية الشركات المدرجة بضرورة التقيد بمعايير الإفصاح الدولية عند إعداد قوائمها المالية.

- على الدول العربية الإهتمام بتفعيل أسواقها المالية، من خلال زيادة العرض وتبسيط إجراءات الإدراج، مما يساهم في زيادة حجم الإصدارات، وإرتفاع الرسمة السوقية، وهذا ما سينعكس إيجابيا على جاذبية البورصات العربية للإستثمارات الأجنبية.

- العمل على تنويع الأوراق المالية المتداولة في البورصات العربية من خلال إدراج أدوات مالية مستحدثة، والتي تسمح للمستثمرين المحليين والأجانب بتنويع إستثماراتهم، وكذا السماح للشركات المحلية بطرح شهادات إيداع دولية في البورصات العالمية.

- يجب على الدول العربية تقديم الحوافز والتسهيلات للمستثمرين الأجانب، حيث نجد بأنهم يبحثون دوما عن الدولة التي تكون فيها الضرائب على الأرباح الرأسمالية والفوائد منخفضة، وكذا التخفيف من القيود المفروضة عليهم فيما يخص تملك وتداول الأدوات المالية في البورصات العربية.

- ضرورة إصدار القوانين المتعلقة بحماية المستثمرين الأجانب وأموالهم داخل البلد المضيف، وإعادة النظر في قوانين الإستثمار بالدول العربية.

- نظرا لأهمية الإستقرار الإقتصادي والسياسي في قرارات المستثمرين الأجانب، فمن الضروري إتباع سياسات إقتصادية سليمة، وتوفير الإستقرار السياسي في الدول العربية.
- إلى جانب إهتمام الدول العربية بتشجيع الإستثمار الأجنبي غير المباشر، ينبغي عليها إتخاذ سياسات للتحكم في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل ووضع حد للعمليات المضاربة البحتة.
- ضرورة إنشاء سوق مالية عربية موحدة.

❖ آفاق الدراسة

بعد عرض نتائج الدراسة وتقديم مجموعة من الإقتراحات، تبين أن هناك بعض الجوانب التي لم يتسنى لنا دراستها بشكل مفصل، والتي من الممكن أن تكون المنطلق لإعداد دراسات أخرى مكملة لهاته الدراسة نذكر منها:

- أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على النمو الإقتصادي في الدول العربية.
- دراسة محددات الإستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية.
- أثر كفاءة الأسواق المالية العربية على تدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر.

قائمة المراجع

I. قائمة المراجع باللغة العربية:

1) القوانين والمراسيم

1. القانون رقم (1) المؤرخ في 07/01/2019، الخاص بتنظيم استثمار رأس المال غير القطري في النشاط الاقتصادي، المادة رقم 07، الجريدة الرسمية، العدد 02.

2) الكتب

2. إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2010.

3. إبراهيم محمد علي العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار ثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2010.

4. أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.

5. بن علي بلعزوز وآخرون، إدارة المخاطر (إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية)، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن 2013.

6. جلال عصران عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2010.

7. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.

8. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، ط7، الجزائر، 2010.

9. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات)، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.

10. عبد القادر محمد أحمد عبد الله وخالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، مطابع السروات، ط5، السعودية، 2017.
11. عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2021.
12. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، ط1، دمشق، سوريا، 2008.
13. عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، مصر، 2006.
14. الغالي بن إبراهيم ومحمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، ط1، بسكرة، الجزائر، 2019.
15. قيصر عبد الكريم الهيبي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، دمشق، سوريا، 2006.
16. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، ط1، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.
17. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، ط1، المملكة العربية السعودية، 2006.
18. محمد الفاتح محمود بشير، التمويل والاستثمار في الإسلام، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
19. محمد عبد الله محمد شاهين، أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)، دار حميثرا للنشر والترجمة، ط1، القاهرة، مصر، 2018.
20. محمد مطر، إدارة الإستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط7، عمان، الأردن، 2015.

3) المجالات والمقالات

21. أحمد زكريا صيام، آليات جذب الإستثمارات الخارجية إلى الدول العربية في ظل العولمة-الأردن نموذجاً، المجلد 2، العدد 3، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2005.
22. إفتخار محمد المناحي الرفيعي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2006-2017)، مجلة المستنصرية للدراسات العربية والدولية، المجلد 16، العدد 68، الجامعة المستنصرية، بغداد، العراق، 2019.
23. أمين تمار، أثر إستهلاك الطاقات المتجددة وغير المتجددة على التلوث البيئي في دول شمال إفريقيا للفترة (1990-2018) باستخدام بانل الديناميكي، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية المجلد 19، العدد 2، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2022.
24. إيمان خياري وعبد الجليل بوداح، أثر التحرير المالي على قلب العائد في سوق الأوراق المالية السعودي، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 16، العدد 1، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.
25. بن عمارة أحلام، دراسة تحليلية: إتجاهات الإستثمار العالمية الحالية ومستقبل الإستثمار العالمي مجلة جديد الإقتصاد، المجلد 12، العدد 1، الجمعية الوطنية للإقتصاديين الجزائريين، 2017.
26. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الاكاديمية، القاهرة، مصر، 2005
27. حيدر نعمة الفريجي، أثر التنويع الدولي في عائد ومخاطرة المحفظة الدولية (دراسة تطبيقية)، المجلة العراقية للعلوم الإقتصادية، المجلد 6، العدد 16، كلية الإدارة والإقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، 2008.

28. سامية زيطاري، أداء أسواق الأوراق المالية العربية دراسة مقارنة مع الأسواق الناشئة والمتطورة، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 8، العدد 2، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2004.
29. سليمان بن بخمة والشريف ربحان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودي للفترة 2007-2016، مجلة العلوم التجارية والتسيير، المجلد 13، العدد 1، مخبر الدراسات التطبيقية في العلوم التجارية وعلوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، القليعة، الجزائر، 2017.
30. شريف حسان طاهر وآخرون، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 15، العدد 20، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2019.
31. شلير علي صالح، أثر المحددات الخارجية في النمو الاقتصادي لبلدان عربية مختارة للمدة (2005-2021)، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد 41، العدد 139، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2023.
32. صالح مفتاح وبوعبد الله علي، واقع الإستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، المجلد 7، العدد 2، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.
33. صالح مفتاح وبوعبد الله علي، واقع الإستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، المجلد 7، العدد 2، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.
34. صالح مفتاح وفريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، المجلد 7، العدد 7، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.

35. صلاح الدين شريط، دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011.
36. طارق نوير، تأثير تعاملات الأجانب على أداء البورصة المصرية، مجلة التنمية والسياسات الإقتصادية، المجلد 11، العدد 1، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009.
37. عبد الحكيم هشام طلعت، الإستثمار الأجنبي غير المباشر وأثره في مؤشرات التداول دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة التراث، المجلد 5، العدد 4، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2015.
38. عبد السلام عطية وجبار بوكثير، نمذجة علاقات تقلبات بالنمو الإقتصادي باستخدام بيانات البائل حالة الدول العربية الأعضاء في الأوبك خلال الفترة (2000-2016)، مجلة الباحث، المجلد 18، العدد 1، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2018.
39. عبد الغني حريري، آثار تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وسياسات مواجهة مخاطرها، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 6، العدد 8، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2010.
40. علي بوعبد الله وشريف بوقصبة، المحددات الإقتصادية للإستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية دراسة حالة بورصة عمان 1994-2015، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 17، العدد1، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017.
41. علي عليوة وعبد الوهاب دادن، أثر سلوك التحرير المالي على أداء السياسات المالية للدول النامية: دراسة قياسية باستخدام نماذج البائل لعينة مكونة من 19 دولة خلال الفترة (1995-2018)، مجلة الباحث، المجلد 20، العدد 1، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2020.
42. عماد الدين إبراهيم علي، إستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) في تحديد أهم عوامل النمو الإقتصادي في الدول العربية، المجلة العربية للإدارة، المجلد 43، العدد 2، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، مصر، 2023.

43. عمار زودة وحمزة بوكفة، تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية، معوقات نموها ومرتكزات تطورها دراسة تحليلية للفترة (2009-2015)، المجلة العالمية للإقتصاد والأعمال، المجلد 4، العدد 1، مركز رفاذ للدراسات والأبحاث، الأردن، 2018.
44. فاضل جويد عواد، دور الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية للمدة 1996-2010 (السوق المالية في مصر أنموذجاً)، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، المجلد 2016، العدد 47، كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، بغداد، العراق، 2016.
45. فضيل فارس، هل يشكل الإستثمار المباشر الأجنبي مظهراً للعولمة الإقتصادية؟ وإلى أي مدى تبرز أهميته للإقتصاديات النامية، مجلة معهد العلوم الإقتصادية، المجلد 8، العدد 1، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2004.
46. كمال العقريب وكمال بلو كاريف، دوافع وتحديات تحرير حركة رؤوس الأموال في القطاع المالي دراسة حالة البلدان النامية، المجلة الجزائرية للإقتصاد والمالية، المجلد 6، العدد 6، مخبر الإقتصاد الكلي والمالية الدولية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، 2016.
47. محفوظ جبار وسامية عمر عبده، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة فرنسا، المجلة الجزائرية للدراسات والمالية المصرفية، المجلد 06، العدد 01، مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2016.
48. محمد خالد ساحل وآخرون، إختبار علاقة التكامل المتزامن بين الإستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الإقتصادي في مصر: مقارنة إقتصادية قياسية باستخدام منهجية (ARDL) خلال الفترة (2002-2016)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والإقتصادية، المجلد 4، العدد 12، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، 2019.

49. محمد خالد ساحل وآخرون، إختبار علاقة التكامل المتزامن بين الإستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الإقتصادي في مصر: مقارنة إقتصادية قياسية بإستخدام منهجية (ARDL) خلال الفترة (2002-2016)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والإقتصادية، المجلد 4، العدد 12، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، 2019.
50. محمد رتيعة، إستخدام نماذج بيانات البائل في تقدير دالة النمو الإقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للإقتصاد والمالية، المجلد 1، العدد 2، مخبر الإقتصاد الكلي والمالية الدولية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، 2014.
51. محمد ساحل وعبد الحق بن تقات، دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الإستثمار الأجنبي المباشر، مجلة المعيار، المجلد 9، العدد 2، جامعة تيسمسيلت، الجزائر، 2018.
52. مختار حميدة، أسواق المال الخليجية بين المعوقات القانونية والإقتصادية، مجلة دفاتر إقتصادية، المجلد 3، العدد 2، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2012.
53. مراد تهتان وعمران بشرير، رأس المال البشري والنمو الإقتصادي في الدول العربية -دراسة قياسية بإستخدام نماذج بانل الديناميكي خلال الفترة (1990-2014)، مجلة الباحث، المجلد 17، العدد 17، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017.
54. معتز محمد عبد الكريم، التأثير الديناميكي للعولمة التجارية والمالية على النمو الإقتصادي في بلدان شمال إفريقيا بإستخدام نموذج PMG-ARDL، المجلة العربية للإدارة، المجلد 44، العدد 3، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، مصر، 2024.
55. مياده حياوي مهدي وحوراء إحسان خليل، ديناميكية العولمة المالية ومدى تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مجلة كلية الإدارة والإقتصاد للدراسات الإقتصادية والإدارية والمالية، المجلد 11، العدد 2، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة بابل، العراق، 2019.
56. نمر الخالدي ناهض ومحمد جميل محمد أبو الجليل، مستوى التحفظ المحاسبي وأثره على أرباح الشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

للفترة ما بين (2018-2010)، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 29، العدد 3، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2021.

57. نوال بن لكحل، واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره، مجلة الإقتصاد الجديد، المجلد 6، العدد 2، مخبر الإقتصاد الرقمي في الجزائر، جامعة الجبالي بونعامة، خميس مليانة، الجزائر، 2015.

58. هشام طلعت عبد الحكيم، الإستثمار الأجنبي غير المباشر وأثره في مؤشرات التداول دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة التراث، المجلد 5، العدد 4، جامعة زيان عاشور، الجلفة الجزائر، 2015.

59. وائل سعد حسانين الدواخلي، تقدير عتبة الإنفاق الحكومي في الدول العربية باستخدام نماذج إندثار العتبة-دراسة قياسية باستخدام بيانات بانل (2000-2020)، المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة، المجلد 52، العدد 3، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2022.

60. يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، المجلد 2014، العدد 42، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، بغداد، العراق، 2014.

4) الأطروحات والرسائل الجامعية

61. أحمد مداني، أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية حالة الأسواق الناشئة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2013.

62. أحمد بزيرية، دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الإقتصاديات الناشئة في تحفيز النمو الصناعي دراسة تقييمية مقارنة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، نقود، بنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013.

63. بلال شيخي، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والآفاق، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010.
64. حليلة عطية، دور صناديق الإستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة صناديق الإستثمار السعودية خلال الفترة 2006-2017، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2019.
65. خالد سعود القضاة، أثر الإستثمار الأجنبي على كل من سعر السهم السوقي وحجم تداوله في بورصة عمان دراسة تطبيقية على قطاع المصارف للفترة (2007-2000)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في الإدارة المالية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008.
66. خيرة الداوي، دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية-دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2016-2007، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017.
67. ربعة عبو، دور نماذج التنوع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الإستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل إقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2020.
68. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2005.

69. زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وإقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2015.

70. الزويبر مخلوفي، دراسة قياسية تحليلية لتأثير القطاع الزراعي على النمو الاقتصادي في الجزائر مقارنة مع بعض الدول العربية خلال الفترة (1990-2018)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2021.

71. سارة بوزيد، قياس أداء محفظة الأوراق المالية بين الإدارة السناتيكية والإدارة الديناميكية دراسة حالة بورصة باريس 2003-2016، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة، الجزائر، 2017.

72. سامية جديني، متطلبات التكامل الوظيفي بين البنوك والأسواق المالية-عرض تجارب دولية-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017.

73. سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2017.

74. شهيناز بدرابي، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم الاقتصاد النقدي والمالية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014.

75. صالح سراي، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016.
76. طلال زغبة، دراسة تحليلية وقياسية لمحددات الإستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر-إعداد نموذج قياسي باستخدام منهج تحليل بيانات البائل-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2015.
77. عادل رياض جاب الله، متطلبات تطوير السوق المالي الجزائري للتكيف والإندماج مع الأسواق المالية العالمية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016.
78. عامر كمال، متطلبات تطوير أسواق رأس المال العربية في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2014.
79. عبد الصمد خلفاوي، دور الأسواق المالية العربية في جذب الإستثمارات دراسة حالة بورصة قطر ما بين 2000-2017، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات إقتصادية ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2019.
80. عبد الكريم بعداش، الإستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الإقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2007.
81. عمار صايفي، أهمية الإستثمار المحفزي في الدول العربية دراسة مقارنة بين الجزائر، تونس والمغرب، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2016.

82. غنية ساعد، دور ترقية أسواق الأوراق المالية على إستقطاب إستثمارات المحفظة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2019.
83. فارس فضيل، أهمية الإستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر والمملكة العربية السعودية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص تحليل إقتصادي، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2004.
84. فاطمة الزهراء سعدي، أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2012.
85. فطوم حوجو، سياسات تفعيل الاسواق المالية العربية -دراسة حالة السوق المالي السعودي، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014.
86. فؤاد مجناح، دراسة تحليلية قياسية لأثر تقلبات أسعار الصرف مقابل الدولار على التوازن الإقتصادي في الجزائر مقارنة مع بعض دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا (MENA) خلال الفترة (1990-2019)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد كمي، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2021.
87. كهينة رشام، أسواق الأوراق المالية العربية وإستراتيجيات مواجهة الأزمات المالية العالمية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2014.

88. محمد خالدي، المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة -دراسة حالة الدول العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر، 2015.
89. مراد بوسعدية، تأثير عولمة الخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تجارة ومالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2021.
90. مريم نجاة نعام، إستراتيجية التنوع الاستثماري كآلية لإدارة المخاطر في محافظة الأوراق المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص محاسبة مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017.
91. مونية زموري، التأثيرات الاقتصادية للأزمات المالية على الأسواق المالية العربية دراسة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018.
92. نادية غوال، الإستثمار في تكنولوجيا الإعلام والاتصالات ودوره في تحقيق التنمية المستدامة دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من الدول العربية (2000-2017)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل إقتصادي وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2018.
93. نبيل بهوري، الأفاق المستقبلية لأسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية دراسة مقارنة لدول: مصر، الأردن والجزائر، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد ومالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، 2016.
94. نجاة عيسى، أثر تغيرات المؤشرات الاقتصادية على أداء الأسواق المالية في الدول العربية - دراسة تجرية الأردن-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016.

95. نور الدين دلال، تفعيل تكامل الأسواق المالية العربية لتدعيم التكامل الإقتصادي العربي (مع الإشارة إلى أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017.

96. نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر.

97. وهيبة بن شوك، محددات الطلب السياحي الدولي في الجزائر: نموذج الجاذبية باستخدام بيانات البائل خلال الفترة (2000-2016)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص تسيير المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2017.

98. يوسف خروبي، أثر السياسة النقدية على تكامل الأسواق المالية الأوروبية وكفاءتها دراسة حالة منطقة اليورو خلال الفترة 2014-2002 ومؤشرات اليورصات لمنطقة اليورو، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، 2015.

5) المنشرات والتقارير

99. بورصة البحرين، التقرير السنوي 2019.

100. المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وائتمان الصادرات، ملامح أداء الإستثمار الاجنبي غير المباشر في الدول العربية، الكويت، 2011.

101. صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2007

102. هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2022

103.مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي السادس والخمسون، المملكة العربية السعودية، 2020.

104.هيئة السوق المالية، القواعد المنظمة لإستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة، المملكة العربية السعودية، 2019.

105.إدارة البحوث والدراسات قطاع مينا للإستثمارات المسعرة، التقرير السنوي لعام 2019 أداء بورصة الكويت خلال السنة المنتهية بتاريخ 31 ديسمبر 2019، شركة الإستثمارات الوطنية، الكويت، 2019.

106.بورصة الكويت، التقرير السنوي 2021.

107.حكومة مملكة البحرين، إستراتيجية تطوير قطاع الخدمات المالية (2022-2026)، 2021.

108.بورصة مسقط، التقرير السنوي 2021.

109.هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي، الأردن، 2022.

110.بورصة عمان، دليل المستثمر، 2018.

111.البورصة المصرية، إستراتيجية مجلس إدارة البورصة المصرية للتطوير، 2024.

6) مقالات ومواقع الكترونية

112. سوق دبي المالي، متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>، تم الإطلاع عليه: 2023/11/16 ، الساعة: 12.30.

113. سوق أبوظبي وظيفي، متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutADX/default.aspx>.

114. بورصة البحرين، الجولات الترويجية العالمية لإستقطاب المستثمرين، الموقع الإلكتروني: <https://bahrainbourse.com/ar/Products%20and%20Services/ListingServices/Pages/International-Investor-Roadshows.aspx>.

115. بورصة مسقط، الاستثمار الأجنبي، <https://www.msx.om/page.aspx?b1=Foreign>، [Investments&b2=Introductory&fo=IntroductoryContent&t=ForeignInvestments&ti=Foreign-Investment-Introductory](https://www.msx.om/page.aspx?b1=Foreign&b2=Introductory&fo=IntroductoryContent&t=ForeignInvestments&ti=Foreign-Investment-Introductory).

116. بورصة قطر، الموقع الإلكتروني: <https://www.qe.com.qa/ar/historical-background>.

II. قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

1) **Books**

1. Alan N. Rechtschaffen, **Capital Markets, Derivatives, and the Law**, Oxford University Press, United States of America, 3rd edition, 2019.
2. Andrew Chisholm, **An Introduction to International Capital Markets**, John Wiley & Sons, 2nd edition, 2009.
3. Anthony Saunders, Marcia Millon Cornett, **Financial Markets and Institutions**, McGraw-Hill Education, 6th edition, New York, 2014.
4. Badi Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data**, J. Wiley & Sons, 3rd edition, 2005.
5. Dimitrios Asteriou, Stephen Hall, **Applied Econometrics: A Modern Approach**, Palgrave Macmillan, 2007.
6. Fabozzi, Frank J, Pamela Peterson Drake, **Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management**, John Wiley & Sons, Canada, 2009.
7. Fabozzi, Frank J, Pamela Peterson Drake, **The Basics of Finance An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management**, John Wiley & Sons, Canada, 2010.
8. Frederic Mishkin, Apostolos Serletis, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Pearson Addison Wesley, 4th edition., Canada, 2019.
9. Frederic Mishkin, Kent Matthews, and Massimo Giuliadori, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Pearson, 2013.
10. Geoffrey Hirt, Stanley Block, **Fundamentals of Investment Management**, McGraw-Hill Education, 10th edition, 2021.
11. James Bradfield, **Introduction to the Economics of Financial Markets**, Oxford University Press, New York, 2007.

12. Jeff Madura, Roland FOX, **International financial Management**, cengage learning, 2 nd edition, 2011.
13. Jonathan Berk, Peter DeMarzo, and Jarrad Harford, **Fundamentals of corporate finance**, Prentice Hall, 2nd edition, 2011.
14. Mishkin, Frederic S, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Pearson, 2019.
15. Ronald w. Melicher, Edgar A. Norton, **Introduction to Finance: Markets, Investments, and Financial Management**, John Wiley & Sons, 16th Edition, 2016.
16. Sarbajit Chaudhuri, Ujjaini Mukhopadhyay, **foreign direct investment in developing countries A theoretical evaluation**, Springer India, 1st edition, 2014.
17. Scott B Smart, Lawrence J Gitman, and Michael D. Joehnk, **Fundamentals of investing**, Pearson Education, 13th edition, 2016.
18. Tae Ho Eom, Sock Hwan Lee, and Hua Xu, Introduction to Panel Data Analysis: Concepts and Practices, 2008.
19. William Greene, **Econometric Analysis**, Prentice Hall, 7th edition, 2012.

2) **thésés**

20. Abdelhak Lefilef, **the Role of Direct Investment in Achieving Economic Growth, Surveying a Group of International with Emphasis on the Case of Algeria Empirical Study for the Period 1990-2018**, Dissertation Submitted of PHD, Kasdi Merbah University, Ouargla, Algeria, 2021.

3) **Magazines and Journals**

21. Adofu Ilemona, Adewale E. Adegoriola, **Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Nigeria(1986-2018)**, Nigerian Defence Academy Journal of Economics and Finance, vol4, No.1, the Faculty of Arts and Social Sciences, Bangladesh University of Professionals, 2020.
22. Eugene F. Fama, **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, 1970.
23. Appiah, Michael et al, **Capital market and financial development on growth: a panel ARDL analysis**, Indonesian Capital Market Review, vol12, No.1, 2020.

24. Ekeocha Patterson Chukwuemeka, et al, **Modelling the Long Run Determinants of Foreign Portfolio Investment in Nigeria**. Journal of Economics and Sustainable Development, vol3, No.8, 2012.
 25. M. S. Rao, K. R. Pillai, **Risk and Return Analysis of Commercial Paper**, Asia Pacific Business Review, vol 7, No.4, .2011.
 26. Martins Pedro MG, Aid **absorption and spending in Africa: A panel cointegration approach**, Journal of Development Studies, vol.47, No.12, 2011.
 27. Pietro Pavone, **Market capitalization and financial variables: Evidence from Italian listed companies**, International Journal of Academic Research Business and Social Sciences, vol 9, No.3, Human Resource Management Academic Research Society, 2019.
 28. Traiche Ibrahim, Berberi Mohamed Amine, **The role of indirect foreign investment in revitalization emerging stock markets-Study of Egyptian market 2004 to 2017**, Journal Of North African Economies, vol 15, No.2, Hassiba Ben Bouali University, Chlef, Algeria, 2019.
- 4) Working papers, reports and researches**
29. Marcin Humanicki, et al, **Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment in the contemporary globalized world: should they be still treated separately?**, Narodowy Bank Polski, National Bank of Poland Working Paper No. 167, 20 Dec 2013.
 30. UNCTAD, **Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)**, 1999.

قائمة الملاحق

الوحدة: %

الملحق رقم (01): معدل التضخم (INF) للدول محل الدراسة خلال الفترة (2000-2022)

السعودية	سلطنة عمان	الكويت	الأردن	مصر	البحرين	السنوات	السعودية	سلطنة عمان	الكويت	الأردن	مصر	البحرين	السنوات
5,83	4	4,8	4,2	10,06	-0,4	2011	-1,13		1,8	0,7	2,68	-0,7	2000
2,87	2,9	3,3	4,5	7,11	2,76	2012	-1,12	-0,8	1,3	1,8	2,27	-1,21	2001
3,53	1	2,7	4,8	9,47	3,3	2013	0,25	-0,3	90	1,8	2,74	-0,5	2002
2,24	1	2,9	2,9	10,07	2,65	2014	0,61	0,2	1	1,6	4,51	1,59	2003
1,21	0,1	3,3	-0,9	10,37	1,85	2015	0,52	0,6	1,2	3,4	11,27	2,35	2004
2,07	1,1	3,2	-0,8	13,81	2,79	2016	0,48	1,9	4,1	3,5	4,87	2,59	2005
-0,84	1,6	2,2	3,3	29,51	1,39	2017	2,21	3,5	3,1	6,3	7,64	2,01	2006
2,46	0,9	0,5	4,5	14,4	2,09	2018	4,17	5,8	5,5	4,7	9,32	3,26	2007
-2,09	0,1	1,1	0,8	9,15	1,01	2019	9,87	12,4	10,6	14	18,32	3,53	2008
3,44	-0,9	2,1	0,3	5,04	-2,32	2020	5,06	3,5	4,6	-0,7	11,76	2,8	2009
3,06	1,5	3,4	1,3	5,21	-0,61	2021	5,34	3,3	4,5	4,8	11,27	1,96	2010

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?view=chart>

الملحق رقم (02): نتائج إختبار Pesaran, Yamagata (2008) للنماذج الثلاثة

```
. xthst MC TR VTR FPI INF
Testing for slope heterogeneity
(Pesaran, Yamagata. 2008. Journal of Econometrics)
H0: slope coefficients are homogenous
```

	Delta	p-value
	5.840	0.000
adj.	6.848	0.000

Variables partialled out: constant

```
. xthst VTR TR FPI INF
Testing for slope heterogeneity
(Pesaran, Yamagata. 2008. Journal of Econometrics)
H0: slope coefficients are homogenous
```

	Delta	p-value
	4.237	0.000
adj.	4.820	0.000

Variables partialled out: constant

```
. xthst TR VTR FPI INF
Testing for slope heterogeneity
(Pesaran, Yamagata. 2008. Journal of Econometrics)
H0: slope coefficients are homogenous
```

	Delta	p-value
	6.215	0.000
adj.	7.070	0.000

Variables partialled out: constant

الملحق رقم (03): نتائج تقدير نموذج الرسملة السوقية (MC) باستخدام طريقة PMG

Pooled Mean Group Regression (Estimate results saved as pmg)						
Panel Variable (i): ind		Number of obs		=	126	
Time Variable (t): Year		Number of groups		=	6	
		Obs per group: min		=	21	
		avg		=	21.0	
		max		=	21	
		Log Likelihood		=	-553.0243	
D.MC	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT						
FPI	1.174387	.6520896	1.80	0.072	-.103685	2.452459
INF	1.973284	.6074185	3.25	0.001	.7827655	3.163802
SR						
ECT	-.3204383	.1935631	-1.66	0.098	-.699815	.0589383
FPI D1.	-4.424215	3.55222	-1.25	0.213	-11.38644	2.538009
INF D1.	-2.26541	1.568585	-1.44	0.149	-5.33978	.8089591
_cons	17.33658	5.807857	2.99	0.003	5.953385	28.71977

الملحق رقم (04): نتائج تقدير نموذج الرسملة السوقية (MC) باستخدام طريقة MG

Mean Group Estimation: Error Correction Form (Estimate results saved as mg)						
D.MC	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT						
FPI	-165.1388	182.4618	-0.91	0.365	-522.7574	192.4798
INF	-65.88578	193.3773	-0.34	0.733	-444.8984	313.1269
SR						
ECT	-.3212157	.185359	-1.73	0.083	-.6845126	.0420813
FPI D1.	-5.362992	4.439143	-1.21	0.227	-14.06355	3.337567
INF D1.	-1.368416	.8306766	-1.65	0.099	-2.996512	.2596806
_cons	26.72978	4.97335	5.37	0.000	16.98219	36.47737

الملحق رقم (05): نتائج تقدير نموذج الرسمة السوقية (MC) باستخدام طريقة DFE

Dynamic Fixed Effects Regression: Estimated Error Correction Form (Estimate results saved as DFE)						
		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
ECT	FPI	.2242206	2.809914	0.08	0.936	-5.28311 5.731551
	INF	.2549414	2.92271	0.09	0.930	-5.473464 5.983347
SR	ECT	-.1934837	.070174	-2.76	0.006	-.3310222 -.0559453
	FPI					
	D1.	-.3610092	.418962	-0.86	0.389	-1.18216 .4601413
	INF					
	D1.	-.3341459	.3895656	-0.86	0.391	-1.097681 .4293887
	_cons	16.54036	6.594788	2.51	0.012	3.614812 29.46591

الملحق رقم (06): نتائج إختبار هوسمان للمفاضلة بين نماذج التقدير PMG و MG

	— Coefficients —			
	(b) mg	(B) pmg	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
FPI	-165.1388	1.174387	-166.3132	208.1534
INF	-65.88578	1.973284	-67.85906	220.6062

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtprgm
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtprgm

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(2) = (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B)$$

$$= 1.26$$

$$\text{Prob}>\text{chi2} = 0.5330$$

الملحق رقم (07): نتائج إختبار هوسمان للمفاضلة بين نماذج التقدير PMG و DFE

	— Coefficients —			
	(b) DFE	(B) pmg	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
FPI	.2242206	1.174387	-.9501665	71.9622
INF	.2549414	1.973284	-1.718342	74.85151

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtprmg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtprmg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(2) &= (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B) \\ &= 0.00 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0.9997 \end{aligned}$$

الملحق رقم (08): نتائج تقدير نموذج الرسمة السوقية (MC) حسب كل سوق مالي باستخدام PMG

Pooled Mean Group Regression (Estimate results saved as PMG)							
Panel Variable (i): ind		Number of obs =		126			
Time Variable (t): Year		Number of groups =		6			
		Obs per group: min =		21			
		avg =		21.0			
		max =		21			
		Log Likelihood =		-553.0243			
D.MC		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT	FPI	1.174387	.6520896	1.80	0.072	-.103685	2.452459
	INF	1.973284	.6074185	3.25	0.001	.7827655	3.163802
ind_1	ECT	-.1520845	.1321241	-1.15	0.250	-.4110429	.1068739
	FPI D1.	1.414897	.5489387	2.58	0.010	.3389969	2.490797
	INF D1.	-.2335071	1.506914	-0.15	0.877	-3.187005	2.719991
	_cons	11.03052	9.876271	1.12	0.264	-8.326616	30.38766
ind_2	ECT	-.0310952	.1402547	-0.22	0.825	-.3059894	.243799
	FPI D1.	-.6428732	.3717872	-1.73	0.084	-1.371563	.0858164
	INF D1.	-1.034262	.6387089	-1.62	0.105	-2.286109	.2175841
	_cons	-.2776809	4.281797	-0.06	0.948	-8.669848	8.114486
ind_3	ECT	-.2213595	.1396958	-1.58	0.113	-.4951582	.0524391
	FPI D1.	-21.66768	12.36677	-1.75	0.080	-45.90611	2.570743
	INF D1.	-2.302603	2.12038	-1.09	0.278	-6.458473	1.853266
	_cons	22.09449	16.63377	1.33	0.184	-10.5071	54.69607
ind_4	ECT	-.31705	.104029	-3.05	0.002	-.520943	-.113157
	FPI D1.	.1353465	.252026	0.54	0.591	-.3586154	.6293085
	INF D1.	-.4705367	.1643698	-2.86	0.004	-.7926956	-.1483779
	_cons	16.08076	7.906139	2.03	0.042	.5850101	31.57651
ind_5	ECT	-1.250604	.3223501	-3.88	0.000	-1.882399	-.6188093
	FPI D1.	-4.807574	1.602194	-3.00	0.003	-7.947816	-1.667332
	INF D1.	.3400109	.961463	0.35	0.724	-1.544422	2.224444
	_cons	42.19562	10.42033	4.05	0.000	21.77215	62.61909
ind_6	ECT	.0495632	.1815238	0.27	0.785	-.306217	.4053434
	FPI D1.	-.9774036	.7931067	-1.23	0.218	-2.531864	.577057
	INF D1.	-9.891563	5.21537	-1.90	0.058	-20.1135	.3303749
	_cons	12.89575	18.93396	0.68	0.496	-24.21413	50.00563

الملحق رقم (09): نتائج تقدير نموذج مؤشر حجم التداول (VTR) باستخدام PMG

Pooled Mean Group Regression (Estimate results saved as pmg)						
Panel Variable (i): ind		Number of obs		=	126	
Time Variable (t): Year		Number of groups		=	6	
		Obs per group: min		=	21	
		avg		=	21.0	
		max		=	21	
		Log Likelihood		=	-560.8446	
D.VTR		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
ECT						
	FPI	.846312	.5132852	1.65	0.099	-.1597086 1.852333
	INF	.7344861	.4465045	1.64	0.100	-.1406467 1.609619
SR						
	ECT	-.3041681	.0532553	-5.71	0.000	-.4085466 -.1997897
	FPI D1.	-1.041557	1.467138	-0.71	0.478	-3.917096 1.833982
	INF D1.	-.2402477	.5777844	-0.42	0.678	-1.372684 .8921888
	_cons	11.38653	4.316351	2.64	0.008	2.926633 19.84642

الملحق رقم (10): نتائج تقدير نموذج مؤشر حجم التداول (VTR) باستخدام MG

Mean Group Estimation: Error Correction Form (Estimate results saved as mg)						
D.VTR		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
ECT						
	FPI	8.987527	3.980254	2.26	0.024	1.186372 16.78868
	INF	-7.027324	11.59882	-0.61	0.545	-29.76059 15.70595
SR						
	ECT	-.3494407	.0666072	-5.25	0.000	-.4799883 -.2188931
	FPI D1.	-2.623728	2.311477	-1.14	0.256	-7.15414 1.906684
	INF D1.	-.5639559	1.753463	-0.32	0.748	-4.000679 2.872768
	_cons	12.56106	4.980508	2.52	0.012	2.799447 22.32268

الملحق رقم (11): تقدير نموذج مؤشر حجم التداول (VTR) باستخدام DFE

Dynamic Fixed Effects Regression: Estimated Error Correction Form (Estimate results saved as DFE)						
		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
ECT	FPI	3.624959	2.333218	1.55	0.120	-.9480649 8.197982
	INF	-.2097205	2.431022	-0.09	0.931	-4.974435 4.554994
SR	ECT	-.2756539	.0613177	-4.50	0.000	-.3958345 -.1554733
	FPI D1.	-.4891138	.500543	-0.98	0.328	-1.47016 .4919325
	INF D1.	.0855353	.4607941	0.19	0.853	-.8176045 .9886751
	_cons	9.339872	6.321732	1.48	0.140	-3.050496 21.73024

الملحق رقم (12): نتائج إختبار هوسمان للمفاضلة بين نماذج التقدير PMG و MG

	— Coefficients —			
	(b) mg	(B) pmg	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
FPI	8.987527	.846312	8.141215	4.559234
INF	-7.027324	.7344861	-7.76181	13.36249

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtprgm
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtprgm

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(2) = (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B)$$

$$= 3.47$$

$$\text{Prob}>\text{chi2} = 0.1764$$

الملحق رقم (13): نتائج إختبار هوسمان للمفاضلة بين نماذج التقدير PMG و DFE

	— Coefficients —			
	(b) DFE	(B) pmg	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
FPI	3.624959	.846312	2.778646	83.43978
INF	-.2097205	.7344861	-.9442067	86.9379

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtprgm
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtprgm

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(2) = (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B)$$

$$= 0.00$$

$$\text{Prob}>\text{chi2} = 0.9993$$

الملحق رقم (14): نتائج تقدير نموذج مؤشر حجم التداول (VTR) حسب كل سوق مالي باستخدام PMG

Pooled Mean Group Regression (Estimate results saved as PMG)							
Panel Variable (i): ind				Number of obs =		126	
Time Variable (t): Year				Number of groups =		6	
				Obs per group: min =		21	
				avg =		21.0	
				max =		21	
				Log Likelihood =		-560.8446	
D.VTR		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT	FPI	.846312	.5132852	1.65	0.099	-.1597086	1.852333
	INF	.7344861	.4465045	1.64	0.100	-.1406467	1.609619
ind_1	ECT	-.2560903	.1423256	-1.80	0.072	-.5350433	.0228627
	FPI D1.	2.454917	2.842852	0.86	0.388	-3.116971	8.026804
	INF D1.	-2.233851	9.329634	-0.24	0.811	-20.5196	16.05189
	_cons	25.55057	18.29656	1.40	0.163	-10.31002	61.41116
ind_2	ECT	-.1779378	.1295772	-1.37	0.170	-.4319046	.0760289
	FPI D1.	.1486041	.2257868	0.66	0.510	-.2939298	.591138
	INF D1.	.4293174	.3687957	1.16	0.244	-.293509	1.152144
	_cons	1.355232	2.427811	0.56	0.577	-3.40319	6.113654
ind_3	ECT	-.2804616	.14703	-1.91	0.056	-.5686352	.0077119
	FPI D1.	-8.040086	10.36967	-0.78	0.438	-28.36426	12.28409
	INF D1.	1.807996	1.771284	1.02	0.307	-1.663658	5.279649
	_cons	10.12568	9.041221	1.12	0.263	-7.594789	27.84615
ind_4	ECT	-.3013658	.145267	-2.07	0.038	-.5860838	-.0166478
	FPI D1.	-.4441038	.4070328	-1.09	0.275	-1.241873	.3536658
	INF D1.	-.143936	.230819	-0.62	0.533	-.5963329	.308461
	_cons	4.991276	6.942264	0.72	0.472	-8.615312	18.59786
ind_5	ECT	-.5564064	.2479818	-2.24	0.025	-1.042442	-.0703709
	FPI D1.	-.4363584	.3841616	-1.14	0.256	-1.189301	.3165846
	INF D1.	.0744317	.2731149	0.27	0.785	-.4608636	.6097271
	_cons	2.926074	1.323235	2.21	0.027	.3325801	5.519568
ind_6	ECT	-.2527468	.1474643	-1.71	0.087	-.5417716	.0362779
	FPI D1.	.0676852	.8651035	0.08	0.938	-1.627886	1.763257
	INF D1.	-1.375444	5.418018	-0.25	0.800	-11.99456	9.243677
	_cons	23.37033	17.98151	1.30	0.194	-11.87279	58.61345

الملحق رقم (15): نتائج تقدير نموذج معدل الدوران (TR) باستخدام PMG

Pooled Mean Group Regression (Estimate results saved as pmg)							
Panel Variable (i): ind		Number of obs =		126			
Time Variable (t): Year		Number of groups =		6			
		Obs per group: min =		21			
		avg =		21.0			
		max =		21			
		Log Likelihood =		-494.9254			
D.TR		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT							
	FPI	2.335657	.7239255	3.23	0.001	.916789	3.754525
	INF	3.260131	.6481735	5.03	0.000	1.989734	4.530528
SR							
	ECT	-.3969976	.082768	-4.80	0.000	-.5592198	-.2347753
	FPI D1.	-.155337	.2348895	-0.66	0.508	-.6157119	.3050378
	INF D1.	.9819143	.8856085	1.11	0.268	-.7538465	2.717675
	_cons	9.240636	6.656931	1.39	0.165	-3.806709	22.28798

الملحق رقم (16): نتائج تقدير نموذج معدل الدوران (TR) باستخدام DFE

Dynamic Fixed Effects Regression: Estimated Error Correction Form (Estimate results saved as DFE)							
		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT							
	FPI	.6756579	1.05112	0.64	0.520	-1.3845	2.735816
	INF	1.952687	1.11432	1.75	0.080	-.2313392	4.136713
SR							
	ECT	-.537859	.082424	-6.53	0.000	-.6994071	-.3763109
	FPI D1.	.0171295	.4466099	0.04	0.969	-.8582098	.8924688
	INF D1.	-.5145263	.4164083	-1.24	0.217	-1.330672	.301619
	_cons	15.6144	6.046727	2.58	0.010	3.763032	27.46577

الملحق رقم (17): نتائج تقدير نموذج معدل الدوران (TR) باستخدام MG

Mean Group Estimation: Error Correction Form (Estimate results saved as mg)							
	D.TR	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT	FPI	2.460075	1.138576	2.16	0.031	.2285075	4.691642
	INF	2.889063	.7993007	3.61	0.000	1.322462	4.455663
SR	ECT	-.5356545	.0639138	-8.38	0.000	-.6609232	-.4103857
	FPI						
	D1.	-.3675587	.2481362	-1.48	0.139	-.8538966	.1187793
	INF						
	D1.	.8431459	.8743346	0.96	0.335	-.8705184	2.55681
	_cons	12.9812	8.107156	1.60	0.109	-2.908531	28.87094

الملحق رقم (18): نتائج إختبار هوسمان للمفاضلة بين نماذج التقدير MG و PMG

	Coefficients			
	(b) pmg	(B) mg	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
FPI	2.335657	2.460075	-.1244179	.
INF	3.260131	2.889063	.3710687	.

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtpmg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtpmg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 0.47
Prob>chi2 = 0.7888
(V_b-V_B is not positive definite)

الملحق رقم (19): نتائج إختبار هوسمان للمفاضلة بين نماذج التقدير DFE و PMG

	— Coefficients —			
	(b) DFE	(B) pmg	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
FPI	.6756579	2.335657	-1.659999	30.7459
INF	1.952687	3.260131	-1.307444	32.59711

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtpmg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtpmg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(2) &= (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B) \\ &= 0.00 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0.9982 \end{aligned}$$

الملحق رقم (20): نتائج تقدير نموذج معدل الدوران (TR) حسب كل سوق مالي باستخدام PMG

Pooled Mean Group Regression (Estimate results saved as PMG)							
Panel Variable (i): ind		Number of obs =		126			
Time Variable (t): Year		Number of groups =		6			
		Obs per group: min =		21			
		avg =		21.0			
		max =		21			
		Log Likelihood =		-494.9254			
D.TR		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT	FPI	2.335657	.7239255	3.23	0.001	.916789	3.754525
	INF	3.260131	.6481735	5.03	0.000	1.989734	4.530528
ind_1	ECT	-.0804049	.0500821	-1.61	0.108	-.178564	.0177542
	FPI D1.	-.2925301	.1047421	-2.79	0.005	-.4978208	-.0872395
	INF D1.	-.0303576	.3706418	-0.08	0.935	-.7568022	.6960871
	_cons	-.2731847	.4780024	-0.57	0.568	-1.210052	.6636828
ind_2	ECT	-.5850668	.1506561	-3.88	0.000	-.8803474	-.2897863
	FPI D1.	-.810023	.4567539	-1.77	0.076	-1.705244	.0851981
	INF D1.	-1.146085	.7050599	-1.63	0.104	-2.527977	.2358073
	_cons	9.691972	5.542603	1.75	0.080	-1.171331	20.55527
ind_3	ECT	-.3263489	.1598162	-2.04	0.041	-.6395828	-.0131149
	FPI D1.	.7892252	3.57565	0.22	0.825	-6.218919	7.79737
	INF D1.	1.589549	.781081	2.04	0.042	.0586585	3.12044
	_cons	5.930781	3.786995	1.57	0.117	-1.491592	13.35315
ind_4	ECT	-.2777455	.1020473	-2.72	0.006	-.4777544	-.0777365
	FPI D1.	-.4896631	.3591012	-1.36	0.173	-1.193488	.2141622
	INF D1.	-.5691084	.2504682	-2.27	0.023	-1.060017	-.0781998
	_cons	-6.34066	6.937445	-0.91	0.361	-19.9378	7.256482
ind_5	ECT	-.5544907	.1935138	-2.87	0.004	-.9337708	-.1752107
	FPI D1.	.2414969	.873965	0.28	0.782	-1.471443	1.954437
	INF D1.	1.171316	.7954976	1.47	0.141	-.3878305	2.730463
	_cons	5.979551	2.85865	2.09	0.036	.3766999	11.5824
ind_6	ECT	-.5579286	.2020616	-2.76	0.006	-.953962	-.1618951
	FPI D1.	-.3705279	1.214401	-0.31	0.760	-2.750711	2.009655
	INF D1.	4.876171	6.785882	0.72	0.472	-8.423913	18.17625
	_cons	40.45536	23.84161	1.70	0.090	-6.273334	87.18405

الملحق رقم (21): نتائج اختبار السببية (Dumitrescu-Hurlin)

Pairwise Dumitrescu Hurlin Panel Causality Tests			
Date: 03/05/24 Time: 21:25			
Sample: 2000 2021			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	W-Stat.	Zbar-Stat.	Prob.
VTR does not homogeneously cause MC	5.60255	2.99492	0.0027
MC does not homogeneously cause VTR	13.3929	10.0761	0.0000
TR does not homogeneously cause MC	2.71987	0.37465	0.7079
MC does not homogeneously cause TR	15.4537	11.9493	0.0000
FPI does not homogeneously cause MC	4.43918	1.93745	0.0527
MC does not homogeneously cause FPI	2.19808	-0.09963	0.9206
INF does not homogeneously cause MC	2.06247	-0.22290	0.8236
MC does not homogeneously cause INF	6.32468	3.65131	0.0003
TR does not homogeneously cause VTR	3.13280	0.75000	0.4533
VTR does not homogeneously cause TR	13.7538	10.4041	0.0000
FPI does not homogeneously cause VTR	4.35167	1.85791	0.0632
VTR does not homogeneously cause FPI	4.88038	2.33849	0.0194
INF does not homogeneously cause VTR	2.08081	-0.20623	0.8366
VTR does not homogeneously cause INF	6.46326	3.77727	0.0002
FPI does not homogeneously cause TR	5.19859	2.62773	0.0086
TR does not homogeneously cause FPI	3.78632	1.34403	0.1789
INF does not homogeneously cause TR	1.36325	-0.85847	0.3906
TR does not homogeneously cause INF	5.41621	2.82554	0.0047
INF does not homogeneously cause FPI	1.61274	-0.63169	0.5276
FPI does not homogeneously cause INF	3.62593	1.19824	0.2308