

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 08 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر

فرع علوم مالية

تخصص مالية المؤسسات

الموضوع:

دور الاستثمار المحفزي في تنشيط الأسواق المالية

دراسة حالة السوق المالية التونسية

خلال الفترة 1998-2012

تحت إشراف الأستاذة:

- سامية عمر عبدة

من إعداد الطلبة:

- إبراهيم عناني

- كريم خماري

السنة الجامعية: 2013-2014

| الصفحة | العنوان  |
|--------|--|
| V-I    | الفهرس   |
| VI     | فهرس الأشكال والجداول                                |
| أ-ج    | المقدمة  |
| 1      | الفصل الأول: الأسواق المالية التنظيمات والتطورات     |
| 3      | المبحث الأول: الأسواق المالية                        |
| 3      | المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية                  |
| 3      | أولاً: نشأة الأسواق المالية                          |
| 5      | ثانياً: تعريف الأسواق المالية                        |
| 6      | ثالثاً: أهمية الأسواق المالية                        |
| 7      | المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية وشروط قيامها    |
| 7      | أولاً: وظائف الأسواق المالية                         |
| 9      | ثانياً: شروط قيام الأسواق المالية                    |
| 10     | المطلب الثالث: المنتجات المتداولة في الأسواق المالية |
| 10     | أولاً: الأسهم  |
| 10     | 1. مفهوم السهم                                       |
| 10     | 2. أنواع الأسهم                                      |
| 12     | ثانياً: السندات                                      |
| 12     | 1. مفهوم السندات                                     |
| 12     | 2. أنواع السندات                                     |
| 14     | ثالثاً: المشتقات المالية                             |
| 14     | 1. مفهوم المشتقات المالية                            |
| 14     | 2. أنواع المشتقات المالية                            |
| 17     | المبحث الثاني: الاستثمار في الأسواق المالية          |
| 17     | المطلب الأول: ماهية الاستثمار                        |
| 17     | أولاً: مفهوم الاستثمار                               |
| 18     | ثانياً: أنواع الاستثمار                              |
| 18     | 1. وسائله  |

|    |  |
|----|--|
| 18 | ..... 2. دوافعه الاقتصادية على أطراف الاستثمار الرئيسية                |
| 19 | ..... المطلب الثاني: عوائد ومخاطر الاستثمار في الأسواق المالية         |
| 19 | ..... أولاً: العائد  |
| 19 | ..... 1. مفهوم العائد  |
| 19 | ..... 2. أنواع العائد  |
| 21 | ..... ثانياً: المخاطرة   |
| 21 | ..... 1. مفهوم المخاطرة  |
| 21 | ..... 2. أنواع المخاطرة  |
| 24 | ..... 3. مقاييس المخاطر  |
| 26 | ..... المطلب الثالث: الوقاية من المخاطر الاستثمارية في الأسواق المالية |
| 26 | ..... أولاً: استخدام المشتقات المالية                                  |
| 27 | ..... ثانياً: التنويع  |
| 28 | ..... المبحث الثالث: مؤشرات نشاط السوق المالية                         |
| 28 | ..... المطلب الأول: مؤشر البورصة                                       |
| 28 | ..... أولاً: تعريف المؤشر  |
| 29 | ..... ثانياً: أنواع مؤشرات سوق الأوراق المالية                         |
| 30 | ..... ثالثاً: بناء المؤشرات  |
| 30 | ..... 1. اختيار العينة   |
| 31 | ..... 2. أساليب بناء المؤشرات  |
| 32 | ..... رابعاً: استخدام المؤشرات   |
| 32 | ..... المطلب الثاني: مؤشرات حجم السوق وسيولته                          |
| 32 | ..... أولاً: مؤشرات حجم السوق  |
| 32 | ..... 1. نسبة رأس مال السوق  |
| 33 | ..... 2. عدد الشركات المدرجة   |
| 33 | ..... ثانياً: مؤشرات سيولة السوق                                       |
| 34 | ..... 1. نسبة حجم التداول  |
| 34 | ..... 2. معدل الدوران  |
| 35 | ..... المطلب الثالث: مؤشرات التذبذب                                    |
| 35 | ..... 1. مؤشرات تمركز السوق  |

|    |   |
|----|---|
| 35 | ..... مؤشرات عدم الاستقرار  |
| 36 | ..... خلاصة الفصل الأول   |
| 37 | ..... الفصل الثاني: الاستثمار المحفظي أساسيات وانعكاسات           |
| 39 | ..... المبحث الأول: ماهية الاستثمار المحفظي                       |
| 39 | ..... المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المحفظي وأهدافه               |
| 39 | ..... أولاً: مفهوم الاستثمار المحفظي                              |
| 39 | ..... 1. مفهوم الاستثمار الأجنبي                                  |
| 41 | ..... 2. أوجه الاختلاف بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر |
| 42 | ..... ثانياً: أهداف الاستثمار المحفظي                             |
| 43 | ..... المطلب الثاني: أهمية الاستثمار المحفظي                      |
| 44 | ..... المطلب الثالث: قنوات تدفق الاستثمار المحفظي                 |
| 44 | ..... أولاً: شركات الاستثمار                                      |
| 44 | ..... 1. شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة                     |
| 44 | ..... 2. شركات الاستثمار ذات النهايات المغلقة                     |
| 45 | ..... ثانياً: المحافظ المشتركة                                    |
| 45 | ..... ثالثاً: الاستثمار بالإصدارات العالمية للأوراق المالية       |
| 45 | ..... 1. السندات الدولية  |
| 46 | ..... 2. أدوات مالية دولية أخرى                                   |
| 47 | ..... رابعاً: الشراء والبيع المباشر للأوراق المالية               |
| 49 | ..... المبحث الثاني: دوافع و محددات الاستثمار المحفظي ونظريته     |
| 49 | ..... المطلب الأول: دوافع الاستثمار المحفظي                       |
| 49 | ..... أولاً: دوافع الاستثمار المحفظي من جانب المستثمر             |
| 49 | ..... 1. الاستفادة من مزايا التنوع الدولي                         |
| 50 | ..... 2. المضاربة   |
| 51 | ..... ثانياً: دوافع الاستثمار المحفظي من جانب الدولة المضيفة      |
| 51 | ..... المطلب الثاني: محددات الاستثمار المحفظي                     |
| 51 | ..... أولاً : العوامل الخارجية                                    |
| 52 | ..... ثانياً : العوامل الداخلية                                   |
| 52 | ..... 1. السياسات الاقتصادية الكلية                               |

|    |   |
|----|---|
| 54 | ..... 2. هيكل سوق الأوراق المالية   |
| 54 | ..... المطلب الثالث: شروط استقطاب الاستثمار المحفظي                                   |
| 57 | ..... المبحث الثالث: واقع وانعكاسات الاستثمار المحفظي                                 |
| 57 | ..... المطلب الأول: واقع تدفقات الاستثمار المحفظي إلى الدول النامية                   |
| 57 | ..... أولا: واقع الاستثمار المحفظي في الدول النامية                                   |
| 58 | ..... ثانيا: واقع الاستثمار المحفظي إلى دول أمريكا اللاتينية                          |
| 60 | ..... ثالثا: واقع الاستثمار المحفظي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا                 |
| 61 | ..... رابعا: مقارنة صافي تدفق الاستثمار المحفظي                                       |
| 62 | ..... المطلب الثاني: الانعكاسات الايجابية للاستثمار المحفظي على سوق الأوراق المالية   |
| 64 | ..... المطلب الثالث: الآثار السلبية للاستثمار المحفظي                                 |
| 68 | ..... خلاصة الفصل الثاني  |
| 69 | <b>الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية</b> |
|    | <b>خلال الفترة (1998-2012)</b>  |
| 71 | ..... المبحث الأول: تقديم بورصة تونس والتعريف بمناخ الاستثمار فيها                    |
| 71 | ..... المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة تونس   |
| 74 | ..... المطلب الثاني: بيئة الاستثمار في تونس   |
| 76 | ..... المطلب الثالث: تقييم مناخ الاستثمار   |
| 76 | ..... أولا: الأداء العام للأعمال في تونس  |
| 77 | ..... ثانيا: الأداء في مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار 2013                               |
| 82 | ..... المبحث الثاني: الإجراءات المنهجية لدراسة الحالة                                 |
| 82 | ..... المطلب الأول: مبررات اختيار مكان وفترة الدراسة                                  |
| 82 | ..... المطلب الثاني: منهج دراسة الحالة  |
| 82 | ..... أولا: تعيين النموذج   |
| 83 | ..... 1. تحديد متغيرات النموذج  |
| 83 | ..... 2. تحديد الشكل الرياضي للنموذج  |
| 83 | ..... ثانيا: تقدير النموذج  |
| 84 | ..... ثالثا: اختبار النموذج   |
| 84 | ..... 1. اختبار معلمات النموذج اقتصاديا   |
| 84 | ..... 2. اختبار معلمات النموذج إحصائيا  |

|     |   |
|-----|---|
| 86  | المطلب الثالث: مصادر متغيرات الدراسة وكيفية قياسها              |
| 87  | المبحث الثالث: تقدير واختبار نتائج الدراسة                      |
| 87  | المطلب الأول: أثر الاستثمار المحفظي على مؤشر البورصة (TUNINDEX) |
| 88  | المطلب الثاني: أثر الاستثمار المحفظي على حجم السوق              |
| 88  | أولاً: بالنسبة لعدد الشركات (NC)                                |
| 89  | ثانياً: بالنسبة لرسملة البورصة (CB)                             |
| 90  | ثالثاً: بالنسبة لحجم التداول (VT)                               |
| 91  | المطلب الثالث: أثر الاستثمار المحفظي على نشاط السوق             |
| 91  | أولاً: نسبة رأس مال السوق (PCB)                                 |
| 92  | ثانياً: نسبة حجم التداول (PVT)                                  |
| 93  | ثالثاً: معدل الدوران (TC)                                       |
| 95  | خلاصة الفصل التطبيقي  |
| 96  | الخاتمة   |
| 99  | قائمة المراجع   |
| 103 | الملاحق   |

## 1- أهمية الدراسة

لقد كانت نشأة الأسواق المالية مرتبطة بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول الموجودة فيها، وعرفت هذه الأسواق تطوراً كبيراً خلال فترة السبعينات والثمانينات وكانت للتغيرات الهيكلية المرتبطة بالفلسفة الإصلاحية لبعض الدول الصناعية المتقدمة الفضل في تطوير الاقتصاديات المحلية فيها مما نجم عنه إدماجها في الأسواق الدولية الأخرى، ومن المعلوم أن الأسواق المالية ليست بالأسواق الحديثة بل ترجع إلى الماضي البعيد إلا أنها لم تأخذ شكلها الذي نعرفه اليوم إلا بمرور الوقت حيث مرت بمراحل كثيرة ومتعددة حتى أصبحت اليوم تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة التي أعطتها أهمية أساسية، الشيء الذي جعلها أداة فعالة في خلق التوازن الاقتصادي بين العرض والطلب، وأصبحت تمثل بذلك أحد الركائز الأساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي، وهو ما دفع بالبلدان النامية إلى العمل على تطوير وتنمية أسواقها المالية، لتساير الركب الحضاري وتلحق بالدول المتقدمة. وقد لوحظ في السنوات الأخيرة مدى تزايد اهتمام الدول النامية بتنمية أسواقها المالية، بفعل إدراكها الدور الذي يمكن أن تلعبه في تنميتها الاقتصادية، وإن تعداد أو تنوع مزايا الأسواق المالية لا يمكن القول بأن كل الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات تتسم بنفس درجة من الكفاءة في ترشيد الموارد المالية، فما تؤديه سوق على درجة كبيرة من الكفاءة والتنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية، لا يمكن مقارنتها بمستوى الدور الذي تؤديه الأسواق المالية الناشئة، والتي لا تزال في المراحل الأولى على مسار التنمية، لذلك فإن مسألة زيادة الرفاه الاقتصادي من خلال تبني خيار التمويل عن طريق الأسواق المالية تتوقف على الكفاءة السوقية ودورها في التنمية وتخصيص الاستثمارات، فلا يمكن أن تؤدي السوق المالية الدور الفعال لها إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي تسهم في التقييم الحقيقي للشركات المدرجة الذي يتم بناء عليه اتخاذ القرار الاستثماري.

ومن هذا المنطلق يتبين الأسواق المالية تواجه عدة صعوبات وعراقيل تقلل من قدرتها على القيام بدورها الرئيسي، والتمثل في تجميع المدخرات وتحويلها إلى الاستثمارات الجديدة، ولا تقتصر تلك المدخرات على ما يوفره الاقتصاد المحلي بل يشمل أيضاً المدخرات الأجنبية، وتعتمد قدرة الأسواق المالية على استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية على ما توفره من ميزات وحوافز تجعلها جاذبة لرؤوس الأموال الأجنبية، وتكتسي هذه الأخيرة أهمية بالغة في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وتعتبر عاملاً مكملاً للاستثمار المحلي في تحقيق النمو والتنمية، لذا تتنافس معظم البلدان على استقطاب الاستثمار الأجنبي الغير مباشر بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة نصيبها منه، ويحقق التوافق مع الإمكانيات والأهداف الوطنية للبلدان المضيفة له، لذلك اتجهت معظم الدول سواء المتقدمة أو النامية إلى فتح أبوابها أمام الاستثمار المحفزي، وأصبح هذا النوع من الاستثمارات مجالاً للتنافس بين الدول وساحة للتسابق المحموم نحو اجتذاب المزيد منها، ولتحقيق هذه الغاية، شرعت هذه الدول في سن التشريعات وتنفيذ السياسات وتصميم الحوافز الجاذبة بهدف تحسين المناخ العام للاستثمار، وقد أدت هذه العوامل إلى تركيز تدفقات الاستثمارات الأجنبية -بداية من التسعينات من القرن الماضي- في الدول التي حققت نتائج إيجابية وقطعت أشواطاً معتبرة في تطبيقها لمتطلبات التحول في مناخ الاستثمار العالمي.

وتستمد هذه الدراسة أهميتها من تزايد الاهتمام بموضوع الاستثمار المحفظي على مستوى الدول النامية باعتباره إحدى وسائل التمويل البديلة للتنمية الاقتصادية بها، فقد اعتمدت عليه العديد من الدول لمعالجة الفجوة الادخارية بها.

## 2- إشكالية الدراسة

يعتبر الاستثمار المحفظي إحدى أهم ركائز تطور الأسواق المالية، لذلك تعمل الدول جاهدة من أجل توفير المناخ الاستثماري الملائم ووضع آليات متنوعة ترمي بها إلى جذب رؤوس أموال أجنبية لهذه الأسواق المالية لجعلها أكثر نشاطا وحركية، وبناء على المعطيات السابقة يمكن صياغة الإشكالية التي تعالجها هذه الدراسة على النحو التالي: ما تأثير تدفقات الاستثمار المحفظي على نشاط الأسواق المالية؟

ويتفرع هذا السؤال إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما أهمية الأسواق المالية؟
- فيما يتمثل الاستثمار المحفظي؟ وما هي دوافعه؟
- ما هي شروط استقطاب الاستثمار المحفظي؟ وما هي إيجابياته وسلبياته؟

## 3- فرضيات الدراسة

من خلال التساؤلات السابقة يمكن وضع الفرضيات التالية:

- تعتبر الأسواق المالية وسيلة فعالة لجذب الاستثمارات وتعبئة المدخرات لمواجهة الطلب التمويلي الذي يلي احتياجات قطاع الأعمال والمستثمرين في إقامة المشروعات الاقتصادية.
- يتمثل الاستثمار المحفظي في امتلاك الأوراق المالية من الأسهم والسندات والتي يحتفظ بها المستثمر بهدف توزيع المخاطر وتحقيق مزيج من الاستثمار يحقق له أرباح قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، وتكمن أهدافه في استمرارية تدفق الدخل وتنويع المخاطر عن طريق التوزيع الجغرافي للاستثمارات داخل وخارج البلد.
- تتمثل شروط استقطاب الاستثمار المحفظي في وجود سوق مالية منظمة تعتمد التكنولوجيا المتقدمة في الإفصاح وبت المعلومات بسرعة ودقة وشفافية عالية، كذلك توفر بنية تحتية واستقرار نظام سياسي.
- للاستثمار المحفظي فوائد عديدة، فهو يساهم في تنشيط أسواق الأوراق المالية، زيادة الادخار وخلق السيولة بالإضافة إلى علاج المديونية الخارجية، وكما يتمتع بإيجابيات فهو يتوفر على سلبيات والمتمثلة في مخاطر التقلب في أسعار الفائدة وصراف العملات، كذلك مخاطر التضخم بالإضافة إلى المخاطر الاقتصادية.
- يعتبر تنشيط حركية الأسواق المالية الهدف الأساسي لكل الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، غير أن هذا الهدف يحتاج إلى قنوات لجلب رؤوس أموال أجنبية، وبالتالي فالاستثمار المحفظي يمثل عنصرا أساسيا يستطيع أن يلعب دورا إيجابيا في تنشيط الأسواق المالية.

#### 4- أهداف الدراسة

- تحديد المفهوم الدقيق للاستثمار المحفظي.
- التعرف على تطور تدفقات الاستثمار المحفظي.
- الوقوف على أهمية الاستثمار المحفظي.
- اختبار أثر الاستثمار المحفظي على نشاط السوق المالية.

#### 5- منهج الدراسة

رغبة من في بلوغ تطلعات الدراسة، تمت الاستعانة بالمنهج المعتمدة حسب الحاجة، حيث اعتمدنا أولاً: على المنهج الوصفي من أجل الإلمام بالمفاهيم الأساسية المتعلقة بالموضوع، حيث تم تناول التعريف بالأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها، وكذلك تحديد مفهوم الاستثمار المحفظي وقنوات تدفقه. ثانياً: على المنهج التحليلي الكمي المشتمل على الأساليب الإحصائية والقياسية لتحليل تطور تدفقات الاستثمار المحفظي باتجاه الدول النامية وتحديد دوره في تنشيط الأسواق المالية، وذلك ببناء نموذج قياسي يتكون من متغير مستقل وهو الاستثمار المحفظي ومتغيرات تابعة تقيس نشاط السوق المالي وهذا باستخدام برنامج E-Views

#### 6- أدوات الدراسة

من خلال دراستنا والمتمثلة في دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية تم الاعتماد على أساليب إحصائية وصفية من خلال تحليل البيانات المتوفرة من إحصائيات وأرقام تم الحصول عليها من مختلف المراجع ومواقع الانترنت، وبعض الأشكال والمخططات ووسائل التوضيح الأخرى كلما دعت الحاجة لذلك.

#### 7- الدراسات السابقة

من بين الدراسات التي تطرقت إلى موضوع الاستثمار المحفظي سواء من الجانب النظري أو القياسي نذكر:

- دراسة عمار صايفي، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على الأسواق الأوراق المالية، دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة بومرداس، 2008-2009، وقد توصلت هذه الدراسة إلا أن سوق الأوراق المالية من مكونات النظام المالي وأنها تتمثل في إحدى القنوات الرئيسية لجذب المدخرات المحلية وحتى الأجنبية، وأن مساهمة الاستثمار المحفظي في أسواق الأوراق المالية للدول الثلاث، فهي على العموم تبقى ضعيفة، إذا ما قارناها مع مساهمته في أسواق الدول النامية البارزة والتي تتشابه معها في الكثير من الظروف.

- دراسة إحسان بوبريمة، دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية، دراسة حالة الاستثمارات المحفظية في الأردن للفترة الممتدة من 1996-2005، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2006/2007، والنتائج المتوصل إليها من هذه الدراسة تكمن في أن التدفقات الدولية تحتوي على منافع ومخاطر، فقد تساهم في التنمية الاقتصادية كما قد تعرض البلد المستقبل لها لأزمات مالية تشمل حركة القطاع المالي، وتتمثل عوامل جذب الاستثمار

المحفظة إلى الدول النامية في مجموعة من عوامل الدفع مثل انخفاض أسعار الفائدة العالمية بالإضافة إلى عوامل أخرى داخلية تتعلق بالهيكل الاقتصادي والمتمثلة في استقرار أسعار الصرف، ارتفاع معدلات النمو، انخفاض معدلات التضخم.

## 8- التوثيق العلمي

لتغطية مختلف جوانب الموضوع وغفراء الدراسة اعتمدنا على البحث المكتبي الذي ساعدنا على تغطية الجوانب النظرية للموضوع من خلال مجموعة من الكتب والتي تعرضت إلى جوانب الموضوع بصورة كلية أو جزئية، ومجموعة من الأبحاث العلمية والمجلات المتخصصة وعدد من الرسائل العلمية بالإضافة إلى العديد من مواقع الأنترنت. فيما يخص مصادر الإحصائيات اعتمدنا بشكل كبير على تقارير ومنشورات بورصة تونس، كما استعنا بقاعدة بيانات صندوق النقد الدولي والبنك العالمي.

## 9- المصطلحات الأساسية

- الاستثمار الأجنبي: انتقال رؤوس الأموال بين بلدين، بقصد توظيفها في عمليات اقتصادية مختلفة، كإجراء أوراق مالية أو أموال منقولة تدر ربحاً، أو امتلاك عقارات تعطى ربحاً، أو بقصد توظيفها في عمليات استثمارية مثمرة كالإقراض أو في عمليات غير مثمرة كحفظ النقود في مصرف أو في بيت للإيداع، تفادياً للأخطار التي قد تتعرض لها في ظروف التوتر السياسي والاقتصادي.

- الاستثمار الأجنبي المباشر: ويقصد به تملك المستثمر الأجنبي لكامل المشروع الاستثماري أو لجزء منه، أو أنه قيام المستثمر الأجنبي سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً باستثمار أمواله داخل الدولة المضيفة وذلك بإنشاء مشروع يحفظ فيه لنفسه حق السيطرة والإدارة واتخاذ القرار.

- الاستثمار المحفظة: هو ذلك النوع من الاستثمار الذي يقتصر فقط على انتقال رؤوس الأموال، دون أن يكون للمستثمر الأجنبي ملكية كل أو جزء من المشروع الاستثماري ولا يتمتع المستثمر الأجنبي بالرقابة أو السيطرة واتخاذ القرار في هذا الشكل من أشكال الاستثمارات.

- السوق المالي: هو السوق الأم لكافة الأسواق التي تتعامل في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية وأذون الخزينة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتعد سوق النقد وسوق رأس المال الراغبين الأساسيين لهذه السوق.

- سوق الأوراق المالية: السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات بيعاً وشراءً، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسية (أفراد مؤسسات) إلى وحدات الاستثمار (مشاريع الأعمال والحكومة).

## 10- محتويات الدراسة

لمحاولة الإلمام بكل جوانب الموضوع والإجابة على الإشكالية الرئيسية واختبار مدى صحة الفرضيات التي تم الانطلاق منها، ارتأينا تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول تسبقهم مقدمة عامة مع وجود تمهيد وخلاصة لكل فصل، وتليهم خاتمة عامة تمثل ملخص البحث:

حيث تم تخصيص الفصل الأول لدراسة الأسواق المالية، مع التطرق إلى تعريفها ووظائفها كذلك المنتجات المتداولة فيها بالإضافة إلى مؤشرات مرورا بالاستثمار عوائده ومخاطره.

بينما تم تخصيص الفصل الثاني لدراسة الاستثمار المحفظي وقنوات تدفقه، كذلك دوافع ومحددات الاستثمار المحفظي وشروط استقطابه، بالإضافة إلى واقعه والانعكاسات الايجابية والسلبية له.

وتم تخصيص الفصل الثالث لدراسة حالة الاستثمار المحفظي وأثره على السوق المالي التونسي.

## 11- صعوبات الدراسة:

عند قيامنا بهذا البحث واجهتنا مجموعة من الصعوبات والتي كانت على النحو التالي:

- تشابه مضمون الكتب وبالتالي صعوبة وجود مضمون يفي بالغرض ويوافق الدراسة.
- قلة المراجع المتخصصة والمتعلقة بموضوع البحث، خاصة الكتب العلمية التي تعتبر الأهم لكل بحث علمي، وهذه القلة في المراجع المتخصصة نردها بالدرجة الأولى إلى قلة الاهتمام بدراسة هذا الموضوع مقارنة بالمواضيع الأخرى.
- قلة الإحصائيات المتعلقة بتدفقات الاستثمار المحفظي خاصة باتجاه الدول العربية.

## تمهيد:

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء كونها إحدى أدوات السياسة المالية المستخدمة في تعبئة المدخرات المحلية وأداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية، إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية، ومع تنامي عجز الموازنات العامة لبعض الدول فقد أخذت هذه الدول في البحث عن موارد مالية غير سيادية لتمويل خططها التنموية، فعدت الأسواق المالية واحدة من الأدوات الهامة التي تستخدم لمثل هذه الغايات التنموية.

كما تشهد الأسواق المالية على صعيد بنيتها وأدواتها، تطورات عديدة، أنتجت صور إبداعية لأدوات الاستثمار، شكلت عامل جذب للعديد من المستثمرين لأفراد أو شركات فضلا عن دورها الحيوي في المجتمع كونها تمثل قناة اتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد من سد حاجياتها المالية.

مع هذا أصبح موضوع الاستثمار من الموضوعات التي تحتل مكانة مهمة، حيث يعتبر أحد العوامل الأساسية التي تساهم في تطور المؤسسات وكذا الاقتصاد العام، كما يسمح بخلق مناصب شغل جديدة وكذلك مواكبة العصر ما جاء معه من تطور تكنولوجي وتقدم، باعتبار الاستثمارات الآلية الفعالة في تقدم الاقتصاد تسهر الدولة على تنشيطها وتوسيعها حسب أهدافها ومهامها وذلك بمنح التسهيلات اللازمة عن طريق الإعانات المالية والقروض المختلفة. وعليه لا بد من إعطاء الأهمية الكاملة لعملية التمويل وما ينجز عنها من مصادر التمويل وأنواع التمويل وكذلك ما يأخذه المسير على وجه الخصوص من معايير ومخططات. فتتم عملية الاستثمار في سوق الأوراق المالية عن طريق مجموعة متنوعة من الأدوات كالأسهم والسندات، بالإضافة إلى بعض الأدوات الحديثة والمتمثلة في المشتقات المالية ولكي تحقق هذه الأدوات العوائد والأرباح المرجوة من الاستثمار فيها، وجب توفر الكم من المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قرارات رشيدة.

## المبحث الأول: الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية في العصر الحديث ذات أهمية كبرى في الاقتصاد الوطني، فهي تمثل همزة الوصل بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز، وذلك من خلال تجميع المدخرات وإقراضها للمشروعات المختلفة لتمويل عملياتها التجارية والاستثمارية وكذلك مساهمتها في زيادة الوعي للمستثمرين وتبصيرهم بوضع الشركات والمشاريع لذلك يعتبرها بعض الاقتصاديين مرآة حقيقية تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة.

## المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية

من خلال هذا المطلب سنتعرض لنشأة الأسواق المالية ومفهومها ومن ثم أهميتها.

## أولاً: نشأة الأسواق المالية

يذكر التاريخ الاقتصادي أن أشهر وأهم الأسواق المالية التي كانت تتعامل بالكمبيالات والسندات الأذنية والمعادن النفيسة التي عرفت في العالم، هي أسواق البندقية وجنوة في إيطاليا، كما يعد سوق فرانكفورد من أهم الأسواق المالية الأوروبية تعاملًا مع منظمة الشرق الأوسط باعتبارها مركز اتصال بين الشرق الأقصى وأوروبا. وفي أعقاب الثورة الصناعية، تطور الفكر الاقتصادي الرأسمالي القائم على مبدأ التخصص وتقسيم العمل، وأصبح إنتاج السلع المختلفة يحتاج أدوات إنتاجية جديدة وإلى موارد مالية ضخمة تفوق القدرة الفردية للمستثمر الفردي. وبذلك تطور مفهوم الشركات المساهمة التي تقوم على أساس مشاركة عدد كبير من المساهمين في ملكية الشركة، تاركين للإدارة التي ينتخبونها ممارسة العمل ورسم السياسة الإنتاجية للشركة، فأول نظام تكونت فيه الشركات المساهمة هو النظام الرأس مالي. ومع نهاية القرن السابع عشر كثرت البنوك وازداد عددها في إيطاليا أولاً ثم في بريطانيا وبذلك تبوأ لندن في القرن التاسع عشر مركزاً مالياً دولياً بسبب التجارة الواسعة عبر البحار مع مستعمراتها وتوابعها، وكانت قبل ذلك البندقية في القرن الثامن عشر، بينما أصبحت الولايات المتحدة الأمريكية من أكبر الاقتصاديات في القرن العشرين<sup>1</sup>.

أما من الناحية التاريخية فنشأة الأسواق المالية تعود جذورها إلى اكتشاف أقدم أشكال التمويل والصيرفة قبل حوالي أربعة آلاف عام في بلاد الرافدين، والتعامل بالائتمان والعمليات الائتمانية من طرف البابليين، أما بالنسبة للرومان فقد عرفوا الأسواق المالية في القرن الخامس عشر قبل الميلاد وذلك من خلال المكان الذي يجتمع فيه كبار التجار والمتعاملين لإبرام العقود والصفقات الحاضرة والمستقبلية، ونتيجة التطور الاقتصادي والاجتماعي ظهرت الأسواق المالية المنظمة وذلك من خلال العصور الوسطى حيث قامت الأسواق المالية بقفزة نوعية عما كانت عليه في السابق فنشأت بذلك البورصات، حيث كانت أول بورصة في أنفوس ثم في مدينة أمستردام وباريس متخذة للمقاهي كمكان للاجتماع والتداول وإبرام الصفقات، ولم تصل البورصات إلى مكانتها المرموقة في الحياة الاقتصادية إلا بعد أواسط القرن التاسع عشر عندما نشطت حركة تقدم العلوم والاختراعات الجديدة حيث تم استغلال ذلك التقدم استغلالاً عملياً في مختلف الميادين الاقتصادية ( الزراعية، التجارية والصناعية) وفي تحسين

<sup>1</sup> حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، 2002، ص. 3-4.

وسائل النقل والمواصلات واستغلال الموارد الطبيعية. أما في الآونة الأخيرة فقد تطورت الأسواق المالية تطورا كبيرا سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات أو التسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في الأسواق خاصة في عقد الثمانينات حيث شهدت الأسواق المالية أكثر أهمية في تمويل الأنشطة الاقتصادية<sup>1</sup>.

وفي ضوء ما تقدم يمكن القول أن الأسواق المالية كانت ولا تزال تعمل على مواكبة التطورات الاقتصادية وذلك بالتوسع في عمليات التعامل فيها نتيجة الحاجة إلى التمويل الذي تسهم هذه الأسواق بتوفيره لتوسيع وتطوير النشاطات الاقتصادية. ولقد مرت الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حاليا بعدة مراحل يمكن تلخيصها بالآتي:

#### ❖ المرحلة الأولى:

وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية وغيرها من المشاريع، مما نتج عن ذلك اتساع في المعاملات التجاري، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة والتي أصبح يعجز المستثمر الفرد عن تمويلها مما اضطره اللجوء إلى البنوك للاقتراض<sup>2</sup>.

#### ❖ المرحلة الثانية:

تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت هذه الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لقواعد البنك المركزي<sup>3</sup>.

#### ❖ المرحلة الثالثة:

تميزت بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك العقارية والبنوك الصناعية وبنوك الاستثمار... إلخ حيث أصبحت هذه البنوك تقوم بإصدار سندات طويلة ومتوسطة الأجل لسد الاحتياجات التموينية وتوفير التمويل اللازم للمشاريع التنموية<sup>4</sup>.

#### ❖ المرحلة الرابعة:

في هذه المرحلة ظهرت الأسواق النقدية وازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> حسين بني هاني، نفس المرجع السابق، ص. 6.

<sup>2</sup> زيادة رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، القاهرة، 2007، ص. 15.

<sup>3</sup> جمال جويدان الجمل، دراسات في السوق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص. 18.

<sup>4</sup> فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدار الكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص. 39.

<sup>5</sup> جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص. 19.

## ❖ المرحلة الخامسة:

وهي المرحلة التي تضمنت تطورا أكبر في الأسواق المالية والنقدية من خلال تطور عمل هذه الأسواق، وقد سمح تطور وسائل الاتصال المختلفة بإدماج الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية. وأصبح بذلك التغيرات في مؤشرات اقتصاد ما يؤثر على أداء البورصات الأخرى<sup>1</sup>.

## ثانيا: تعريف الأسواق المالية

لقد تعددت وتنوعت مفاهيم الأسواق المالية ومن بين هذه التعاريف، نذكر:

عرفت الأسواق المالية على أنها: "السوق الأم لكافة الأسواق التي تتعامل في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية وأذون الخزينة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتعد سوق النقد وسوق رأس المال الرافدين الأساسيين لهذه السوق، وتتمارس هذه السوق من خلال بعض مؤسساتها القائدة دور بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والحفاظ على الاستقرار النقدي، فضلا عن كونها آلية مهمة في تعبئة واستقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية"<sup>2</sup>.

كما عرفت الأسواق المالية على أنها: "المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرون) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين) ومن ثم تنشأ وتتداول داخل هذا الإطار التنظيمي للأصول المالية"<sup>3</sup>.

وعرفت أيضا الأسواق المالية على أنها: "الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشترى تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الثمن السائد في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه"<sup>4</sup>.

ويتضح من خلال التعاريف السابقة أن الأسواق المالية تلعب دورا هاما في تشابك قطاعات الاقتصاد الوطني من خلال ربط قطاعات الفائض بقطاعات العجز، فهي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفائض ومصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز، ومنه فإن الأسواق المالية تشتمل على كل من المدخرين والمستثمرين والمنشآت والأدوات المالية، حيث أنه يوجد في كل مجتمع وحدات لديها فائض ولكنها لا تستطيع استثمارها لسبب أو لآخر وفي المقابل هناك وحدات تستطيع الاستثمار لكن لا تملك الأموال اللازمة، إذا فإن الأسواق المالية تساعد وتسهل انتقال الأموال من وحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز من خلال المنشآت والأدوات المالية لصعوبة انتقال الأصول مباشرة بين الطرفين.

<sup>1</sup> جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص. 19.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص. 21.

<sup>3</sup> عبد النعيم مبارك، إسماعيل أحمد الشناوي، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، القاهرة، 2002، ص. 17.

<sup>4</sup> محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص. 60-61.

ثالثاً: أهمية الأسواق المالية

- ترداد أهمية الأسواق المالية في العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء المشاريع الاستثمارية في المجتمع ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في المجتمع في العناصر التالية<sup>1</sup>:
- تنشيط مجالات الاستثمار العام والخاص وتنشيط الاقتصاد الوطني ككل وإيجاد منافذ شرعية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم.
  - تكوين تراكم رأس مالي لأجل قصيرة أو طويلة.
  - تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية.
  - تعتبر سوق الأوراق المالية، أحد القطاعات المهمة في رأس المال الذي يعمل على تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال المتمثل في تحويل الأوراق المالية إلى نقود جاهزة والعكس في سهولة ويسر.
  - كما تظهر أهمية الأسواق المالية في كونها<sup>2</sup>:
  - تعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، مما يضمن سلامة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين فهو بذلك يحقق التكافؤ والتوازن للسوق خلال انتقال ملكية الأدوات المالية من مستثمر إلى آخر، وبالتالي تنظيم عملية تداول الأوراق المالية حفاظاً على السعر وبناء على القوى العرض والطلب.
  - تعتبر مؤشر الحالة الاقتصادية، فالسوق المالية تساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحاً.
  - تعتبر أسواق الأوراق المالية في السوق المالي من الضمانات الجيدة والمقبولة عند منح القروض لدى البنوك
  - تغيير الأرقام القياسية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي من المتغيرات المهمة للتنبؤ في الحالة الاقتصادية للدولة<sup>3</sup>.
  - توفير التمويل للاستثمارات الإنتاجية وبذلك تساهم في زيادة القدرة واتساع الطاقة الإنتاجية في الاقتصاد ونموه<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص. 14.

<sup>2</sup> رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص. 13.

<sup>3</sup> جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص. 20.

<sup>4</sup> فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص. 41.

## المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية وشروط قيامها

نحاول من خلال هذا المطلب التعرف على وظائف الأسواق المالية ومن ثم شروط قيامها.

## أولاً: وظائف الأسواق المالية

تتبع أهمية الأسواق المالية بشكل عام من الدور الأساسي الذي تلعبه في حياة الأفراد وجميع نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار والادخار والمدفوعات والسياسات النقدية بشكل خاص، فهي تساعد على نقل مدخرات الأفراد والمؤسسات (وحدات الفائض) إلى من يحتاجونها من المستثمرين أفراداً ومؤسسات وحكومات (وحدات العجز)، وهذا الدور بالغ الأهمية بل جوهري لصحة الاقتصاد ونموه وحيويته، أما تفصيلات الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية في هذا المجال الاقتصادي المهم فهي كما يلي<sup>1</sup>:

## ✓ تشجيع الادخار:

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم.

## ✓ المحافظة على الثروة وتنميتها:

إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لا سيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحاً وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنيها.

## ✓ تسهيل الحصول على السيولة:

إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات وما شابه) إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.

## ✓ تسهيل الحصول على الائتمان:

والمقصود به اقتراض النقود وعد بالوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

## ✓ تسهيل المدفوعات:

بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكيميالات والبطاقات الائتمانية والقبولات Acceptance) وما شابه معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.

## ✓ المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:

يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شحوط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، القاهرة، 2007، ص. 9-10.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص. 10-11.

- التأمين Insurance: ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل: الحرائق والسرقات وتأمين السيارات... إلخ، وخاصة في مجال الاستثمار الحقيقي.
- التنوع Deversification: أي تنوع مجالات وأوجه الاستثمار عملاً بالمبدأ القائل (لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة)، وهو أمر واضح ومؤداه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مشروع واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيراً على التنوع.
- التحوط Hedging: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية وأسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة (الدولار مثلاً أو الأسهم أو سلعة معينة) بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن وبغض النظر على ما يكون عليه في المستقبل، وتساعد الأسواق المالية على ذلك كثيراً إذ أنه أصبح من المألوف فيها في هذه الأيام وجود مثل هذه العقود.

✓ المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية:

وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة open market operation والمقصود به أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب (يشفط) جزء من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذونات خزينة) ويبيعها بأسعار تعود على المشتريين بعوائد مغرية، وإذا أراد مكافحة الركود يضخ في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.

كما توجد وظائف أخرى للأسواق المالية والمتمثلة فيما يلي<sup>1</sup>:

- التنبؤ بالنشاط الاقتصادي خلال الفترة القادمة.
- التوزيع الأمثل للموارد المالية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة.
- تسعير الأوراق المالية.
- إيجاد قنوات لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الإنتاج.
- المساعدة على توجيه أوجه الاستثمار للمستثمرين.
- المساعدة على تخصيص الموارد الاقتصادية بشكل أفضل.
- تمكين المصارف من استثمار مواردها واستخدام إيرادات الاستثمارات.
- المساعدة في ظهور وصقل بعض الكفاءات والخبرات في المجالات المالية والاقتصادية.
- زيادة الوعي لدى المستثمرين.

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، 2009، ص. 26-27.

ثانيا: شروط قيام الأسواق المالية

- لكي تقوم سوق الأوراق المالية فلا بد من توافر مجموعة من الشروط من أهمها<sup>1</sup>:
- العلانية وبالتالي يجب نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية للتعامل عليها في نشرة مكتوبة.
  - يتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين والسماسرة الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري.
  - يجب أن تكون الأوراق المالية قابلة للتداول.
  - يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق من مشروع لآخر.
  - يجب أن تتحقق في هذه الأسواق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب لتكون أسواقا متوازنة.
  - توافر الحرية الاقتصادية حتى تمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدورها.
  - وجود خبراء أكفاء لإدارة التداخل داخل البورصة حفاظا على أموال العملاء ولضمان استقرار نشاط السوق.
  - توافر التغطية المناسبة لربط البورصات ببعضها البعض لضمان توافر المعلومات بدقة.
  - سرعة إتمام الصفقات وعرض آراء العملاء خلال المدة بالشروط المحددة بآرائهم.
  - التأكيد على أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأن عقد العمليات لا يصاحبه غش أو تلاعب.
  - يجوز التعامل على أي عدد من الأوراق المالية ويكون سعر التداول للأوراق المالية آخر سعر لها تم التنفيذ به خلال يوم العمل.
  - تلتزم شركات السمسرة التي نفذت عملية على خلاف آراء العميل أو على ورقة مالية غير جائز تداولها قانونا أو محجوز عليها بتسليم ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة وإلا وجب تعويض العميل .
  - تلتزم كل بورصة بتقديم التقارير الدولية التالية عن حركة تداول الأوراق المالية المقيدة بما إلى هيئة سوق المال وهي:
  - إخطار يومي عن حركة التداول.
  - إخطار نصف شهري، وشهري عن حركة التداول.
  - إخطار سنوي عن حركة التداول.
  - التزام البورصات بإعداد نشرة شهرية تتضمن بيانا بالأوراق المالية التي تم قيدها خلال الشهر وإجمالي حجم التداول الشهري للأوراق المالية المقيدة موزعة على مطالبات النشاط المختلفة.

<sup>1</sup> أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص. 16-18.

## المطلب الثالث: المنتجات المتداولة في الأسواق المالية

تمثل الأوراق المالية الأصل (السلعة) الذي يجري تداوله بيعا وشراء في السوق المالية لذلك نمو العمود الفقري في هذه الأوراق وذلك راجع لخصائصها.

أولاً: الأسهم

تعتبر الأسهم أداة ملكية شائعة الاستعمال وسنقوم من خلال هذا المطلب ببيان مفهومها، خصائصها إضافة إلى أهم أنواعها حسب مجموعة من التصنيفات.

1. مفهوم السهم

السهم هو حصة في شركة تعطى لحامله حتى ملكية جزءا منها ويكون له حق التصويت في الجمعيات العمومية، والحق في الأرباح الموزعة، والحق في القيمة المتبقية عند التصفية<sup>1</sup>.

2. أنواع الأسهم

يمكن تصنيف الأسهم وفقا لاعتبارات عديدة كما يلي:

أ. من حيث حقوق المساهمين:

تصنف الأسهم بحسب الحقوق التي تمنح لمالكها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

- الأسهم العادية: يقسم رأس مال الشركة إلى حصص متساوية القيمة كل حصة سهما. ويترتب على مبدأ المساواة في القيمة. المساواة في الحقوق التي يعطيها السهم لمالكه والالتزامات التي يرتبها تبعا لذلك، حيث يعتبر مالك السهم العادي مالكا لجزء من الشركة في حدود قيمة السهم. فإذا ما أراد التصرف فيه فليس أمامه سوى بيعه في البورصة من خلال السمسار. وفي حالة إفلاس المنشأة المصدرة ليس هناك ما يضمن إسترداد حملة الأسهم للقيمة التي دفعوها، كما أنه ليس من حقهم المطالبة بنصيبهم من الأرباح المحققة طالما أن المنشأة لم تقرر توزيعها. فهي عبارة عن صكوك تعطى لحاملها حقوق في التصويت وفي الحصول على التوزيعات<sup>2</sup>.

- الأسهم الممتازة: هي أسهم تمنح لمالكها حقوق لا يتمتع بها حاملوا الأسهم العادية، مثل أولوية حصوله على نسبة من أرباح الشركة وأولوية حصوله على حقوقه عند تصفية الشركة، قبل حاملي الأسهم العادية وبعد حاملي السندات الذين يعتبرون دائنين للشركة، ويتم بيان هذه الحقوق والمزايا في نشرة الاكتتاب الخاصة بطرح هذه الأسهم في السوق<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمد عبد الحميد عطية، للاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2011، ص. 35.

<sup>2</sup> منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرفية اللبنانية، القاهرة، 2007، ص. 128.

<sup>3</sup> حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، القاهرة، 2006، ص. 41.

ب. من حيث سداد المساهم لقيمتها:

تنقسم الأسهم إلى<sup>1</sup>:

- الأسهم النقدية: هي تلك الأسهم التي يتم الحصول عليها بشكل نقدي، أو هي الأسهم التي يتم سداد قيمتها نقدا ويتم ذلك إما دفعة واحدة أو على أقساط، بأن لا يقل ما يدفع عند الاكتتاب في الأسهم النقدية عن 25% من القيمة الاسمية للسهم وأن يتم سداد القيمة الاسمية للسهم بالكامل خلال مدة لا تزيد عن 10 سنوات من تاريخ التأسيس للشركة.

- الأسهم العينية: هي تلك الأسهم التي يتم الحصول عليها بشكل عيني وليس نقدي كالتنازل عن حصة مقابل الحصول على السهم. ولقد اشترط القانون أن يتم سداد قيمة هذه الأسهم بالكامل عند الاكتتاب وفي الغالب يتم إصدار هذه الأسهم للمؤسسين أصحاب فكرة تأسيس الشركة.

- الأسهم المجانية: هي الأسهم التي توزع على قدامى المساهمين كبديل عن نصيبهم في الأرباح - التوزيعات النقدية - ويتم ذلك بتحويل جزء من الاحتياطات أو الأرباح المحتجزة إلى رأس المال.

ج. من حيث الشكل وطريقة التداول:

تنقسم الأسهم من حيث الشكل وطريقة التداول إلى ثلاثة أنواع<sup>2</sup>:

- السهم الاسمي: وهو السهم الذي يحمل إسم مالكة.

- السهم لحامله: وهو السهم الذي لا يذكر إسم مالكة وتثبت ملكيته لحامل السهم وفقا لقاعدة الحيازة في المنقول سد الملكية.

- السهم الإذني: وهو السهم الذي يكون لأمر أو إذن مالكة، وترد عبارة الأمر أو الإذن مقرونة بإسم مالك السهم ويتم تداوله بالتطهير.

د. من حيث استهلاك الأسهم أو عدمه:

تنقسم وفقا لهذا الإعتبار إلى<sup>3</sup>:

- أسهم رأس المال: ويقصد بسهم رأس المال السهم الذي لا يحق لمالكة استرداد قيمته الاسمية طالما بقيت المنشأة المصدرة له قائمة تزاول نشاطها.

- أسهم التمتع: فهو السهم الذي يحصل مالكة على قيمة أثناء قيام الشركة أو المنشأة المصدرة له ويحدث ذلك في حالة ما إذا كان من المتوقع هلاك رأس مال المنشأة المصدرة له بحسب طبيعة نشاطها كشركات النقل البحري أو بحسب نظام الشركة القانوني كالشركات القائمة على حق الانتفاع بأحد المرافق العامة لمدة محددة.

<sup>1</sup> محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص. 36.

<sup>2</sup> منى قاسم، مرجع سبق ذكره، ص. 131-132.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص. 132.

ثانياً: السندات

تعد السندات أداة من أدوات الاستثمار القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وسنقوم بعرض مفهومها وكذلك أنواعها.

1. مفهوم السندات

يمكن تعريف السند على أنه:

التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض (مصدر السند) بتقديم المدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند) والتي هي فائدة تدفع لعدد محدد من السنوات (وحتى تسديد القرض في وقت مستقبلي)، بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية<sup>1</sup>.

2. أنواع السندات

يمكن التمييز بين عدة أنواع للسندات، منها:

أ. من حيث المجال الجغرافي:

تصنف إلى<sup>2</sup>:

- سندات محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقرضين محليين.
- سندات أجنبية: تصدرها مؤسسات أجنبية لصالح مقرضين محليين ويتم التداول عليها أيضاً في الداخل.
- سندات دولية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقرضين محليين ودوليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.

ب. من حيث القابلية للتحويل إلى أسهم:

- والمقصود بها قابلية تحويل السند إلى أسهم عادية ومن هذا المدخل تنقسم السندات إلى<sup>3</sup>:
- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وهي السندات التي ينص عقد إصدارها وموافقة حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية.
- سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم: وهي السندات التي لا يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

ج. من حيث العائد:

- تنقسم السندات من حيث العائد الذي يمكن الحصول عليه إلى ما يلي:
- سندات ذات عائد ثابت: وهي السندات التي ينص عقد إصدارها على عائد ثابت محدد ويتم احتساب الكوبون على أساس هذا العائد.
- سندات ذات عائد متغير: وهي السندات التي يتم فيها تغيير معدل العائد عليها كل فترة معينة.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص. 109.

<sup>2</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في البورصة والأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان، 2008، ص. 78.

<sup>3</sup> محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص. 48.

د. من حيث شكل الإصدار:

تصنف حسب هذا المعيار إلى <sup>1</sup>:

- سندات لحاملة: عندما يصدر السند خاليا من اسم المستثمر تنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها وعند تاريخ الاستحقاق يحق لحامله استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.

- سندات اسمية: ويكون عليه اسم مالكة، ويمكن أن تكون مسجلة بالكامل و يسجل به الدين الأصل والفائدة ولا يصرف أي منها إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند، ويمكن أن تكون مسجلة جزئيا ويقتصر التسجيل هنا من أصل الدين فقط.

هـ. من حيث الضمان:

تصنف حسب هذا المعيار إلى <sup>2</sup>:

- سندات مضمونة: هذا النوع هو أكثر شيوعا من غيره والتي تصدر بضمانة معينة إما برهن بعض أو كل موجودات المنشأة أو غير ذلك و في حالة إفلاس المنشأة يجوز لحملة السندات بيع تال الموجودات المرهونة واستعادة أموالهم كاملة وقد تستطيع المنشأة في حالة open end أن تصدر سندات جديدة لنفس الضمان وقد لا تستطيع في حالة close end.

- سندات غير مضمونة: هي السندات التي تصدرها المنشآت دون أن تكون مضمونة برهن عقاري أو حجز موجودات أو أية ضمانة أخرى و هي أبسط أنواع السندات وأكثرها خطورة على حامل السند و هذا النوع يصدر من الشركات التي تتمتع بربحية عالية و حالة مالية ممتازة، كما أن بعض الشركات الخدمية التي لا تتوفر فيها موجودات للرهن لا تتضمن سندات المصدر.

و. من حيث معيار الأجل:

ويضم هذا التقسيم ما يلي <sup>3</sup>:

- سندات قصيرة الأجل: سندات لا يتجاوز أجلها عاما واحدا وهو أداة تمويل قصيرة الأجل وتداول في سوق النقد(سندات خزينة) وتتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة وتصدر بمعدلات فائدة منخفضة.

- سندات متوسطة الأجل: يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز سبعة أعوام معدلات الفائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل.

- سندات طويلة الأجل: يزيد أجلها عن سبعة أعوام، وتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة عالية(سندات عقارية)، ويمكن أن تصدر جميع السندات في إصدار واحد و موعد استحقاق موحد ومعدل

<sup>1</sup> وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص. 110.

<sup>2</sup> محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص. 400.

<sup>3</sup> وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص. 111.

فائدة موحد، ويطلق عليه اسم سندات موحدة، وقد تصدر باختلاف المواعيد للاستحقاق واختلاف معدلات الفائدة و إصدارات متعددة ويطلق عليه اسم سندات متسلسلة.

### ثالثاً: المشتقات المالية

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين بمختلف الأنواع يوجد أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في البوصة لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات لأنها تجمع بين صفاتها وخصائصها معاً، والتي يطلق عليها المشتقات المالية.

#### 1. مفهوم المشتقات المالية

تعرف على أساس أنها أدوات مالية يعتمد العائد منها على أدوات مالية أخرى، أي مشتقة من أدوات مالية أخرى، إذ تعتمد على نتائج وأدوار الأدوات المالية الرئيسية على قياس وإدارة المخاطر المالية المشتقة، وتعتمد المشتقات المالية على الأصول الحقيقية و الأصول المالية<sup>1</sup>.

وعليه فالمشتقات المالية يمكن تعريفها على أنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول التي تمثل موضع العقد وتسمح هذه المشتقات بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصول موضع العقد.

#### 2. أنواع المشتقات المالية

للمشتقات المالية عدة أنواع و هي كما يلي:

##### أ. الخيارات :

يعرف بأنه اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية وربما العملات أو السلع أو المؤشرات... إلخ، من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدماً، على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تنقضي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء أو أن التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد<sup>2</sup>.

ويعرف أيضاً على أنه: عنصر تحكم الذي يمنح حامله القابلية لتحويل الحق<sup>3</sup>.

ويمكن تقسيم الخيارات كما يلي<sup>4</sup>:

- حق خيار أمريكي: هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بأن يمارس حقه في الاختيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد.

- حق اختيار أوروبي: هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

<sup>1</sup> فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص. 19.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004، ص. 245.

<sup>3</sup> ERUALE SAOUT, **introduction aux marches financiers**, edition euronext, paris, 2008, p. 71.

<sup>4</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية ( مفاهيم، إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001، ص. 44-45.

كما يمكن التمييز بين أنواع أخرى للخيارات وهي<sup>1</sup>:

- حق خيار الشراء: يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الخيار) شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.
- حق خيار البيع: يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الاختيار) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.
- الخيار المغطى: هو حق خيار شراء يكون فيه أحد طرفي العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.
- الخيار الغير مغطى: هو حق خيار شراء أو بيع أو هما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.
- الخيار المزدوج: وذلك بأن يجمع الشخص بين نوعي الخيار، خيار الشراء وخيار البيع، فيشتري خيار صادر على أسهم شركة معينة، خيار بيع صادر على أسهم ذات الشركة، إلا أنه لا يحق للمشتري في هذا النوع إلا تنفيذ أحد عقدي الخيار، إما عقد خيار شراء وإما عقد خيار بيع، وفي هذا النوع يدفع مشتري الخيار المزدوج ضعف الخيار الواحد.

ب. عقود المبادلات (المقايضة)<sup>2</sup>:

إلتزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي، أو أصل معين، مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد.

ومن أهم أنواع عقود المبادلات ما يلي:

- عقد مبادلة أسعار الفائدة: هو الاتفاق بين طرفين على مقايضة معدلات عائد متغيرة بمعدلات عائد ثابتة على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك-بالضرورة- بتبادل هذا المبلغ.
- عقد مبادلة العملات: اتفاق بين طرفين، يتضمن عمليتين: عملية شراء وبيع عملة معينة مقابل عملة أخرى، على أساس التسليم الآجل بسعر صرف محدد مسبقا بين العملتين.

ج. العقود الآجلة (العقود الملزمة اللاحقة):

عرف صندوق النقد الدولي العقد الآجل كما يلي:

بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقيا أم ماليا، بكميات معينة وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه، والعقود الآجلة ليست عقودا مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمد صالح الخناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999-2000، ص. 221-222.

<sup>2</sup> هشام السعدني، خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص. 367-389.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص. 207.

## د. العقود المستقبلية:

هو اتفاقية بين بائع ومشتري، على الترتيب - لتسليم وتسلم سلعة أو ورقة مالية في تاريخ معين مستقبلي، والمستقبليات المالية هي عقود مكتوبة بخصوص أوراق مالية، عملات نقدية أو مؤشرات أسهم (مرتبطة بمؤشر البورصة) وعلى غير السلع المستقبلية، فالتسليم لا ينطوي على سلعة مادية، ولكن يحتاج إلى الأوراق المالية والنقد في أي تسليم متطلب لاستيفاء العقد<sup>1</sup>.

وتوجد ثلاثة أنواع منها تتداول في البورصات العالمية وهي عقد مستقبليات الفائدة، عقد مستقبليات العملة وعقد مستقبليات مؤشر الأسهم فهي تساعد في إزالة المشاكل المتعلقة بكل من السيولة وخطر الائتمان المرتبط بالعقود الآجلة وذلك بإتباع عدد من النظم يتولاها بيت المقاصة عند إدارته لسوق المستقبليات هي نظام تثبيت السوق، نظام مدفوعات الهامش، نظام حد التوقف...، حيث يتم تسوية المواقف المترتبة على عقد المستقبليات يوميا، حتى وإن ظل العقد مفتوحا لتقادي التقلبات الواسعة في الأسعار والعوائد<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> جلال البناء، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات، شركة الندى للطباعة، مصر، 2006، ص. 231.

<sup>2</sup> صلاح حسن، البنوك ومخاطر الأسواق المالية العالمية، دار الكتاب الحديث، الجزائر، 2011، ص. 160.

## المبحث الثاني: الاستثمار في الأسواق المالية

يعتبر الاستثمار الأداة والوسيلة الأساسية لتحقيق التنمية الاقتصادية للدول وقد كان لمصطلح الاستثمار، الخط الوفير في الدراسات والكتابات الاقتصادية عبر التاريخ الاقتصادي.

## المطلب الأول: ماهية الاستثمار

من خلال هذا المطلب، سنتعرض لمفهوم الاستثمار وأنواعه.

## أولاً: مفهوم الاستثمار

هناك عدة تعاريف للاستثمار،

فلاستثمار نعني به: "الإضافة إلى رصيد المجتمع من رأس المال كتشديد مباني سكنية جديدة مصانع، آلات جديدة، فضلاً على أنه إضافة إلى المخزون من المواد الأولية والسلع التامة الصنع أو نصف المصنعة، فلاستثمار هو الإضافات إلى المخزون، فضلاً عن رأس المال الثابت"<sup>1</sup>.

ويعرف الاستثمار على أنه: "الإنفاق على الأصول الرأسمالية خلال فترة زمنية معينة، بمعنى الإضافة إلى أصول المؤسسة وتشمل المعدات، الآلات،... والإصلاحات الجوهرية التي تؤدي إلى إطالة عمر الآلة وغيرها من الأصول أو زيادتها، وبالتالي فهو بذلك يعتبر الزيادة الصافية في رأس المال الحقيقي للمجتمع"<sup>2</sup>.

ويضاف إلى هذين التعريفين مفهوم آخر للاستثمار حيث يعني: "توظيف الأموال في مشاريع اقتصادية واجتماعية وثقافية بهدف تحقيق تراكم رأسمال جديد، ورفع القدرة الإنتاجية أو تجديد وتعويض الرأسمال القديم، أو هي التضحية بالاستهلاك في الوقت الحالي أملاً في الحصول على عوائد أكبر في المستقبل، ولذلك كلما زاد عدم اطمئنان المستثمر بشأن العوائد التي سيحصل عليها في المستقبل زادت قيمة المكافآت التي يطالب بها مقابل استثماراته"<sup>3</sup>.

ومن خلال هذه التعاريف يتبين لنا أن الاستثمار هو مجموعة التضحيات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال امتلاك الأصول التي تولد العوائد، نتيجة لتضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول عليها مستقبلاً بشكل أكبر من خلال الحصول عللاً تدفقات مالية مستقبلية أخذاً بعين الاعتبار عنصرى العائد المخاطرة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> بكري كامل، مبادئ الاقتصاد، الدار الجامعية، بيروت، 1987، ص. 295.

<sup>2</sup> هيكل عبد العزيز فهمي، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، بيروت، ط2، 1985، ص. 256.

<sup>3</sup> ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص. 12.

<sup>4</sup> صيام أحمد زكريا، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، عمان، 1997، ص. 19.

ثانياً: أنواع الاستثمار

يمكن تقسيم الاستثمار من حيث<sup>1</sup>:

1. وسائله إلى

✓ استثمار مباشر: وهو الاستثمار في جميع أنواع المشاريع باستثناء المتعلقة بالمساعدات و المعونات المالية والفنية والتقنية التي تقدم إلى الدولة.

✓ استثمار غير مباشر: وهو الاستثمار الذي يتم عن طريق شراء أوراق مالية لشركات تسهم في النشاط الاقتصادي المباشر بهدف الربح عن طريق البيع.

2. دوافعه الاقتصادية على أطراف الاستثمار الرئيسية

فهي كما يلي:

✓ الاستثمار الحكومي (استثمار الدولة): وهو الاستثمار الحكومي بخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية للدولة، والاتجاه السياسي والفكري القائم فيها.

✓ الاستثمار الخاص: وهو استثمار القطاع الخاص الذي تطور من المشروع الفردي أو العائلي المحصور استثمار بنشاط محدود إلى شركات ومؤسسات تضم عددا من المستثمرين من مختلف الشرائح الاجتماعية الذين يقومون بتوظيف مدخراتهم في مختلف المشاريع الإنتاجية والخدمية.

✓ وإزاء التطور التقني خاصة في مجل المعلومات والاتصالات، الذي حول العالم إلى قرية، بقي استثمار القطاع الخاص محدودا إزاء الاستثمار الأجنبي.

✓ الاستثمار الأجنبي: هو الاستثمارات الخارجية التي أصبحت من مصادر التمويل الهامة لمشاريع التنمية الاقتصادية خاصة في البلدان النامية، ودول أوروبا الشرقية والاتحاد السوفياتي السابق، فقد تميز عقد التسعينات وما بعده بالتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال، فقد أنكمش دور البنوك التجارية في تمويل الاستثمارات في البلدان النامية.

كما يمكن تقسيمه إلى<sup>2</sup>:

■ استثمار حقيقي: هو الاستثمار في الأصول الحقيقية ويشمل كل الاستثمارات التي تؤدي إلى الزيادة في رأسمال المجتمع بمعنى زيادة طاقته الإنتاجية كسواء أو اقتناء الآلات و المعدات و المصانع الجديدة.

■ استثمار مالي: فهو يعبر عن الاستثمارات التي لا يترتب عنها سوى انتقال الملكية للسلع الرأسمالية من طرف لآخر دون إحداث زيادة في الطاقة الإنتاجية للمجتمع، فهو يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم و السندات وشهادات الإيداع و غيرها.

<sup>1</sup> ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص. 22-23.

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص. 36.

## المطلب الثاني: عوائد ومخاطر الاستثمار في الأسواق المالية

تعتمد جميع النظريات الحديثة لإدارة المحفظة على العلاقة ما بين العائد و المخاطرة ولا بد من إعطاء فكرة عن العوائد من حيث مفهومها وأنواعها وكذلك المخاطر وأنواعها من خلال ما يلي:

أولاً: العائد

سوف نوضح من خلال هذا العنصر مفهوم العائد وأنواعه.

1. مفهوم العائد

للعائد مفاهيم مختلفة من أهمها:

هو عبارة عن الزيادة المحققة أو الزيادة المتوقعة للمبلغ المستثمر و الذي يلبي رغبات المستثمر<sup>1</sup>. ويعرف على أنه التعويض النقدي الذي يتلقاه المستثمر مقابل توظيفه أمواله في شكل من أشكال الاستثمار المتاحة، وقد يكون هذا التعويض، كما هو الحال في التدفقات النقدية توزيعات، كما هو الحال في الاستثمار في الأسهم، أو فوائد كما هو الحال في الاستثمار في السندات أو أرباح رأسمالية بعد بيع الأصل المستثمر فيه بسعر يفوق تكلفته شرائه.

وعليه فإن العائد هو مقدار التغير في قيمة الأصل محل الاستثمار مضافا إليه التوزيعات و الفوائد المحصلة، ولتحديد العائد بدقة، عادة ما ينسب كل ذلك إلى قيمة الأصل في بداية الفترة، أي قيمة المبلغ الموظف في الاستثمار المعني في أول فترة، ويعرف بمعدل العائد المطلوب، رياضيا يمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$R_t = \frac{I_t - I_{t-1} + D_t}{I_{t-1}}$$

حيث أن:  $R_t$ : معدل العائد المطلوب أو المنتظر خلال الفترة  $t$ .

$I_t$ : سعر الأصل أو قيمته في الفترة  $t$ .

$I_{t-1}$ : سعر الأصل أو قيمته في الفترة  $t-1$  وهو المبلغ الأولي المستثمر.

$D_t$ : التدفق النقدي المحصل من الاستثمار في الأصل المعني

2. أنواع العائد

تختلف أنواع العائد من حيث العائد المصدر أو الاستثمار الذي يتولد منه كالعائد على الأوراق المالية مثل: الأسهم العادية والممتازة والسندات والعائد على المحفظة وعائد صناديق وشركات الاستثمار، وتقسم من حيث ظروف التأكد إلى عوائد مؤكدة والتي يتم الحصول فيها على عوائد شبه مؤكدة أو محققة كاستثمار في السندات والأسهم الممتازة.

<sup>1</sup> غازي فلاح مومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ط2، ص. 71.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011، ص. 79-80.

أما العوائد الغير مؤكدة فهي العوائد المتولدة من الاستثمار في الأسهم، حيث أن التوزيعات غير مؤكدة في كل سنة وتخضع مسألة التوزيع من عدمه لقرارات الجمعية العامة للمساهمين، كما أن كمية الأرباح الموزعة ونسبة الأرباح الموزعة غير معروفة مسبقا أيضا، ومن هنا ظروف عدم التأكد تأتي في مثل هذا النوع من العائد.

كما توجد أنواع أخرى للعائد وتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

■ العائد على الاستثمار:

حيث يقيس هذا المعيار قدرة الدينار الواحد من مجموع الأصول وهو الذي يمثل مجموع المبلغ المستثمر من تحقيق أرباح بعد الضريبة حيث يحسب هذا المقياس على النحو التالي:

$$\frac{\text{الأرباح الصافية بعد الضريبة}}{\text{المبلغ المستثمر (مجموع الأصول)}} = \text{العائد على الاستثمار } ROI$$

■ معدل العائد على حقوق الملكية:

حيث يدلنا هذا المقياس على قدرة الدينار الواحد من حقوق الملكية على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة، حيث أن حقوق الملكية تمثل رأس المال المدفوع والمكون من أسهم عادية وأسهم ممتازة بالإضافة إلى الاحتياطات المختلفة مثل: الاحتياطي الإجباري واحتياطات أخرى بالإضافة إلى الأرباح الدورية حيث يحسب مقياس معدل العائد على حقوق الملكية على النحو التالي:

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{معدل العائد على حقوق الملكية}$$

■ عائد فترة الاحتفاظ:

يعتبر هذا المقياس من أفضل المقاييس التي تهم المستثمر وخاصة المستثمر الذي لديه محفظة مالية حيث يقيس هذا المعيار العائد المحقق لحامل السهم أو للمستثمر خلال فترة الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية، ومن الممكن أن تكون فترة الاحتفاظ سنة أو أكثر من سنة أو أقل من سنة، فإذا كانت فترة الاحتفاظ سنة واحدة، يحسب معدل العائد بفترة الاحتفاظ على النحو التالي:

$$\frac{D_t + (P_b - P_0)}{P_b} = \text{عائد فترة الاحتفاظ}$$

حيث:  $D_t$ : الأرباح السنوية التي وزعت خلال الفترة

$P_b$ : سعر السهم عند الشراء.

$P_0$ : سعر السهم عند البيع.

$$\frac{D_t + (P_0 - P_b)}{n} \div \frac{P_0 + P_b}{2} = \text{العائد على الاحتفاظ بالسهم لأكثر من سنة}$$

حيث:

$D_t$ : التدفقات الجارية،  $P_b$ : سعر الشراء،  $P_0$ : سعر البيع،  $n$ : عدد السنوات.

<sup>1</sup> غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص. 72.

■ العائد على المحفظة:

هو المتوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة، إذ يحسب العائد المرجح لكل ورقة بضرب عائدها في وزنها في المحفظة، أي النسبة المئوية من الأموال الموظفة في تلك الورقة مقارنة بمجموع الأموال الموظفة في المحفظة ككل، وعليه فإذا كان  $W_i$  هو وزن الورقة  $i$  في المحفظة وأن  $r_i$  هو العائد على نفس الورقة، فإن العائد المتوقع على المحفظة المكونة من  $n$  ورقة مالية هو:

$$r_p = \sum_{i=1}^n W_n r_n = W_1 r_1 + W_2 r_2 + \dots + W_n r_n$$

ثانياً: المخاطرة

ستتطرق من خلال هذا العنصر إلى مفهوم المخاطرة وأنواعها بالإضافة إلى مقياسها.

1. مفهوم المخاطرة

تعني المخاطرة في الاستثمار درجة عدم التأكد أي درجة عدم انتظام العوائد والخوف من وقوع خسائر من الاستثمار، فإذا كانت العوائد ثابتة ومنتظمة خلال السنوات القادمة فلا يوجد مخاطرة كما يحدث في السندات، أما إذا نظرنا إلى الاستثمار في الأسهم فإننا نجد أن العوائد غير ثابتة وتحتل الربح والخسارة ويتغير من سنة لأخرى، لذا نجد أن هذا النوع من الاستثمارات لديه مخاطرة أعلى من الاستثمارات في السندات<sup>1</sup>. لذلك يمكن اعتبار المخاطرة هي درجة عدم التأكد وذبذبة العوائد من حيث الارتفاع والهبوط وخصوصاً إذا كان الهبوط سيصل إلى مرحلة الخسائر، أما العائد هو أساس قياس المخاطرة.

2. أنواع المخاطرة

تقسم مخاطر الاستثمار بشكل عام إلى نوعين: مخاطر منتظمة Systematic Risks ومخاطر غير

منتظمة Non Systematic Risks .

أ. المخاطر المنتظمة:

وهي المخاطر التي تؤثر على السوق ككل دون استثناء أي بمعنى آخر هي مخاطر عامة شاملة على جميع الأسهم وقد تكون هذه المخاطر بسبب الظروف الاقتصادية كتغير سعر الفائدة والتضخم أو بسبب الظروف السياسية كالإضرابات والحروب أو بسبب الزلازل، وهذه المخاطر لا يمكن إزالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس شركة معينة أو صناعة معينة فهي تؤثر على جميع الشركات في نفس الوقت<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> غازي فلاح المومني، المرجع نفسه، ص. 77.

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص. 63.

وتنشأ المخاطر المنتظمة من عدة مصادر أهمها<sup>1</sup>:

■ مخاطر أسعار أو معدلات الفائدة: هي المخاطر الناتجة بسبب حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية، فمن المعروف أن أسعار الأوراق المالية خصوصا السندات منها تتأثر بتقلب أسعار الفائدة السوقية وبطريقة عكسية، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما انخفضت أسعار السندات، وبسبب ذلك أن قيمة السند هي عبارة عن القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي تدره هذه الورقة خلال مدة الاستثمار، وبما أن سعر الفائدة السوقية هو عبارة عن معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذلك تنخفض هذه القيمة إذا ارتفع سعر الفائدة السوقية، فتنخفض بذلك قيمة السند في السوق أي يقل سعره، وبشكل عام كلما طال أجل استحقاق السند يزداد تعرضه لخطر أسعار الفائدة.

وبالرغم من أن مخاطر سعر الفائدة السوقية تصنف ضمن المخاطر المنتظمة لأنها تؤثر في جميع الأوراق المالية، إلا أن تأثيرها يختلف حسب نوع الورقة، فيكون أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة مثلاً عنه في حالة الأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية، ويرجع ذلك إلى أن السند يدر دخلاً ثابتاً، لذا فالتغير المطلوب تحقيقه في معدل العائد للسند يتم من المكاسب الرأسمالية (أي من الفرق بين سعر شراء السند وسعر بيعه).

■ مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد: هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد لتنعكس على القيمة الشرائية لوحدة النقد فتدني قيمتها، أو بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر.

ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي نوع من الاستثمار الذي يحمل معه معدل فائدة ثابت، فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتنخفض القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية، كما أن أكثر أدوات الاستثمار تعرضاً لهذه المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الأجل، والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عند استحقاقها، مثل السندات طويلة الأجل.

ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، ذلك على أساس أن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالباً للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها، وبذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حاملو السند.

■ المخاطر السوقية: تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين.

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص. 43-46.

وإن أكبر مثال من المخاطر السوقية، هي الحالة التي أصابت بورصة نيويورك في عام 1963 بعد أن تواردت أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي كينيدي، فقد حدثت عمليات هستيرية اضطر المسؤولين إلى إغلاق البورصة وبيعت الأسهم بأسعار منخفضة جدا وعندما فتحت البورصة بعد يومين من حادث الاغتيال عادت الأسهم إلى أسعارها الاعتيادية، كذلك في وقت الكساد الكبير الذي حدث في الولايات المتحدة في الثلاثينات فتسببت حالة الهستيريا التي أصابت سوق الأوراق المالية في انخفاض أسعارها إلى أقل من قيمتها الاقتصادية الحقيقية.

كما أن أحدث الأمثلة على المخاطر السوقية هو ما حدث في الأسواق المالية الآسيوية يوم الخميس 23 أكتوبر 1997 وذلك حين انهارت الأسعار أولا في بورصة هونغ كونغ لتنعكس بعد ذلك على بورصات الدول المجاورة في ماليزيا واندونيسيا واليابان وليمتد هذا الانهيار فيما بعد ولكن بدرجات متفاوتة على أسواق المال في الولايات المتحدة وأوروبا وأستراليا.

#### ب. المخاطر غير المنتظمة:

هي ذلك الجزء من المخاطر لورقة مالية الذي تسببه عناصر خاصة بالشركة، وبالتالي يمكن التخفيض من حدته من خلال التنوع لأن أي تأثيرات سلبية على شركة قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى، ومن بين عناصر المخاطرة غير المنتظمة هناك انخفاض أرباح شركة معينة أو ظهور منافس جديد أو إضراب عمال إحدى الشركات أو سوء إدارة الشركة ومستوى عال من الديون<sup>1</sup>.

وتتكون أهم مصادر المخاطر الغير منتظمة مما يلي<sup>2</sup>:

■ المخاطر الصناعية: ويقصد بها تلك المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة والناجمة عن ظروف خاصة بهذه الصناعات مثل عدم توفر المواد الخام لصناعة معينة أو ظهور اختراعات جديدة تؤدي إلى توقف أو الحد من الطلب على المنتجات القديمة، كما حصل بالنسبة للطلب على الأجيال القديمة من أجهزة الكمبيوتر، والذي تأثر من ظهور الأجيال الحديثة المتطورة، كذلك فإن إلغاء إعفاءات ضريبة كانت ممنوحة لبضائع صناعة معينة أو زيادة الضريبة على صناعة أخرى تؤثر على أرباح كافة الشركات التي تعمل في ظل تلك الصناعة.

■ مخاطر سوء الإدارة: إن لأخطاء الإدارة آثارا سلبية على نتائج أعمال الشركة وبالتالي على العائد على الاستثمار فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة قد يؤثر على أرباح الشركة، وهناك الكثير من البنوك والشركات المالية التي تعرضت للإفلاس بسبب الفشل في الوفاء بمتطلبات السيولة على الرغم من تحقيقها لأرباح جيدة، ويجب أن تسعى الإدارة دائما إلى تحقيق الفعالية الإدارية فعلم الإدارة هو علم الفعالية، إن تحقيق إدارة أي مشروع لعائد جيد على الاستثمار لا يعني بأن هذه الإدارة كفوءة، فقد تساعدها ظروف السوق على تحقيق هذه الأرباح الجيدة، وقد يكون بإمكانها أن تحقق أرباحا أكثر قيما لو كانت أكثر كفاءة.

■ مخاطر مختلطة: وتشمل هذه المخاطر: مخاطر الرفع التشغيلي ومخاطر الرفع المالي.

<sup>1</sup> سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص. 253.

<sup>2</sup> حسني علي خريوش وآخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص. 121-126.

- مخاطر الرفع التشغيلي: الرفع التشغيلي هو مدى استخدام التكاليف الثابتة كاستهلاكات ومرتببات الإدارة وغيرها في عمليات الشركة، فإذا قامت الشركة بمكننة وسائل الإنتاج لديها فإن ذلك يؤدي إلى خفض التكاليف المتغيرة كأجور العمال وإلى زيادة التكاليف الثابتة كاستهلاك الآلات ومصروفات الصيانة، وبناء على هذا الوضع فإن أي تغيير صغير في حجم المبيعات سوف يؤدي إلى تغيير كبير في صافي الأرباح.

- مخاطر الرفع المالي: ويقصد بالرفع المالي مدى نسبة التكاليف الثابتة كفوائد الديون إلى التكاليف الكلية، فإذا كانت درجة الرفع المالي في شركة ما مرتفعة فإن أي انخفاض بسيط في إيرادات الشركة يؤدي إلى انخفاض أكبر في صافي أرباحها، وهناك الكثير من الشركات التي تعتمد إلى درجة كبيرة على الاقتراض لتمويل عملياتها وأنشطتها ومن المفترض أن يكون العائد على استثمار هذه الأموال أعلى من الفوائد التي تقوم الشركة بدفعها على الأموال المقترضة، ويمكن استخدام عدة نسب كمؤشرات لدرجة الرفع المالي أهمها نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية حيث يفضل المقترضون أن تكون هذه النسبة مقبولة وذلك لأن ارتفاعها قد يؤدي إلى مخاطر عدم دفع أموالهم عند تصفية الشركة في حالة خسائر جسيمة.

### 3. مقاييس المخاطر

يمكن قياس المخاطر بطرق شتى إلا أن علماء الإحصاء اتفقوا على أن التباين Variance هو أفضل المقاييس للمخاطر، فكلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير ما دل ذلك على عدم تجانسها وعلى تشتتها، ومن بين هذه المقاييس المستعملة لقياس المخاطر ما يلي<sup>1</sup>:

■ الانحراف المعياري Standard Deviation: من الصعب التنبؤ باختيارات الأفراد ما بين المشاريع دون معرفة ميولهم نحو المخاطر، غير أن الكثير من الأفراد يتفادون المخاطر (Risk-Averters). والانحراف المعياري الذي هو إحدى مقاييس المخاطر ويعد أحد مقاييس التشتت للبيانات المكونة للحالة فكلما زاد التشتت عن متوسط هذه البيانات زاد الانحراف المعياري، ويتم حساب الانحراف المعياري بالمعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{\sum P_i (X_i - \bar{X})^2}$$

حيث أن:  $\delta$ : الانحراف المعياري

$P_i$ : احتمال حدوث العوائد

$X_i$ : العوائد المحتملة للمشروع

$n$ : عدد العوائد المحتملة

أما القيمة المتوقعة فتحسب كالتالي:  $\bar{X} = \sum P_i X_i$

فالمشروع ذو الانحراف المعياري الأعلى يكون أكثر مخاطرة وأقل جاذبية، وإن المعادلة أعلاه يتم استعمالها في حال وجود بيانات مستقبلية متوقعة بمعنى أنها غير معروفة، ولكن احتمالات حدوثها معروفة أو يمكن تقدير

<sup>1</sup> دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والصباغة، عمان، 2010، ص. 70-72.

احتمال حدوثها بناء على تجربة الشركة في الماضي، والتغيرات التي تتوقع حدوثها بالمستقبل أو بناء على اجتهاد متخذي القرار.

■ شبه التباين Semi-Variance : هناك العديد من مقاييس المخاطر التي تطرقت إليها الدراسات السابقة وقد اعتبر Markority أن التباين في توزيع العوائد أحد المقاييس الفعالة لذلك، إلا أن التباين قد واجه العديد من الانتقادات، وفي معرض الانتقادات التي وجهت لهذا المقياس قال Markority إنه بالإمكان استعمال ما يشبه التباين الذي يركز على اهتمام المستثمر بتقليل التذبذبات في العوائد.

بينما يبدو أن الانحراف الذي يكون أعلى من الوسط الحسابي من الأمور المفضلة لدى المدراء إلا أن الواقع يشير أن الانحرافات التي تكون أقل من الوسط أو ما يسمى (down side risk) هي التي تأخذ بالحسبان في عملية اتخاذ القرارات، ومن أفضل المقاييس المستعملة لقياس (down side risk) ما يسمى شبه التباين والذي يعد حالة خاصة من التباين ويحسب باستعمال المعادلة التالية:

$$S.V = \sum P_i (X_i - \bar{X})^k$$

حيث:  $S.V$  : شبه التباين.

$X_i$  : قيم العوائد التي تقل عن القيمة المتوقعة.

$k$  : عدد العوائد التي تقل عن القيمة المتوقعة.

فإذا كان شبه التباين للمشروع أقل يكون المشروع أقل خطورة.

■ معامل الاختلاف coefficient of variation: لا يكفي أن تتم المقارنة بين المشاريع بالاعتماد على مقاييس مختلفة وقد ثبت علمياً بأن التباين هو أفضل المقاييس في حالة تساوي المتوسطات الحسابية لعوائد المشاريع المراد المفاضلة بينها، أما إذا كانت غير متساوية فيفضل الاعتماد على معامل الاختلاف، وهو مقياس للتباين النسبي لأن الاعتماد عليه يساعد في التغلب على مشكلة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها، إذ توجد قاعدة الانطلاق لإجراء المقارنة بين المشاريع ذات العوائد مختلفة المتوسطات ويحسب بقسمة الانحراف المعياري على المتوسط الحسابي للعوائد المتوقع أو متوسط القيمة المتوقعة في حالات البيانات المستقبلية.

$$S.V = \delta / \bar{X}$$

حيث:  $S.V$  : معامل الاختلاف.

$\delta$  : الانحراف المعياري.

$\bar{X}$  : القيمة المتوقعة للعوائد (متوسطها الحسابي).

فالمشروع ذو معامل الاختلاف الأقل يعد أقل خطورة.

■ بيتا كمقياس للمخاطر النظامية: إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يفترض أنه عند التنوع في المحافظ الاستثمارية فإن مقياس المخاطر بالأهمية هو البيتا الذي يقاس بالتباين المشترك ما بين عائد الأصل وعائد السوق مقسوماً على تباين عائد السوق.

وفي السوق ذو الكفاءة فإن المستثمر يكافئ فقط لتحمله المخاطر النظامية Systematic Risk ويمكن

التعبير عن بيتا بالمعادلة التالية:

$$B = \frac{cov(R_i R_m)}{cov(R_m)} = \frac{P_{im} \delta_i \delta_m}{\delta_m^2} = \frac{P_{im} \delta_i}{\delta_m}$$

حيث أن:  $B$ : معامل بيتا.

$cov(R_i R_m)$ : التباين المشترك ما بين عائد الأصل  $R_i$  وعائد السوق  $R_m$ .

$var(R_m)$ : تباين عائد السوق.

أما بالنسبة للتباين المشترك  $cov(R_i R_m)$  فيحسب وفق المعادلة  $cov = P_{i,m} \cdot \delta_i \cdot \delta_m$

حيث أن:  $P_{i,m}$ : درجة الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق.

$\delta_i$ : الانحراف المعياري للعائد المتوقع للسهم  $I$ .

$\delta_m$ : الانحراف المعياري لعائد السوق.

كما أن النموذج يشير إلى أنه في حالة التوازن وتحت افتراضات (CAPM) فإن معدل العائد المتوقع على الورقة المالية دالة خطية في العائد عدم المخاطرة والعائد المتوقع في السوق.

وتعد بيتا مقياسا لتذبذب السهم (Volatility) نسبة إلى السوق والتي تعبر عن الخطر النظامي أو غير

القابل للتنوع "Systematic or non diversifiable Risk".

ويعتبر بيتا من أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطرة السوقية للسهم أو للمحفظة كما أنها تعبر عن

درجة حساسية السهم أو المحفظة مجال التقييم للمخاطر السوقية.

**المطلب الثالث: الوقاية من المخاطر الاستثمارية في الأسواق المالية**

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى استخدام المشتقات المالية من ثم التنوع.

أولا: استخدام المشتقات المالية

أمام المهندس المالي العديد من الأدوات المالية لمواجهة المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها الاستثمارات التي يديرها، وذلك ضمن مجموعة واسعة من الطرق والإجراءات تعرف بالهندسة المالية، فهو مطالب بتخفيض تكاليف المعاملات المالية التي تقوم بها الشركة، لاسيما تكاليف الاستثمار في الأصول المالية المتاحة في السوق، لذلك عليه أن يتابع باستمرار تطورات أسعار الفائدة السائدة وأسعار الصرف وأسعار الأدوات المالية والائتمانية من أسهم وسندات ومشتقات في البورصة الوطنية والبورصات العالمية، وكذا السلع والخدمات التي بإعداد المخططات والمؤشرات والتنبؤات باللجوء إلى التقنيات الإحصائية والرياضية والبرمجيات logiciels التي أصبحت أكثر من ضرورة لإدارة الحياة المالية المعاصرة المعقدة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص. 249.

## ثانياً: التنوع

يعتبر التنوع في مكونات المحفظة من أهم أعمال المدير حيث يترتب على التنوع الجيد حصول أكبر قدر من العوائد بأقل درجة من المخاطرة، فمبدأ المحفظة يركز على التنوع الذي يوفر للمحفظة سمة الأمان النسبي.

وللتنوع استراتيجيات مختلفة في بناء المحافظ المالية وهي كالاتي<sup>1</sup>:

- التنوع البسيط: يقوم هذا النوع على مبدأ أنه كلما زادت الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة زاد تنوعها، وبالتالي تقل خطورتها الكلية فيتحقق الأمان النسبي بشكل أكبر في مواجهة مخاطر الاستثمار، فالمحفظة المكونة من ثلاث أوراق أقل خطورة من الورقة ذات الورقتين.
- تنوع ماركويتز: تقوم فكرته على أساس أن المخاطر المحفظة لا تتوقف على مخاطر الاستثمار، بل على العلاقة التي ترتبط بين أدوات الاستثمار المكونة للمحفظة، فإن كانت العلاقة بينهما طردية فالمخاطرة تكون أكبر مما لو كانت العلاقة عكسية أو مستقلة، فمثلاً انخفاض قيمة أسهم الشركات العقارية سيؤثر في قيمة أسهم شركات مواد البناء كالاسمنت والحديد لوجود علاقة بينهما، بينما لا يؤثر هذا الانخفاض في أسهم شركات الغزل والنسيج.
- التنوع الجغرافي (الدولي): وهو التنوع من خلال الاستثمار في أوراق مالية موجودة في أكثر من دولة ويمتاز هذا النوع بتنوع الأصول التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية، وتوزيع رأس المال في أكثر من دولة، وتنوع العملات، بسبب الاستثمار في أكثر من دولة تنوع العملات التي تقيم بها هذه الأدوات فيكون الاستثمار في الأصول والعملات معاً.

ولقد أثبتت الدراسات أن التنوع الدولي من شأنه أن يخفف المخاطر إلى مستويات أدنى مما يحققه التنوع المحلي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص. 39-40.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص. 40.

## المبحث الثالث: مؤشرات نشاط السوق المالية

تعتبر المؤشرات أداة لقياس الحالة التي عليها أسواق رأس المال وقد تكون تلك المؤشرات عامة تقيس حالة السوق بصفة عامة أو مؤشرات خاصة تقيس الحالة التي عليها صناعة معينة دون سواها، وللمؤشرات الأسعار استخدامات عديدة في مقدمتها التنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية في الدولة المعنية غير أن للمؤشرات استخدامات أخرى، من بينها أنها تعطي فكرة سريعة عما ينبغي أن يكون عليه عائد محفظة الأوراق المالية للمستثمر، كما أنها تعد أداة لقياس كفاءة إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار. إضافة إلى إمكانية استخدامها للتنبؤ بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل وأيضاً استخدامها في تقدير حجم المخاطر لعائد محفظة الأوراق المالية للمستثمر.

## المطلب الأول: مؤشر البورصة

يقيس المؤشر مستوى الأسعار في السوق فهو أداة لتحديد اتجاهات الأسعار في السوق بصفة عامة، أو لقطاع ما في السوق، ومن خلال هذا المطلب سوف نتعرف على المؤشر وأنواعه بالإضافة إلى أساليب بناءه وأوجه استخدامه.

## أولاً: تعريف المؤشر

المؤشر هو: "قيمة عددية يقاس بها التغيرات الحادثة في الأسواق المالية ويعبر المؤشر بنسبة مئوية للتغيرات عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس تحركات أسعار الأسهم والسندات أو الصناديق... الخ، ارتفاعاً وانخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها".  
أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معياراً لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضاً بقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل<sup>1</sup>.

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

ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية أو لمجموعة معينة من الأسهم وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين، ونستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق في الدول النامية أو المتقدمة، حيث يستخدم لكل سوق مؤشراً وعدد من المؤشرات لتقييمه<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008، ص. 35.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص. 35.

كما تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة، وأداة للتنبؤ بحركة تطوره من جهة أخرى، حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة، والحكم عن أداء المديرين، وتقدير مخاطر المحفظة المالية<sup>1</sup>.

من خلال ما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل لمؤشر سوق الأوراق المالية:

مؤشر سوق الأوراق المالية هو قيمة رقمية لقياس تطور الأسعار، وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا، من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة، أو قطاع ما بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة.

ثانياً: أنواع مؤشرات سوق الأوراق المالية

يمكن تصنيف مؤشرات سوق الأوراق المالية وفقاً لمعيارين أساسيين هما: حجم العينة المكونة للمؤشر ومنهجية أو كيفية بنائه وذلك كما يلي<sup>2</sup>:

● المؤشر العام: وهو مؤشر يمثل السوق ككل بمختلف أنشطته خلال فترة معينة، وبالتالي ينبغي أن يشمل المؤشر معظم إن لم نقل كل القيم المتداولة في هذه السوق كي يتسنى له عكس حالتها بكل مصداقية، ومن أمثلة على هذا المؤشر، مؤشر standard and poor's 500، ومؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم NYSE composite.

● المؤشر الخاص: يشمل هذا النوع من المؤشرات على عدد محدد من القيم، مركزاً في الغالب على قياس الحالة التي عليها قطاع أو صناعة معينة دون سواها، ومن أمثلة هذا المؤشر، مؤشر داوجونز لصناعة النقل Dow Jones transportation index، ومؤشر ستاندر أند بورز للخدمات العامة standard and poor's public utilities index.

● المؤشر الخاص بعنصر واحد: يقيس هذا المؤشر كما تشير تسميته بالمؤشر الغير المرجح الحالة التي عليها متغيرة واحدة كالسعر مثلاً أو الكمية ويحسب هذا المؤشر عموماً كمتوسط حسابي كما يلي:

$$\bar{X} = \sum_{i=1}^n P_i/n$$

حيث: p: سعر السهم،

n: مجموع عدد الأسهم .

أما في حالة ما إذا وجد فرق كبير بين أصغر وأكبر قيمة للسعر، يفضل استعمال المتوسط الهندسي بدل المتوسط الحسابي والذي يمثل الجذر النوعي لنتائج ضرب الأسعار.

$$G = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n P_i}$$

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 251.

<sup>2</sup> Société de gestion de la bourse des valeurs, **la négociation en bourse**, ouvrage collectifs la bourse algérienne, publication n° 3, décembre, p.22-25.

- المؤشر المركب: يتضمن هذا المؤشر أو ما يعرف بالمؤشر المرجح توفيقاً من المتغيرات عادة ما يكون السعر وعدد الأسهم المتداولة، وتمثل القيمة السوقية ناتج سعر السهم المتداول في عدد الإصدارات المتداولة:

$$L'indice\ valeur\ courant = \frac{La\ capitalisation\ de\ marché\ courante}{La\ capitalisation\ de\ marché\ de\ l'année\ ajustée}$$

و يعبر عنه رياضياً كما يلي:

$$I_t = \frac{\sum P_{it} \cdot Q_i}{\sum P_{io} \cdot Q_i} I_0$$

حيث:  $I_t$ : قيمة المؤشر حالياً.

$P_{it}$ : سعر الإصدار  $i$  في الفترة الحالية

$Q_i$ : عدد الإصدارات المتداولة

$P_{io}$ : سعر الإصدار  $i$  في فترة الأساس

$I_0$ : قيمة المؤشر في فترة الأساس

وتجدر الإشارة أنه إلى جانب هذه الأشكال أو الأنواع فإن مؤشرات البورصة تقسم إلى مؤشرات مرجحة وأخرى غير مرجحة، نوع يتداول في بورصات خاصة بالمؤشرات ونوع آخر لا يتداول، يتداول بعضها في الأسواق الفورية والأسواق الآجلة، بالإضافة إلى أن هناك من المؤشرات ما يقيس نتائج الاستثمارات (investment performance index) وغيرها من الأنواع<sup>1</sup>.

وعليه يمكن القول أن هناك العديد من مؤشرات لأسواق الأوراق المالية التي تختلف سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف، أي القطاع المراد قياس حالة السوق بالنسبة له أو من حيث قابلية التداول إلى درجة أن تنوع وتطور المؤشرات قد وصل إلى إنشاء مؤشرات المؤشرات (les indices d'indice).

ثالثاً: بناء المؤشرات

نتيجة للأهمية التي ارتقت إليها المؤشرات فضلاً عن كونها أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي العام للدولة أو للتنبؤ بما سيكون عليه مستقبلاً جعلها كغيرها من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وهو ما دعت إليه الحاجة للبحث عن طرق بناء وحساب هذه المؤشرات<sup>2</sup>:

1. اختيار العينة

تعرف العينة بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون العينة المختارة مناسبة من ثلاثة جوانب وهي: الحجم والانتساع والمصدر.

○ الحجم: يعني عدد الأوراق المالية التي يتكون منها المؤشر، وكلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق.

<sup>1</sup> P. gobry , les indices boursières et les marchés d'indice boursière, presses universitaires, France, 1<sup>er</sup> édition, 1990, p. 11-12

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص. 195-197.

- الاتساع: يعني أن العينة المختارة تمثل وتغطي مختلف القطاعات الاقتصادية المشاركة في السوق وعلى ذلك فإن المؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاصا بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة.
- المصدر: أي مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

## 2. أساليب بناء المؤشرات

هناك العديد من الطرق و الأساليب لبناء مؤشرات للسوق أو قطاعات معينة داخل السوق ومن أهم هذه الأساليب:

- مدخل الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ولكن يؤخذ على هذا المدخل أن المؤشر النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات يأتي مؤشر داوجونز الذي يحتوي على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك.
  - مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات يأتي مؤشر FT30 الذي يجمع ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.
  - مدخل الأوزان على أساس القيمة: أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي داخل المؤشر، بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدر، وهذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.
  - ومن أهم الأمثلة على المؤشرات التي تتبع مدخل الأوزان حسب القيمة يأتي مؤشر ستاندرد أندبورز 500، والذي يحتوي على خمس مئة ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك منها: 400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في المجال المال والبنوك والتأمين.
- أما عن طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة نستخدم الصيغة التالية:

$$Index_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b}$$

حيث أن:  $Index_t$ : قيمة المؤشر في الفترة t.

$P_t$ : إقفال أسعار الأسهم في الفترة t.

$Q_t$ : عدد وحدات الأسهم في الفترة t.

$P_b$ : إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

$Q_b$ : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

رابعاً: استخدام المؤشرات

- بالإضافة إلى أن المؤشرات تستخدم للدلالة على الحالة الاقتصادية، فهناك استخدامات عديدة أخرى تمه  
المستثمرين الأفراد، وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، وهي كما يلي<sup>1</sup>:
- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة وبالتالي توجيه المستثمر نحو مجالات الاستثمار الأفضل لمدخراته وأمواله.
  - الحكم على أداء المديرين المحترفين.
  - التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق وبالتالي التنبؤ بالحالة الاقتصادية للدولة من كساد أو رواج أو اعتدال.
  - تقدير مخاطر المحفظة، وبذلك تمكن المستثمرين والفئات العاملة في السوق على اتخاذ القرار المناسب نحو تكوين محفظة متوازنة تحتوي على أقل درجة من المخاطرة مع تحقيق أكبر عائد ممكن.

المطلب الثاني: مؤشرات حجم السوق وسيولته

لقياس درجة تطور وتنمية سوق الأوراق المالية، ثمة مؤشرات عدة تستخدم لذلك الغرض من أهمها:

أولاً: مؤشرات حجم السوق

يوجد مؤشران لقياس حجم سوق الأوراق المالية هما<sup>2</sup>:

1. نسبة رأس مال السوق

تمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ومن الناحية الاقتصادية، ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابياً أو سلبياً بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع الخطر، ومؤدى ذلك أن هذا المؤشر يعكس مدى قدرة الأوراق المالية على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار، أي قدرتها على حشد المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق التي تستثمر مواردها.

ويبدو أن هذا المؤشر يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كلية للدلالة على درجة تنمية السوق، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة رأس مال السوق، في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيراً، ومضمون ما تقدم أن سوق الأوراق المالية قد تكون كبيرة وفقاً لمؤشر نسبة رأس مال السوق ولكنها غير نشطة.

وثمة بلدان تتميز بارتفاع نسبة رأس مالها كجنوب إفريقيا، هونغ كونغ، ماليزيا واليابان، إذ تجاوزت تلك النسبة كمتوسط سنوي 100% خلال الفترة من 1986 إلى 1993 وكانت 154%، 136%، 128%، 108% على التوالي، في حين انخفضت تلك النسبة في بعض الدول كالأرجنتين، نيجيريا، كولومبيا وتركيا، إذ بلغت 6%، 4%، 7%، 8% على التوالي.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995، ص. 246.

<sup>2</sup> عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص. 210-212.

## 2. عدد الشركات المدرجة

يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق، باعتبار أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة قد يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، الأمر الذي ينعكس إيجابيا على الاقتصاد الوطني.

غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر نسبة رأس مال السوق إذ يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا، ولا يفيد استخدام ذلك المؤشر في حالة الاختلافات الهامشية في الشركات المدرجة بأسواق الأوراق المالية في عدد من البلدان، مع أنه قد يكون مفيدا في حالة القيم المتطرفة، فمثلا ليس مهما أن يكون المتوسط السنوي لعدد الشركات المدرجة في استراليا هو 1184 شركة خلال الفترة 1985-1993 بينما يكون متوسط العدد في كندا 1118 شركة خلال نفس الفترة، فالفرق الهامشية في عدد الشركات في كلتا الدولتين لا يمكن استخدامها في تفسير أيهما أكثر تطورا في مجال أسواق الأوراق المالية، بينما يمثل إدراج أقل من 70 شركة في أسواق الأوراق المالية في فنلندا وزيمبابوي خلال نفس الفترة دليلا على محدودية أسواق الأوراق المالية في هاتين الدولتين، ومن ناحية أخرى تعكس حقيقة تزايد عدد الشركات في بعض الدول كإندونيسيا وتركيا والبرتغال بنسبة 20% سنويا خلال الفترة 1986-1993 النمو السريع لتلك الأسواق.

## ثانيا: مؤشرات سيولة السوق

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية وتزداد سيولة السوق عند توافر شروط ثلاثة وهي<sup>1</sup>:

- عمق السوق: بمعنى وجود أوامر تداول للأوراق المالية بشكل مستمر.
- اتساع السوق: بمعنى وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية بالسوق.
- سرعة استجابة السوق: وتشير إلى قدرة السوق على علاج أي خلل بين العرض والطلب.

ولأن السيولة تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة وتواجه الأسواق التي تفتقر للسيولة بحذر من المستثمرين لأنهم لن يتمكنوا من الخروج من السوق في الوقت الذي يرغبونه، وفي السوق مرتفعة السيولة، تزيد فرص الشركات المدرجة بها في الحصول على احتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكلفة معقولة، سواء عن طريق إصدار سندات أو زيادة رؤوس أموالها من خلال إصدار المزيد من الأسهم، كما أن الاقتصاد الذي يتميز بوجود سوق سائلة للأوراق المالية، يجعل من الأصول المالية أكثر قبولا كضمان للقروض المصرفية ويعزز من ثم الاستثمار.

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، المرجع نفسه، ص. 213-214.

ويجب أن يأخذ القياس الشامل لسيولة السوق الأوراق المالية في الاعتبار كل التكاليف المعاملات شاملة تكلفة الوقت وعدم التأكد المرتبطين بإتمام وتسوية المعاملات، غير أن توافر البيانات الخاصة بتلك العناصر يحول دون الوصول إلى ذلك المقياس.

ويوجد مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة سوق الأوراق المالية هما<sup>1</sup>:

### 1. نسبة حجم التداول

تمثل نسبة حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي وتشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني. وتمتد بعض الدول مثل اليابان وهونغ كونغ وماليزيا والولايات المتحدة الأمريكية بنسب تداول مرتفعة، إذا بلغت في المتوسط خلال الفترة 1986-1993 نحو 62%، 59%، 46%، 41% على التوالي الأمر، الذي يعكس ارتفاع مستويات السيولة في أسواق تلك الدول، بينما بلغ المتوسط السنوي لتلك النسبة خلال نفس الفترة في بعض البلدان الأخرى مثل باكستان وزيمبابوي وكولومبيا ونيجيريا نحو 1% الأمر الذي يعكس تدني مستويات السيولة في أسواق تلك الدول.

وتكتمل نسبة التداول نسبة رأس مال السوق، إذ أن نسبة رأس مال السوق قد تكون مرتفعة في حين أن حركة التعاملات فيه ضعيفة، فمثلا دولة كجنوب إفريقيا تميزت بارتفاع نسبة رأس مال السوق خلال الفترة 1988-1993 إذ بلغت 154% بينما بلغت نسبة التداول 8%، وينطبق نفس الأمر على شيلي إذ بلغت نسبة رأس مال السوق ونسبة التداول نحو 25%، 4%، على التوالي.

### 2. معدل الدوران

يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس مال السوق، ويكمل معدل الدوران نسبة رأس مال السوق، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة، فهي صغيرة لانخفاض نسبة رأس مال السوق ونشطة لارتفاع معدل الدوران، فالهند مثلا تتميز سوق الأوراق المالية بها بانخفاض نسبة رأس المال السوقي بينما يرتفع معدل الدوران بها، إذ بلغ المتوسط السنوي لهذين المؤشرين خلال الفترة 1986-1993 نحو 16%، 50% على التوالي، وعلى العكس من الهند تتميز جنوب إفريقيا بارتفاع نسبة رأس المال السوقي بينما ينخفض بها معدل الدوران إلى 5%.

ومن ناحية أخرى يكمل معدل الدوران نسبة التداول، فعلى حين توضح نسبة التداول حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، فإن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران،

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص. 96-97.

فمثلا البرازيل تتميز بانخفاض نسبة التداول وارتفاع معدل الدوران، إذ يبلغ المتوسط السنوي لهذين المؤشرين خلال الفترة 1986-1993 نحو 5%، 48% .

### المطلب الثالث: مؤشرات التذبذب

بالإضافة إلى المؤشرات السابقة توجد مؤشرات أخرى وهي مؤشرات تركز السوق ومؤشرات عدم الاستقرار وستتطرق إليها فيما يلي<sup>1</sup>:

#### 1. مؤشرات تركز السوق

يشير مؤشر درجة التركز إلى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، إذ قد تسيطر في العديد من البلدان بضعة شركات على السوق الأمر الذي يعني ارتفاع درجة التركز في السوق وتعد درجة التركز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق.

وتقاس درجة تركز السوق market concentration من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق، وتتميز أسواق أمريكا واليابان بانخفاض درجة التركز، حيث تمثل حصة أكبر عشر شركات في كل منهما خلال الفترة من 1986-1993 نحو 20% من رأس مال السوق وترتفع تلك النسبة في بعض الدول كالأرجنتين وكولومبيا خلال نفس الفترة إلى ما يجاوز 60% أي ما يعادل ثلاثة أميال درجة التركز في كل من الولايات المتحدة واليابان.

#### 2. مؤشرات عدم الاستقرار

تشير درجة التذبذب إلى مدى وجود تقلبات في العوائد في السوق بمعنى آخر فأنها تشير إلى عدم استقرار السوق، وتقاس درجة عدم استقرار السوق volatility بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية، حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا على أن يتم تنقيتها من الارتباط الذاتي. وعادة ما يعني انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشرا لتطور وتنمية السوق، غير أنه في بعض الأحيان قد يؤخذ ارتفاع درجة التقلب على أنه مؤشر لتطور سوق الأوراق المالية بقدر ما تظهر معلومات تتضمن التقلب ولا تعكسها إلا السوق الجيدة فقط.

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، المرجع نفسه، ص. 97-98.

## خلاصة الفصل الأول:

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد أهم مصادر التمويل للمشاريع المختلفة التي تقيمها الشركات والجهات الحكومية، وذلك بحكم أنها من جهة تمكن الشركات من توفير التمويل الأمثل والكافي لأجل مشاريعها التي ترمي من ورائها للنمو والتوسع والاستمرارية، والحكومة من أجل مقتضيات التدخل في الصالح العام، ومن جهة أخرى القيام بمجموعة من الوظائف التي من شأنها دفع عجلة التنمية الاقتصادية وتحقيق الرفاهية للمجتمع وذلك بتخصيص أمثل لمدخراته وثرواته.

وفي السنوات الأخيرة من القرن الماضي ونتيجة للاتجاه المتزايد لتبني سياسات التحرر المالي من طرف العديد من الدول، فإن الكثير من أسواق الأوراق المالية اتجهت في ظل هذه السياسات إلى رفع شعار العالمية فظهر ما يعرف بأسواق الأوراق المالية العالمية أو البورصات العالمية، وهي الأسواق التي تسمح للمستثمر الأجنبي ببيع وشراء المنتجات المالية المتداولة فيها سواء التقليدية منها والمتمثلة في الأسهم والسندات أو الحديثة التي تكمن في المشتقات المالية من عقود مستقبلية وعقود مبادلة وكذلك عقود آجلة وخيارات وصولاً إلى المؤشرات الذي أصبح لها دور كبير في السنوات الأخيرة مثل توجيه المستثمر نحو مجالات استثمار أفضل كذلك التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق والحالة الاقتصادية للدولة من كساد أو رواج أو اعتدال.

وتوفر أسواق الأوراق المالية سواء المحلية أم العالمية تشكيلة واسعة من الأوراق المالية والتي تمكن المستثمر من اختيارها وذلك بحسب رغباته وأهدافه في تشكيل محافظ الأوراق المالية، هذه الأخيرة والتي تشكل المحور الرئيسي والنشاط الأساسي الذي يتم من خلاله إدارة وتدوير الأوراق المالية بيعاً وشراءً في أسواق الأوراق المالية والتي تتخذ عدة أشكال وذلك بحسب المعيار المتخذ في عمليات التصنيف فنجدها تختلف باختلاف أصولها كما نجدها تختلف باختلاف جنسياتها، فنجد المحفظة الوطنية والمحفظة الدولية، وهذه الأخيرة جوهر ما يعرف بالاستثمار المحفظي والذي هو موضوع دراستنا وستتطرق إليه بنوع من التفصيل في الفصل الثاني.

## تمهيد:

يعتبر الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي) مصدرا هاما من مصادر التمويل في الدول النامية، ويلعب دورا هاما في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في هذه الدول بجذب رؤوس الأموال الأجنبية باعتباره شكلا من أشكال التدفقات المالية الخاصة متوسطة الأجل وطويلة الأجل.

فقد تزايدت الأهمية النسبية له لاسيما في عقد التسعينات وتدفع جزء كبير منه اتجاه الأسواق الناشئة، وقد ساعد على ذلك التدفق مجموعة من عوامل الدفع الخارجية منها الانخفاض النسبي في أسعار الفائدة العالمية في أوائل التسعينات. مما اجتذب المستثمرين إلى العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالأسهم والسندات للأسواق الناشئة، هذا بالإضافة إلى توفير مجموعة من عوامل الجذب المحلية المتمثلة في اتجاه هذه الدول إلى تحرير أسواق رأسمالها، وإلى تطبيق سياسات الإصلاح الاقتصادي وما أسفرت عنه من استقرار اقتصادي على المستوى الكلي، ومن استقرار أسعار الصرف ومعدلات التضخم إلى غير ذلك من العوامل الاقتصادية المؤثرة على نمو سوق الأوراق المالية بهذه الدول وبالتالي تحفيز الاستثمار غير المباشر وزيادة تدفقات رؤوس الأموال.

حيث يعتبر الاستثمار المحفظي أحد أساسيات النشاط الاقتصادي وأيضا أحد المقومات المعمول عليها للنهوض بالاقتصاد الوطني من خلال التوسع والنمو والديناميكية في مختلف قطاعاته ومن ثم اللحاق بركب المجتمعات المتقدمة، فقد تم تصنيفه ضمن الاستثمار الدولي، له مفهوم وأهمية وقنوات تميزه عن غيره من الاستثمارات الأخرى، وهو إلى جانب ذلك يتخذ مجموعة من الدوافع والمحددات والاستراتيجيات.

## المبحث الأول: ماهية الاستثمار المحفظي

يعتبر الاستثمار المحفظي والذي في صورة الاستثمار في الأوراق المالية مصدرا مهما في دفع عملية التنمية الاقتصادية في مختلف الدول، وقد زادت أهميته لاسيما في عقد التسعينيات نتيجة تدفق جزء كبير منه اتجاه العديد من الأسواق المالية، وقد ساعد على ذلك تدفق مجموعة من عوامل الدفع الخارجية كإخفاض أسعار الفائدة العالمية وغيرها وكذلك توفر مجموعة من عوامل الجذب المحلية كتحرير الدول لأسواقها المالية، وبالتالي تخفيف الاستثمار غير المباشر وزيادة تدفقات رؤوس الأموال دون أن تنسى أن للاستثمار المحفظي مخاطر عدة متعددة المصادر لذا لا بد من تجنب هذه المخاطر أو التقليل من حدتها لأن هذه المخاطر سوف تؤدي بالمستثمرين إلى عدم اللجوء لهذا الشكل من أشكال الاستثمار الأجنبي.

## المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المحفظي وأهدافه

تمثل قضايا الاستثمارات الأجنبية المباشرة والمحفظية اهتمام الكثير من الكتاب ورجال الأعمال والحكومات في الدول النامية والمتقدمة معا وذلك منذ بداية النصف الثاني من هذا القرن، وفيما يلي سوف يتم التطرق إلى مفهوم الاستثمار المحفظي وأهدافه.

أولا: مفهوم الاستثمار المحفظي

لا يسعنا الحديث على الاستثمار المحفظي دون الرجوع إلى الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر، وتبيان أوجه التفرقة بينهما بشيء من التفصيل، بعد أن تعرضنا لمفهوم الاستثمار الأجنبي باختصار في الفصل الأول.

1. مفهوم الاستثمار الأجنبي

لم تحظ فكرة الاستثمار الأجنبي بالعناية الكافية من قبل فقهاء القانون، على الرغم من أهميتها، إلا في الخمسينيات من القرن الماضي، في الوقت الذي شغلت فيه اهتمام الاقتصاديين الذين عرضوا تعريف الاستثمار الأجنبي.

يعرف الاستثمار الأجنبي بأنه: "انتقال رؤوس الأموال بين بلدين، بقصد توظيفها في عمليات اقتصادية مختلفة، كإشراء أوراق مالية أو أموال منقولة تدر ربحا، أو امتلاك عقارات تعطى ربحا، أو بقصد توظيفها في عمليات استثمارية مثمرة كالإقراض أو في عمليات غير مثمرة كحفظ النقود في مصرف أو في بيت للإيداع، تفاديا للأخطار التي قد تتعرض لها في ظروف التوتر السياسي والاقتصادي"<sup>1</sup>.

كما عرف الاستثمار الأجنبي بأنه: "عملية اقتصادية تهدف إلى خلق رأس المال من خلال إيجاد مشروعات اقتصادية دائمة تعمل على توفير احتياجات مختلفة وتحقيق فوائد مالية"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> دريد محمود السمراي، الاستثمار الأجنبي المعوقات والضمانات القانونية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2006، ص. 48.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص. 49.

وتفرق الأدبيات عموماً بين نوعين من الاستثمارات الأجنبية: مباشرة وغير مباشرة.

#### ■ الاستثمار الأجنبي المباشر:

ويقصد به: " تملك المستثمر الأجنبي لكامل المشروع الاستثماري أو لجزء منه، أو أنه قيام المستثمر الأجنبي سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً باستثمار أمواله داخل الدولة المضيفة وذلك بإنشاء مشروع يحفظ فيه لنفسه حق السيطرة والإدارة واتخاذ القرار"<sup>1</sup>.

كما يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه: "استثمار طويل الأجل ويتضمن مصلحة دائمة وسيطرة من كيان مقيم في اقتصاد ما على مشروع مقام في اقتصاد آخر"<sup>2</sup>.

#### ■ الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

"هو ذلك النوع من الاستثمار الذي يقتصر فقط على انتقال الأموال النقدية، دون أن يكون للمستثمر الأجنبي ملكية كل أو جزء من المشروع الاستثماري، ولا يتمتع المستثمر الأجنبي بالرقابة أو السيطرة واتخاذ القرار في هذا الشكل من أشكال الاستثمارات"<sup>3</sup>.

كما عرف الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أنه: "يشمل كل التوظيفات المالية في السندات الحكومية وسندات المؤسسات الخاصة وكل أنواع الأسهم المملوكة من قبل الأجانب بهدف تحقيق الأرباح وتوظيف رأس مال"<sup>4</sup>.

وعرف أيضاً على أنه: "الاكتتاب في السندات أو الأسهم التي تصدرها الدولة أو المشروعات التي تقام بها"<sup>5</sup>.

ويمكن أن نعرف الاستثمار المحفظي بأنه: "امتلاك الأوراق المالية من الأسهم والسندات والتي يحتفظ بها المستثمر بهدف توزيع المخاطر وتحقيق مزيج من الاستثمار يحقق له أرباح قصيرة الأجل أو طويلة الأجل إذا توقع هناك ارتفاع في القيمة على المدى الطويل"<sup>6</sup>.

من خلال مجموعة التعاريف السابقة يتضح لنا بأن الاستثمار المحفظي إنما يتمثل في مجموعة من التوظيفات المالية في السندات والأسهم والمشتقات المالية التي يقوم بها مستثمر أجنبي بهدف توزيع المخاطر وتحقيق معدل للعائد لفترات قد تكون قصيرة أو طويلة الأجل.

كما يمكن تعريفه على أنه ذلك الاستثمار الذي ينشأه مستثمر أجنبي عند قيامه بشراء أوراق مالية في السوق المحلي، دون أن يمكنه ذلك من اكتساب حق في إدارة وتنظيم ومراقبة الجهة المصدرة لهذه الأوراق.

<sup>1</sup> عبد الله عبد الكريم عبد الله، ضمانات الاستثمار في الدول العربية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص. 20.

<sup>2</sup> هناء عبد الغفار، الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية، بيت الحكمة، بغداد، 2002، ص. 14.

<sup>3</sup> عبد الله عبد الكريم عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص. 21.

<sup>4</sup> نوزاد عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الحشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص. 180.

<sup>5</sup> نزيه عبد المقصود مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص. 56.

<sup>6</sup> نوزاد عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الحشالي، مرجع سبق ذكره، ص. 181.

## 2. أوجه الاختلاف بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر

على العموم يميل العديد من الاقتصاديين إلى تمييز الاستثمار الأجنبي المباشر عن غير المباشر من خلال بعدين<sup>1</sup>:

يتميز الاستثمار الأجنبي المباشر عن غير المباشر من خلال البعد الإداري أي من خلال درجة السيطرة التي يمارسها المستثمرون الأجانب على إدارة شركة ما، والبعد الزمني المتمثل بالأفق الاستثماري القصير أو الطويل المدى، ويضيف البعض على أن الاختلافات في دوافع الاستثمار لكلى النوعين توضح التناقض الرئيسي بينهما فإن الدافع الجارف للاستثمار المحفظي من جانب المستثمرين هو مشاركتهم في إيرادات المشاريع المحلية من خلال مكاسب رأس المال وأرباح الأسهم، وبالتالي فإن الأكثر أهمية بالنسبة لهم هو أن يكون رأس المال سهل التحويل إلى البلد الأم وأن تكون مقاييس الانكشاف مرتفعة، أما عند تعهد الشركات متعددة الجنسيات بالاستثمار الأجنبي المباشر فإنها تكون أكثر اهتماما بالوصول إلى الأسواق والموارد، ودعم قدراتها التنافسية، لاسيما في حالة الشركات التي لديها هياكل إنتاج دولي متكاملة، ولديها تخصص في الإنتاج داخل الشركة، وعموما تميل هذه الشركات إلى الأفق الاستثماري الطويل الأمد أكثر من مستثمري المحافظ المالية عندما يتضمن استثمارها نفقات التأسيس.

مما تقدم يمكن توضيح لماذا تكون تدفقات الاستثمار في المحافظ المالية أكثر قابلية للتأثر والتقلب من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، فيما أن الدوافع الأولية لكلى النوعين من الاستثمار مختلفة وكذلك أفاقهما الاستثمارية، لذا يكون من السهل غالبا لمستثمري المحافظ المالية أن يحولوا استثماراتهم إلى سيولة يبيعها في أسواق الأسهم الثانوية، كما هي الحالة بالنسبة للشركات متعددة الجنسيات فيما لو أرادت بيع شركاتها الأجنبية المنتسبة ولاسيما إذا كانت كلفها مرتفعة.

إن التمايزات السابقة بين فئتي الاستثمار تكون مع ذلك أقل وضوحا في التطبيق وتخضع لعدد من التقييدات<sup>2</sup>:

– يصنف الاستثمار عادة على أنه استثمار غير مباشر إذا كانت حصة الأسهم أقل من 10% ولكن استخدم ملكية الأسهم للتمييز بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر ليست صحيحة دائما. ففي بعض الظروف يتم شراء حصة الأقلية من الأسهم وتتضمن مع ذلك مشاركة إدارية مباشرة. وقد تحدث السيطرة الإدارية مع حصة أسهم أقل من 10% كما هو الحال مع الشركات متعددة الجنسيات اليابانية الخاصة بالمواد الخام، ولكنها مع ذلك تملك تمثيلا في المجلس الخاص بالمدراء وتحفظ بعلاقات أعمال طويلة الأجل مع هذه الشركات، وفي بعض الأحيان يكون لمستثمر يملك حصة أصغر، دورا أكثر نشاطا من مستثمر يملك حصة أكبر في سبيل المثال، تستثمر في

<sup>1</sup> هناء عبد الغفار، مرجع سبق ذكره، ص. 18.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص. 19-21.

مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال مزيج من الديون، والمساهمات في رأس المال ومع ذلك لا تضطلع بدور نشط في إدارة المشروع المعني.

– إن التناقض في دوافع نوعي الاستثمار ليس بهذا الوضوح الصارخ دائماً، ولاسيما في حالة الاستثمار غير المباشر برأس مال المخاطرة، إذ يميل الأفق الاستثماري إلى أن يكون أطول أجلا من آليات الاستثمار الأخرى، ومع وجود سيطرة إدارية طويلة الأجل أيضاً، في هذه الحالة من الصعب جدا التفريق بين نوعي الاستثمار الأجنبي، ولاسيما في السنوات الأخيرة، حيث أصبحت المؤشرات على لوحات أسعار البورصات أهم بكثير من الأصول المادية وذلك بسبب الحركة العنيفة لتدفقات الاستثمار في المحافظ المالية (المضاربة على الأسهم والسندات والعملات الأجنبية، وشراء الشركات وإعادة بيعها)، وبالنتيجة دفع هذا التيار معظم الشركات متعددة الجنسيات الصناعية الكبرى إلى تحويل فوائضها في المحافظ المالية بسبب ظاهرة تناقص معدلات الربح في الصناعة التحويلية ليعادل نصف معدل الربح لرأس المال المستثمر في القطاع المالي.

– توجد علاقة قوية ووثيقة في العديد من حالات الاندماجات و الإحتيازات بين نوعي الاستثمار، حيث تعتبر هذه العمليات وكأنها معاملات استثمار أجنبي مباشر وذلك لأنها تمنح سيطرة إدارية معنوية دائمة في الشركة المندمجة أو المحتازة ومع ذلك فمن الممكن لمثل هذه المعاملات أن تتم عبر اقتناء أسهم الأقلية، وهنا تسجل على أنها استثمار أجنبي غير مباشر.

– هناك ازدواج جزئي في دوافع نوعي الاستثمار، فبالنسبة لكليهما يكون لمعدل النمو الاقتصادي الحالي والمحتمل للبلد المضيف تأثيرا مهما على قرار تحديد موقع الاستثمار، كذلك يمكن أن يكون لحجم السوق تأثير غير مباشر على الاستثمار الأجنبي المباشر في الأمد الطويل، لأن الأسواق الأكبر تميل إلى أن تكون لديها أسواق رساميل متطورة وتشكيلة واسعة من الفرص الاستثمارية.

وهناك محددات أخرى مشتركة لكل منهما مثل الاستقرار السياسي، سرعة تأثر أو تقلب أسعار الصرف وغيرها.

#### ثانيا: أهداف الاستثمار المحفظي

يهدف الاستثمار المحفظي إلى تحقيق الأهداف التالية<sup>1</sup> :

- هدفه الرئيسي يتمثل في الحصول على معدل العائد وأرباح رأس مالية في البلدان الأجنبية التي تكون أعلى من التي يحققها في سوق محلية.
- إستمرار تدفق الدخل.
- التنوع وتوزيع المخاطر الاستثمارية.
- تحديد آجال الاستثمار وتنوعها.
- التوزيع الجغرافي للاستثمارات داخل وخارج بلده.

<sup>1</sup> نوزاد عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الحشالي، مرجع سبق ذكره، ص. 181- 182 .

## المطلب الثاني: أهمية الاستثمار المحفظي

تتجسد أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر من خلال تحديد أهم المزايا بالنسبة للدولة المضيفة والتي تترتب على حركة رؤوس الأموال على شكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي) خاصة نحو الدول النامية ومنها العربية وكما يأتي<sup>1</sup>:

● إن الاستثمار الأجنبي المحفظي يزيد من سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية، ويمكن أن يساعد على تطوير كفاءة السوق أيضاً، إذ يجعل الأسواق أكثر سيولة كما يجعلها أوسع وأكثر عمقا والمقصود بالسيولة السهولة التي يتم بها تحويل الاستثمارات إلى نقدية أو التي يمكن بها للمستثمرين شراء الأوراق المالية دون تأثير كبير على الأسعار، وفي سوق الأوراق المالية فإن تواجد عدد كبير من البائعين والمشتريين يضمن توافر السيولة للورقة المالية، إذ تسمح أسواق الأوراق المالية السائلة للمستثمرين باستبدال محافظهم الاستثمارية بسهولة وبكلفة أقل، مما يجعل الاستثمار أقل مخاطرة، وحدير بالذكر أن السوق المالي الأكثر سيولة تشجع على المزيد من الادخار والاستثمار وهذا يساعد بدوره على زيادة جذب الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات سواء إلى الأسواق الأولية أو الثانوية.

● يشير الاقتصاديون إلى أن الاستثمار الأجنبي المحفظي يمكن أن تعود بالنفع على القطاع الحقيقي للاقتصاد، إذ يمكن لتدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي توفير مصدر للاستثمارات الأجنبية ولاسيما إلى البلدان النامية ذا الشحة في رؤوس الأموال. لذا فإن الاستثمارات الأجنبية المحفظية يمكن أن تكون مكملة للإدارات المحفظية لتحسين معدل الاستثمار من خلال توفير النقد الأجنبي في البلدان النامية، كما أن الاستثمار الأجنبي المحفظي أيضاً يقلل من ضغط فجوة العملات الأجنبية لأقل البلدان نمواً مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية اللازمة سهلة بالنسبة لهم. لذا فإن تحرير تدفقات رأس مال المحفظة العالمية قد يقود بدورها إلى إنتاجية متزايدة للعامل المحلي. إذ أنه بالنسبة للدول الآخذة في النمو، يعد الوصول إلى رأس المال العالمي في شكل تدفقات استثمار مباشر أو في محفظة رأس المال (استثمار غير مباشر) مدعاة لتخفيض كبير في تكلفة تمويل المشروعات، ويسمح ذلك الأمر للأشخاص والشركات المحلية بتنفيذ المزيد من مشروعات الاستثمار، والتي تسهم بدورها في تنمية الموارد الحقيقية، وفي المدى الطويل تتم ترجمة ذلك في شكل مستويات معيشية أعلى وارتفاع معدلات النمو الاقتصادي.

● ويمكن الاستثمار الأجنبي غير المباشر أيضاً من تحقيق الانضباط والخبرة في أسواق رأس المال المحلية إذ في سوق أعمق وأوسع إن المستثمرين لديهم حوافز أكبر لتخصيص وإنفاق الموارد في البحث عن فرص الاستثمار الجديدة، كما تتنافس الشركات للحصول على التمويل، وسوف يواجهون مطالب من أجل تحسين المعلومات، سواء من حيث الكمية والنوعية وهذا الضغط من أجل إفصاح أكمل وتعزيز للشفافية، والتي يمكن أن يكون لها تأثيرات جانبية إيجابية في القطاعات الاقتصادية الأخرى.

<sup>1</sup> أياد طاهر محمد، صلاح حسن أحمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية،

بغداد، العدد الخاص بمؤتمر الجامعة، 2013، ص. 8-9.

إن دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر من المرجح أن يحسن من مستوى الإفصاح عن المعلومات والمعايير المحاسبية، وذلك من خلال الاستفادة من تجربة استخدام تلك المعايير في الأسواق العالمية ومعرفة كيفية توظيفها أو تطبيقها. ويعني ذلك أن حرص الدول وخصوصا الدول النامية على تشجيع جذب الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية من شأنه أن يساعد في تحسين البيئة الاستثمارية خصوصا المتعلقة بالشفافية ووضوح المعلومات التي تعد من أهم المشاكل التي تواجه أسواق الدول النامية والتي هي من أهم المتطلبات الرئيسية لتنمية الاستثمارات وتسريعها.

● إن توجيه الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية المحلية يعني حركة رؤوس الأموال إلى ذلك البلد، وهذا من مزاياه كما أثار بأنه يزيد من الطلب على العملية التي تتجه إليها العملات ويرفع سعرها في الأسواق ويؤدي إلى زيادة عرض العملات التي تخرج منها رؤوس الأموال وبالتالي هبوط أسعارها.

### المطلب الثالث: قنوات تدفق الاستثمار المحفظي

يقصد بقنوات الاستثمار المحفظي السبل المختلفة التي من شأنها تمكين المستثمر المحلي من الوصول إلى أسواق الأوراق المالية الأجنبية أو تلك التي تمكن المستثمر الأجنبي من الوصول للاستثمار في سوق الأوراق المالية المحلية، وبصفة عامة يقصد بها قنوات انتقال رؤوس الأموال الموجهة للاستثمار في أسواق الأوراق المالية العالمية. ومن بين هذه القنوات نجد:

#### أولاً: شركات الاستثمار

تمثل شركات الاستثمار أو إتحاد الاستثمار كما هو معروف مؤسسات مالية تحصل على الأموال من عدد كبير من المستثمرين عن طريق بيع حصص من الأسهم لهم. حيث يتم تجميع الأموال واستثمارها من قبل إدارة محترفة وحيث يمكن لكبار المستثمرين وصغارهم المشاركة في صناديق شركات الاستثمار، ويلاحظ أن شركات الاستثمار وجدت أساسا لمساعدة صغار المستثمرين على تنويع استثماراتهم من خلال محافظ ضخمة ومنوعة تنوعا واسعا<sup>1</sup>.

ويمكن تقسيم شركات الاستثمار إلى نوعين هما<sup>2</sup>:

#### 1. شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة

تسعى هذه الشركات إلى تشكيل صناديق استثمار تسمى الصناديق المشتركة، ويكون رأس المال المستثمر في هذه الصناديق غير محدد، فهي تستطيع زيادة رأس مالها كما تشاء.

#### 2. شركات الاستثمار ذات النهايات المغلقة

وهي شركات تعمل في الاستثمار من خلال تشكيل محافظ استثمارية وتصدر أسهما محددة، ويكون عدد هذه الأسهم محددًا أولاً تستطيع زيادة هذا العدد إلا في حالة إصدار أسهم جديدة لغاية زيادة رأس المال.

<sup>1</sup> منير هندي، رسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997، ص. 183.

<sup>2</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار ، الشركة العربية المتحدة، 2008 ، ص. 122.

## ثانياً: المحافظ المشتركة

تعد المحافظ المشتركة شركات استثمارية مستقلة تؤسس عادة من قبل بنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى مثل صناديق التقاعد وصناديق الضمان وشركات التأمين، والتي تستثمر الأموال المجمعة لديها بدلا من إنفاقها مباشرة، وذلك لضمان تدفقات منتظمة ومستمرة بشكل يضمن توازنا ديناميكيا بين حاجات المنظمات المعينة إلى الدخول الجارية لمواجهة طلبات المتعاملين من جهة ورغبتهم الدائمة في خلق دخول جديدة، وتعتمد المحافظ المشتركة على ثقة المساهمين بإدارة تتولى أعمالها في الداخل والخارج في أسواق منظمة وغير منظمة، وهي تتسم بكفاءة مهنية وعلمية وإدارية من شأنها بناء سياسات استثمارية سليمة تكفل أقصى العوائد عند التعامل بالأدوات المتاحة لها مهما كانت قيمتها ومصدرها<sup>1</sup>.

## ثالثاً: الاستثمار بالإصدارات العالمية للأوراق المالية

الاستثمار من خلال ما يعرف بالإصدارات العالمية أو الدولية للأوراق المالية، وهي أوراق يتم تسجيلها في أسواق الأوراق المالية العالمية، مما يسمح بتداولها في دول كثيرة، والمتمثلة في<sup>2</sup>:

## 1. السندات الدولية

قد تواجه بعض المؤسسات نقصاً في السيولة لمواجهة التوسع في بعض استثماراتها فتلجأ إلى التمويل الخارجي عبر إصدار سندات يتم طرحها في السوق المالية للجمهور من خلال البنوك والمؤسسات المالية المختلفة الأخرى. ويمكن التمييز بين كل من السندات المحلية، السندات الأجنبية والسندات الأوروبية، وذلك وفقاً للعناصر التالية:

- سوق الإصدار: أين تتم عملية إصدار السندات.
  - جنسية المصدر: مقيم أو غير مقيم في الدولة التي تتم فيها عملية الإصدار.
  - جنسية المستثمر الذي يشتري السند: مقيم أو غير مقيم في الدولة التي تتم فيها عملية الإصدار.
  - السند المحلي: هو السند المصدر بالعملة الوطنية من قبل مصدرين مقيمين والذي يتم شراؤه من قبل مستثمرين مقيمين.
  - السند الأجنبي: وهو سند تصدره جهات مقترضة تنتمي لدولة أجنبية، أي في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها. وهنا يتم شراء الإصدار من قبل مستثمرين مقيمين في تلك الدول.
  - السند الأوروبي: وهو السند المصدر بعملة غير العملة الوطنية التي تم فيها طرح هذا السند للاكتتاب. كما يضم أيضاً السند المصدر بعملة غير العملة الوطنية للمستثمر.
- وتشكل كل من السندات الأجنبية والسندات الأوروبية مجتمعة السندات الدولية.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص. 231.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، عمر عبدة سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة،

وبتحليل التشريعات المطبقة على عملية إصدار السندات الدولية يلاحظ أن عملية إصدار السندات الأجنبية تخضع لقوانين الدولة التي يطرح فيها الإصدار، حيث تختلف هذه التشريعات والقوانين عن تلك المطبقة على السندات المحلية. ويتم التمييز فيما بينها حسب جنسية المصدر، أي هو مقيم أو غير مقيم. وعلى العكس بالنسبة للسندات الأوروبية التي تتم عملية إصدارها في الدول التي تخفف من القيود المطبقة على عمليات الإصدار وحياسة هذه الأوراق المالية، لأنها ليست مرتبطة بدولة محددة. كما تستفيد هذه السندات أيضا من غياب قيد آخر متعلق بشكل الإصدار، حيث يتم إصدارها في شكل سندات لحاملها، مما يعني أن هوية حامل الورقة النهائي غير معروفة، وهذا ما يصعب من مهمة السلطات في مباشرة الرقابة على سوق السندات الأوروبية، فقد يكون المصدر والمستثمر غير مقيمين. فعلى سبيل المثال قد يتم إصدار سندات بالدولار في سوق لندن من طرف مؤسسة ألمانية ويتم شراؤها من قبل مستثمر إيطالي، فلا يمكن إخضاعها لقوانين أي من الدول السابقة.

## 2. أدوات مالية دولية أخرى<sup>1</sup>

تعد الأوراق التجارية الأوروبية Euro effets أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق الدولية. وهي تمثل الإصدار الدولي لأوراق الدين القابلة للتداول Titre de créance négociables. وتضم فئتين أساسيتين: مضمونة تتمثل في القسيمة الأوروبية وغير مضمونة تتمثل في الأوراق التجارية الأوروبية. ✓ القسيمة الأوروبية:

ويتم إصدار القسيمة الأوروبية les euro notes في إطار تسهيلات الإصدارات متوسطة الأجل المضمونة. وتعود نشأت القسيمة الأوروبية إلى نهاية 1970، حيث اعتبر بعض المقترضين أن الشروط التي تفرض عليهم من البنوك في إطار القروض الدولية لا تتناسب مع انخفاض مستوى الخطر، مما دفعهم إلى البحث عن أداة أخرى تؤمن أفضل تجانس بين السعر والخطر. وفي سنة 1978 استحدث Citibank القسيمة الأوروبية وبذلك استفادت المؤسسة المقترضة من ضمان تمويل متوسط الأجل بتكاليف إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل، مع إمكانية تعديل حجم الإصدار عند بداية كل فترة تجديد للقرض أو إنهاء برنامج الإصدار دون تحمل أي تكلفة إضافية.

## ✓ القسيمة الأوروبية متوسطة الأجل:

رغم ظهور القسيمة متوسطة الأجل يعود إلى بداية السبعينيات، حيث تم إصدارها من قبل شركات قروض السيارات في السوق الأمريكي، إل أن أول إصدار للقسيمة الأوروبية متوسطة الأجل تم في 1986 لحساب First Intersate. وتعد القسيمة الأوروبية متوسطة الأجل أداة وسط بين السندات الأوروبية والأوراق التجارية الأوروبية حيث أصبحت تلقى رواجاً أكبر من السندات الأوروبية لما تتميز به من مرونة.

<sup>1</sup> جبار محفوظ، عمر عبدة سامية، مرجع سبق ذكره، ص. 95-96.

✓ الأوراق التجارية الأوروبية:

وتعكس الإصدار الدولي للأوراق التجارية الأمريكية، وتمثل هذه الأخيرة كمبيالات تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم، ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع بدون ضمان، وتتراوح مدة استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور. ورغم أن هذه الأداة تعود إلى القرن الثامن عشر، إلا أن أول إصدار مباشر لها كان سنة 1920 من قبل General Motors Acceptante Corporation. أما الأوراق التجارية الأوروبية فقد ظهرت في بداية الستينات، لكنها لم تعرف تطورا حقيقيا إلا منذ 1984. كما أن تطور سوق الأوراق التجارية توقف منذ التسعينات نتيجة المنافسة الشديدة للقسيماات الأوروبية متوسطة الأجل. وتختلف هذه الأوراق عن الأوراق التجارية الأمريكية في مدة استحقاقها التي تتراوح بين 7 و 365 يوما، إضافة إلى أن معظم إصدارات الأوراق التجارية الأمريكية ترفق بخط إحلال على عكس الأوراق التجارية الأوروبية.

✓ الأسهم الدولية<sup>1</sup>:

يتم إصدار الأسهم الدولية في العديد من الدول، والتي قد يكون من بينها بلد المؤسسة المصدرة، حيث يتم تسجيل الأسهم الدولية عموما في أكثر من مركز مالي وتعد وول ستريت wall street من أهم هذه المراكز. وقد يستوجب إصدار الأسهم الدولية استعمال العديد من الشرائح:

- شريحة محلية.

- شريحة أوروبية توجه للأسواق الأجنبية وتصدر بعملة مختلفة عن عملة تلك الأسواق.

- شريحة أجنبية توجه للأسواق الأجنبية.

في حالة الإصدار الذي يضم الشرائح الثلاثة تعرف الأسهم بالأسهم العالمية، أما إذا ضم الإصدار الشريحتين الأخيرتين فقط فتعرف بالأسهم الدولية "planétaire". ولا يختلف تنظيم وإصدار الأسهم الدولية كثيرا عن الأسهم المحلية. ويتم الإصدار بمساعدة تجمع بنكي يختار على أساس الدول التي يرغب في وصول الإصدار إلى مستثمريها. وهناك أسلوبان لتوزيع الإصدار: الأسلوب المفتوح أين تترك الحرية لأعضاء التجمع البنكي في اختيار أماكن توزيع الإصدار، والتوزيعات المحاطة، حيث يراقب التوزيع ويمنع من العودة خاصة إلى سوق الإصدار.

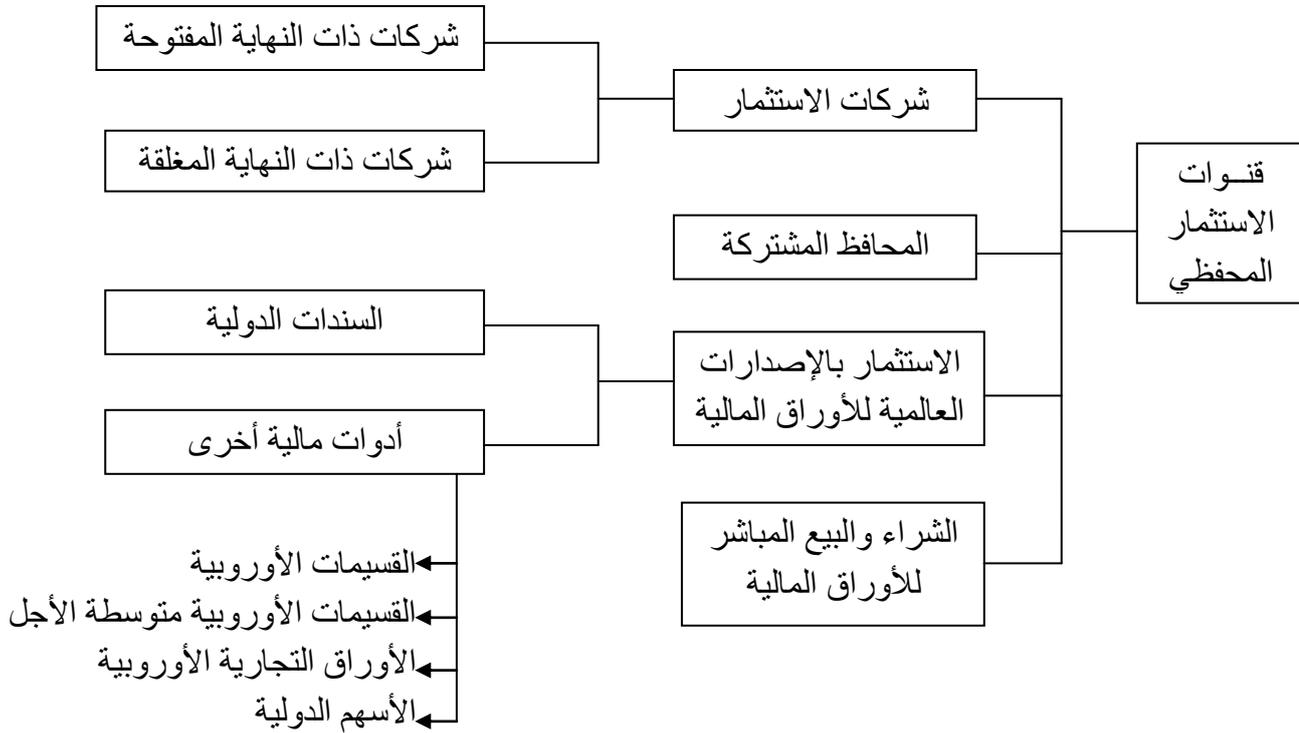
رابعا: الشراء والبيع المباشر للأوراق المالية

ويكون ذلك إما عن طريق شراء أو بيع أسهم الشركات الأجنبية من أسواقها المحلية ويعتبر هذا النمط أكثر أنواع الاستثمار المحفظي خطورة لأن المستثمر عندها سيكون في حالة مواجهة لمخاطر تغيرات أسعار الصرف وكذلك مختلف القواعد والقوانين المنظمة لعمل السوق بالإضافة إلى الأنظمة المحاسبية والضريبية ومستويات

<sup>1</sup> جبار محفوظ، عمر عبدة سامية، مرجع سبق ذكره، ص. 98.

الإفصاح والشفافية التي تختلف من دولة إلى أخرى. وإما عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية الأجنبية المسجلة في سوق الأوراق المحلية<sup>1</sup>. ويلخص الشكل رقم (1-2) قنوات تدفق الاستثمار المحفظي

شكل رقم (1-2): قنوات تدفق الاستثمار المحفظي



المصدر: من إعداد الطالبين.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2002، ص. 389.

## المبحث الثاني: دوافع و محددات الاستثمار المحفظي ونظريته

يعتبر الاستثمار المحفظي و الذي في صورة الاستثمار في الأوراق المالية مصدرا مهما في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في مختلف الدول، وقد ازدادت أهميته في عقد التسعينات نتيجة تدفق جزء كبير منه اتجاه عدد من الأسواق، وقد ساعد ذلك مجموعة من الدوافع بالإضافة إلى المحددات أو عوامل الدفع وكذلك الاستراتيجيات وهذا ما سنتعرض إليه من خلال ما يلي:

## المطلب الأول: دوافع الاستثمار المحفظي

يحكم تدفقات الاستثمار المحفظي مجموعة من الدوافع والتي يمكن حصرها في دوافع خاصة بالمستثمر ودوافع خاصة بالدولة المضيفة.

## أولا: دوافع الاستثمار المحفظي من جانب المستثمر

تمثل الدوافع من جانب المستثمر فيما يلي<sup>1</sup>:

## 1. الاستفادة من مزايا التنوع الدولي

هناك امتيازات واضحة تترتب عن التنوع الدولي للمحفظة الاستثمارية، وهو ما برهن عليه كل من Grubel (1968)، Levy و Saraut (1970) و Solnik (1974)، حيث أكدت الدراسات التي قام بها مجموعة من الباحثين والتي اعتمدت على تحليل العائد المتوقع وتباين ذلك العائد في الاستثمارات التي تتم في الأسواق المالية العالمية، إلى أنه يمكن بالفعل تحقيق مكاسب ضخمة من خلال التنوع الدولي، سواء من حيث العوائد المتوقعة من المحافظ الاستثمارية أو من خلال الانخفاض في المخاطر حيث تكون المحفظة الدولية للمستثمر سواء كان مستثمرا فردا أو مستثمر مؤسسي تتميز عادة بتنوعها تنوعا جيدا وذلك من ثلاثة زوايا وهي:

- تنوع الأصول: وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية.
- التنوع الجغرافي: لأن رأس مال المحفظة يكون موزعا على أدوات استثمارية في عدة دول.
- تنوع العملات: إذ بسبب التنوع الجغرافي لأصول المحفظة الدولية، تتنوع أيضا العملات التي تقيم بها هذه الأصول.

ويشير البعض إلى تحقيق منافع من وراء التنوع الدولي تتمثل في:

- تعظيم العوائد المتوقعة: إن الحافز الرئيسي هو الحصول على معدلات العوائد في الدول الأجنبية أعلى من العوائد المحلية لذلك يقوم المواطنون في دولة ما بشراء السندات من دولة أخرى إذا كانت عوائد هذه السندات أعلى منها في السوق المحلية، وتعتبر هذه الخطوة الطريق البسيط المباشر لتعظيم العائدات المالية على الأسهم والسندات ومساواتها على المستوى الدولي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عمار صايفي، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم

الاقتصادية، تخصص إقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2008/2009، ص. 110. عن الموقع:

test.umbb.dz/site-bib/ressources-electroniq/these-n/.../saifi-amar.pdf.

<sup>2</sup> عبد الفتاح أبو شراز، الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص. 210.

– تخفيض درجة المخاطرة: بالرغم من أن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العالمية ينطوي على مخاطر إضافية إلا أن التنوع الدولي الجيد والذي يبني على أساس معاملات الارتباط بين الأسواق المالية من شأنها تخفيض هذه المخاطر وتجاوزها، إذ يمكن التنوع الدولي إلى جانب التخلص من المخاطر غير المنتظرة إلى الحد من المخاطر المنتظمة، ولقد أثبتت الدراسات المختلفة أن معاملات الارتباط بين أسواق المال العالمية كانت معظمها منخفضة وتقل عن الواحد الصحيح، حيث كان متوسط الارتباط بين الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة صغيرا جدا حسب دراسات للفترة الممتدة بين جانفي 1976 و جوان 1992<sup>1</sup>.

## 2. المضاربة

لا يعد التنوع الدولي وحده هو الدافع وراء الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية، فقد يكون الهدف من الاستثمار المحفظي هو المضاربة في الأسواق المالية التي تتسم بتواضع مستوى الكفاءة ومن ثم البحث عن الأوراق المالية ذات التسعير الخاطئ وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية قد لا يستطيع المستثمر أن يحصل عليها في السوق المحلية، و يلاحظ هنا بأن انخفاض مستويات الكفاءة في العديد من أسواق المال الأجنبية لا يعني بالضرورة أن المستثمر الفرد يستطيع أن يحقق بعض المزايا، إذ يتوقف الأمر على مدى توافر المعلومات و البيانات اللازمة للوصول إلى الأسهم المقومة بأعلى أو بأقل من قيمتها المحورية، في حين الأسواق ضعيفة الكفاءة تعاني عادة من نقص الشفافية خاصة بالنسبة للمستثمرين الأجانب، حيث تختلف القواعد المحاسبية و نظم الإفصاح و القوانين التي تحكمها من دولة إلى أخرى، لذلك يلاحظ أن المؤسسات المالية الكبرى ذات الإمكانيات الهائلة و المهارات الفنية و التحليلية المرتفعة تدخل إلى الأسواق الأجنبية ضعيفة الكفاءة، وتكون هذه الأسواق الناشئة عادة محدودة الحجم، فتؤثر على حجم العرض و الطلب مما يؤدي إلى تقلبات سريعة عنيفة في معظم الأحيان<sup>2</sup>.

ومما لاشك فيه أن مضاربة المستثمر الأجنبي في السوق المالي الناشئ مؤداها تحقيق خسارة يبنى بها المستثمر المحلي، أو بمعنى آخر الأرباح الهائلة التي تحققها المؤسسات المالية الأجنبية و معظمها صناديق الاستثمار، تكون مقابل خسائر يتحملها المستثمر قليل المعرفة و الخبرة بأمر التحليل والتقييم مثل التحليل الفني والأساسي، حيث أنه من المعروف أن منطق السوق هو تحقيق المعادلة الصفرية و بمقتضاها تكون مكاسب طرف تعادل خسائر الطرف الآخر، وعليه فإن الأرباح غير العادية التي يحققها المستثمر الأجنبي في الأسواق المالية الناشئة من شأنها انتقال صريح للثروة خارج حدود الإقليم<sup>3</sup>.

وفي هذا الصدد ومن أجل تجنب خروج الثروات من الدولة، قامت بعض الدول باتخاذ إجراءات لضبط عمليات المضاربة منها استخدام المعيار الضريبي الأمريكي في معاملات المؤسسات المالية الأجنبية كانت أو محلية، وذلك في محاولة منها لتشجيع المستثمر على الاستثمار وليس المضاربة حيث يقضي هذا المعيار بأنه إذا كان

<sup>1</sup> عمار صايفي، مرجع سبق ذكره، ص. 112.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص. 402.

<sup>3</sup> هشام محمد فرج، مرجع سبق ذكره، ص. 21-22.

30% من الأرباح المتولد هي عن استثمارات لم تبقى في حوزة المؤسسة ثلاثة شهور أو أكثر، فيصبح لزاما عليها دفع ضرائب عن كافة الأرباح التي تحققها<sup>1</sup>.

ثانيا: دوافع الاستثمار المحفظي من جانب الدولة المضيفة

يمكن أن يشكل هذا النوع من الاستثمار الأجنبي مصدرا مهما للتمويل الدولي، حيث أنه يتضمن قدر تقل فيه السيطرة الأجنبية مقارنة بأنواع الاستثمار الأجنبي المباشر، لأن الممول الأجنبي في هذه الحالة لديه حصة في الملكية فقط و بالتالي فإن نشاط المشروع واستمراره لا يتأثر باستمرار أو عدم استمرار هذا النوع من التمويل الذي يتم عن طريق شراء أوراق مالية لشركات قائمة، إلا إذا كان هذا الشراء يتم بأحجام كبيرة تسمح بتوفير حصة مهمة في رأس مال المشروع بما يتيح مساهمة مرتفعة في إدارته، وهذا لا يتم في الغالب لمعظم المشاريع التي يساهم فيها عدد كبير من المساهمين، ومن ضمنهم المساهمين الأجانب، هذا يعني أن الدول النامية تستطيع الحصول على التمويل الأجنبي عن طريق هذا التمويل الدولي، و ذلك بإصدارها سندات ذات قيمة معينة وبأسعار فائدة معينة في أسواق رأس المال للدول المتقدمة، وهذا ما كانت تعمل به معظم الدول النامية سابقا لعدم تطور هذه الأسواق فيها، أو لعدم إقبال الأجانب على التعامل في الأسواق المحلية و يكتب بها المستثمرون وبالذات الأفراد و الهيئات الخاصة المحلية، حيث تلتزم الدولة المصدرة لهذه السندات بتسديد قيمة السندات في آجالها المحددة مع دفع فائدة سنوية يحصل عليها حامل السند طيلة مدة السند، كما تستفيد الدولة المضيفة لهذا النوع من الاستثمارات، ليس فقط لأنها تزيد من الناتج الحقيقي في حال اتخذ هذا الاستثمار شكل استثمار أجنبي مباشر و ذلك عند حصول المستثمر على نسبة من حجم رأس المال التي تعطيه الحق في الإشراف و الرقابة، و لكن أيضا لأن الاستثمار المحفظي يمكن أن يكون له دور كبير في تطوير سوق الأوراق المالية، كما أنه إذا ما ارتفع الدخل في الدول المضيفة نتيجة الاستثمار المحفظي فإن هذا يعني وضع الدولة على مسار أعلى للنمو الاقتصادي<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: محددات الاستثمار المحفظي

يتميز عادة بين نوعين من عوامل جذب الاستثمار غير المباشر إلى الدول النامية، النوع الأول ويتمثل في العوامل الخارجية أو عوامل الدفع و التي حدثت في البيئة الاقتصادية العالمية مثل انخفاض أسعار الفائدة العالمية، أما النوع الثاني فيتمثل في العوامل الداخلية أو عوامل الجذب الخاصة بالدول النامية و التي تعكس فرص الاستثمار و مخاطره في هذه الدول، وسوف نتعرض لهذين العاملين من خلال مايلي:

#### أولا : العوامل الخارجية

تعتبر العوامل الخارجية من المحددات الهامة لنمو أسواق الأوراق المالية الصاعدة و من ثم زيادة تدفقات رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية للاستثمار فيها، وتتمثل أهم هذه العوامل في<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص. 472.

<sup>2</sup> فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص. 193-194.

<sup>3</sup> أميرة حسب الله محمد، مرجع سبق ذكره، ص. 50-51.

- ركود النشاط الاقتصادي وتباطؤ معدلات النمو الذي شهدته الدول الصناعية المتقدمة في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات، و قد انعكس هذا الركود في الانخفاض السريع في أسعار الفائدة في هذه الدول لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد انخفضت أسعار الفائدة بالدولار الأمريكي قصيرة ومتوسطة الأجل، وانخفض سعر الفائدة الاسمي قصيرة الأجل في معظم الدول الصناعية من 7.3% في المتوسط في الفترة من 1987-1990 إلى 4.3% في الفترة من 1994-1996 و بالمثل انخفض متوسط سعر الفائدة الاسمي الطويل الأجل من 8% إلى 6.3% خلال الفترة نفسها وقد حفز هذا الانخفاض في أسعار الفائدة المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الصاعدة المرتفعة العائد.

- الاتجاه نحو أسواق زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية من جانب مؤسسات الاستثمار الدولية مثل:صناديق الاستثمار، شركات التأمين، البنوك المتعاملة في الأوراق المالية وهذه المؤسسات لديها القدرة على استثماراتها على الساحة الدولية، فهي تتجه للاستثمار في الأسواق الصاعدة بدافع الرغبة في زيادة العائد الكلي على الاستثمار في الأوراق المالية من ناحية، وتنوع مخاطر الاستثمار من ناحية أخرى.

- التغيرات الهيكلية في أسواق المال الدولية ومن أهم هذه التغيرات استمرار التحرر المالي في الدول الصناعية من أجل زيادة التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، وقد أدت هذه التغيرات في البيئة التنظيمية لأسواق رأس مال هذه الدول، فعلى سبيل المثال، قامت الدول الصناعية بتقليل القيود المفروضة على الأوراق المالية التي تقوم الأجانب بإصدارها في أسواق أوراقهم المالية،أيضا تم تبسيط التقييم المستخدمة في إصدارات السندات في اليابان، كما تم إلغاء الحد الأدنى من متطلبات التصنيف و التقييم في سويسرا و بالمثل تم تبسيط إجراءات التسجيل ودفع عوائد الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك لتسهيل تعامل رأس المال الأجنبية في الأسهم ولقد أدت هذه التغيرات إلى سهولة وصول مقترضى الدول النامية إلى أسواق رأس المال في الدول الصناعية.

ولقد لعبت العوامل السابقة دورا هاما في زيادة تحركات رؤوس الأموال اتجاه الدول النامية.

#### ثانيا : العوامل الداخلية

تنقسم العوامل الداخلية الخاصة بالدول النامية ذاتها إلى قسمين أساسيين:

- القسم الأول: ويشير إلى السياسات الاقتصادية الكلية في الأسواق الصاعدة ودورها في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.

- القسم الثاني: ويشير إلى أسواق الأوراق المالية في الدول النامية ودورها في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.

#### 1. السياسات الاقتصادية الكلية

إن استقرار البيئة الاقتصادية الكلية تؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر في هذه البيئة وإلى تحسين معدلات العوائد على الاستثمار، ومن ثم تصبح هذه البيئة أكثر جذبا للاستثمار، ومن ثم العوامل الاقتصادية التي لها تأثير إيجابي على نمو سوق الأوراق المالية، ومن ثم زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى أسواق الدول النامية مايلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> أميرة حسب الله، المرجع نفسه، ص. 52-53.

- ارتفاع معدل النمو الاقتصادي: إن تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة في الأسواق الصاعدة من العوامل المحفزة على الاستثمار في هذه الأسواق، إذ أنها تعني حدوث تغيرات إيجابية في مستوى النشاط الاقتصادي الحقيقي وهو ما يسبب ارتفاع أسعار الأسهم وبالتالي زيادة العائد المتوقع من الاستثمار في هذه الأدوات ومن ثم زيادة الإقبال عليها من جانب المستثمرين المحليين والدوليين.
- انخفاض معدل التضخم: إن خفض معدلات التضخم من العوامل الهامة لزيادة التدفقات المحفظة للأسواق الناشئة إذ أن قرارات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية طبقاً لنظرية محفظة الأوراق المالية تتوقف على معدلات العائد المتوقعة التي تتوقف على الربح أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة كنتيجة لارتفاع أو انخفاض السعر السوقي للأصل المالي، ويتأثر السعر السوقي للأصل المالي بمعدل التضخم، إذ يرتبط التضخم ارتباطاً عكسياً بأسعار الأوراق المالية، فارتفاع معدل التضخم يعني انخفاض القوة الشرائية للنقود، وبالتالي انخفاض القيمة الحقيقية لأصول المستثمر المالية ولدخله المتولد من هذه الأصول، مما يجعل المستثمر يتحرك بعيداً عن الاستثمار في الأدوات المالية وتفضيله الاستهلاك الحالي عن الاستثمار في هذه الأدوات والعكس صحيح.
- استقرار سعر الصرف: إن استقرار سعر الصرف من المتغيرات الاقتصادية الهامة التي تمكن المستثمر الأجنبي من اتخاذ القرارات الاستثمارية المرحة، كما يشجع الاستثمار المحفظي وعلى الرغبة في الاستثمار المباشر في الأسهم والسندات، أما تقلب سعر الصرف وعدم استقراره في الدولة المستثمر فيها يؤدي إلى تقليل العوائد المتوقعة على الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية من ناحية وزيادة المخاطر التي يتعرض لها من ناحية أخرى، وبالتالي عدم تشجيع تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى داخل الدولة المضيفة بل ويشجع على خروج رؤوس الأموال كذلك باتجاه دولة أخرى تتميز باستقرار أسعار صرف عملته.
- زيادة الاتجاه نحو التخصصية: يقصد بها تحويل ملكية القطاع العام إلى القطاع الخاص، إذ أن التوسع في عمليات الخوصصة وخاصة التي تتم عن طريق سوق الأوراق المالية وذلك بالطرح الكلي أو الجزئي لرأس مال الشركة في شكل أسهم وسندات للإكتتاب العام من طرف جمهور المستثمرين تؤدي إلى توسيع حجم الأوراق المالية المتداولة في البورصة مما يخلق فرص استثمارية إضافية على أوراق مالية جديدة، كما يؤدي إلى زيادة عمق ونشاط سوق الأوراق المالية المحلية وزيادة جاذبيته للمستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء.
- الحوافز الضريبية: يؤثر معدل الضريبة المفروضة على أوعية سوق الأوراق المالية وعملياتها على عائد الاستثمار في الأوراق المالية ومن ثم الاستثمار في هذه الأوراق، إذ ينتج عن التخفيض أو الإعفاء من الضريبة على التعاملات في الأوراق المالية بالبيع والشراء وعلى إيراداتها الجارية المتمثلة في أرباح الأسهم الموزعة وفوائد السندات وعلى الأرباح الرأسمالية زيادة الربح الصافي للمستثمر، وما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع القيمة الاستثمارية للأوراق المالية وبالتالي زيادة معدل العائد الحقيقي على الاستثمار في سوق الأوراق المالية الأمر الذي يشجع المستثمر المحلي أو الأجنبي من الاستمرار في السوق المالي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عمار صايفي، مرجع سبق ذكره، ص. 102.

## 2. هيكل سوق الأوراق المالية

إن تحسين إطار عمل سوق الأوراق المالية في الدول النامية، وتطوير البنية الأساسية لها من شأنه زيادة درجة نمو السوق ونضجها وبالتالي زيادة تدفقات رؤوس الأموال المحلية والأجنبية للاستثمار في تلك الأسواق وتمثل أهم عناصر البنية الأساسية للسوق المالي فيما يلي:

■ تنظيم السوق: إن وجود إطار تشريعي وتنظيمي من فعال وقادر على التكيف باستمرار مع المتغيرات المحلية والدولية يساعد كثيرا في تسهيل المعاملات المالية وزيادة المنافسة داخل السوق من ناحية وتوفير الحماية التأمينية للمستثمرين من ناحية أخرى، وهو ما يدعم من ثقة المستثمر ويؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال تجاه الأسواق الصاعدة<sup>1</sup>.

■ الإفصاح و توافر المعلومات: إن مشكلة نقص المعلومات تمثل إحدى أهم العقبات التي تواجه ازدهار التعامل في الأوراق المالية، فهي تؤدي إلى عزوف عدد كبير من المستثمرين عن توجيه مدخراتهم نحو التعامل في سوق الأوراق المالية، وذلك بسبب الغموض الذي يكتنف حركة الأسعار وتقييم الأسهم المطروحة للتداول وهو ما يمثل مخاطرة للمتعاملين والبورصة ذاتها.

ويعد مبدأ الإفصاح والشفافية ركن أساسيا من أركان سلامة المعاملات في البورصة حيث يفترض بأن توافر الشفافية يعني نشر البيانات الكافية، وبالتالي على الشركات التخلي عن مبدأ السرية في نشر بياناتها التفصيلية والتي ينبغي نشرها بنص قانوني حيث تقوم الشركات بإعداد بيانات دورية أو شهرية توشح من خلالها تطور الأداء في إعداد نشرة تفصيلية لأي أحداث اقتصادية كبرى ذات مردود سلبي أو إيجابي على الشركة مثل: عقد صفقة تصدير ضخمة، الاندماج في شركة أخرى أو إجراء تطوير سلبي أو القيام بتوسيع في الطاقة الإنتاجية<sup>2</sup>.

■ تنوع الأدوات المالية المتداولة في السوق: تزداد كفاءة سوق الأوراق المالية كلما زاد اتساعها، أي كلما كانت السوق قادرة على استيعاب عدد كبير من الأوراق المالية المختلفة التي تجذب مختلف المستثمرين، ومن ثم فإنه يلزم لجذب مزيد من المستثمرين المحليين والأجانب بالأسواق الصاعدة، تنوع الأوراق المالية بحيث تشمل على كافة الخصائص التي تقابل متطلبات المستثمرين من حيث نوعية الورقة المالية المتاحة (حقوق ملكية، دين، تأمين) طرق إصدار وتداول هذه الأسواق، طرق حساب العوائد عليها، آجال استحقاقها، نوعية المصدر<sup>3</sup>.

## المطلب الثالث: شروط استقطاب الاستثمار المحفظي

تتكون الاستثمارات الدولية غير المباشرة من استثمارات محافظ البنوك العالمية وصناديق الاستثمار المشترك الدولية وصناديق التقاعد في الأوراق المالية التي تصدرها الدول والشركات في الدول الكبرى ودول الأسواق الناشئة والتي تحظى بتصنيف ائتماني مقبول لمدراء الاستثمار في هذه المؤسسات.

<sup>1</sup> أميرة حسب الله، مرجع سبق ذكره، ص. 55.

<sup>2</sup> عمار صايفي، مرجع سبق ذكره، ص. 104-105.

<sup>3</sup> أميرة حسب الله، مرجع سبق ذكره، ص. 58.

ومن أهم شروط استقطاب الاستثمارات المحفظية وجود سوق أوراق مالية منظمة تعتمد التكنولوجيا المتقدمة في الإفصاح وبث المعلومات بسرعة ودقة وشفافية عالية، تردع أنظمتها وتعاقب المخالفين لتعليمات تداول الأسهم فيها، وذلك بالإضافة إلى توفير سيولة المؤسسة في تلك الأسواق بشكل يتيح للمستثمر الدولي حرية الدخول إليها والخروج منها بسهولة ودون تحقيق خسائر كبيرة، ومن ثم تأتي أهمية التصنيف الائتماني الدولي للدولة المستقبلية لهذه الاستثمارات وشركاتها حيث يعتمد هذا التصنيف على عوامل مادية مثل المديونية الخارجية والاحتياطات الرسمية من العملات الأجنبية ومتانة وكفاءة الجهاز المصرفي وعوامل أخرى مثل صحة السياسات الاقتصادية المتبعة وكفاءة الإدارة الاقتصادية، فالمطلوب هو تحقيق أعلى العوائد على رأس المال المستثمر بأقل حد ممكن من المخاطر، ومع أن الاستثمارات الدولية غير المباشرة تنحصر في تبادل الأوراق المالية دون توليد إنتاج جديد، إلا أن تأثيرها غير المباشر من حيث زيادة عمق وسيولة سوق الأوراق المالية يخفض من كلفة الاستثمارات المباشرة ويشجع قيامها، كما ويتيح إصدار أدوات دين طويلة أجل وأقل كلفة من القروض المصرفية مما يزيد من ربحية الشركات ويزيد من معدلات النمو الاقتصادي بشكل عام، إلا أن تجربة الدول الناشئة في تشجيع استقطاب الاستثمارات الدولية غير المباشرة لم تكن دون متطلبات قوية، فأثناء الأزمات ينتاب الهلع وما يتبعه من سعي إلى تخفيض مخاطر معظم مدراء المحافظ والصناديق مما يؤدي إلى خروجهم المفاجئ من الأسواق الناشئة كما حدث في أزمة عام 1997 والتي شهدت هروبا واسع النطاق من جميع أسواق جنوب شرق آسيا وترتب عليه انهيارات حادة في اقتصاداتها سرعان ما بدأ ينتقل إلى بقية الأسواق الناشئة مثل روسيا ودول أوروبا الجديدة، لولا تدخل الدول الصناعية الكبرى في كبح جماح البيع المحموم وإعادة الاستقرار تدريجيا إلى تلك الأسواق<sup>1</sup>.

ويتطلب إنشاء السوق المالية وجود الشركات المساهمة ذات الربحية الإنتاجية ووجود المؤسسات المالية المتخصصة في تعبئة المدخرات مع توفير الفرص الاستثمارية ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المناسبة والترويج لها دوليا، ويتطلب تكامل السوق المالية مع الأسواق الأخرى تناغما ضروريا بين التشريعات المالية التي تحكم إجراءات تعبئة الأموال وحركتها في سوق رأس المال، بالإضافة إلى تحقيق أبعاد تنسيق ممكن بين السياسات النقدية والمالية والاستثمارية، وتجدر الإشارة إلى ضرورة قيام المؤسسات المالية والتنموية باستثمار جزء من أموالها في أدوات مالية وذلك ليس فقط بهدف الربط بينها وبين أسواق المال وغنما أيضا لغرض التنوع في محافظها الاستثمارية، كما لا يجب إهمال خلق أدوات استثمارية محلية تفي برغبات المقرضين والمقترضين على السواء<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> ماهر كنعج شكرى ومروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص. 61-62.

<sup>2</sup> سالم أحمد الفرجاني، المساهمة الأجنبية في الاستثمار المحلي: الأهمية والمحاذير، ورقة مقدمة ضمن مؤتمر التمويل الخارجي المباشر، التمويل والاستثمار، 2006، القاهرة، ص. 5.

ومن بين شروط استقطاب الاستثمار المحفظي نجد ما يلي<sup>1</sup>:

– استقرار النظام السياسي:

للاستقرار السياسي في أي بلد تأثير كبير على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة أو غير المباشرة فالمستثمر الأجنبي يتخذ قرار بقبول أو رفض المشروع ليس على أساس حجم السوق أو العائد وحسب وإنما على درجة الاستقرار للنظام السياسي في البلد، ويفرق ذلك المستثمر بين النظام السياسي الديمقراطي، والنظام السياسي الديكتاتوري، والنظام السياسي التقليدي في الدولة النامية فالمستثمرون يفضلون النظم الديمقراطية الراسخة أما النظم الأخرى فهي عرضة للتغيير وإثارة القلق داخل الدولة، فالنظام الأول يكون جاذبا للاستثمار أما النوع الثاني فهو طارد للاستثمار، لأنه كثيرا ما يتدخل في الشؤون العامة للاقتصاد، ويفرض قيود كبيرة على الاستثمار مثل الرسوم والضرائب والقيود الإدارية والفنية، كما قد يلجأ النظام السياسي من هذا النوع إلى تغيير سياسته باستمرار مثل تغيير الدعم، وفرض القيود على تحويل الأموال والأرباح إلى الخارج والتدخل في تحديد الأسعار لذلك يفضل المستثمرون نظما سياسية مستقرة مثل الأنظمة الديمقراطية.

– حجم السوق:

لا يتحدد حجم السوق بالنسبة للشركات بمساحته وحسب وإنما بعوامل أكثر أهمية مثل عدد السكان، الدخل الوطني، الناتج المحلي الإجمالي، متوسط دخل الفرد وغيرها من المقاييس، فقد يكون عدد السكان كبير ولكن القوة الشرائية لهم أو مستوى الدخل متدني، أو قد تكون العادات والتقاليد مقيدة لاستهلاك الأفراد لبعض السلع، فالدول الإسلامية مثلا لا تأكل لحوم الخنزير ولا تتناول المشروبات الكحولية ومن العبث اعتبار السوق في البلاد العربية كبيرا لتسويق هذه السلع.

– توفر البنية التحتية:

تنظر الشركات إلى مدى توفر البنى الهيكلية مميزة جاذبة للاستثمار مثل الطرق وخدمات الكهرباء، الاتصالات، الماء والمرافق الأخرى، وهذه البنى التحتية علاقة بحجم الاستثمار فالدول التي تتوفر فيها هذه البنى تعتبر جاذبة للاستثمار.

ومن هنا نستطيع القول أن إستراتيجية استقطاب الاستثمارات الدولية غير المباشرة لما لها من فوائد اقتصادية هامة يجب أن تتضمن إستراتيجية التعامل مع الأزمات التي قد تحدث إذ انه في المحصلة تبقى هذه الاستثمارات أموالا ساخنة عديمة الصبر وسريعة الحركة تتأثر كثيرا بمحركي الطمع والخوف اللذين يحركان الاستثمارات حيثما وجدت<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> علي عباس، إدارة الأعمال الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص. 175-176.

<sup>2</sup> ماهر كنعن شكرى ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص. 62.

## المبحث الثالث: واقع وانعكاسات الاستثمار المحفزي

يعتبر الاستثمار من الأنشطة الهامة المعول عليها من أجل تنمية الاقتصاد وللحاق بركب المجتمعات المتقدمة، واتجاه أسواق الأوراق المالية لكثير من الدول نحو رفع شعار المالية، والتحرر المالي إلى بروز شكل جديد من الاستثمار و هو ما يعرف بالاستثمار المحفزي، ومن أجل القيام به بصورة جيدة وجب التعرف على واقعه بالإضافة إلى الانعكاسات الايجابية والآثار السلبية من خلال ما يلي:

## المطلب الأول: واقع تدفقات الاستثمار المحفزي إلى الدول النامية

سنحاول من خلال هذا المطلب إلقاء نظرة على واقع تدفقات الاستثمار المحفزي في ثلاث مجموعات رئيسية للدول النامية وهي دول آسيا النامية وأمريكا اللاتينية بالإضافة إلى دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة 2004-2013 مقارنة بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

## أولاً: واقع الاستثمار المحفزي في الدول النامية

تعد دول آسيا النامية من أكثر الدول استقطاباً لرأس المال الأجنبي، نظراً لما بذلته الدول من مجهودات لتحسين مناخ الاستثمار، لذلك فهي تعد أكثر الدول النامية استقطاباً للاستثمار الأجنبي المباشر. ويوضح الجدول رقم (2-1) تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفزي إلى دول آسيا النامية.

## الجدول رقم (2-1): صافي تدفق الاستثمار الأجنبي الوافد إلى دول آسيا النامية

الوحدة: بليون دولار أمريكي

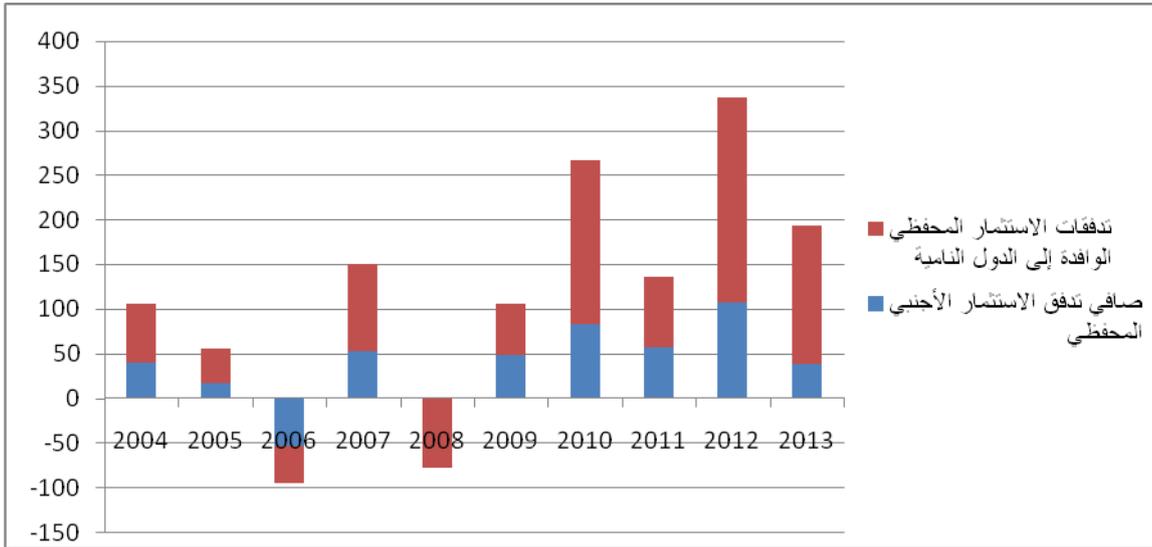
| البيان<br>السنوات | صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر | صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المحفزي |
|-------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 2004              | 74.52                               | 39.20                               |
| 2005              | 113.38                              | 16.67                               |
| 2006              | 127.24                              | -53.42                              |
| 2007              | 174.19                              | 52.16                               |
| 2008              | 153.72                              | -0.38                               |
| 2009              | 115.90                              | 48.52                               |
| 2010              | 222.56                              | 82.02                               |
| 2011              | 283.01                              | 56.29                               |
| 2012              | 235.73                              | 107.26                              |
| 2013              | 181.43                              | 38.46                               |

**Source:** international monetary fund, world economic outlook database, October 2013, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>

ما يلاحظ من الجدول أعلاه أن صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دول آسيا الصاعدة في زيادة من سنة إلى أخرى، وقد تضاعفت هذه التدفقات بحوالي مرتين ونصف خلال عشرة سنوات، إلا أن الملاحظ على

تدفقات الاستثمار المحفظي أنها شديدة التذبذب من سنة إلى أخرى فهي تتميز بعدم الاستقرار خاصة خلال الأزمات، فالملاحظ أن هذه التدفقات سجلت قيم سالبة خلال أزمة الرهن العقاري (2008)، لذلك عادة ما تعرف تدفقات الاستثمار المحفظي بالأموال الساخنة فهي سريعة الانسحاب، ويتسبب انسحابها المفاجئ في أزمات مالية واقتصادية تكون عواقبها وخيمة، ويلخص الشكل التالي نصيب دول آسيا الصاعدة من تدفقات الاستثمار المحفظي.

الشكل رقم (2-2): نصيب دول آسيا النامية من تدفقات الاستثمار المحفظي الوافدة إلى الدول النامية خلال الفترة (2004-2013).



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي.

ثانيا: واقع الاستثمار المحفظي إلى دول أمريكا اللاتينية

تعمل دول أمريكا اللاتينية من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر على دفع عجلة الاقتصاد الوطني نحو تحقيق التنمية، من أجل ذلك عملت جاهدة لتوفير المناخ المناسب لاستقطاب هذه الاستثمارات. وفي هذا الشأن يمكن توضيح صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفظي في دول أمريكا اللاتينية من خلال الجدول التالي:

## الجدول رقم(2-2): صافي تدفق الاستثمار الأجنبي الوافد إلى دول أمريكا اللاتينية

الوحدة: بليون دولار أمريكي

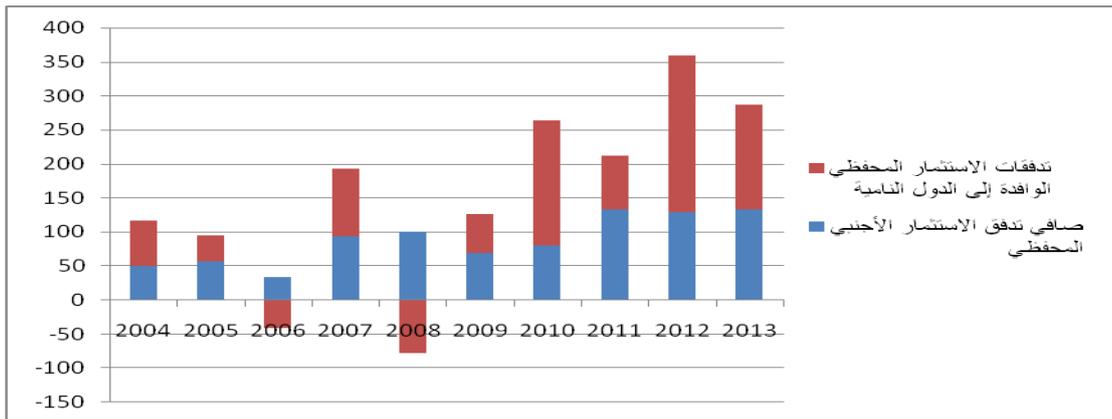
| البيان<br>السنوات | صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر | صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي |
|-------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 2004              | -18.11                              | 50.56                               |
| 2005              | 0.66                                | 57.39                               |
| 2006              | 3.72                                | 33.36                               |
| 2007              | 36.10                               | 94.33                               |
| 2008              | -10.60                              | 100.27                              |
| 2009              | 29.24                               | 69.49                               |
| 2010              | 57.36                               | 79.65                               |
| 2011              | 48.19                               | 133.71                              |
| 2012              | 31.46                               | 129.76                              |
| 2013              | 38.80                               | 133.06                              |

Source: international monetary fund, op cit.

أهم ما يلاحظ من الجدول هو أن تدفق الاستثمار المحفظي أكبر من تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في دول أمريكا اللاتينية، فالاستثمار المحفظي موجب خلال السنوات من 2004 إلى 2013 وفي تطور مستمر إلى أن وصل إلى قيمته سنة 2011 والذي يقدر ب 133.71 بليون دولار بالإضافة إلى سنة 2013 ب 133.06 بليون دولار، أما فيما يخص صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر فهو موجب خلال السنوات السابقة ليصل إلى ذروته المقدرة ب 57.36 بليون دولار سنة 2010، كما يلاحظ أن دول أمريكا اللاتينية أقل استقطاباً للاستثمار الأجنبي المباشر مقارنة بدول آسيا الصاعدة، ويمكن توضيح ما سبق من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(2-3): نصيب دول أمريكا اللاتينية من تدفقات الاستثمار المحفظي الوافدة إلى الدول النامية

خلال الفترة (2013-2004).



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي.

ثالثا: واقع الاستثمار المحفظي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

تعتبر هذه الدول أقل مجموعة استقطابا لرأس المال الأجنبي سواء المباشر أو غير المباشر، فتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر سجلت قيما سالبة تقريبا خلال العشر سنوات كلها، بينما كانت تدفقات الاستثمار المحفظي موجبة، ولكنها شديدة التذبذب.

الجدول رقم (2-3): صافي تدفق الاستثمار الأجنبي الوافد إلى دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

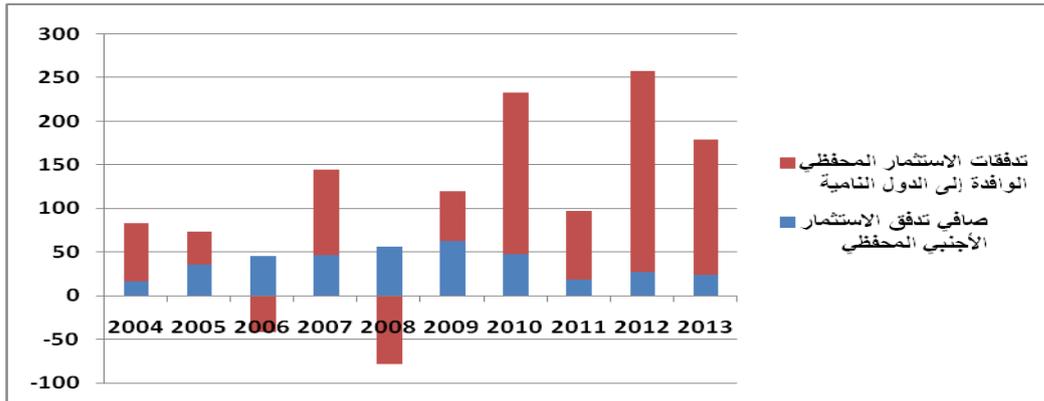
الوحدة: بليون دولار أمريكي

| البيان<br>السنوات | صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر | صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي |
|-------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 2004              | -23.44                              | 16.37                               |
| 2005              | -3.95                               | 35.37                               |
| 2006              | -3.89                               | 44.82                               |
| 2007              | -8.77                               | 45.88                               |
| 2008              | 1.89                                | 55.75                               |
| 2009              | -16.20                              | 62.07                               |
| 2010              | 10.05                               | 47.53                               |
| 2011              | -22.77                              | 18.31                               |
| 2012              | 38.64                               | 27.05                               |
| 2013              | 33.66                               | 23.70                               |

Source: international monetary fund, op cit.

ما يلاحظ من الجدول السابق أن دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا حصلت على صافي تدفق استثمار محفظي موجب ومتوسط طيلة السنوات السابقة من سنة 2004 إلى غاية سنة 2013 مروراً بسنة 2009 التي تمكنت فيها من استقطاب أعلى تدفق والمقدر بـ 62.07 بليون دولار، وكل هذه الجهود المبذولة عملت بها من أجل الحصول على تمويل أمني أكثر وتغطية كذلك صافي التدفق السلبي الذي حققته في الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال سنة 2005 والذي يقدر بـ -3.95 بليون دولار إلى غاية سنة 2011 والذي صادفت فيها أكبر صافي تدفق سالب والمقدر بـ -22.77 بليون دولار، وهذا ما سنحاول توضيحه في الشكل الموالي.

الشكل رقم (2-4): نصيب دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من تدفقات الاستثمار المحفظي الوافدة إلى الدول النامية.

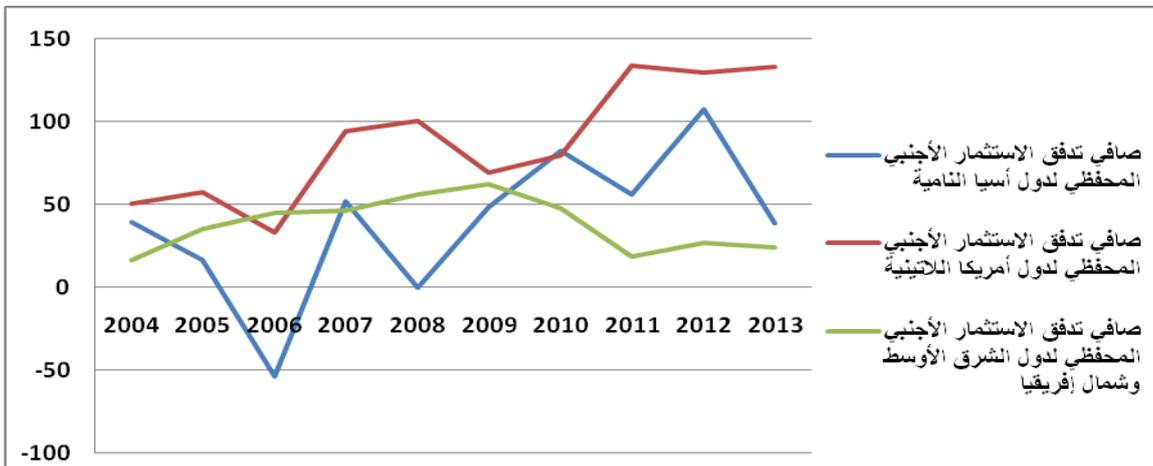


المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي.

رابعاً: مقارنة صافي تدفق الاستثمار المحفظي

من خلال هذا العنصر سوف نحاول مقارنة تدفق الاستثمار المحفظي في كل من دول آسيا النامية، أمريكا اللاتينية، دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

الشكل رقم (2-5): صافي تدفق الاستثمار المحفظي



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي.

ما يمكن استخلاصه من الشكل أعلاه أن دول أمريكا اللاتينية أكثر استقطاباً للاستثمار المحفظي، حتى خلال أزمة الرهن العقاري حيث سجلت قيم موجبة وذلك بالرغم من عدم تسجيلها تدفق قوي في السنوات الأولى خاصة سنة 2006 والمقدر بـ 33.36 بليون دولار مقارنة بالسنوات الأخرى وبعد ذلك تاليها دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي حققت صافي تدفق موجب ولكن منخفض نسبياً والذي وصل إلى أعلى قيمة له سنة 2009 وقدر بـ 62.07 بليون دولار، أما دول آسيا النامية فقد حققت نتائج لا بأس بها مقارنة بالنتائج السابقة إلا أنها واجهت صافي تدفق سلبي خلال السنتين 2006 و2008 كالتالي -53.42، -0.40 على التوالي، وهذا قد يدل على غياب المستثمر الأجنبي أو عدم القيام بالجهود المطلوبة لاستقطاب ما يمكن جذبته من الاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة

## المطلب الثاني: الانعكاسات الايجابية للاستثمار المحفظي على سوق الأوراق المالية

إن الاستثمار الأجنبي الغير مباشر يحقق فوائد عديدة للدول النامية، فهو يسهم في تنشيط أسواق أوراقها المالية وفي تطورها وذلك من خلال ما يلي<sup>1</sup>:

- زيادة الادخار: وذلك من خلال ما يوفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحداث الفائض لتوليد أصول مالية أكبر كما يوفر أصولاً أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهو يشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار.

- خلق السيولة: قد تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد وذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشآت التي أصدرتها، طالما أن تلك المنشآت مستمرة في نشاطها، ولكن أسواق الأوراق المالية تجعل الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمستثمرين بالحصول على الأصول المالية وهي أسهم رأس المال وبيعها بسرعة ويسر، إذا ما احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم، أو أراد تغيير محافظ أوراقهم المالية في الوقت الذي تتمتع فيه الشركة بفرصة للحصول بشكل دائم على رأس المال من خلال إصدارات أسهم رأس المال، والأسواق التي تتحقق فيها السيولة، تساعد على قيام الاستثمارات الأطول والأكثر ربحية، وعلى تحسين تخصيص رأس المال وزيادة معدل النمو الاقتصادي.

وتؤكد الدراسات التطبيقية أن زيادة سيولة أسواق الأوراق المالية تعطي دفعة قوية للنمو الاقتصادي أو تسبقه على الأقل، ومن المقاييس الشائعة للسيولة بيان القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وأوضحت دراسة لـ 37 دولة وفقاً لهذا المعيار أن الدول التي كانت لديها سيولة نسبية في أسواق الأوراق المالية في عام 1986 حققت خلال فترة 17 عام التالية نمو أسرع من معدلات النمو في الدول التي كانت أسواقها أقل سيولة.

- تخصيص الموارد: يقوم بدورين متميزين إحداهما مباشر والآخر غير مباشر، ويتمثل الدور المباشر في أن المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن الشركات التي تتاح لها فرصة استثمارية يعلم بها المتعاملون في السوق هي التي يمكنها إصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر مرتفع تحقق حصيلة كبيرة للإصدار، الأمر الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل، أما الدور المباشر فينتج من أن زيادة إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم الشركة يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين ومن ثمة تستطيع هذه الشركة الحصول على أموال إضافية بسعر فائدة منخفض، أما الشركات التي لا تتوفر بها فرص واعدة للاستثمار فإنها تواجه صعوبة في إصدار وتصريف المزيد من الأسهم وإن أصدرت فتكون على حساب تقديم خصم على السعر المطروح به الأسهم، مما يعني حصيلة أقل للإصدار ومن ثم تكلفة أعلى للتمويل، كما أنه إذا ما لجأت هذه الشركات إلى الاقتراض فإن ذلك يكون بسعر فائدة مرتفع.

<sup>1</sup> عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، القاهرة، 2003/2002، ص. 120-130.

ويعمل الهيكل المالي المتطور على تخفيض تكلفة التمويل وتخصيصه لأكثر الاستثمارات كفاءة بتوزيعه على أنشطة الاستثمار المختلفة.

- علاج المديونية الخارجية: تجذب الأسواق المالية الصاعدة المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، الأمر الذي يترتب عليه تلاشي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي والمتمثلة في زيادة مدفوعات خدمة الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية، وذلك بإتباع تقنية توريق الدين أي تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، وتعتبر أحد أهم التقنيات التي تستخدم كأسلوب لمواجهة أزمة الدين ومحاولة تخفيض الرصيد القائم من الدين الخارجي للدول ثقيلة المديونية وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول وعادة ما تعكس القيمة السوقية للورقة أي قيمة تداولها في السوق الثانوية الجدارة الائتمانية للدولة المدينة، ومقدار الخصم من القيمة التعاقدية للدين عند تحويله إلى ورقة مالية بالإضافة إلى مستويات أسعار الفائدة على هذه الورقة، كذلك تقوم بدور يتمثل في علاج مشكلة الدين الخارجي للدول النامية من خلال مبادلة الدين الخارجي للدولة المدينة بأسهم Dept equity swaps وهذا في إطار حل مشكلة المديونية في الدول النامية، ابتكرت البنوك أداة جديدة بديلة للتمويل في السوق المالي الدولي وهو ما يطلق عليه مبادلة الدين بالأسهم من خلال هذه التقنية يسمح للمستثمرين المقيمين والأجانب بشراء التزامات الدول المدينة بالعملة الأجنبية بخصم في الخارج، بحيث بعد ذلك الحصول على ما يقابلها في شكل مشاركات أو أسهم بالعملة المحلية في مجالات إنتاجية وخدمية يتفق عليها، وكذلك قيام البنوك التجارية الأجنبية بتحويل ديونها إلى الدول النامية إلى استثمارات في هذه الدول، حيث وافق البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في أوت 1987 على السماح للبنوك التجارية الأمريكية بالاشتراك بديونها بنسبة 100% بعد أن كانت 20% في رأس مال مؤسسات اقتصادية في أكثر من 33 دولة مدينة من الدول النامية.

- استعادت رأس المال الهارب: لا يوجد اتفاق حول تعريف هروب رأس المال Capital flight فيعتبر بعض الاقتصاديين كل تدفقات رأس المال من الدول النامية إلى الخارج، سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، أو كانت استثمارات في شراء أصول مالية أجنبية أو عقارات في شكل استثمارات مباشرة في الخارج هروبا لرأس المال بهذه الدول، بينما يرى البعض الآخر أن هروب رأس المال يقتصر فقط على تدفقات رأس المال الساخنة الناتجة عن التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية، وبذلك بالمقارنة بين العائد والمخاطرة في كل من دولة المستثمر والدول الأخرى، فالعائد المرتفع بالمقارنة مع قلة المخاطر في الأسواق المالية المحلية يترتب عليه ليس فقط عودة جزء من الأموال الهاربة مرة أخرى بل الحد من هروب رؤوس أموال جديدة إلى الخارج.

- تلطيف التقلبات الاقتصادية: يوجد ثمة اختلاف بين الآثار الناجمة عن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتدفقات رأس المال مثل القروض، عبر مراحل الدورة الاقتصادية حيث يساعد الاقتراض من البنوك في تفاقم الدورة نظرا لرغبة البنوك في زيادة إقراضها أثناء مرحلة التوسع عن مرحلة الكساد، في حين ينطوي الاستثمار في

محفظة الأوراق المالية على حدوث مكاسب وخسائر معينة لذلك نجد أن المستثمر الخاص يحجم عن البيع والشراء في أوقات الانخفاض أو الارتفاع الشديد لأسعار الأسهم حتى يتجنب الخسائر الرأسمالية، الأمر الذي يؤدي إلى آلية داخلية تلتطف وتحد من تقلبات الدورة الاقتصادية.

### المطلب الثالث: الآثار السلبية للاستثمار المحفظي

يرى علماء الاقتصاد أن عالم الاستثمار في الأسواق المالية المحلية والدولية ملئ بالغموض والمتغيرات المختلفة، ولاسيما في هذه الأيام التي تتسم فيها الأسواق المالية المحلية والدولية بعدم الاستقرار والتقلبات والمتغيرات.

- حالات الكساد التي تتفاوت في حدتها، سواء كانت نتيجة سياسات نقدية، أم نتيجة صعوبات في ميادين الأعمال، أم نتيجة حروب وحوادث عالمية.

- التقلب في أسعار الفائدة باعتبارها تعكس نسبيًا تيارًا خفيفًا من الطلب الذي يصر على الحصول على سعر فائدة أعلى لتستوعب الخسائر الناتجة عن التضخم النقدي.

- انخفاض القوة الشرائية للعملة المحلية مقارنة بالعملة الأجنبية.

- انخفاض نسبة الأرباح التي يحققها المستثمرون من استثماراتهم لسبب أو آخر.

- ارتفاع معدلات الضرائب على الأرباح التجارية أو على الإيراد العام للمستثمر.

وفي الآونة الأخيرة احتل موضوع مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية، الجزء الأكبر من اهتمام وتفكير الممارسين والباحثين، وأساتذة الاستثمار، وعلى الرغم من أنه لا يوجد اتفاق على أنواع المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في سوق الأوراق المالية، لكن يمكننا إيجاز هذه المخاطر فيما يلي<sup>1</sup>:

- مخاطر التقلب في أسعار الفائدة (مخاطر السوق النقدي): وهي المخاطر الناتجة عن حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقع، ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغيير في سعر الفائدة السوقي خلال مدة الاستثمار.

وللتوضيح نفترض أن لدى المستثمر سندًا قيمته الاسمية \$1000 بفائدة 8% يستحق عام 2020 وأنه صادر عن هيئة عالمية ذات سمعة جيدة، وأن سعر الفائدة السوقي ارتفع إلى 12% وفي نفس الوقت قامت هيئة أخرى ذات سمعة جيدة بإصدار سندات طويلة الأجل بفائدة 12% أيضًا، فما الذي يترتب على ذلك؟ يترتب عن ذلك انخفاض سعر السند الأولي في سوق الأوراق المالية، لأن حامله سيقومون بالتخلص منه بالبيع، بسبب الزيادة في سعر الفائدة السوقي، ومن ثمة التوجه بالأموال التي حصلوا عليها إلى شراء سندات الهيئات التي أصدرت السندات الطويلة الأجل بفائدة 12%.

<sup>1</sup> بوبرمة إحسان، دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قلمة،

وعلى فرض أنه لم تقم الهيئات الأخرى بإصدار سندات بسعر فائدة 12% ففي هذه الحالة لم يبق أمام المستثمرين الذين يحملون سندات بفائدة 8% إلا التخلص منها بالبيع وإيداع الأموال التي حصلوا عليها في ودائع مصرفية سعر الفائدة السوقي، أو التوجه إلى سوق الأسهم وفي حالة انخفاض سعر الفائدة السوقي فإن المستثمرين يتوجهون بأموالهم إلى سوق الأسهم وذلك لكون العائد منخفضا في مجالات الاستثمار الأخرى، وإذا بقيت أسعار الفائدة على السندات عالية بما فيه الكفاية فإن هذا من شأنه أن يحول جزء كبير من الأموال من سوق الأسهم إلى سوق السندات، الأمر الذي يؤدي إلى خفض أسعار الأسهم وارتفاع أسعار السندات.

ومن خلال ما تقدم، يمكن القول أن احتمال تعرض أي مستثمر في السندات استحقاق طويل الأجل نسبيا لمخاطر انخفاض قيمة رأس المال (المخاطر الرأسمالية) ومخاطر انخفاض الإيرادات، احتمال كبير إذا ارتفع سعر الفائدة السائد في السوق، وأبقى المستثمر على استثماراته في السندات ذات الاستحقاق طويل الأجل، ولم يتم بتصنيفيتها وفوق كل ذلك فإنه على الرغم من مخاطر التقلب في سعر الفائدة يؤثر على جميع الأوراق المالية، إلا أن تأثيره على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة يكون أكبر وأن أسعار الأوراق المالية خاصة السندات يتأثر بالتغيير في أسعار الفائدة السائد في السوق بالطريقة العكسية، بمعنى أنه كلما ارتفع سعر الفائدة السوق انخفضت أسعار السندات.

- مخاطر التضخم: إن انخفاض قيمة النقود وبالتالي قيمة الاستثمار من شأنه أن يعقل إقامة مشروعات جديدة فالمقرض الذي يقترض دينار اليوم لا يعرف ماذا ستكون قيمته بعد ثلاث أو خمس سنوات مما يؤدي إلى إحجام المقرضين عن شراء الأسهم والسندات وبالتالي التأثير في تمويل المشروعات، وقد لوحظ أن ارتفاع نسبة التضخم أمر يدفع المواطنين إلى العزوف عن شراء الأوراق المالية والاتجاه نحو العقارات والأراضي، التي ترتفع أسعارها مباشرة في مثل هذه الحالات، كما أن انخفاض قيمة العملة في السوق الدولية من شأنه أن يؤثر أيضا على حجم الإصدارات الدولية من الأسهم والسندات وقد أثبتت الأبحاث والدراسات الاقتصادية أن انهيار أو انخفاض قيمة العملة لبلد ما، س يؤدي بالتأكيد إلى ركود في أسواق الأوراق المالية لذلك البلد، وإلى انخفاض حجم الإصدارات من الأسهم والسندات الصادرة بعملة ذلك البلد في حين أن ارتفاع أو ثبات قيمة العملة لبلد ما سيؤدي بالتأكيد إلى تنشيط سوق الأوراق المالية وإلى زيادة حجم تداول الأوراق في سوق ذلك البلد.

وهذا النوع من المخاطر هو الذي تعرضت له الاستثمارات ذات الدخل الثابت، مثل الاستثمار في الأسهم الممتازة والسندات، لدرجة أن بعض العملاء أطلق عليها اسم الاستثمارات العاجزة عن مقاومة التضخم.

- مخاطر التقلب في أسعار صرف العملات: تتأثر السندات الدولية والقروض الصادرة بالعملات المختلفة بحركة دخول وخروج الأموال من دولة إلى أخرى وهذا يتوقف في الغالب على اختلاف سعر الفائدة في الداخل عنه في الخارج، فقد ثبت أن انخفاض سعر الفائدة على الودائع بعملة دولة ما في الداخل يؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على شراء الأوراق المالية الأجنبية الصادرة بعملة ذلك البلد في السوق الخارجي ونجد أن ثبات سعر الصرف

في المدى الطويل لعملة بلد ما يعتبر من الأمور التي يصعب التنبؤ بها لأن قيمة أي عملة لا ترتبط فقط بالعوامل الاقتصادية ولكن بالعوامل النفسية والسياسية.

- المخاطر الاقتصادية: لقد انتهى رأي السابقين من علماء الاستثمار إلى أن الاقتصاديات القوية تعد مطلباً أساسياً لأي شركة أو صناعة رابحة، ولذلك فإن مؤشرات الإنتاج الصناعي، وللنتاج القومي الإجمالي، والدخل القومي، وتقديرات الدخل المتاح، تعد من المؤشرات التي ينبغي على المستثمر أن يستعين بها للتعرف على اتجاهات السوق المالي المستقبلية ومن ثم التعرف على المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر في سوق الأوراق المالية، هذا ويتفق علماء الاستثمار وعلماء الاقتصاد على أن المخاطر الاقتصادية تنجم في الغالب عن:

✓ ضعف النمو في العرض النقدي.

✓ قيام الحكومة بإصدار القوانين والتشريعات الخاصة برفع المعدلات الضريبية على الدخل وأرباح الأوراق المالية.

✓ تحول نظام الحكم من إتباع سياسة الانفتاح الاقتصادي إلى إتباع سياسة الانغلاق الاقتصادي.

✓ حالات الكساد الاقتصادي.

✓ التضخم الجامح.

✓ قيام الحكومة بالإعلان عن ميزانية تقشفية.

✓ ارتفاع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

فإذا ما بدأت أعراض اقتصاد مريض يعاني من التضخم الجامح، ومعدلات فائدة مرتفعة، فإن السوق المالي هنا يكون سوقاً ضعيفاً، ويتخذ سعر الأوراق المالية فيه اتجاهها تنازلياً، وإذا ما تدخلت البنوك المركزية (متمثلة في السلطات النقدية) للحد من التوسع النقدي ما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفوائد في السوق وبالتالي انخفاض أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات والأسهم والممتازة، وإذا ما قامت الحكومة برفع معدلات الضريبة على أرباح الأوراق المالية فإن هذا الإجراء من شأنه أن يدفع العديد من مستثمري الأوراق المالية إلى تصفية مراكزهم الاستثمارية بالتخلص مما لديهم من أوراق مالية، وذلك بسبب انخفاض نسبة الأرباح التي يحققها المستثمرون من استثماراتهم في الأوراق المالية في كثير المعروض من الأوراق المالية في السوق المالي، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها وإذا قامت الحكومة بالإعلان عن ميزانية تقشفية فإن هذا يعني أن أسعار الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية، سوف تنخفض تقريباً، ذلك أن إجراء الحكومة السابق الذكر سيولد نظرة تشاؤمية يتولد عنها عدم اطمئنان المستثمر الاطمئنان الكافي وسيلجئ العديد منهم إلى بيع ما لديهم من أسهم وسندات في كثير المعروض منها مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

- المخاطر السياسية: يتفق علماء الاستثمار والخبراء في الأسواق المالية أن المخاطر السياسية تنجم في الغالب عن:

✓ كبت الحريات العامة واستباحة حقوق الإنسان.

- ✓ تسلط الإدارة الحكومية وعدم السماح بالممارسات الديمقراطية.
  - ✓ المظاهر الاحتجاجية على سياسة الحكومة.
  - ✓ عدم استقرار الحكومة وعدم استقرار سياستها.
  - ✓ الانقلابات والاعتيالات السياسية.
  - ✓ إصدار الحكومة قوانين تمنع الأجانب من امتلاك أسهم في الشركات المحلية.
  - ✓ إصدار الحكومة قوانين تمنع المستثمرين الأجانب من نقل فوائد وأرباح الاستثمارات في الأوراق المالية إلى الخارج.
  - ✓ التهديد بالتأميم والمصادرة.
- وهذه الأمور كلها تجعل نظرة المستثمر نظرة تشاؤمية عنها عدم اطمئنان المستثمر الاطمئنان الكافي للمضي قدوما في إنشاء مشروعات جديدة أو التوسع في المشروعات القائمة، كما تجعل الأفراد المستثمرين يركزون في استثماراتهم على الاستثمارات قصيرة الأجل، وليس على الاستثمارات طويلة الأجل.
- وقد أثبتت الأبحاث والدراسات أن كون بلد من البلدان عرضة للقلق والاضطرابات السياسية والعنف بكافة وسائله وأشكاله المختلفة يشكل خطر على الاستثمار بكافة أشكاله وعلى رؤوس الأموال ولا يعوضه أي وعد بأي ربح، ومهما أعد البلد من حوافز لاستقطاب رؤوس الأموال فإن هذا المسعى لن ينجح وأن فعالية جميع الحوافز تتلاشى بسبب إنعدام ثقة المستثمرين واستقرار الحكومة الأمر الذي يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال حتى الوطنية إلى الخارج، وكلما كانت العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية متوافقة مع درجات النمو في السيولة والاقتصاد كلما كانت العلاقة بين سيولة الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي أقوى وأكثر تماسكا.

## خلاصة الفصل الثاني

في الختام يمكن أن نستخلص أن الاستثمار المحفظي هو استثمار ينطوي على تملك الأفراد أو الهيئات أو الشركات على بعض الأوراق المالية دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع الاستثماري مستعملا في ذلك الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ويهدف إلى استمرار الدخل وتنوع وتوزيع المخاطر فهذا ما أدى بالمستثمر إلى الاستفادة من مزايا التنوع الدولي وكذلك المضاربة آخذا في عين الاعتبار العوامل التي قد تواجهه مثل تباطؤ معدلات الفائدة وركود النشاط الاقتصادي والتي تعتبر عوامل طاردة لعمليات الاستثمار المحفظي، ومن أجل استقطاب استثمار أجنبي غير مباشر لابد على الدولة أن تتوفر على عدة صفات من بينها بنية تحتية، استقرار سياسي إلى غير ذلك من الصفات التي تميزها عن غيرها من الدول لكن بالنظر إلى واقع الاستثمار المحفظي في هذه الدول التي تم أخذ نظرة عن واقعها الاستثماري وهي دول آسيا النامية، دول أمريكا اللاتينية، دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا يشير أن تدفقات الاستثمار المحفظي في هذه الدول تبقى ضعيفة إلى درجة تسجيل صافي تدفقات سالبة في بعض الأحيان، وفي الحقيقة قيم تتوافق مع نصيب دول آسيا النامية أما الانعكاسات الايجابية للاستثمار المحفظي فهي متمثلة في تنشيط أسواق الأوراق المالية وفي تطورها من خلال مساهمته في زيادة درجة سيولة الأوراق المالية، وتمويل الشركات المحلية في السوق الأولية وزيادة كفاءة السوق المالي وكما أن له آثار ايجابية فقد انطوى على قدر من المخاطر السلبية على السوق المالي والمتمثلة في التقلب في أسعار الفائدة كذلك التقلب في أسعار صرف العملات والتضخم بالإضافة إلى المخاطر السياسية، ومن أجل السيطرة على بعض مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، تعتبر أفضل طريقة يتبعها المستثمر لحماية استثماراته ومدخراته من المخاطر هي تنوع استثماراته وتوزيعها على أنشطة اقتصادية متعددة دون التركيز على نشاط اقتصادي واحد، حيث يكون التنوع هدف من أهداف السياسة الاستثمارية بالرغم من أنه لا يؤدي إلى تجنب المخاطر بصورة كلية إلا أنه يقلل من حدتها.

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفزي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (2012-1998)

### تمهيد

تونس هي دولة تقع في شمال إفريقيا يحدها من الشمال والشرق البحر الأبيض المتوسط ومن الجنوب الشرقي ليبيا 459 كم، ومن الغرب الجزائر 965 كم، عاصمتها تونس تبلغ مساحة الجمهورية التونسية 163610 كم، كما يبلغ عدد سكانها حسب إحصائيات صندوق النقد الدولي لسنة 2014، 11.1 مليون نسمة، تتمثل عملتها في الدينار التونسي، يبلغ معدل البطالة فيها 16%، اعتمدت تونس على الصناعات الموجهة نحو التصدير في عملية تحرير وخصخصة الاقتصاد الذي بلغ متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي 5% منذ أوائل 1990 وانخفض قليلا ليصل إلى 4.5% سنة 2014، ومع ذلك تتوفر على ناتج محلي إجمالي ب 4.620 للفرد، بلغ معدل التضخم لديها هذه السنة 4.7%، تعتمد تونس على علاقات وثيقة وتاريخية مع كل من الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي، ولديها عدة اتفاقيات شراكة متقدمة تجمعها مع الاتحاد الأوروبي والذي يعتبر الزبون الأول لتونس والحليف الاقتصادي القوي لها، حيث بلغت صادراتها سنة 2014 ب 25 مليار دولار، أما فيما يخص إجمالي الواردات فبلغ 28.8 مليار دولار، كما أنشأت تونس علاقات وثيقة مع فرنسا على وجه الخصوص من خلال التعاون الاقتصادي والتحدث الصناعي، وبرامج الخصخصة، حيث بلغت الاحتياطات الرسمية 8.5 مليار دولار، كما استقبلت تونس تدفقات استثمار أجنبي مباشر بلغت 19442 مليون دولار سنة 2012، أما فيما يخص الاستثمار المحفزي فهي تتوفر على بورصة حركية تجعلها تستقطب تدفقات أجنبية وهي في تصاعد خلال السنوات الأخيرة إلى أن بلغت سنة 2013، 154288 بليون دولار، وهذا يترجم كافة الجهود المبذولة والصفات المميزة للوصول إلى هذه السمعة.

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفزي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

### المبحث الأول: تقديم بورصة تونس والتعريف بمناخ الاستثمار فيها

إن تطور النظام المالي قد قام بتحويل عميق لطريقة التمويل في الجمهورية التونسية كما هو الحال في باقي دول العالم، وإذ كان اللجوء إلى مؤسسات الإقراض، كان يمثل التمويل الأساسي والوحيد تقريبا للشركات غير المالية، فإن الحال قد تغير اليوم حيث أصبح نصيب السوق المالية في السنوات الأخيرة تظهر أن المؤسسة التونسية قد بدأت تسيطر ميكانيزمات البورصة التي تحكم وتسير الأسواق.

### المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة تونس

عرفت تونس ظاهرة عقد الصفقات في البورصة في العهد الاستعماري قبل استقلالها سنة 1956، إذ أنشأت السلطات المالية الفرنسية "ديوان تونس لتحديد أسعار القيم المنقولة" بغرض تداول الأسهم والسندات الفرنسية فيما بين الأجانب المقيمين آنذاك في تونس، لذلك تعتبر بورصة تونس في تلك المرحلة من تاريخها بمثابة الوسيلة التي قامت بواسطتها السلطات المالية الاستعمارية بتحويل المدخرات الوطنية التونسية إلى فرنسا، أما الفترة الممتدة من الاستقلال وحتى سنة 1968 فقد توقفت بورصة تونس عن العمل، وفي سنة 1969، قامت السلطات التونسية آنذاك بنشر أول قانون للاستثمارات والإعلان عن إنشاء بورصة للقيم المنقولة، معززة بذلك توجه الاقتصاد التونسي نحو الليبرالية واقتصاد السوق في تلك السنة، وفي الواقع وبالرغم من أن إنشاء البورصة يعود إلى 1969، فإن دورها في تمويل الاقتصاد بقي خلال السنة العشرين الأولى من التأسيس محدودا بل وحتى عديم الجدوى والمفعول بسبب سيطرة الدولة والبنوك على تمويل الاقتصاد الشيء الذي أدى إلى مستويات عالية ومرتفعة من خلق النقود والتضخم، وقد تميزت الفترة الممتدة من 1969 إلى 1986 بما يلي<sup>1</sup>:

- سهولة الاستفادة من القروض ومساعدات الدولة.
  - الحصول على فوائد مغرية في مقابل الإيداعات لدى البنوك والتي كانت محمية ومعفاة من الضرائب.
  - جباية ثقيلة مفروضة على التوظيفات في البورصة.
- باختصار كان ينظر إلى البورصة على أنها مكتب لتسجيل التبادلات والمعاملات أكثر من أنها وسيلة أساسية لتمويل الاقتصاد، ابتداء من سنة 1988، وتحديدًا في إطار وضع برنامج للتعديل الهيكلي، ظهرت لأول مرة سوق حقيقة للنقود متوسطة وطويلة الأجل، هذه السوق تركز على ثلاثة أسس هي<sup>2</sup>:
- وضع إطار شرعي وتنظيمي عصري بين 1988-1995.
  - وضع هيكل قاعدي تقني مطابق للمعايير الدولية (ابتداء من 1996).
  - تبني إطار جبائي جد مشجع ابتداء من 1990.

<sup>1</sup> مريم عدلية، محاولة قياس أثر البورصة في التنمية الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة 8 ماي 45، قالة، 2003/2004، ص. 91-92.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص. 92.

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفزي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

- إصلاحات (1988-1993): أولى الإصلاحات التي شرع فيها خلال الفترة 1988-1993، قد أدت إلى وضع إطار شرعي وقانوني عصري تمثل أساسا في:
  - إدخال مفهوم الإعلان العام للاذخار (APE) والذي كان يهدف إلى فتح السوق للشركات وفي نفس الوقت حماية المدخرين عن طريق نشر كتيب للمعلومات (prospectus).
  - وضع إطار شرعي للإصدار، حيث تم إلغاء الموافقة الإدارية وأصبح الإصدار قرار داخلي خاص بالشركة وحدها، فخلال الفترة 1993-2000 تمت أكثر من 100 عملية إصدار مقابل أقل من عشر عمليات خلال الفترة 1969-1988.
  - وضع إطار شرعي لإنشاء شركات الاستثمار من أجل تفصيل الادخار الجماعي 141 مؤسسة استثمار تنشط وتسير حوالي 2.12 مليار دينار وذلك بتاريخ 30 نوفمبر 2000.
  - خلق منتوجات مالية جديدة من أجل تسهيل فتح رأس مال الشركات.
- إصلاحات 1994: بحلول سنة 1994، لم يبق الهدف التهيئة الداخلية للسوق وحسب بل أصبح يرمي إلى المطابقة مع المعايير الدولية في المجال التنظيمي كما في المجال التقني، ففي المجال التنظيمي، نجد أن السلطات قامت بتبني قانون أعاد تنظيم السوق المالية، وهو القانون رقم 94-117 الصادر في 14 نوفمبر 1994 هذا القانون قد أعاد هيكل البورصة السابقة، أما في المجال التقني وابتداء من 25 أكتوبر 1996، فقد أصبح التفاوض والتعامل في البورصة يتم من خلال نظام جديد للتسعير الإلكتروني، مصمم وفقا للمعايير الدولية. وبالتالي تمثل بورصة تونس سوقا يلتقي فيه المستثمرون لشاء وبيع سندات رأس المال أو سندات الدين المصدرة من قبل الشركات والدولة والجماعات المحلية، وبالتالي تضمن البورصة سيولة السندات للمستثمرين وتسمح للمؤسسات بالحصول على التمويلات اللازمة لتنمية أنشطتها عبر اللجوء إلى الاكتتاب العام وعلى هذا الأساس تشكل البورصة إحدى الروافد الأساسية لتمويل الاقتصاد. وتمثل مهام لجنة البورصة في إدارة السوق التونسية للأوراق المالية عن طريق<sup>1</sup>:
  - إدراج سندات جديدة بتسعيرة البورصة.
  - تنظيم المبادلات وتسعير السندات في أحسن ظروف من المساواة والأمان والشفافية.
  - نشر معلومات السوق.
  - تطوير البورصة الترويج لها.وتمثل أهم المحطات في تاريخ بورصة تونس في:
  - فيفري 1969: إحداث بورصة الأوراق المالية في شكل مؤسسة عمومية.
  - نوفمبر 1994: إعادة تنظيم السوق المالية بفضل مهام الرقابة وتسيير السوق.

<sup>1</sup> Bourse de Tunis, **Résumé du Marché**, <http://www.bvmt.com.tn/AR/company/?view=history>, 25/04/2014.

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفزي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

نوفمبر 1995: إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة خفية الاسم، يمتلكها وسطاء البورصة بالتساوي.

أكتوبر 1996: انطلاق العمل بنظام التداول الإلكتروني NSC.

أفريل 1998: انطلاق مؤشر توناندكس حسب القاعدة 1000 في 31 ديسمبر 1997.

ديسمبر 2007: انطلاق السوق البديلة الموجهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة، تشغيل آخر نسخة لنظام التداول الإلكتروني NSC.

وتتمثل طموحات البورصة التونسية في<sup>1</sup>:

- المساهمة الفاعلة في عملية تطوير العقلية بخصوص الميدان المالي في اتجاه ترسيخ الادخار بالبورصة في عادات المدخرين وإرساء التمويل عن طريق البورصة في ثقافة تسيير الشركات التونسية.
  - اكتساب مكانة أساسية في القطاع المالي التونسي.
  - فتح أبواب الطموح أمام الشركات التونسية بتمكينها من تصور مشاريع أكبر من إنجاز أسرع مما يمكنها من تقليص آجال نموها ومن بلوغ مستوى العالمية.
  - المساهمة في النشر على أوسع نطاق لثقافة الشفافية والتسيير الرشيد.
  - المساهمة في إشعاع تونس على محيطها الإقليمي.
- كما تكمن مزاياها ضمن:
- محيط اقتصادي واجتماعي ملائم: أسس اقتصادية متينة، آفاق واعدة، إدارة سليمة للاقتصاد، تحكم في التضخم المالي، سلم اجتماعي.
  - إطار قانوني وتشريعي متطور ومطابق للمواصفات العالمية.
  - تقنية تداول متقدمة، توفر النجاعة والأمان.
  - نظام لضمان إنهاء المعاملات.
  - اشتراط المهنية، ومثانة الوضعية المالية والنزاهة على جميع المتدخلين ضمانا لمصالح المستثمرين.
- تحتل البورصة مكانا مركزيا في السوق المالية بين مؤسسات السوق الأخرى عن طريق:
- شركات وساطة خاضعة لترخيص مسبق تتولى وحدها نشاط تبادل السندات في البورصة.
  - الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية تؤمن عملية الدفع مقابل تسليم السندات.
  - صندوق ضمان عمليات السوق يؤمن ضمان حسن إنهاء عمليات التداول بين الوسطاء.
  - هيئة السوق المالية وهي السلطة الرقابية تسهر على حماية المستثمرين وعلى حسن سير أسواق البورصة.

<sup>1</sup> Bourse de Tunis, Op cit.

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفزي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

وتعمل أسواق البورصة التونسية على:

تخصيص تسعير البورصة لتداول السندات التي تستجيب لشروط الإدراج المنصوص عليها بالترتيب العام للبورصة، وهي تشمل على الأسواق التالية:

- سوق السندات لرأس المال وتحتوي على سوق رئيسية مخصصة للشركات ذات الحجم الكبير وسوق بديلة مفتوحة للشركات الصغرى والمتوسطة ذات الأفاق الواعدة.
  - السوق الرفاعية: وهي مخصصة لتداول سندات الدين.
  - سوق لتداول حصص الصناديق المشتركة للدينون.
  - السوق الموازية: تخصص لتداول أسهم الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام وهي غير مدرجة بالبورصة.
- أما تبادل أسهم الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام فهي تخضع لعملية تسجيل بالبورصة.

### المطلب الثاني: بيئة الاستثمار في تونس

تحتوي تونس على العديد من الصفات أو الميزات لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية والتي سنتطرق إليها فيما يلي<sup>1</sup>:

- محيط اقتصادي ملائم: تتكون البلاد التونسية من 163.610 كم وتعد 10.78 مليون نسمة حسب معطيات المعهد الوطني للإحصاء لسنة 2012، وتعتبر تونس بوابة المتوسط إذ تقع بنقطة التقاء بين حوضيه الشرقي والغربي ويفصلها مضيق صقلية عن القارة الأوروبية وشمال إفريقيا والشرق الأوسط فاستمت بذلك علاقة تونس مع محيطها الخارجي بالفتح باعتبارها همزة وصل في ميدان المبادلات التجارية لاسيما أنها قد اختارت منذ الثمانينيات تحرير اقتصادها وإدماجه في الاقتصاد العالمي.
- انفتاح على اقتصاد السوق: اعتمدت تونس مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية الهيكلية تهدف إلى إعطاء ديناميكية أكبر لآليات السوق وتشجيع المبادرة الخاصة وذلك عن طريق تحرير الأسعار والتجارة الخارجية والتخفيف من الأعباء الجبائية وإقرار التحويل الجاري للدينار التونسي مع التخلي الدولة على بعض الأنشطة التنافسية لفائدة القطاع الخاص وإدخال التحسينات على الأنظمة النقدية والمالية، وقد ساهمت مجمل هذه الإجراءات في تحقيق نتائج إيجابية خلال العشرينية الأخيرة المنقضية كان انعكاسها جليا على النمو الاقتصادي في البلاد (تحقيق نمو الناتج المحلي بمعدل 5% سنويا)، وتمكنت أيضا من التحكم في التضخم المالي بجعله يتقلص إلى مستوى يضاهاى المستويات المسجلة في البلدان الصناعية مع التقليص من المديونية الخارجية وتطوير الصادرات.
- التفتح على الاقتصاد العالمي والشراكة مع الاتحاد الأوروبي: شملت عملية تحرير الاقتصاد نشاطات التجارة الخارجية، ذلك أن تونس عضو مؤسس للمنظمة العالمية للتجارة كما أبرمت اتفاقيات، تجارية ثنائية ومتعددة

<sup>1</sup> مجلس الوحدة الاقتصادية العربية، حوافز الاستثمار في تونس، بتاريخ 2014/04/25، متوفرة على الموقع:

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفّظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

الأطراف مع العديد من البلدان من ذلك الاتفاق الخاص بالفلاحة والاتفاق الخاص بالإجراءات الصحية وبمحاية النباتات، ومثل توقيع اتفاق الشراكة مع الاتحاد الأوروبي مرحلة متميزة في عملية تحرير الاقتصاد حيث ينص هذا الاتفاق على إحداث منطقة تبادل حر للمنتجات الصناعية وذلك بمحذف المعالي الديوانية على فترة ممتدة إلى سنة 2007 وعلى تسهيل تبادل المنتجات الفلاحية، وبهذا تكون تونس أول بلد يوقع اتفاق شراكة مع الاتحاد الأوروبي، وبالتالي فإن كمثل هذه الاتفاقيات تعزز اندماج الاقتصاد التونسي في سياق عوملة الأسواق مما يمنح المستثمرين فرصا جديدة للإنتاج والتسويق، كما أنه إسهاما منها في مساعدة المؤسسات على التكيف مع متطلبات المنافسة العالمية والاستفادة من الفرص المتاحة، وضعت الدولة برنامجا وطنيا طموحا لتأهيل منظومة الإنتاج الوطني.

كما توجد بتونس عدة مقومات ملائمة للاستثمار والشراكة منها بالأساس:

- قربها من السوق الأوروبية الكبيرة ومن الأسواق المغربية والشرق الأوسط، هذا يمكنها من الحصول على كلفة منخفضة في نقل السلع ومن تزويد السوق في آجال قصيرة مقارنة بعدة دول منافسة.
- تتمتع تونس بسمعة طيبة بالأسواق الاقتصادية والمالية العالمية إضافة إلى توقيع تونس العديد من الاتفاقيات لضمان الاستثمار وعدم ازدواجية الضرائب وكذلك الاتفاقيات المتعلقة بالتحكيم الدولي وبمحاية الملكية الفكرية، علما أن تونس تحتل المرتبة الأولى على المستوى الإفريقي ومكانة متميزة بين البلدان الصاعدة في مجال ثقة المستثمرين.
- قدرة تنافسية جيدة: حيث صنفت الدراسة التي قام بها المؤتمر الاقتصادي الدولي لدافوس تونس في المرتبة 38 من مجموع 102 بلد شملتهم الدراسة بخصوص القدرة التنافسية.
- توفر نظام جبائي مشجع على الاستثمار يبرز خاصة من خلال أحكام مجلة تشجيع الاستثمارات التي نصت على امتيازات مشتركة لمختلف الأنشطة وعلى امتيازات خصوصية لبعض الأنشطة ذات الأولوية مثل الفلاحة والصيد البحري.
- وجود منظومة ملائمة للنقل: حيث توجد بتونس 8 موانئ تجارية مجهزة بكافة المرافق الضرورية وتؤمن النقل بين تونس وموانئ مرسيليا وجنوة وبرشلونة بصفة منتظمة وفي زمن لا يفوق 24 ساعة، كما تتميز البنية الأساسية في مجال النقل بوجود 7 مطارات دولية موزعة على مختلف مناطق البلاد تؤمن الرحلات الجوية إلى مختلف البلدان بأوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا، من جهة أخرى تمكن البنية التحتية وشبكة الطرقات المتطورة التي يقدر طولها بحوالي 32 ألف كلم من الوصول بسرعة إلى مختلف المناطق الاقتصادية بالبلاد والربط مع الدول المجاورة.
- توفر شبكة اتصالات ملائمة: حيث مكنت الاستثمارات الضخمة المنجزة حديثا في مجال الاتصالات من تجهيز البلاد ببنية أساسية اتصالية عصرية، ومن شبكات تمكن من تغطية كافة المناطق.

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفزي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

- توفر خطوط قروض: في نطاق العمل على تشجيع الاستثمار والشراكة مكنت الاتفاقيات المبرمة مع عديد البلدان الصديقة من توفير خطوط تمويل بشروط ميسرة تساهم في تمويل المشاريع.
- التسهيلات الممنوحة للمستثمر الأجنبي:
- حرية تحويل الأرباح وقيمة بيع الأصول التي يمتلكها المستثمر الأجنبي.
- حماية الاستثمارات في إطار الاتفاقيات الثنائية المبرمة مع البلدان العربية وعدة دول أخرى.
- عدم ازدواج الضريبي الذي تم إقراره في إطار الاتفاقيات الثنائية المفضاة مع عديد الدول.
- تغطية المخاطر غير التجارية بانضمام تونس للوكالة متعددة الأطراف لضمان الاستثمار.
- انضمام تونس إلى المنظمة العالمية للتجارة.
- الاتفاقية الأورومتوسطية بين تونس والمجموعة الأوروبية.
- إبرام اتفاقية شراكة مع المجموعة الأوروبية للتبادل الحر.

### المطلب الثالث: تقييم مناخ الاستثمار

سنتطرق من خلال هذا الطلب إلى الأداء العام للعمال بالإضافة إلى الأداء في مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار في تونس.

#### أولاً: الأداء العام للأعمال في تونس

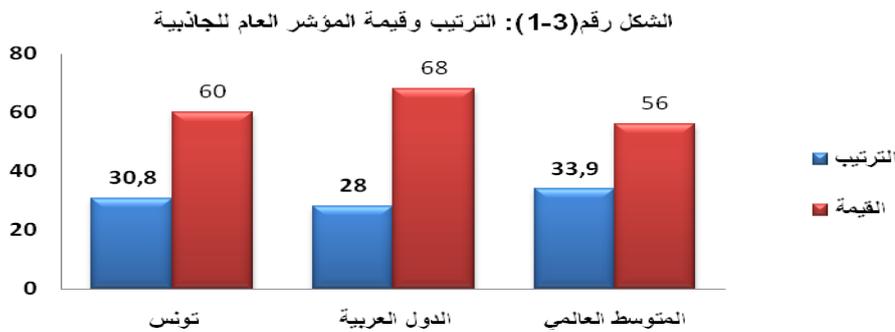
- استناداً إلى تقرير الأعمال الصادر عن هيئة التمويل الدولية وهي إحدى مؤسسات مجموعة البنك الدولي، وقد قسم هذا التقرير مؤشر الأداء العام للعمال إلى عشرة مؤشرات فرعية وهي<sup>1</sup>:
- بدء المشروع: يلخص هذا المؤشر التحديات التي تواجه أصحاب الأعمال عند بدء المشاريع، وبالتالي نلاحظ أن تونس تأتي بالمرتبة 68 وهي ليست بالمرتبة السيئة وهذا لتقدمها في إجراءات ووقت المشروع كذلك توفرها على تكلفة ضئيلة من حيث الدخل القومي للفرد، وبهذه الرتبة تلي المغرب ومصر.
  - التعامل مع التراخيص: يدرس هذا المؤشر خطوات ومدة وتكلفة الحصول على أذون أعمال وتراخيص متعلقة ببدء المشروع الجديد، فبالنسبة لهذا المؤشر نجد تونس وسيطة الترتيب بالمرتبة 96 نظراً لتحقيقها أقل مدة وتكلفة من الدخل القومي للفرد، وبهذا تلي المغرب باحتلالها المرتبة 88.
  - توظيف العاملين: تحتل تونس في ترتيب هذا المؤشر المرتبة 113 وهي ليست جيدة بالنسبة للدول العربية، وهذا بسبب توفرها على نتائج مؤشرات سيئة مثل مؤشر صعوبة فصل الموظفين 80 كذلك مؤشر صعوبة التوظيف 49 وبالإضافة إلى المؤشرات الأخرى ومع هذا تأتي قبل المغرب باحتلالها المرتبة 165.
  - تسجيل الممتلكات: بالنسبة لهذا المؤشر، تأتي تونس في وسط الترتيب بتوفرها على نتائج مقبولة مثل إجراءات وتكلفة التسجيل 5، 6.1 على التوالي، وبالتالي تتفوق على المغرب وكذلك مصر.

<sup>1</sup> علي لطفي، الاستثمارات العربية ومستقبل التعاون الاقتصادي العربي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2009، ص. 77-87. (بتصرف).

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفزي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

- الحصول على الائتمان: تحتل تونس المرتبة 97 وهي مرتبة جيدة بالنسبة للدول العربية نظرا لتوفرها على شفافية المعلومات الائتمانية وسهولة الحصول عليها وبالتالي تصدر مجموعة الدول الجزائر، المغرب ومصر.
  - حماية المستثمرين: تتوفر تونس على مرتبة سيئة وهي المرتبة 147 وهذا بسبب عدم كشف شفافية الصفقات التي تنفذ، كذلك مؤشر ضئيل بالنسبة للمسؤولية عن التعامل الذاتي وكذلك مؤشر حماية المستثمر.
  - دفع الضرائب: بترتيب هذا المؤشر تتأخر تونس أدنى المراتب وهي المرتبة 148 وهذا لتوفرها على مؤشر كبير للضرائب الفعلية الواجب دفعها، ويعتبر السبب الرئيسي لاحتلالها هذه المرتبة بعد المغرب.
  - التجارة عبر الحدود: تأتي تونس بالمرتبة الثالثة بالنسبة للدول العربية وهي المرتبة 28 نظرا لتوفرها على مؤشرات جيدة لتكاليف وإجراءات الاستيراد والتصدير، وهذا يترجم الجهد المبذول ابتداء من الاتفاق التعاقدى وانتهاء بتسليم البضائع.
  - تنفيذ العقود: تصدر تونس بالنسبة للدول العربية وهي المرتبة 80 وهذا لعدم مواجهتها لصعوبات أو تكاليف أثناء تنفيذ العقود التجارية على عكس المغرب ومصر.
  - إغلاق المشروع: تحتل تونس المرتبة 30 وهي المرتبة الأولى بالنسبة للدول العربية بفضل توفرها على وقت قليل لتسوية حالة الإفلاس، بالإضافة إلى التكلفة ومعدل الاستيراد، على عكس المغرب نظرا لتكاليفها.
- ثانيا: الأداء في مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار 2013

من خلال ما سبق نعلم أن تونس تتوفر على ميزات أو حوافز تجعل رأس المال الأجنبي يتدفق إليها عن الدول العربية الأخرى وهذا ما أثبتته المؤشر العام للجاذبية لسنة 2013 فهو يساهم في بناء قاعدة بيانات معرفية شاملة تمكن من إنجاز البحوث وتقييم أداء الدول وتقويم السياسات في مجال جذب الاستثمار الأجنبي وتحديد أثر تلك التدفقات الأجنبية على التنمية الاقتصادية والاجتماعية واستدامتها في البلد المضيف، فبالنظر إليه نجد أن قيمته ترتفع في تونس عن قيمته في الدول العربية إلا أنه أقل بالنسبة للمتوسط العالمي، أما فيما يخص ترتيبه فهو أقل من الدول العربية لكن مع ذلك أعلى من المتوسط العالمي، وهذا راجع إلى الظروف التي عانت منها مؤخرا، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (3-1): الترتيب وقيمة المؤشر العام للجاذبية.



**المصدر:** من إعداد الطالبين بالاعتماد على بيانات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، مؤشر ضمان جاذبية الاستثمار، 2012، ص.97، متوفرة على الموقع:

[www.iaigc.net/UserFiles/file/ar/ClimateReport2012O.pdf](http://www.iaigc.net/UserFiles/file/ar/ClimateReport2012O.pdf)

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفزي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

أما بالنسبة لأداء المؤشر في المجموعات الثلاث الرئيسية والمتمثلة في مجموعة المتطلبات الأساسية، مجموعة العوامل الكامنة، ومجموعة العوامل الخارجية الإيجابية.

- مجموعة المتطلبات الأساسية: يقصد بمجموعة المتطلبات الأساسية أو المسبقة مجموعة المقومات اللازم توافرها بشكل ضروري حتى يمكن للدولة أن تعمل على جذب الاستثمار وبدونها قد تكون هناك استحالة أو صعوبة كبيرة في جذب المستثمرين، ولأن عدم توافرها يعني أيضا استحالة توافر المقومات الأخرى لجذب الاستثمار، وبالتالي فعند مقارنة مؤشر الأداء في تونس بالنسبة لهذه المجموعة فنجد أدائه مرتفع بتوفره على قيمة 52.4 نقطة من الدول العربية بحصولها على نسبة 46.2 لكن أقل من المتوسط العالمي باحتوائه على قيمة 53.6 نقطة .

- مجموعة العوامل الكامنة: تعبر مجموعة العوامل الكامنة عن المقومات الأساسية التي تحدد قرارات كبار المستثمرين وخصوصا الشركات متعددة الجنسيات اتجاه الاستثمار في بلد معين من عدمه، وتزايد أهمية تلك العوامل باعتبار أن هذه الشركات هي أحد أهم قنوات التمويل الدولي والاستثمار الأجنبي المباشر، إضافة إلى أن وجودها في بلد معين يعتبر حافزا رئيسيا لدخول المزيد من الشركات والاستثمارات، وذلك لضخامة قدرتها التسويقية والإنتاجية التي مكنتها من السيطرة على ما يزيد عن 80% من حركة التجارة العالمية، فمن خلال الشكل رقم (3-2) نلاحظ أداء المؤشر في تونس احتل أدنى الترتيب من الدول العربية وكذلك المتوسط العالمي وهذا راجع إلى عوامل تكمن بداخل الدولة، ربما لا يمكن التعرف عليها.

- مجموعة العوامل الخارجية الإيجابية: تعبر هذه المجموعة عن العناصر المختلفة التي تعزز مقومات الدولة على صعيد اندماجها في الاقتصاد العالمي وكذلك امتلاكها لمقومات التقدم التكنولوجي والعناصر الأخرى التي تميزها عن الدول الأخرى في العالم، فيحتل أداء المؤشر في تونس بالنسبة لهذه المجموعة وسط الترتيب أي بقيمة 10.3 أعلى من الدول العربية والتي تتمثل نسبتها في 8.4 لكن أقل من المتوسط العالمي وقيمته 14.3، إلا أنه ترتيب جيد وذلك رغم ظروفها إلا أنها توفرت على عوامل خارجية إيجابية جعلته يتوسط الترتيب، ونلاحظ ذلك من خلال الشكل رقم (3-2): الأداء في المجموعات الثلاث الرئيسية.

شكل رقم (3-2): الأداء في المجموعات الثلاث الرئيسية



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على المرجع السابق. ص. 97.

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (2012-1998)

فبالنظر للأداء في المؤشرات الفرعية العشرة ضمن مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار نلاحظ من خلال الشكل الأداء في تونس كما يلي:

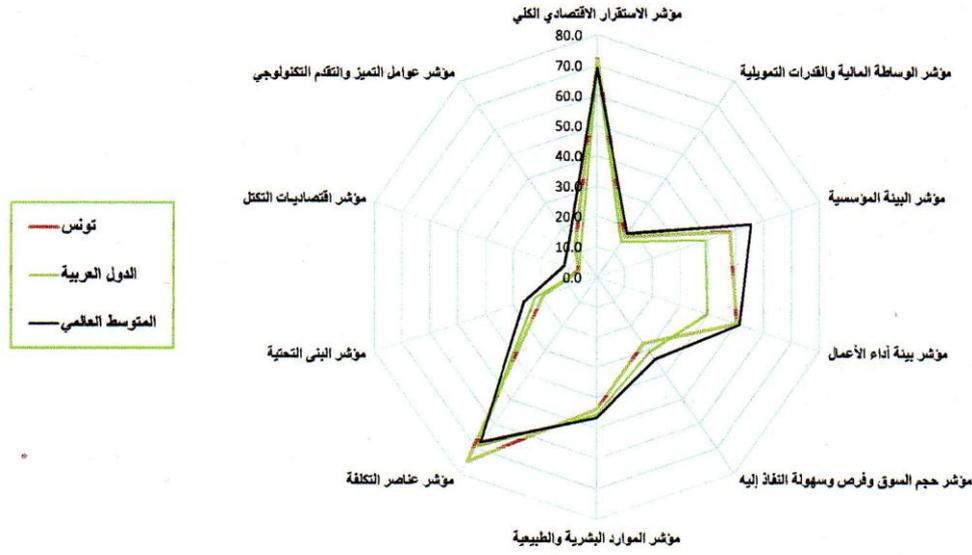
- مجموعة المؤشرات التابعة لمجموعة المتطلبات الأساسية والمتمثلة في:
  - مؤشر الاستقرار الاقتصادي الكلي: يعد من المقومات الضرورية لجذب الاستثمار وفق المفاهيم النظرية والتطبيقية حيث يتم قياس هذا الاستقرار ودرجته وفق عدة متغيرات منها مدى تقلب معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، معدل التضخم، تقلب سعر الصرف الحقيقي الفعال، عدد أزمات سعر الصرف خلال السنوات العشر الأخيرة، ووفق هذا المؤشر تصدرت تونس الدول العربية بقيمة 75 نقطة وكذلك المتوسط العالمي لحصولها على قيمة 70 نقطة.
  - مؤشر الوساطة المالية والقدرات التمويلية: يقيس هذا المؤشر مدى قدرة الدولة على توفير المقومات المالية اللازمة لجذب الاستثمار من خلال رصده لثلاث متغيرات أساسية وتتمثل في معدل عرض النقد بمفهومه الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي، الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وبالنسبة لهذا المؤشر تتوسط تونس الترتيب بقيمة أقل من 20 نقطة وأقل من المتوسط العالمي، إلى أنها جيدة بما أنها تعلقو الدول العربية بحصولها على قيمة 14.3.
  - مؤشر البيئة المؤسسية: تركز السياسات الاقتصادية لأي نظام اقتصادي على البيئة المؤسسية التي تشمل القوانين والتشريعات ومدى تطبيقها وضمن استمراريته وثباتها واتساقها مع القوانين التجارية الدولية ومجمل السياسات النقدية المالية، فتبعاً لهذا المؤشر تتوسط تونس الترتيب بقيمة أقل من 50 نقطة إلا أنها أحسن من الدول العربية حيث حققت متوسط بقيمة المؤشر بلغ 38.9 نقطة مقارنة بمتوسط عالمي بلغ 55.5 نقطة.
  - مؤشر بيئة أداء الأعمال: يتم قياس وضعية بيئة أداء الأعمال وفق متغيرات أساسية تتمثل في كفاية الإجراءات الحكومية، حرية عمل الأسواق، درجة أمان المعاملات ولعقود في أسواق السلع والخدمات ودرجة المنافسة في الأسواق، فنلاحظ من خلال هذا المؤشر أن تونس تتوسط الترتيب بقيمة 50 نقطة، أما فيما يخص الدول العربية فكان أداءها ضعيف بشكل عام حيث بلغ المتوسط العربي 39.7 نقطة مقارنة مع المتوسط العالمي بلغ 51.5 نقطة.
- مجموعة العوامل الكامنة والمؤثرة في الشركات متعددة الجنسيات والتي تتضمن المؤشرات التالية:
  - مؤشر حجم السوق وفرص وسهولة النفاذ إليه: يعد من المقومات الرئيسية الجاذبة للاستثمار الأجنبي ويرصد هذا المؤشر تلك القدرة من خلال قياس متغيرات حاكمة تكمن في الطلب المحلي الحقيقي للفرد، تقلبات الطلب المحلي، متوسط دخل الفرد بمعيار القوة الشرائية، نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي، النفاذ إلى الأسواق العالمية، وأخيراً درجة الانفتاح على العالم الخارجي، ووفق هذا المؤشر تحتل تونس أدنى الترتيب بقيمة أقل من 30 نقطة وأقل من المتوسط العربي بتحقيقه 30.7 نقطة فيما بلغ المتوسط العالمي 33.8 نقطة.

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفّظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

- مؤشر الموارد البشرية والطبيعية: يعتمد هذا المؤشر على متغيرات نوعية وكمية من بينها نصيب الفرد العامل من الناتج، متوسط سنوات الدراسة للبالغين، سنوات الدراسة المتوقعة للأطفال، كذلك جودة نظام التعليم، فمن خلال هذا المؤشر نجد أن تونس تأتي أسفل الترتيب، أما أداء الدول العربية كان تقريبا متطابقا مع المتوسط العالمي حيث حققت 45.6 نقطة مع متوسط عالمي بلغ 45.7 نقطة.
  - مؤشر عناصر التكلفة: تمثل التكلفة عناصر الإنتاج لأي مشروع استثماري واختلافها من بلد لآخر مؤشرا حاكما ورئيسيا لجذب الاستثمار الأجنبي، ويقاس هذا المؤشر العناصر المتمثلة في ظروف سوق العمل ( التكاليف غير المباشرة)، الضرائب، تكلفة التصدير والاستيراد، فالمستخلص من هذا المؤشر أن تحتل أعلى المراتب بقيمة حوالي 75 نقطة بينما حققت الدول العربية 69.1 نقطة مع متوسط عالمي 67.5 نقطة.
  - مؤشر البنية التحتية: لاشك أن البنية التحتية والمرافق المتطورة ولاسيما في مجالات النقل والمواصلات والاتصالات تمثل ضرورة ملحة للتنمية الاقتصادية وجذب الاستثمار الأجنبي كونها عنصرا حاكما في تأسيس المشروعات الاستثمارية على مختلف أنواعها وفي القدرة التنافسية للبلد المضيف، وفي هذا الصدد نجد أن تونس تحتل أدنى الترتيب بقيمة 10 نقاط أما الدول العربية حققت 22.1 نقطة مع متوسط عالمي بلغ 26.3 نقطة.
  - مجموعة العوامل الخارجية الايجابية والتي تضم مؤشرين ويتمثلان في:
    - مؤشر اقتصاديات التكتل: تختلف قدرة الدولة على جذب الاستثمار الأجنبي بحسب طبيعة علاقاتها الخارجية وارتباطاتها مع الشركات المتعددة الجنسيات في العالم كونها تلعب دورا رئيسيا في حركة الاستثمارات الأجنبية، ويقاس هذا المؤشر عناصر من بينها عدد الشركات المتعددة الجنسيات المنتمة للاتحاد الأوروبي داخل الدولة، كذلك المنتمة للولايات المتحدة الأمريكية داخل الدولة، فنجد تونس وفق هذا المؤشر تتدنى لترتيب مع الدول العربية بقيمة 3.5 نقطة مع متوسط عالمي 11.8 نقطة.
    - مؤشر عوامل التميز والتقدم التكنولوجي: لعوامل التميز والتقدم التكنولوجي منزلة خاصة عند الشركات متعددة الجنسيات الباحثة من خلال استثماراتها في مجال البحوث والتطوير في بلد ما عن أصول إستراتيجية تمكنها من تحقيق ميزة تنافسية ومن اعتماد تنوع وتمايز المنتج كوسيلة لتعظيم الربحية ويقاس هذا العديد من العناصر من بينها مؤشر البيئة التكنولوجية مؤشر جودة الجامعات... الخ، فبالنسبة لهذا المؤشر تتوسط تونس الترتيب بقيمة حوالي 15، أما الدول العربية فكان أداءها منخفض حيث بلغ 9.6 نقطة مع متوسط عالمي بلغ 15.9 نقطة.
- ونلاحظ ذلك من خلال الشكل رقم(3-3): الأداء في المؤشرات الفرعية العشرة ضمن مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار.

الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفزي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (2012-1998)

الشكل رقم (3-3): الأداء في المؤشرات الفرعية العشرة ضمن مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار.



المصدر: المرجع السابق. ص. 97.

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفزي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

### المبحث الثاني: الإجراءات المنهجية لدراسة الحالة

بعدها قمنا بالدراسة النظرية للاستثمار الأجنبي الغير مباشر ومدى علاقته أو تأثيره على الأسواق المالية، سوف نحاول ترجمة هذه العلاقة بشكل تطبيقي وذلك من خلال إسقاط هذه العلاقة على أحد الدول العربية المجاورة وهي دولة تونس، وفيما يلي سوف نتطرق إلى مبررات اختيار هذه الدولة وفترة الدراسة فيها كذلك المنهج المتبع في هذه الدراسة بالإضافة إلى بيانات الدراسة ومصادرها.

#### المطلب الأول: مبررات اختيار مكان وفترة الدراسة

تم اختيار هذه الدولة لإجراء الدراسة عليها وهي الدولة العربية الشقيقة "تونس" وهذا لما تتوفر على صفات وميزات تجعلنا نحاول أكثر التعرف عليها وما يتعلق بها، والسبب الرئيسي لترك الدراسة على دولتنا والتركيز على تونس هو سوقها المالي النشط وما يستقبل من تدفقات أجنبية كل سنة وذلك من خلال الموارد التي تحتوي عليها أو بالأحرى المناخ الاقتصادي الذي يجعلها جاذبة أكثر لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية سواء المباشرة أو غير المباشرة من بينها حجم السوق، رغم صغر مساحتها وقلة عدد سكانها إلا أنها تتوفر على دخل وطني بالإضافة إلى ناتج إجمالي كذلك توفرها على بنية هيكلية اقتصادية تجعلها مستقطبة أكثر من الدول المجاورة بما فيها الجزائر لعدم احتوائها على بورصة نشطة تجذب لتركيز الدراسة عليها.

أما فيما يتعلق بالإطار الزمني للدراسة فقد حددناه بـ 15 سنة، ويمتد من سنة 1998 إلى غاية سنة 2012، فخلال هذه الفترة نحاول التعرف أكثر على أداء هذه البورصة وما يتعلق بها من تدفقات استثمارية وما مدى تأثير الاستثمار الأجنبي الغير مباشر عليها، والسبب من وراء اختيارنا لهذه الفترة هو رغم أن بورصة تونس تعتبر من البورصات الناشئة إلا أنها قامت وأصبحت مستقطبة أكثر لرؤوس أموال أجنبية وهذا ما جعلنا نركز دراستنا خلال هذه الفترة كذلك صدور مؤشرات في السنة الأولى من فترة هذه الدراسة. كما يعود السبب الرئيسي لاختيار فترة الدراسة إلى توفر معظم البيانات المطلوبة لبناء نماذج الاختبار، فلم تتمكن من الحصول على البيانات لفترة أطول.

#### المطلب الثاني: منهج دراسة الحالة

سنحاول من خلال هذا المطلب بناء نموذج ارتباط بسيط، وذلك لمعرفة مدى تأثير الاستثمار المحفزي على مؤشرات بورصة تونس بالاعتماد على تقنيات الاقتصاد القياسي لتفسير العلاقة.

#### أولاً: تعيين النموذج

يتم صياغة النموذج القياسي وذلك عن طريق تحويل العلاقات الاقتصادية إلى صيغة قياسية على الواقع الاقتصادي، ومن أجل ذلك تعد هذه المرحلة وهي مرحلة تعيين النموذج من أهم مراحل الاقتصاد القياسي وذلك لكثرة الأخطاء التي تقع فيها كنسيان بعض المتغيرات أو نقص في البيانات كذلك استخدام شكل رياضي غير

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

مناسب لهذه الدراسة. ولتحديد النموذج الرياضي يجب تحديد متغيرات النموذج وشكله الرياضي والتوقعات الاحتمالية الصادرة عنه.

### 1. تحديد متغيرات النموذج

سنحاول إثبات فرضية البحث من خلال استخدام أكثر من نموذج رياضي، نربط في كل مرة بين المتغير المستقل ومتغير تابع يعبر عن أحد مؤشرات قياس نشاط سوق الأوراق المالية. لذلك فالمتغيرات الدراسة تتمثل في:

- المتغير المستقل: بناء على ما أشرنا إليه سابقا فإن المتغير المستقلة يتمثل في تدفقات الاستثمار المحفظي الوافد إلى تونس، ونرمز له في دراستنا بالرمز IEP.
- المتغيرات التابعة: وتتمثل هذه المتغيرات من خلال النموذج الخطي البسيط في العديد من المؤشرات حيث نقوم في كل مرة باستبدال المؤشر بمؤشر آخر لمعرفة ما مدى ارتباطه بالاستثمار المحفظي، وتتضمن المؤشرات التالية:

- مؤشر بورصة تونس ونرمز له بالرمز Tunindex.
- عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس ويرمز لها بالرمز NC.
- رسملة البورصة ويرمز لها بالرمز CB.
- حجم التداول ويرمز له بالرمز VT.
- نسبة رأس مال السوق ويرمز لها بالرمز PCB.
- نسبة حجم التداول ويرمز لها بالرمز PVT.
- معدل الدوران ويرمز له بالرمز TC.

### 2. تحديد الشكل الرياضي للنموذج

يتمثل الشكل الرياضي محل الدراسة في نموذج خطي بسيط، حيث تعطى الصيغة الرياضية له في شكل

$$Y = a + bx + u$$

بحيث:  $u$ : يمثل حد الخطأ للنموذج ليحل محل المتغيرات التي تؤثر على النموذج والتي لم يتم أخذها لأسباب معينة.

$x$ : يمثل المتغير المستقل.

$Y$ : يمثل المتغير التابع.

### ثانيا: تقدير النموذج

من أجل تقدير معادلة النموذج يتم الاعتماد على نموذج خطي بسيط فهو أكثر النماذج شيوعا وذلك لسهولة استخدامه إلى جانب ذلك فإن أغلب العلاقات الاقتصادية تأخذ هذا الشكل من النماذج، حيث يقتصر على وصف علاقة خطية عشوائية تربط متغيرين فقط إحداها تابع والآخر مستقل، وسنستعين ببرنامج Evieus لتقدير نماذج الدراسة، ويمكن صياغة نموذج الانحدار البسيط على شكل معادلة خطية من الدرجة الأولى كما يلي:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + U_t$$

الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفزي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (2012-1998)

حيث أن:  $Y_t$ : يعبر عن قيمة المشاهدة  $t$  للمتغير التابع.

$X_t$ : يعبر عن قيمة المشاهدة  $t$  للمتغير المستقل (المفسر).

$\beta_0$  و  $\beta_1$ : معلمات النموذج وهما مجهولتان القيمة.

$U_t$ : حد الخطأ.

ثالثا: اختبار النموذج

تتم عملية اختبار النموذج من خلال اختباره اقتصاديا ثم إحصائيا لتتم الموافقة على استخدامه أم لا.

1. اختبار معلمات النموذج اقتصاديا

وفقا لمعايير النظرية الاقتصادية حيث يتم مقارنتها مع إشارات ومقادير المعلمات المقدرة فإذا جاءت هذه المعلمات المقدرة على عكس ما تقرره النظرية مسبقا فإن هذا يمكن أن يكون مبررا لرفض المعلمات المقدرة.

2. اختبار معلمات النموذج إحصائيا<sup>1</sup>

يساعدنا هذا الاختبار في تحديد المعنوية الإحصائية للقيم المقدرة للمعلمات التي حصلنا عليها كما تحدد درجة الثقة في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج.

• اختبار إحصائية  $t$ :

يعتمد اختبار سيتودنت  $t$  على نوعين من الفرضيات:

- فرضية العدم: ينص على عدم وجود علاقة بين المتغيرين  $X$  و  $Y$ ،  $H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$

- الفرضية البديلة: ينص على وجود علاقة بين المتغيرين  $X$  و  $Y$ ،  $H_1: \beta_0 \neq \beta_1 \neq 0$

يستخدم اختبار سيتودنت  $t$  عند مستوى معنوية ودرجة حرية حيث حجم العينة و عدد المعلمات

المقدرة والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:

بالنسبة ل  $\hat{\beta}_1$ :

$$t_{\hat{\beta}_1} = \frac{\hat{\beta}_1}{\delta \hat{\beta}_1}, \quad \delta \hat{\beta}_1 = \sqrt{\delta \hat{\beta}_1^2}, \quad \delta \hat{\beta}_1^2 = \frac{\delta_{ei}^2}{\sum x_i^2}, \quad \delta_{ei}^2 = \frac{\sum e_i^2}{n-2}$$

حيث أن:  $\hat{\beta}_1$ : القيمة التقديرية ل الحقيقية.

$\delta \hat{\beta}_1$ : الانحراف المعياري للمعلمة المقدرة.

$\delta \hat{\beta}_1^2$ : تباين الخطأ.

بالنسبة ل  $\hat{\beta}_0$ :

$$t_{\hat{\beta}_0} = \frac{\hat{\beta}_0}{\delta \hat{\beta}_0}, \quad \delta \hat{\beta}_0 = \sqrt{\delta \hat{\beta}_0^2}, \quad \delta \hat{\beta}_0^2 = \delta_{ei}^2 \left[ \frac{1}{n} + \frac{\bar{x}^2}{\sum x_i^2} \right], \quad \delta_{ei}^2 = \frac{\sum e_i^2}{n-k}$$

<sup>1</sup> سحنون فاروق، قياس بعض المؤشرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التقنيات الكمية المطبقة في التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010/2009، ص.155-158، متوفرة

على الموقع: [www.univ-ecose.tif.com/bib/theses/136.pdf](http://www.univ-ecose.tif.com/bib/theses/136.pdf)

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (2012-1998)

وبعد احتساب قيمة (t) تقارن مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجات حرية (n-k-1) ومستوى المعنوية (5%) لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم. وإذا تجاوزت درجات الحرية 8 فإن قيم t الجدولية تكون متقاربة جدا، لذلك إذا كانت قيمة (t) المحتمسة أكبر من 2 نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة ومنه يكون للمعلمة معنوية إحصائية تؤثر في المتغير التابع والعكس صحيح.

● اختبار إحصائية فيشر F:

يقوم اختبار فيشر باختبار النموذج ككل أي يوضح جوهرية العلاقة بين المتغيرين ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفرضيات:

- فرضية العدم: وتنص على عدم معنوية أو جوهرية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل  $H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$
- الفرضية البديلة: وتنص على وجود علاقة جوهرية من الناحية الإحصائية بين المتغير التابع والمتغير المستقل

$$F = \frac{\sum \hat{Y}_i^2 / K}{\sum e_i^2 / n - K - 1} \quad H_1: \beta_0 \neq \beta_1 \neq 0$$

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:

وبعد احتساب قيمة F نقارنها مع F الجدولية الخاصة بها عند مستوى معنوية (5%) ودرجة حرية (n - K - 1, K) للوسط والمقام لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم فإذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية، نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي معنوية العلاقة المقدره والعكس صحيح.

● اختبار جودة التوفيق  $R^2$ :

يستخدم هذا الاختبار معامل التحديد  $R^2$  كمؤشر لاختبار جودة الاختبار، ويعد هذا المؤشر أساس تقييم مدى معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، ومعامل التحديد هو نفسه مربع معامل الارتباط مابين المتغيرين بالنسبة لنموذج الانحدار الخطي البسيط.

● التوقعات القبلية:

- من الممكن أن تكون العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع وفقا للنظرية أو الواقع الاقتصادي كما يلي:
- علاقة طردية بين الاستثمار المحفظي ومؤشر البورصة.
  - علاقة طردية بين الاستثمار المحفظي وعدد الشركات المدرجة.
  - علاقة طردية بين الاستثمار المحفظي ورسملة البورصة.
  - علاقة طردية بين الاستثمار المحفظي وحجم التداول.
  - علاقة طردية بين الاستثمار المحفظي ونسبة رأس مال السوق.
  - علاقة طردية بين الاستثمار المحفظي ونسبة حجم التداول.
  - علاقة طردية بين الاستثمار المحفظي ومعدل الدوران.
- ونشير إلى أن معطيات الدراسة موضحة في الملحق رقم 01.

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

### المطلب الثالث: مصادر متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

اعتمادا على الفصول النظرية السابقة وبغية القيام بالدراسة التطبيقية نجد أنه من الضروري تحديد كيفية قياس متغيرات الدراسة:

- تدفقات الاستثمار المحفظي الوافد إلى تونس، معبرا عنه بالدولار الأمريكي، وتم الحصول عليه من مؤشرات التنمية للبنك العالمي،

أما بقية المؤشرات فقد تم تجميعها من التقارير السنوية لبورصة تونس المتوفرة على الموقع الرسمي للبورصة وهي:

- مؤشر بورصة تونس Tunindex، تم إحدائه في نهاية ديسمبر 1997، وحددت قاعدته أو قيمته بـ 1000 نقطة وهو مؤشر مفتوح يشمل كل الشركات المدرجة التي تفوق أقدميتها في السوق شهر واحد، ويتم حسابه وفق

$$I^t = 1000 * \frac{\sum_{i=1}^N (Q_i^t \cdot F_i^t \cdot f_i^t \cdot C_i^t)}{K^t \cdot CB_0} \quad 1$$

حيث أن:  $t$  : تاريخ حساب المؤشر.

$N$  : عدد مشاهدات العينة.

$Q_i^t$  : عدد الأسهم المحتفظ بها في المؤشر  $i$  وفي التاريخ  $t$ .

$F_i^t$  : العامل المعوم للمؤشر  $i$ .

$f_i^t$  : العامل المغطى للمؤشر  $i$ .

$C_i^t$  : سعر المؤشر  $i$  في التاريخ  $t$ .

$CB_0$  : القيمة السوقية للعينة في تاريخ الأساس.

$K^t$  : معامل التكيف العالمي في التاريخ  $t$  المعمول بها في قاعدة القيمة السوقية.

- عدد الشركات المدرجة: ويعبر عن تطور عدد الشركات التي لجأت للبورصة كل سنة للحصول على التمويل الذي تحتاجه،

- رسملة البورصة: وتمثل رأس مال السوق من سنة إلى أخرى.

- حجم التداول: ويمثل مقدار رأس المال المتداول في السوق.

- نسبة رأس مال السوق: وهي ناتج قسمة رسملة البورصة على الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد التونسي، مضروبا في مئة.

- نسبة حجم التداول: وهي حاصل قسمة حجم التداول على الناتج المحلي الإجمالي، مضروبا في مئة،

- معدل الدوران: وهو ناتج قسمة حجم التداول على رسملة البورصة، مضروبا في مئة.

<sup>1</sup> Bourse de tunis, les indices de la bourse de tunis, methodologie calculs & ajustements, 08/05/2014, <http://www.bvmt.com.tn/documentation/market-infos/pdf/Indices-Methodologie-Calcul.pdf>.

الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة  
(2012-1998)

المبحث الثالث: تقدير واختبار نتائج الدراسة

يتمثل هذا المبحث في لب دراستنا والمتمثل في تقييم نتائج الدراسة لبورصة تونس وفيما تكمن نوعية العلاقة التي تصدر عن تأثير الاستثمار المحفظي في مؤشرات السوق المالي لها ويتم ذلك من خلال إنشاء نموذج خطي بسيط ودراسته بالاعتماد على برنامج EViews، لتسهيل كل العمليات الحسابية التي تطرقنا إليها، وتتضمن هذه الدراسة ما يلي:

المطلب الأول: أثر الاستثمار المحفظي على مؤشر البورصة (TUNINDEX)

وقد كانت نتائج التقدير كما يلي:

|                               |             |              |
|-------------------------------|-------------|--------------|
| TUNINDEX = 133.64 + 0.007 IEP |             |              |
|                               | (0.39)      | (7.96)       |
| $R^2 = 0.829$                 | $r = 0.910$ | $F = 63.42$  |
| $N = 15$                      |             | Prob = 0.000 |

مع العلم أن:

( ) : القيم التي بين قوسين تمثل الإحصائية t.

$R^2$ : معامل التحديد.

R: معامل الارتباط.

N: عدد المشاهدات.

F: إحصائية فيشر.

Prob: احتمال الخطأ.

يتم اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية لتحديد مدى مطابقتها للتوقعات المسبقة ومن الناحية الإحصائية لتحديد مدى معنويتها الإحصائية.

● اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

من خلال مقارنة إشارة هذه المقدرات مع التوقعات المسبقة تدل الإشارة الموجبة على العلاقة الطردية، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.

● اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

وبعد أن أصبح النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية سننتقل للاختبارات الإحصائية، ويظهر اختبار كل معلمة من معلمات النموذج أنه:

✓ من أجل المعامل  $\beta_0$  الثابت نلاحظ أن قيمة t تساوي 0.39 وهي أقل من 2 وعليه نقبل فرض العدم

ونرفض الفرض البديل أي أن المعلمة  $\beta_0$  ليس لها معنوية إحصائية؛

الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (2012-1998)

✓ من أجل المعامل  $\beta_1$  للمتغير التفسيري (IEP) نلاحظ أن قيمة t تساوي 7.98 وهي أكبر من 2 وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة  $\beta_1$  لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%؛ ومنه سيتم حذف المعلمة  $\beta_0$  ونقوم بإعادة تقدير النموذج:

|                            |             |              |
|----------------------------|-------------|--------------|
| TUN = 0.007 IEP<br>(17.19) |             |              |
| $R^2 = 0.829$              | $r = 0.910$ | $F = 63.42$  |
| $N = 15$                   |             | Prob = 0.000 |

نتنقل الآن لاختبار المعنوية الكلية للنموذج:

✓ معامل التحديد  $R^2$ : يقدر معامل التحديد ب  $R^2 = 0.829$  والذي يدل على أن (82.9%) من التغير الناتج في مؤشر بورصة تونس مفسر من قبل المتغير المستقل (IEP) وهذا ما يدل على أن هناك ارتباط قوي بين المتغير التابع والمتغير المستقل وهذا يعني أنه جيد ومقبول.

✓ إحصائية فيشر F: يستخدم هذا الاختبار لدراسة معنوية كل المعلمات في آن واحد حيث لدينا: F المحسوبة هي: 63.42، بالاستعانة بجدول فيشر عند درجة حرية البسط  $K=1$  ودرجة حرية المقام  $(n-k-1)$  نجد:  $F^1_{13} = 4.67$

بما أن F المحسوبة أكبر من F الجدولية سوف نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج جيد ومقبول اقتصاديا وإحصائيا. ويوجد ارتباط موجب قوي بين تدفقات الاستثمار المحفظي ومؤشر بورصة تونس يقدر ب (91%).

#### المطلب الثاني: أثر الاستثمار المحفظي على حجم السوق

من خلال هذا المطلب سيتم دراسة تأثير الاستثمار المحفظي على المؤشرات المتمثلة في عدد الشركات (NC)، رسملة البورصة (CB)، حجم التداول (VT) كما يلي:

أولا: بالنسبة لعدد الشركات (NC)

وقد كانت نتائج التقدير كما يلي:

|   |             |             |
|---|-------------|-------------|
| NC = 40.10 + 2.53 IEP<br>(23.34) (5.47) |             |             |
| $R^2 = 0.697$                           | $r = 0.834$ | $F = 30$    |
| $N = 15$                                |             | Prob = 0.00 |

• اختبار المعلمات من الناحية الاقتصادية:

من خلال مقارنة إشارة هذه المقدرات مع التوقعات المسبقة تدل الإشارة الموجبة على العلاقة الطردية، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.

الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة  
(2012-1998)

● اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية:

وبعد أن أصبح النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية سننتقل للاختبارات الإحصائية، ويظهر اختبار كل معلمة من معلمات النموذج أنه:

- من أجل المعامل  $(\beta_0)$  الثابت نلاحظ أن قيمة t تساوي 23.34 وهي أكبر من 2، ومنه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن المعلمة  $(\beta_0)$  لها معنوية إحصائية.

- من أجل المعامل  $(\beta_1)$  للمتغير التفسيري (IEP) نلاحظ أن قيمة t تساوي 5.47 وهي أكبر من 2، ومنه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن المعلمة  $(\beta_1)$  لها معنوية إحصائية. ننتقل الآن لاختبار المعنوية الكلية للنموذج:

- معامل التحديد  $R^2$ : يقدر معامل التحديد ب  $R^2 = 0.697$  وهذا يدل على أن (69.7%) من التغير الناتج في عدد الشركات مفسر من قبل المتغير المستقل (IEP) وبالتالي هناك ارتباط قوي بين المتغير التابع والمتغير المستقل، وهذا معناه أنه جيد ومقبول.

- إحصائية فيشر F: لدينا F المحسوبة هي 30، بالاستعانة بجدول فيشر عند درجة حرية البسط  $K=1$  ودرجة حرية المقام  $(n-k-1)$  نجد:

$$F^1_{13} = 4.67$$

بما أن F المحسوبة أكبر من F الجدولية، سوف نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج جيد ومقبول اقتصاديا وإحصائيا. ويوجد ارتباط موجب قوي بين تدفقات الاستثمار المحفظي وعدد الشركات يقدر ب (83.4%).

ثانيا: بالنسبة لرسملة البورصة (CB)

وقد كانت نتائج التقدير كما يلي:

|                          |             |              |
|--------------------------|-------------|--------------|
| CB = 49.57 + 0.00039 IEP |             |              |
| (2.84)                   | (8.49)      |              |
| $R^2 = 0.847$            | $r = 0.920$ | $F = 72.23$  |
| $N = 15$                 |             | Prob = 0.000 |

● اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

من خلال مقارنة إشارة هذه المقدرات مع التوقعات المسبقة تدل الإشارة الموجبة على العلاقة الطردية، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.

● اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية:

وبعد أن أصبح النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية سننتقل للاختبارات الإحصائية، ويظهر اختبار كل معلمة من معلمات النموذج أنه:

الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (2012-1998)

- من أجل المعامل  $(\beta_0)$  نلاحظ أن  $t$  تساوي 2.84 وهي أكبر من 2، وبالتالي نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن المعلمة  $(\beta_0)$  لها معنوية إحصائية.
  - من أجل المعامل  $(\beta_1)$  للمتغير التفسيري (IEP) نلاحظ أن قيمة  $t$  المحسوبة تساوي 8.49 وهي أكبر من 2، ومنه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن المعلمة  $(\beta_1)$  لها معنوية إحصائية. ننتقل الآن لاختبار المعنوية الكلية للنموذج:
  - ✓ معامل التحديد  $R^2$ : يقدر معامل التحديد ب  $R^2 = 0.847$ ، وهذا يدل على أن (84.7%) من التغير الناتج في رسملة البورصة مفسر من قبل المتغير المستقل (IEP) وبالتالي هناك ارتباط قوي بين المتغير التابع والمتغير المستقل، وهذا معناه أنه جيد ومقبول.
  - ✓ إحصائية فيشر  $F$ : لدينا  $F$  المحسوبة هي: 72.23، وبلاستعانة بجدول فيشر عند درجة حرية البسط  $K=1$  ودرجة حرية المقام  $(n-k-1)$  نجد:  $F^1_{13} = 4.67$
- بما أن  $F$  المحسوبة أكبر من  $F$  الجدولية سوف نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج جيد ومقبول اقتصاديا وإحصائيا. ويوجد ارتباط موجب قوي بين تدفقات الاستثمار المحفظي ورسملة البورصة يقدر ب (92%).

ثالثا: بالنسبة لحجم التداول (VT) وقد كانت نتائج التقدير كما يلي:

|                           |             |                |
|---------------------------|-------------|----------------|
| $VT = 501.90 + 0.005 IEP$ |             |                |
| (1.05) (4.08)             |             |                |
| $R^2 = 0.561$             | $r = 0.748$ | $F = 16.66$    |
| $N = 15$                  |             | $Prob = 0.001$ |

- اختبار المعلمات من الناحية الاقتصادية: من خلال مقارنة إشارة هذه المقدرات مع التوقعات المسبقة تدل الإشارة الموجبة على العلاقة الطردية، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.
- اختبار المعلمات من الناحية الإحصائية: وبعد أن أصبح النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية سننتقل للاختبارات الإحصائية، ويظهر اختبار كل معلمة من معلمات النموذج أنه:
- من أجل المعامل  $(\beta_0)$  نلاحظ أن  $t$  المحسوبة تساوي 1.05 وهي أقل من 2، وبالتالي نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل، أي أن المعلمة ليست لها معنوية إحصائية.
- من أجل المعامل  $(\beta_1)$  للمتغير التفسيري (IEP) نلاحظ أن قيمة  $t$  المحسوبة تساوي 4.08 وهي أكبر من 2، ومنه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي المعلمة لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%.

الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة  
(2012-1998)

ومنه سيتم حذف المعلمة  $\beta_0$  ونقوم بإعادة تقدير النموذج:

|                          |             |              |
|--------------------------|-------------|--------------|
| VT = 0.006 IEP<br>(9.98) |             |              |
| $R^2 = 0.524$            | $r = 0.723$ | $F = 16.66$  |
| $N = 15$                 |             | Prob = 0.001 |

ننتقل الآن لاختبار المعنوية الكلية للنموذج:

- معامل التحديد  $R^2$ : يقدر معامل التحديد بـ  $R^2 = 0.524$ ، والذي يدل على أن (52.4%) من التغير الناتج في حجم التداول مفسر من قبل المتغير المستقل (IEP) وهذا ما يدل على أن هناك ارتباط ضعيف بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

- إحصائية فيشر F: يستخدم هذا الاختبار لدراسة معنوية كل المعلمات في آن واحد حيث لدينا:  
F المحسوبة هي: 16.66، بالاستعانة بجدول فيشر عند درجة حرية البسط  $K=1$  ودرجة حرية المقام  $(n-k-1)$   
نجد:  $F_{13}^1 = 4.67$

بما أن F المحسوبة أكبر من F الجدولية سوف نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج جيد ومقبول اقتصاديا وإحصائيا. ويوجد ارتباط موجب قوي بين تدفقات الاستثمار المحفظي وحجم التداول يقدر بـ (72.3%).

### المطلب الثالث: أثر الاستثمار المحفظي على نشاط السوق

من خلال هذا المطلب يتم دراسة أثر الاستثمار المحفظي على المؤشرات المتمثلة في نسبة رأس مال السوق، نسبة حجم التداول ومعدل الدوران كما يلي:  
أولا: نسبة رأس مال السوق (PCB)

|   |             |              |
|---|-------------|--------------|
| PCB = - 529.64 + 0.02 IEP<br>(-0.50) (8.12) |             |              |
| $R^2 = 0.835$                               | $r = 0.913$ | $F = 65.95$  |
| $N = 15$                                    |             | Prob = 0.000 |

● اختبار المعلمات من الناحية الاقتصادية:

من خلال مقارنة إشارة هذه المقدرات مع التوقعات المسبقة تدل الإشارة الموجبة على العلاقة الطردية، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.

● اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

وبعد أن أصبح النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية سننتقل للاختبارات الإحصائية، ويظهر اختبار كل معلمة من معلمات النموذج أنه:

الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (2012-1998)

✓ من أجل المعامل  $\beta_0$  الثابت نلاحظ أن القيمة المطلقة لـ  $t$  أقل من 2 وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل أي أن المعلمة  $\beta_0$  ليس لها معنوية إحصائية،

✓ من أجل المعامل  $\beta_1$  للمتغير التفسيري (IEP) نلاحظ أن قيمة  $t$  تساوي 8.12 وهي أكبر من 2 وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة  $\beta_1$  لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%. ومنه سيتم حذف المعلمة  $\beta_0$  ونقوم بإعادة تقدير النموذج:

|                           |             |              |
|---------------------------|-------------|--------------|
| PCB = 0.02 IEP<br>(15.83) |             |              |
| $R^2 = 0.832$             | $r = 0.912$ | $F = 65.95$  |
| $N = 15$                  |             | Prob = 0.000 |

نتنقل الآن لاختبار المعنوية الكلية للنموذج:

✓ معامل التحديد  $R^2$ : يقدر معامل التحديد بـ  $R^2 = 0.832$  والذي يدل على أن (83.2%) من التغير الناتج في نسبة رأس مال السوق مفسر من قبل المتغير المستقل (IEP) وهذا ما يدل على أن هناك ارتباط قوي بين المتغير التابع والمتغير المستقل وهذا يعني أنه جيد ومقبول.

✓ إحصائية فيشر  $F$ : يستخدم هذا الاختبار لدراسة معنوية كل المعلمات في آن واحد حيث لدينا:  $F$  المحسوبة هي: 65.95، وبلاستعانة بجدول فيشر عند درجة حرية البسط  $K=1$  ودرجة حرية المقام  $(n-k-1)$  نجد:  $F^1_{13} = 4.67$

بما أن  $F$  المحسوبة أكبر من  $F$  الجدولية سوف نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج جيد ومقبول اقتصاديا وإحصائيا، ويوجد ارتباط موجب قوي بين تدفقات الاستثمار المحفظي ونسبة رأس مال السوق يقدر بـ (91.2%).

ثانياً: نسبة حجم التداول (PVT)

وقد كانت نتائج التقدير كما يلي:

|   |             |             |
|---|-------------|-------------|
| PVT = 31.94 + 8.52 IEP<br>(2.77) (2.74) |             |             |
| $R^2 = 0.367$                           | $r = 0.605$ | $F = 7.55$  |
| $N = 15$                                |             | Prob = 0.01 |

● اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

من خلال مقارنة إشارة هذه المقدرات مع التوقعات المسبقة تدل الإشارة الموجبة على العلاقة الطردية، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.

الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة  
(1998-2012)

● اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

وبعد أن أصبح النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية سننتقل للاختبارات الإحصائية، ويظهر اختبار كل معلمة من معلمات النموذج أنه:

✓ من أجل المعامل  $\beta_0$  الثابت نلاحظ أن قيمة t تساوي 2.77 وهي أكبر من 2 وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة  $\beta_0$  لها معنوية إحصائية.

✓ من أجل المعامل  $\beta_1$  للمتغير التفسيري (IEP) نلاحظ أن قيمة t تساوي 2.74 وهي أكبر من 2 وعليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن المعلمة  $\beta_1$  لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%.  
ننتقل الآن لاختبار المعنوية الكلية للنموذج:

✓ معامل التحديد  $R^2$ : يقدر معامل التحديد ب  $R^2 = 0.367$  والذي يدل على أن (36.7%) من التغير الناتج في نسبة حجم التداول مفسر من قبل المتغير المستقل (IEP) وهذا ما يدل على أن هناك ارتباط ضعيف بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

✓ إحصائية فيشر F: يستخدم هذا الاختبار لدراسة معنوية كل المعلمات في آن واحد حيث لدينا: F المحسوبة هي: 63.42، بالاستعانة بجدول فيشر عند درجة حرية البسط  $K=1$  ودرجة حرية المقام  $(n-k-1)$  نجد:  
 $F^1_{13} = 4.67$

بما أن F المحسوبة أكبر من F الجدولية سوف نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، ومنه النموذج جيد ومقبول اقتصاديا وإحصائيا. ويوجد ارتباط موجب قوي بين تدفقات الاستثمار المحفظي ونسبة حجم التداول يقدر ب (60.5%).

ثالثا: معدل الدوران (TC)

وقد كانت نتائج التقدير كما يلي:

|                       |             |              |
|-----------------------|-------------|--------------|
| TC = 39.36 - 1.12 IEP |             |              |
| (4.57) (-0.48)        |             |              |
| $R^2 = 0.017$         | $r = 0.130$ | $F = 0.23$   |
| $N = 15$              |             | Prob = 0.635 |

● اختبار المعلمات من الناحية الاقتصادية:

من خلال مقارنة إشارة هذه المقدرات مع التوقعات المسبقة تدل الإشارة السالبة على العلاقة العكسية، ومنه لا تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية. كما أنه من أجل المعامل  $\beta_1$  للمتغير التفسيري (IEP) نلاحظ أن قيمة t بالقيمة المطلقة أقل من 2 وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل أي أن

الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفزي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة  
(1998-2012)

---

المعلمة  $\beta_1$  ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%. ومنه هذا النموذج مرفوض وهذا ما يدل على أنه لا يوجد هناك ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

## الفصل الثالث: قياس دور الاستثمار المحفظي في تنشيط سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (1998-2012)

### خلاصة الفصل التطبيقي:

لقد تناولنا في هذا الفصل دراسة قياسية لنشاط بورصة تونس من خلال التعرف على منهجية الاقتصاد القياسي ونموذج الانحدار الخطي البسيط، وحاولنا تطبيق ما تعرفنا عليه من خلال بناء نموذج قياسي يحدد أثر الاستثمار المحفظي على مؤشرات السوق المالي التونسي من أجل الوصول إلى أهم النتائج، ومن أجل معرفة نوع العلاقة بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة، استعملنا نموذج الانحدار الخطي البسيط حيث توصلنا في الأخير إلى النتائج التالية:

- العلاقة بين الاستثمار المحفظي ومؤشر بورصة تونس علاقة طردية قوية جدا.
- العلاقة بين الاستثمار المحفظي ومؤشر عدد الشركات المدرجة علاقة طردية قوية.
- العلاقة بين الاستثمار المحفظي ومؤشر رسملة البورصة علاقة طردية قوية.
- العلاقة بين الاستثمار المحفظي ومؤشر حجم التداول علاقة طردية ضعيفة.
- العلاقة بين الاستثمار المحفظي ومؤشر رأس مال السوق علاقة طردية قوية.
- العلاقة بين الاستثمار المحفظي ومؤشر نسبة حجم التداول علاقة طردية ضعيفة.
- لا توجد علاقة بين الاستثمار المحفظي ومؤشر معدل الدوران.

## الخاتمة:

يتخذ الاستثمار المحفظي كغيره من الاستثمارات عدة أشكال، يتم من خلال عدة قنوات، تعترضه مجموعة من المخاطر وتضبط تحركاته توليفة من المحددات، ولأن الاستثمار المحفظي لا يتم إلا عن طريق سوق الأوراق المالية ونتيجة للخصائص التي يتميز بها مثل حركته السريعة بين الأسواق إذ يطلق عليه البعض اسم الأموال الساخنة، فهو يترك العديد من الآثار على أسواق الأوراق المالية والتي يمكن حصرها في آثار إيجابية مثل زيادة سيولة السوق وحجم المبادلات وحجم الإصدارات، ورفع الإفصاح لإدارة الشركات، وآثار سلبية تنتج عن الخروج المفاجئ له من السوق مما قد يحدث أزمات مالية مدمرة تعصف باقتصاد البلد المضيف وحتى اقتصاديات بعض البلدان الأخرى نتيجة للعدوى الناجمة عن الترابط بين الأسواق المالية في ظل العولمة المالية، وقد لجأت الدول العربية إلى إنشاء الأسواق المالية وعملت على تحريرها وربطها بالأسواق العالمية، وذلك في محاولة منها لاستقطاب الاستثمار المحفظي وبالتالي المساعدة على توفير الأموال اللازمة لإقامة وتوسيع المشاريع الاستثمارية، ناهيك عما يخلفه من تطوير لسوق أوراقها المالية.

ومن خلال ما تقدم من الدراسة سوف نحاول الإجابة على الفرضيات التي طرحت كما يلي:

- ✓ تعتبر الأسواق المالية وسيلة فعالة لجذب الاستثمارات وتعبئة المدخرات لمواجهة الطلب التمويلي الذي يلي احتياجات قطاع الأعمال والمستثمرين في إقامة المشروعات الاقتصادية، صحيحة.
- ✓ يتمثل الاستثمار المحفظي في امتلاك الأوراق المالية من الأسهم والسندات والتي يحتفظ بها المستثمر بهدف توزيع المخاطر وتحقيق مزيج من الاستثمار يحقق له أرباح قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، وتكمن أهدافه في استمرارية تدفق الدخل وتنويع المخاطر عن طريق التوزيع الجغرافي للاستثمارات داخل وخارج البلد، صحيحة.
- ✓ تتمثل شروط استقطاب الاستثمار المحفظي في وجود سوق مالية منظمة تعتمد التكنولوجيا المتقدمة في الإفصاح وبث المعلومات بسرعة ودقة وشفافية عالية، كذلك توفر بنية تحتية واستقرار نظام سياسي، صحيحة.
- ✓ للاستثمار المحفظي فوائد عديدة، فهو يساهم في تنشيط أسواق الأوراق المالية، زيادة الادخار وخلق السيولة بالإضافة إلى علاج المديونية الخارجية، وكما يتمتع بإيجابيات فهو يتوفر على سلبيات والمتمثلة في مخاطر التقلب في أسعار الفائدة وصرف العملات، كذلك مخاطر التضخم بالإضافة إلى المخاطر الاقتصادية، صحيحة.
- ✓ يعتبر تنشيط حركية الأسواق المالية الهدف الأساسي لكل الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، غير أن هذا الهدف يحتاج إلى قنوات لجلب رؤوس أموال أجنبية، وبالتالي فالاستثمار المحفظي يمثل عنصر أساسي يستطيع أن يلعب دورا إيجابيا في تنشيط الأسواق المالية، صحيحة.

وعلى ضوء ما تعرضنا له من خلال هذه الدراسة نستخلص النتائج التالية:

- ❖ السوق المالي هو السوق الأم لكافة الأسواق يتمثل دوره في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار.

- ❖ يتمثل الاستثمار المحفظي في مجموعة من التوظيفات المالية في السندات والأسهم والمشتقات المالية التي يقوم بها المستثمر الأجنبي بهدف توزيع المخاطر وتحقيق معدل للعائد لفترات قد تكون قصيرة أو طويلة الأجل وتمثل أهدافه في استمرار الدخل، التنويع وتوزيع المخاطر الاستثمارية.
- ❖ تكمن شروط استقطاب تدفقات رؤوس أموال أجنبية في توفر بنية تحتية للبلد بالإضافة إلى استقرار النظام السياسي فيه.
- ❖ يتمتع الاستثمار المحفظي بإيجابيات تجعله يؤثر تأثيرا بارزا على سوق الأوراق المالية و التي تتمثل في خلق السيولة التي تعطي دفعة قوية للاقتصاد، علاج المديونية الخارجية مثل الاقتراض الخارجي والمتمثل في زيادة مدفوعات الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية، كذلك استعادة رأس المال الهارب وجذبه للاستثمار محليا، بالإضافة إلى تلطيف التقلبات الاقتصادية، إلا أنه لا يخلو من السلبيات والتي تنجم عنه وتترك أثر كبير سواء على السوق المالي أو على الاقتصاد ككل والتي تتضمن مخاطر التضخم، مخاطر التقلب في أسعار الفائدة، بالإضافة إلى مخاطر ارتفاع أسعار الصرف والمخاطر الاقتصادية.
- ❖ إن الإيجابيات التي يتمتع بها الاستثمار الأجنبي تجعله يلعب دور الإيجابي في تنشيط حركية الأسواق المالية، وتحسين وضعيتها لاستقطاب استثمارات أجنبية جديدة.
- ❖ أن الاستثمار المحفظي تحكم تدفقاته مجموعة من المحددات منها ما هو خارجي وليس للدولة المضيفة التحكم فيها ويطلق عليها عوامل الدفع، ومنها ما هو داخلي ويطلق عليه العوامل الداخلية أو عوامل الجذب والتي تملك الدولة فيها كامل الحرية في تغييرها وتحسينها نحو الأفضل.
- ❖ إلى جانب مجموعة المحددات الداخلية والخارجية تحكم الاستثمار المحفظي دوافع من جانب المستثمر الأجنبي والدولة المضيفة.
- ❖ إن حصص الدول العربية من تدفقات الاستثمار المحفظي تبقى ضعيفة بكل المقاييس بالمقارنة بحصص الدول الأجنبية، وإن الاستثمار المحفظي في معظمه في هذه الدول لا يمثل سوى الجزء اليسير بالمقارنة مع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وهذه النتائج للاستثمار المحفظي أثبتت لنا بأنه مازال أمامها الكثير من العمل من أجل تحقيق مناخ استثماري ملائم وجذاب يتوافق مع محددات الاستثمار المحفظي وذلك في سبيل استقطاب المزيد منه وتحسين حصتها.
- ❖ ما حققته دولة تونس في إطار استقطابها للاستثمار المحفظي تنصدر به الدول المجاورة لكن يبقى ضعيف، وهو يعكس التهميش المالي وضعف محددات الاستثمار فيها.
- وعلى أساس النتائج التي تم استخلاصها وذكرها بإيجاز، يمكننا أن نقدم بعض التوصيات نوجزها فيما يلي:  
العمل على توفير المناخ المناسب من خلال تفعيل الأنظمة والقوانين داخل السوق المالي بشكل يكفل حماية مصالح ومستثمرات الأفراد والشركات ويضمن استمرارهم داخل السوق ويشجع دخول مستثمرين جدد.

- ضرورة توسيع قاعدة السوق وزيادة حجم الفرص للمستثمرين من خلال التوسع في القطاعات والمؤسسات، والعمل على جذب الأموال المهاجرة وتشجيعها على الاستثمار في منطقتها، مما يخلق جو من المنافسة مما يدفعها إلى تقديم الأفضل ومن ثم زيادة تطورها ونموها.
- وضع سياسات نقدية ومالية تتولى ضبط التدفقات الخاصة بالمحافظ المالية الدولية وتعظيم الفوائد، وتساهم في جذب المدخرات الأجنبية بما يخدم التنمية الاقتصادية.
- وضع القوانين والتشريعات الخاصة بنظام البورصة وكفاءتها والتي تضع حدا للممارسات غير الأخلاقية والمضاربات المدمرة.
- ضرورة الالتزام بتطوير قوانين الاستثمار، وجعلها تتميز بأكثر شفافية ووضوح وملمة بكل الجوانب التي تخص الاستثمار، وتكثيف جهودها الترويجية لفرص الاستثمار، ودفع الهيئات الاستثمارية فيها نحو المزيد من الجهود والعمل من أجل تقديم معلومات دقيقة وشاملة حول اقتصادياتها وقطاعاتها المختلفة والفرص الاستثمارية فيها.
- الالتزام بمنح الحوافز والمزايا التفضيلية من أجل زيادة جاذبيتها للمستثمر الأجنبي، إذ نجد بأن هذا الأخير يبحث دوما عن الدولة التي تقدم أفضل الحوافز والمزايا خاصة المتعلقة منها بتحويل الأرباح والإعفاءات الضريبية وغيرها.
- تخصيص الموارد المالية المتاحة للتخصيص الأمثل وتوجيهها نحو المشروعات الإنتاجية التي تعود بالفائدة على الاقتصاد الوطني والوضع الاجتماعي للدولة وذلك بوضع شروط محددة وامتيازات لبعض المشاريع في عقد الإصدار.
- التقليل من تكاليف الصفقات وهامش الربح من أجل الحفاظ على استقرار الأسعار وسهولة بيع الأوراق المالية وهذا ما يوفر اتساع السوق وعمقه ويعمل على تنشيط السوق وجلب مستثمرين آخرين.
- توفير بيانات يومية عن حركة تعاملات الأجانب، تفاديا لأي محاولات تؤدي إلى خروج مفاجئ ومؤثر للاستثمارات المحفظية، واتخاذ كافة الإجراءات التي تقلل من فرص حدوث تقلبات سعرية للأسهم المتداولة، وذلك من خلال إطالة الاحتفاظ بالأسهم، خاصة من جانب المستثمرين المؤسسين لصناديق الاستثمار.

## I- المراجع باللغة العربية

## 1- الكتب

- أحمد زكريا صيام ، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، عمان، 1997.
- أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
- بكري كامل، مبادئ الاقتصاد، الدار الجامعية، بيروت، 1987.
- جلال البناء، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات، شركة الندى للطباعة، مصر، 2006.
- جمال جويدان الجمل، دراسات في السوق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، القاهرة، 2006.
- حسني علي خريوش وآخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، 2002.
- دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والصباغة، عمان، 2010.
- دريد محمود السمرائي، الاستثمار الأجنبي المعوقات والضمانات القانونية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2006.
- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- زياد رمضان، مروان شحوط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، القاهرة، 2007.
- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010.
- صلاح حسن، البنوك ومخاطر الأسواق المالية العالمية، دار الكتاب الحديث، الجزائر، 2011.
- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية ( مفاهيم، إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001.
- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- عبد الفتاح أبو شراز، الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- عبد الله عبد الكريم عبد الله، ضمانات الاستثمار في الدول العربية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

- عبد النعيم مبارك، إسماعيل احمد الشناوي، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، القاهرة، 2002.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008.
- علي عباس، إدارة الأعمال الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- علي لطفلي، الاستثمارات العربية ومستقبل التعاون الاقتصادي العربي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2009.
- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، القاهرة، 2003/2002.
- غازي فلاح مومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ط2.
- فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدار الكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في البورصة والأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان، 2008.
- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- ماهر كنعن شكري ومروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- محفوظ جبار ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع ، الجزائر، 2011.
- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، 2009.
- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004.
- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2002.
- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999-2000.
- محمد عبد الحميد عطية، للاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2011.
- محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
- مروان شحوط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار ، الشركة العربية المتحدة، 2008.
- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرفية اللبنانية، القاهرة، 2007.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995.

- منير هندي، رسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997.
- نزيه عبد المقصود مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- نوزاد عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- هشام السعدني، خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- هناء عبد الغفار، الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- هيكل عبد العزيز فهمي، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، بيروت، ط2، 1985.
- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

## 2- الرسائل العلمية

- إحسان بوبرمة ، دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قلمة، 2006-2007.
- عديلة مریمت ، محاولة قياس أثر البورصة في التنمية الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة 8 ماي 45، قلمة، 2003/2004.
- عمار صايفي، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2008/2009.
- فاروق سحنون ، قياس بعض المؤشرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التقنيات الكمية المطبقة في التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009 / 2010.

## 3- المقالات والملتقيات العلمية

- أياد طاهر محمد، صلاح حسن أحمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، بغداد، العدد الخاص بمؤتمر الجامعة، 2013.
- سالم أحمد الفرجاني، المساهمة الأجنبية في الاستثمار المحلي: الأهمية والمحاذير، ورقة مقدمة ضمن مؤتمر التمويل الخارجي المباشر، التمويل والاستثمار، القاهرة، 2006.
- محفوظ جبار ، عمر عبدة سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 03، جوان، 2008 .

## 4- مواقع الانترنت

- Bourse de tunis, <http://www.bvmt.com.tn/documentation/market-infos/pdf/Indices-Methodologie-Calcul.pdf>.
- Bourse de Tunis, <http://www.bVmt.com.tn/AR/company/?view=history>.
- test.umbb.dz / site-bib / ressources-electroniq / these-n / ... / saifi-amar.pdf .
- [https://www.arabseb.com/article.php?article\\_id=126](https://www.arabseb.com/article.php?article_id=126).
- [www.univ-ecosetif.com/bib/theses/136.pdf](http://www.univ-ecosetif.com/bib/theses/136.pdf).

## II- المراجع باللغة الأجنبية

- ERUALE SAOUT, introduction aux marches financiers, edition euronext, paris, 2008.
- P. gobry , les indices boursières et les marchés d'indice boursière, presses universitaires, France, 1<sup>er</sup> édition, 1990.
- Société de gestion de la bourse des valeurs, la négociation en bourse, ouvrage collectifs la bourse algérienne, publication n° 3, décembre.

- فهرس الجداول -

| الصفحة | عنوان الجدول  | الرقم |
|--------|---|-------|
| 57     | صافي تدفق الاستثمار الأجنبي الوافد إلى دول آسيا النامية               | 1-2   |
| 59     | صافي تدفق الاستثمار الأجنبي الوافد إلى دول أمريكا اللاتينية           | 2-2   |
| 60     | صافي تدفق الاستثمار الأجنبي الوافد إلى دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا | 3-2   |

- فهرس الأشكال -

| الصفحة | عنوان الشكل   | الرقم |
|--------|---|-------|
| 48     | قنوات تدفق الاستثمار المحفظي  | 1-2   |
| 58     | نصيب دول آسيا النامية من تدفقات الاستثمار المحفظي الوافدة إلى الدول النامية خلال الفترة (2004-2013)     | 2-2   |
| 59     | نصيب دول أمريكا اللاتينية من تدفقات الاستثمار المحفظي الوافدة إلى الدول النامية خلال الفترة (2004-2013) | 3-2   |
| 61     | نصيب دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من تدفقات الاستثمار المحفظي الوافدة إلى الدول النامية               | 4-2   |
| 61     | صافي تدفق الاستثمار المحفظي   | 5-2   |
| 77     | الترتيب وقيمة المؤشر العام للجاذبية   | 1-3   |
| 78     | الأداء في المجموعات الثلاث الرئيسية   | 2-3   |
| 81     | الأداء في المؤشرات الفرعية العشرة ضمن مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار                                       | 3-3   |

| معدل الدوران TC | نسبة حجم التداول<br>PVT | نسبة رأس مال السوق<br>PCB | حجم التداول<br>VT | رسملة البورصة<br>CB | عدد الشركات<br>المدرجة NC | مؤشر البورصة<br>tunindex | تدفقات الاستثمار<br>المحفظي IEP |      |
|-----------------|-------------------------|---------------------------|-------------------|---------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------------|------|
| 0,378058728     | 40,40448067             | 106,8735562               | 927               | 2452                | 38                        | 917                      | 186237.0                        | 1998 |
| 0,264723558     | 41,02635746             | 154,9781131               | 881               | 3328                | 44                        | 1192,57                  | 240033.0                        | 1999 |
| 0,466443816     | 82,20792169             | 176,2439953               | 1814              | 3889                | 44                        | 1442,61                  | 371267.0                        | 2000 |
| 0,367521368     | 52,02661827             | 141,5607985               | 1204              | 3276                | 45                        | 1266,89                  | 152971.0                        | 2001 |
| 0,353976073     | 36,64311211             | 103,518613                | 1006              | 2842                | 46                        | 1119,15                  | 65000.00                        | 2002 |
| 0,318548387     | 30,40020523             | 95,43355567               | 948               | 2976                | 45                        | 1250                     | 63238.00                        | 2003 |
| 0,223662885     | 21,38076351             | 95,59370352               | 690               | 3085                | 44                        | 1331                     | 112789.0                        | 2004 |
| 0,432552083     | 48,31718882             | 111,7025918               | 1661              | 3840                | 45                        | 1615                     | 282037.0                        | 2005 |
| 0,838979964     | 118,3362022             | 141,0477096               | 4606              | 5491                | 48                        | 2331,05                  | 349897.0                        | 2006 |
| 0,267197794     | 38,86091181             | 145,438745                | 1744              | 6527                | 51                        | 2614,07                  | 350200.0                        | 2007 |
| 0,497530418     | 94,70739314             | 190,3549807               | 4130              | 8301                | 50                        | 2892,4                   | 390000.0                        | 2008 |
| 0,271939151     | 75,07338                | 276,0668322               | 3325              | 12227               | 52                        | 4291,72                  | 413379.0                        | 2009 |
| 0,250687083     | 82,50242274             | 329,1052008               | 3831              | 15282               | 56                        | 5112,52                  | 652400.0                        | 2010 |
| 0,217201771     | 69,1303103              | 318,2769177               | 3139              | 14452               | 57                        | 4722,25                  | 614171.0                        | 2011 |
| 0,212626999     | 60,5634676              | 284,834328                | 2930              | 13780               | 59                        | 4579,85                  | 588215.0                        | 2012 |

لتدفقات الاستثمار المحفظي تأثير كبير على نشاط الأسواق المالية بصفة خاصة وعلى الاقتصاد ككل بصفة عامة باعتبار الأسواق المالية المرآة العاكسة لأي اقتصاد، فقد يكون لتدفقات الاستثمار المحفظي آثار ايجابية كالمساهمة في تنشيط حركية الأسواق المالية وخلق السيولة، بالإضافة إلى علاج المديونية الخارجية، كما قد تكون له آثار سلبية عن طريق ما يسببه من مخاطر ناجمة عن التقلب في أسعار الفائدة، ارتفاع أسعار الصرف ومخاطر اقتصادية كحدوث أزمات مالية، لذي على الدول النامية أن تتخذ الإجراءات اللازمة قبل أن تلجأ إلى تحرير أسواقها أمام تدفقات رأس المال الأجنبي، وأن تضع سياسات نقدية ومالية تتولى ضبط التدفقات الخاصة بالمحافظ المالية الدولية وتعظيم الأرباح بما يخدم اقتصادياتها وتعمل على تطوير وتنشيط أسواقها المالية من جهة وتفادي مخاطرها من جهة أخرى.

الكلمات المفتاحية:

الاستثمار الأجنبي، الاستثمار الأجنبي المباشر، الاستثمار المحفظي، السوق المالي، سوق الأوراق المالية.

Abstract

Investment capsular flows has a significant impact on the activity of the financial markets in particular and the whole economy in general as the financial markets reflecting mirror for any economy, it may be for investment capsular flows positive effects such as helping to revitalize the kinetics of financial markets and the creation of liquidity , in addition to the treatment of foreign debt, as may be has negative effects by what causing risks arising from volatility in interest rates, high exchange rates and economic risks such as financial crises, the steward of the developing countries to take the necessary measures before resorting to liberalize their markets to foreign capital flows, and to put monetary and fiscal policies to adjust Private flows for Governor international financial and maximize profits on what serve best their economies and working to develop and revitalize the financial markets from one hand and to avoid the risks from the other hand.

Keywords:

**Foreign investment, Direct Foreign investment, Investment capsular, Financial market, Stock market.**