



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

دور الاستثمار الأجنبي في تنمية الأسواق المالية (دراسة حالة سوق دبي المالي)

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

إعداد

هلا الحسن الحسين

إشراف:

أ. م. د. عبد الرزاق حساني

إقرار

أنا الموقّعة أدناه: هلا نوري الحسن الحسين

أصريح بأنّ البحث المقدم لنيل درجة الماجستير بعنوان: "دور الاستثمار الأجنبي في تنمية الأسواق المالية- دراسة حالة سوق دبي المالي "

هو من إنجازي وليس مقتبساً كلاً أو جزءاً من أيّ مرجع آخر وأنا أتحمل كامل المسؤولية عنه.

هلا الحسن الحسين

التوقيع

كلمة شكر

يطيب لي بداية أن أتقدم بوافر شكري وعظيم امتناني إلى أستاذي الفاضل الدكتور عبد الرزاق حساني الذي شرفني بقبوله الإشراف على هذه الرسالة، فكان لي العون والسند في كلّ خطوة خطوتها، فقد واكبني بدأب ودقّة وبذل الكثير من الوقت والجهد في قراءة كلّ فصل من فصولها، وأمدني بملاحظات سديدة وتوجيهات قيّمة كان لها الأثر الكبير في تطوير هذا البحث وضبط مضامينه.

ويسعدني أن أتوجّه بجزيل الشكر والامتنان إلى الأساتذة أعضاء لجنة التحكيم الأفاضل الأستاذ الدكتور نوار هاشم والدكتور حسين قبلان، لقبولهم تحكيم هذه الرسالة وتحملهم عناء مراجعتها وتدقيقها في سبيل تزويدي بالملاحظات والتوجيهات التي من شأنها أن تُغني هذا البحث وتثريه.

ولا يفوتني في هذا المقام أن أتقدم بالشكر إلى كلية الاقتصاد في جامعة دمشق بكادرها التدريسي والإداري لما يقدّمونه من مجهود في سبيل السير بالعلم والتعليم قدماً نحو الأمام، وأخص بالشكر الأستاذ الدكتور نوار هاشم مرّة أخرى، والأستاذ الدكتور ياسر مشعل لما تفضلا به من مساعدة في الجانب العملي من هذه الدراسة.

ثمّ الشكر لجامعتي الأم جامعة الفرات التي تحملت أعباء إيفادي إلى جامعة دمشق لنيل المؤهل العلمي اللازم للتعين في الهيئة التدريسية.

إهداء

يسعدني أن أهدي هذا العمل إلى عائلتي الصغيرة زوجي الدكتور علي الكلش وابنتي
ماريا وسارة شاكرًا لهم على وقتي الذي أهدره في العمل البحثي

ثمَّ إلى عائلتي الكبيرة أبي وأمي ممتنًا لدعائهم وعنايتهم وأخوتي سندي في حياتي وعوني
بعد الله

وللأصدقاء جميعًا رفاق الدَّرب العلمي والعملية أهدي ثمرة هذا الجهد والله الحمد من قبل
ومن بعد

هلا الحسن الحسين

الملخص

ركزت الدراسة على معرفة دور الاستثمار الأجنبي بشكل عام في تنمية الأسواق المالية، وذلك بعد التعرف على مفهوم تنمية السوق المالي وكيفية قياسها، بحكم الدور المهم الذي تؤديه الأسواق المالية في العصر الحديث، بالإضافة إلى التعرف على مقدار مساهمة الاستثمارات الأجنبية في تحقيق هذه التنمية.

وثمة وجهة نظر لدور الاستثمار الأجنبي في تنمية الأسواق المالية وتطويرها؛ وجهة نظر إيجابية تؤكد الدور المهم الذي تؤديه الاستثمارات الأجنبية في تنمية السوق المالي للدولة المضيفة، أما وجهة النظر الأخرى فتقول إن الاستثمارات الأجنبية لها دور سلبي في تنمية السوق المالي، إذ إن هذه الاستثمارات تقوم بالتداول في الأسواق المالية ذات المستوى الضعيف للكفاءة، وذلك للاستفادة من أرباح المضاربة، ومن ثم فإن انسحابها من التداول سيزيد من تدهور السوق المالي الذي كانت فيه، ولا سيما إذا كان التوقيت غير مناسب.

وقد تمت دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة (٢٠٠٨ - ٢٠١٩) للتعرف على دور الاستثمار الأجنبي في ذلك، بناء على ما توفر من بيانات سنوية، ومن خلال تطبيق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) على متغيرات الدراسة، والمتمثلة بالاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر والاستثمارات الأجنبية الأخرى التي تمثل المتغيرات المستقلة، والمتغير التابع كان مؤشر تنمية سوق دبي المالي اتضح أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، وأن للاستثمار الأجنبي المباشر دوراً سلبياً في تنمية سوق دبي المالي، أما الاستثمار الأجنبي غير المباشر فله دور إيجابي في تنمية السوق المدروس، أما الاستثمارات الأجنبية الأخرى فكانت غير معنوية وليس لها دلالة إحصائية.

كما تطرقت الدراسة إلى سوق دمشق للأوراق المالية، إذ كان مستوى التنمية فيه وفق مؤشر التنمية المستخدم يعكس مستوى ضعيفاً له، وذلك بسبب التأثير بالحرب وما رافقها من تدمير للبنية التحتية ومقومات الاستثمار.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، تنمية السوق المالي، الاستثمار الأجنبي، سوق دبي المالي.

Abstract

The study focused on knowing the role of foreign investment in general in the development of financial markets, after identifying the concept of financial market development and how to measure it, by virtue of the important role played by financial markets in the modern era, in addition to identifying the extent of the contribution of foreign investments in achieving this development

There are two views of the role of foreign investment in the development and development of financial markets. A positive point of view confirms the important role played by foreign investments in the development of the financial market of the host country, while the other point of view says that foreign investments have a negative role in the development of the financial market, as these investments are trading in financial markets with a low level of efficiency, in order to benefit from Speculative profits, and therefore its withdrawal from trading will further deteriorate the financial market in which it was, especially if the timing is not appropriate

The case of the Dubai Financial Market was studied during the period (2008–2019) to identify the role of foreign investment in this, based on the available annual data, and through the application of the Autoregressive Distributed Deceleration (ARDL) methodology to the study variables, which are foreign direct investment and investment Indirect foreign and other foreign investments that represent the independent variables, and the dependent variable was the Dubai Financial Market Development Index. The studied market development, while other foreign investments were insignificant and had no statistical significance

The study also touched on the Damascus Stock Exchange, as the level of development in it according to the development index used reflects a weak level of it, due to being affected by the war and the accompanying destruction of infrastructure and investment components.

Keywords: financial markets, financial market development, foreign investment, Dubai Financial Market.

الفهرس

المحتويات	رقم الصفحة
الإطار العام للدراسة	
أولاً - المقدمة	١
ثانياً - أهداف البحث	١
ثالثاً - أهمية البحث	١
رابعاً - مشكلة البحث	٢
خامساً - منهج البحث	٢
سادساً - متغيرات الدراسة وحدودها	٢
سابعاً - فرضيات الدراسة	٢
ثامناً - محددات الدراسة	٣
تاسعاً - الدراسات السابقة	٣
عاشراً - ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:	٩
الإطار النظري للدراسة	
الفصل الأول : تنمية الأسواق المالية	١٠
المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية	١١
أولاً: التعريف بالأسواق المالية	١١
ثانياً: وظائف الأسواق المالية:	١٢
ثالثاً: الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية:	١٤
رابعاً: شروط إقامة الأسواق المالية:	١٥
خامساً: معوقات إقامة السوق المالي:	١٧
سادساً: أنواع الأسواق المالية:	١٨
سابعاً: الأدوات المتداولة في السوق المالي:	٢١

٢٢	ثامناً: مؤشرات الأسواق المالية:
٢٤	تاسعاً: دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية:
٢٦	المبحث الثاني: ماهية تنمية الأسواق المالية
٢٦	أولاً: مفهوم التنمية:
٢٧	ثانياً: مفهوم التنمية الاقتصادية:
٢٧	ثالثاً: مفهوم التنمية المالية:
٢٨	رابعاً: ماهية تنمية الأسواق المالية وكيفية قياسها:
٣٨	الفصل الثاني: الاستثمار الأجنبي ودوره في تنمية الأسواق المالية
٣٩	المبحث الأول: ماهية الاستثمار الأجنبي
٣٩	أولاً: مفهوم الاستثمار:
٤٠	ثانياً: مفهوم الاستثمار الأجنبي:
٤١	ثالثاً: أنواع الاستثمار الأجنبي:
٤٧	رابعاً: نظريات الاستثمار الأجنبي:
٥٢	خامساً: أهمية الاستثمار الأجنبي:
٥٣	سادساً: محددات الاستثمار الأجنبي:
٥٨	سابعاً: دوافع الاستثمار الأجنبي:
٦٠	ثامناً: تقييم الاستثمار الأجنبي:
٦٢	تاسعاً: سياسات جذب الاستثمار الأجنبي للدول العربية:
٦٦	المبحث الثاني: دور الاستثمار الأجنبي في تنمية الأسواق المالية
٦٦	أولاً: دور الاستثمار الأجنبي في التنمية الاقتصادية:
٦٧	ثانياً: دور الاستثمار الأجنبي في تنمية السوق المالي:
الإطار العملي	
٧٢	الفصل الثالث : اختبار أثر الاستثمار الأجنبي في تنمية سوق دبي المالي

٧٣	المبحث الأول: سوق دبي المالي والاستثمارات الأجنبية فيه
٧٣	أولاً: الأسواق المالية الموجودة في دولة الإمارات العربية المتحدة:
٧٤	ثانياً: تطور سوق دبي المالي:
٧٨	ثالثاً: الاستثمار الأجنبي في الإمارات ودبي
٨٠	رابعاً: تطور الاستثمار الأجنبي في سوق دبي المالي:
٨٢	المبحث الثاني : اختبار دور الاستثمار الأجنبي في تنمية سوق دبي المالي
٨٢	أولاً: متغيرات الدراسة وحدودها:
٨٢	ثانياً: مؤشر التنمية لسوق دبي المالي:
٨٧	ثالثاً: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات:
٨٨	رابعاً: دراسة استقرارية المتغيرات:
٨٩	خامساً: تطبيق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL):
٩٧	سادساً: مناقشة فرضيات الدراسة:
٩٨	المبحث الثالث: مدى الاستفادة من الدراسة في إطار سوق دمشق للأوراق المالية
٩٨	أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية في سورية:
٩٩	ثانياً: أهداف سوق دمشق للأوراق المالية:
٩٩	ثالثاً: معوقات سوق الأوراق المالية في سورية:
١٠٠	رابعاً: مؤشر تنمية السوق لبورصة دمشق:
١٠٢	خامساً: مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في سورية
١٠٤	النتائج
١٠٦	التوصيات
I	المصادر والمراجع
X	الملاحق

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
1	تطور أداء سوق دبي المالي خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٩) - %	٧٦
2	تطور الاستثمار الأجنبي في سوق دبي المالي خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٩)	٨٠
3	المؤشرات الداخلة في حساب كل بعد	٨٣
4	مؤشر تنمية سوق دبي المالي للفترة المدروسة (٢٠٠٨ - ٢٠١٩)	٨٦
5	الإحصاءات الوصفية للمتغيرات خلال الفترة المدروسة (٢٠٠٨-٢٠١٩)	٨٧
6	استقرارية متغيرات الدراسة	٨٨
7	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية اختبار الحدود	٩١
8	اختبار الارتباط الذاتي بين بواقي النموذج	٩٢
9	اختبار ثبات التباين لبواقي النموذج	٩٢
10	اختبار مدى ملائمة تصميم النموذج Ramsy Test	٩٣
11	نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل بالاعتماد على نموذج تصحيح الخطأ (ECM)	٩٤
12	نتائج تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل للمتغيرات	٩٥
13	اختبار المعنوية الكلية لنموذج الدراسة	٩٦
14	مستوى تنمية سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٩ - ٢٠١٨)	١٠١

أولاً- المقدمة:

تقوم الأسواق المالية بدور مهم من خلال نقل الأموال الفائضة من قنوات الادخار وتوظيفها في قنوات الاستثمار المختلفة، فهي تقوم بتوفير الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية من جهة، وإيجاد الفرص لتوظيف الأموال المتوفرة لدى المدخرين من جهة أخرى، وذلك عن طريق مجموعة من الأدوات الموجودة لديها مثل (الأسهم بأنواعها، السندات، المشتقات المالية...)، وبذلك تلبي رغبة كافة المتعاملين في السوق.

ونظراً للدور المهم الذي تقوم به السوق المالية، فإنه يجب تنمية هذا السوق وتطويره، وذلك من خلال توفير أدوات جديدة وخدمات جديدة لتلبية رغبات جميع المتعاملين، وتعمل أغلب الدول ومنها الدول النامية لتنمية أسواقها المالية من خلال ربطها بالأسواق المالية الدولية، الأمر الذي يزيد من التدفقات المالية إلى هذه البلدان، وذلك من خلال جذب الاستثمارات الأجنبية سواء المباشرة أو غير المباشرة، ما يؤدي إلى زيادة المتعاملين في السوق المالية، ومن ثم زيادة أحجام وقيم التداول فضلاً عن زيادة سيولته، والإسهام في تطوير السوق المالية المحلية وتنميتها.

فعملية تنمية السوق المالي تعني زيادة أو تحسين قدرة السوق المالي على تلبية احتياجات الاقتصاد كما هو منصوص عليه بين الوظائف الرئيسية للأسواق المالية، فهي بذلك تختلف عن نمو السوق المالي الذي يعني أنه يزداد حجمًا أو سيولة، فالهدف من عملية التنمية هو زيادة المنافسة والانفتاح والابتكار.

ثانياً- أهداف البحث:

من الأهداف التي يسعى هذا البحث إليها ما يلي:

- ١- التعرف على السوق المالي وأهميته في الاقتصاد.
- ٢- كيفية تنمية السوق المالية المحلية.
- ٣- التعرف على ماهية الاستثمار الأجنبي.
- ٤- دور الاستثمار الأجنبي في تحقيق تنمية وتطوير السوق المالية المحلية.
- ٥- التعرف على سوق دبي المالي، ومعرفة مساهمة الاستثمار الأجنبي في تنميته.
- ٦- التطرق إلى السوق المالية في سورية، والاستثمار الأجنبي فيها.

ثالثاً- أهمية البحث:

تأتي أهمية هذا البحث من تطرقه للنقاط الآتية:

- ١- الدور المهم الذي تقوم به الأسواق المالية والمتمثل في توفير الموارد اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية، وتشغيل المدخرات بدلاً من تعطيلها.

- ٢- أهمية جذب الاستثمارات الأجنبية لتوفير الأموال الإضافية لتمويل المشاريع الكبيرة، والمساهمة في ردم الفجوة التمويلية في الأسواق المالية للدول النامية، وجلب التكنولوجيا والمهارات الإدارية.
- ٣- التعرف على مدى مساهمة الاستثمارات الأجنبية بكافة أنواعها في عملية تنمية السوق المالية.

رابعاً - مشكلة البحث:

تعد الاستثمارات الأجنبية قضية مهمة وجدلية في تأثيرها على أداء السوق المالية المحلية، ومدى قدرة الأسواق المالية في الدول النامية على جذب الاستثمارات الأجنبية، ومن ثم معرفة الدور الذي تؤديه هذه الاستثمارات في تنمية الأسواق المالية، وتثير هذه القضية التساؤل الرئيسي التالي:

- ١- هل للاستثمار الأجنبي دور في تنمية الأسواق المالية ؟
- ويتفرع عنه التساؤلات التالية، بناء على نوع الاستثمار الأجنبي:
- ١- هل للاستثمار الأجنبي المباشر دور في تنمية سوق دبي المالي؟
- ٢- هل للاستثمار الأجنبي غير المباشر دور في تنمية سوق دبي المالي؟

خامساً - منهج البحث:

سوف يعتمد هذا البحث على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، فيتبع المنهج الوصفي في الدراسة النظرية، للتعرف على السوق المالية ومكوناتها وكيفية تنميتها وتطويرها، وكذلك للتعرف على ماهية الاستثمار الأجنبي وأثره في السوق المالي، أما المنهج التحليلي فيتم الاعتماد عليه في الجانب التطبيقي، وذلك من خلال استخدام الأساليب الإحصائية والقياسية، حيث تم استخدام منهجية (ARDL)، وذلك لتحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع (مؤشر تنمية سوق دبي المالي) مع المتغيرات المستقلة (التي تمثل الاستثمار الأجنبي بأنواعه) في الأجلين القصير والطويل، بالإضافة إلى تحديد تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، حيث تمت معالجة البيانات باستخدام برنامج (Excel) وبرنامج (Eviews10).

سادساً - متغيرات الدراسة وحدودها:

يتمثل المتغير التابع في (مؤشر تنمية سوق دبي المالي)، والمتغيرات المستقلة في (الاستثمار الأجنبي المباشر - والاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفظي) - والاستثمارات الأجنبية الأخرى).

وتتمثل حدود الدراسة في سوق دبي المالي، خلال الفترة (٢٠٠٨-٢٠١٩م).

سابعاً - فرضيات الدراسة:

تقوم الدراسة على فرضية رئيسية مفادها: "للاستثمار الأجنبي دور إيجابي في تنمية سوق دبي المالي".

ويتفرع عنها ثلاث فرضيات فرعية وذلك حسب نوع الاستثمار الأجنبي، كالآتي:

- الفرضية الفرعية الأولى: هناك دور إيجابي للاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية سوق دبي المالي.
- الفرضية الفرعية الثانية: هناك دور إيجابي للاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنمية سوق دبي المالي.
- الفرضية الفرعية الثالثة: هناك دور إيجابي للاستثمارات الأجنبية الأخرى في تنمية سوق دبي المالي.

ثامناً - محددات الدراسة:

من المعوقات التي واجهت الباحثة عدم توفر البيانات عن سوق دبي المالي والاستثمارات الأجنبية فيه إلا من السنة ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٩، وأدى ذلك إلى قصر السلسلة الزمنية ومن ثم التأثير في نتائج الدراسة.

تاسعاً - الدراسات السابقة:

الدراسات العربية:

١ - إياد طاهر محمد، صلاح حسن أحمد (٢٠١٣)، "الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، بحث منشور، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العراق.

وكان هدف البحث دراسة الاستثمار الأجنبي غير المباشر وتأثيره في كل من حجم التداول وعوائد الأسهم العادية في سوق العراق للأوراق المالية، ولتحقيق ذلك تم اختبار فرضيتين رئيسيتين: الأولى تقول بأنه يوجد تأثير ذو دلالة معنوية للاستثمار الأجنبي غير المباشر في عوائد الأسهم العادية للشركات المدرسة، أما الثانية فمفادها أنه يوجد تأثير ذو دلالة معنوية للاستثمار الأجنبي غير المباشر في عدد السهم العادية المتداولة للشركات المدرسة، وذلك على عينة شملت ثلاثة عشر مصرفاً ضمن القطاع المصرفي، والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، خلال الفترة (كانون الأول ٢٠٠٦ - آذار ٢٠٠٨)، وتوصل البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات من أهمها: إن نتائج الاختبار أظهرت وجود اختلاف معنوي ذي دلالة إحصائية بين متوسط عوائد الأسهم قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر، مما يشير إلى تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في عوائد الأسهم العادية للمصارف عينة البحث، كما أظهرت نتائج الاختبار عدم وجود اختلاف معنوي ذي دلالة إحصائية بين متوسط عدد الأسهم المتداولة قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر، مما يدل على عدم تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في عدد الأسهم المتداولة للمصارف عينة البحث.

٢ - عقبة خضير، (٢٠١٥)، "أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الدوحة - قطر للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٨-٢٠١٣)" رسالة ماجستير، جامعة محمد خضير بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

سعت الدراسة إلى تحليل أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أداء سوق الأوراق المالية، وهدفت إلى بيان أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أداء السوق المالية من خلال إجراء تحليل قياسي للسلاسل الزمنية

باستخدام برنامج Eviews07، وقد استُخدمت بيانات شهرية غطت الفترة (٢٠٠٨-٢٠١٣)، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن سلسلة أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق والمعبّر عنها بمؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول، تتميز بوجود جذر وحدوي أي إن السلسلة غير مستقرة، ومن ثم فإن الأسعار تتحرك عشوائياً، وإن السوق كفاء عند المستوى الضعيف، كما توجد علاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشر السوق، ويختلف تأثير الاستثمار الأجنبي من قطاع لآخر، إذ وُجد أن نسبة قطاع البنوك والمؤسسات المالية لها تأثير كبير في المؤشر، ثم يليه قطاع الخدمات الذي له تأثير عكسي، ثم يليه قطاع التأمينات، ثم قطاع الصناعة، وفيما يخص النموذج المقترح لمؤشر السوق بدلالة الاستثمار الأجنبي في القطاعات الاقتصادية، وذلك بعد تصحيحه وإجراء الفروقات من الدرجة الأولى، فقد توصلت الدراسة إلى أن النموذج مقبول إحصائياً وذلك لوجود دلالة إحصائية كلية على النموذج.

٣- حنان عيساوي، (٢٠١٦)، بعنوان "دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة: سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان أنموذجاً"، رسالة ماجستير، جامعة القادسية، العراق:

هدفت الدراسة إلى توضيح مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر والتعرف على أهميته، وكذلك التركيز على دور السوق المالي في جذب الاستثمارات الأجنبية، من خلال دراسة تحليلية لأهم الشركات المتعاملة في السوق، والتوصل إلى أهمية الدور الذي يؤديه الاستثمار الأجنبي مستقبلاً، وقامت الدراسة على فرضية مفادها أنه للشركات الأجنبية العاملة المدرجة والمتداولة في سوق العراق وسوق عمان للأوراق المالية دور مهم في تنشيط البورصة، وذلك خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠١٤)، وقد توصل البحث إلى عدد من الاستنتاجات إلا أن أكثرها أهمية إثبات نتائج تقدير النماذج القياسية وأثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر المتمثل بصافي الاستثمار الأجنبي وحجم التداول الأجنبي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية المتمثلة بمؤشر أسعار الأسهم وحجم التداول والقيمة السوقية، وكذلك الحال بالنسبة إلى سوق عمان للأوراق المالية.

الدراسات الأجنبية:

1- Wendy M. Jeffus. (2004). "FDI AND STOCK MARKET DEVELOPMENT IN SELECTED LATIN AMERICAN COUNTRIES", International Finance Review.

"الاستثمار الأجنبي المباشر وتنمية السوق المالي في دول مختارة من أمريكا اللاتينية"

هدف البحث إلى تحليل وجهتي نظر حول قضية الاستثمار الأجنبي المباشر وتنمية سوق الأوراق المالية، فالرأي الأول يقول إن الاستثمار الأجنبي المباشر يرتبط ارتباطاً سلبياً بتنمية أسواق الأوراق المالية، أما الرأي الثاني فهو أن الاستثمار الأجنبي المباشر مرتبط بشكل إيجابي بتنمية السوق المالي، إذ تمت الدراسة على أربعة دول في أمريكا اللاتينية وهي (الأرجنتين والبرازيل وتشيلي والمكسيك) للفترة (١٩٨٨-٢٠٠٢)، وتم قياس تنمية السوق المالي بـ(رسملة السوق) الذي يمثل المتغير التابع، كما تم أخذ صافي الاستثمار الأجنبي المباشر للتعبير عن المتغير المستقل، وتم اختبار فرضيات البحث باستخدام معادلات الانحدار المتعدد، وتحديد السلاسل الزمنية المجمعة والملاحظات المقطعية للاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المختارة، وتوصل البحث إلى نتائج تدعم

الرأي الثاني أي إن تنمية سوق الأوراق المالية والاستثمار الأجنبي المباشر مرتبطان ارتباطاً وثيقاً، ومن ثمّ هذا الاستنتاج له آثار مهمة على السياسة الاقتصادية، وهو أنه لا يُستثمر الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصادات المحفوفة بالمخاطر ذات الأسواق غير السائلة فحسب، بل يرتبط ارتباطاً وثيقاً بتنمية سوق الأوراق المالية في بلدان أمريكا اللاتينية المختارة، وفي الواقع يبدو أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو مؤشر على استمرار تنمية سوق الأوراق المالية، إذ مع دخول الشركات إلى السوق، تسعى إلى زيادة رأس المال الإضافي من خلال سوق الأوراق المالية المحلية، مما يؤدي بشكل فعال إلى زيادة تنمية سوق الأوراق المالية.

2- (Anokye M. Adam, George Tweneboah), (2008): "Foreign direct investment and stock market development: Ghana's evidence", Article, international Research Journal of Finance and Economics.

"الاستثمار الأجنبي المباشر وتنمية سوق الأسهم: دراسة حالة غانا"

هدفت الورقة البحثية إلى اختبار أثر الاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية سوق الأوراق المالية في غانا، إذ تم قياس تنمية سوق الأوراق المالية من خلال رسملة السوق كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وتم استخدام نموذج التكامل المشترك متعدد المتغيرات ونموذج تصحيح الخطأ على بيانات ربعية من (١/١٩٩١، ٤/٢٠٠٦)، وأفادت الدراسة أن هناك علاقة سببية من ثلاثة جوانب بين الاستثمار الأجنبي المباشر وتنمية سوق الأوراق المالية، إذ إن الاستثمار الأجنبي المباشر يحفز النمو الاقتصادي، والنمو الاقتصادي يحفز تنمية سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر يعزز تنمية سوق الأوراق المالية، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة طويلة الأمد بين الاستثمار الأجنبي المباشر وسعر الصرف الاسمي وتنمية سوق الأوراق المالية في غانا، ووجود تأثير كبير للاستثمار الأجنبي المباشر على تنمية سوق الأوراق المالية في غانا، كما وجد الباحثان أن تنمية سوق الأوراق المالية تؤدي دوراً مهماً في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، مما يفتح المجال للبحث في إمكانية جذب الاستثمارات الأجنبية من خلال تنمية السوق المالي.

3- Ali Raza, Nasir Iqbal, Zeshan Ahmed, Mohammad Ahmed, Tanvir Ahmed, (2012), "The Role of FDI on Stock Market Development: The Case of Pakistan", Article, Journal of Economics and Behavioral Studies

"دور الاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية سوق الأوراق المالية: حالة باكستان"

هدفت الدراسة إلى تحليل دور الاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية سوق الأوراق المالية في الدولة المضيفة، واختبار ما إذا كان هناك علاقة ارتباط بينهما، وذلك بإدخال متغيرات أخرى على الدراسة وهي المدخرات المحلية وسعر الصرف والتضخم، إذ طبقت الدراسة طريقة الانحدار بالمربعات الصغرى العادية (OLS)، وذلك باستخدام بيانات السلاسل الزمنية السنوية للفترة ١٩٨٨ - ٢٠٠٩، وكشفت النتائج وجود تأثير مهم وإيجابي للاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية سوق الأوراق المالية في باكستان، إذ إنه مع زيادة بنسبة ١% في الاستثمار الأجنبي المباشر، سيؤدي ذلك إلى زيادة ٧٠% في تنمية سوق الأوراق المالية، مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الأخرى

في الدراسة، وهي المدخرات المحلية ذات التأثير الإيجابي في التنمية، وسعر الصرف ذو التأثير السلبي، وكذلك التضخم الذي له تأثير ضئيل في تنمية سوق الأسهم. وبناء على النتائج التي توصلوا إليها، فإنهم يتوقعون من الحكومة القيام بإجراءات تساعد في جذب الاستثمار الأجنبي وذلك لتحقيق تنمية السوق المالي، إذ إن من أهم الإجراءات ضمان الاستقرار السياسي في البلاد، بالإضافة إلى توفر بنية تحتية عالية الجودة، ويجب تشجيع الادخار، فعندما يكون هناك استثمار أجنبي في الدولة، فإن المزيد من الوظائف ستكون متاحة للناس بحيث يتمكنون من الحصول على المزيد من الأموال الفائضة من الوظائف للادخار، ويجب على الحكومة أن تبذل جهوداً للسيطرة على التقلبات في سعر الصرف ومعدل التضخم من خلال تدابير السياسة النقدية الفعالة.

4- Muhammad Shahbaz, Hooi Hooi Lean, Rukhsana Kalim, (2013), "The Impact of Foreign Direct Investment on Stock Market Development: Evidence From Pakistan", Article, Ekonomika istraivanja-Economic research .

"تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على تنمية سوق الأوراق المالية: أدلة من باكستان"

بحثت الدراسة في تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على تنمية سوق الأوراق المالية في باكستان، وتمت الدراسة على بيانات سنوية للفترة (١٩٧١-٢٠٠٦)، وتم التعبير عن تنمية السوق المالي بنسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي، كما أدخلت متغيرات أخرى إضافة للاستثمار الأجنبي المباشر وهي التضخم والمدخرات المحلية والناتج القومي الإجمالي، وتم استخدام نموذج اختبار الحدود (ARDL) للتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ (ECM)، ودلت النتائج التجريبية على وجود علاقة إيجابية مهمة بين الاستثمار الأجنبي المباشر ورسملة السوق على المدى الطويل، وهذا يدل على الدور التكميلي للاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية سوق الأوراق المالية في باكستان، بالإضافة إلى أن علاقة المتغيرات الأخرى التي استخدموها في الدراسة كانت تظهر أن للمدخرات علاقة إيجابية قوية مع تنمية سوق الأوراق المالية على المدى الطويل، وتأثير الناتج القومي الإجمالي يعني أن النمو الاقتصادي أمر حتمي لتنمية سوق الأوراق المالية في باكستان على المدى القصير، وأن الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي لهما تأثير إيجابي على تنمية سوق الأوراق المالية، على الرغم من أن التضخم والمدخرات المحلية يرتبطان عكسياً بتنمية سوق الأوراق المالية، إلا أنهما غير مهمين من الناحية الإحصائية.

5- Malik, Saif Ullah, (2013) "Role of Foreign Private Investment and Remittance in Stock Market Development: Study of South Asia", working paper, Newports Institute of Communications and Economics Karachi.

"دور الاستثمار الأجنبي الخاص والتحويلات الأجنبية في تنمية سوق الأسهم: دراسة لدول جنوب آسيا"

تناولت الورقة دور الاستثمار الأجنبي الخاص والتحويلات الأجنبية في تنمية سوق الأسهم لثلاث دول كبرى في جنوب آسيا، وهي باكستان والهند وبنجلاديش، وتم تحليل البيانات الثانوية التي يحتفظ بها البنك الدولي لـ

٢٤ عاماً من (١٩٨٨-٢٠١١)، وكان المتغير التابع تنمية سوق الأسهم ممثلاً بالقيمة السوقية، والمتغيرات المستقلة الثلاثة هي التحويلات الأجنبية، واستثمار المحفظة الأجنبية وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، كما تم فحص استقرارية البيانات من خلال اختبارات Augmented Dickey-Fuller (ADF)، واختبار (PP) Phillips-Perron، وتم استخدام اختبارات الارتباط والتكامل المشترك، بالإضافة إلى التحقق من السببية وتأثير العلاقة باستخدام اختبارات السببية Granger، وأظهرت النتائج أنه في باكستان ترتبط تنمية سوق الأسهم بتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات الحافظة والتحويلات الأجنبية بنسبة ٨١ ٪ و ٥٨ ٪ و ٦٧ ٪ على التوالي. وفي الهند ترتبط تنمية سوق الأسهم بتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات الحافظة والتحويلات الأجنبية بنسبة ٧٧ ٪ و ٨٢ ٪ و ٨٥ ٪ على التوالي؛ إلا أنه في بنجلاديش تتناقض النتائج وتظهر ارتباطاً سلبياً بنسبة ١١ ٪ بين تنمية سوق الأوراق المالية واستثمارات المحفظة، في حين أن تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر والتحويلات الأجنبية لهما ارتباط إيجابي بنسبة ٦٩ ٪ و ٨٧ ٪ على التوالي، وقد اقترح الباحث وجوب تشجيع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر لتنمية سوق الأوراق المالية والاقتصاد أيضاً، وكذلك تشجيع تدفق استثمار الحافظة الأجنبية والتحويلات الأجنبية.

6- Ihtisham Abdul Malik, Shehla Amjad,(2013), "Foreign direct investment and stock market development in Pakistan", Article, Journal of International Trade Law and Policy.

"الاستثمار الأجنبي المباشر وتنمية السوق المالي في باكستان"

هدفت الورقة إلى التحقيق في تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على تنمية سوق الأوراق المالية في باكستان سواء على المستوى الكلي أو القطاعي، وبنيت الدراسة على بيانات ثنائية للفترة ١٩٨٥-٢٠١١، وتم استخدام نهج التكامل المشترك (Johansen) لتحديد العلاقة بين المتغيرات لتنمية سوق الأوراق المالية الكلي على المدى الطويل، كما تم تطبيق اختبار سببية (Granger) للتحقق من العلاقة السببية بين المتغيرات، وتم استخدام تحليل الارتباط وتحليل الانحدار لدراسة العلاقة بين تنمية السوق المالي والاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي في باكستان، ودعمت النتائج الدور الإيجابي للاستثمار الأجنبي المباشر في تعزيز التنمية الإجمالية لسوق الأوراق المالية على المدى الطويل، كما تم العثور على علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي إلى جانب السببية أحادية الاتجاه بين التنمية الإجمالية لسوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، أما بالنسبة إلى التنمية القطاعية فتعتبر علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر إيجابية في القطاعات التي كان تركيز الاستثمار الأجنبي المباشر فيها مرتفعاً في السنوات الأخيرة بينما كان سلبياً في القطاعات الأخرى، وكذلك أظهرت معاملات التكامل المشترك علاقة إيجابية وقوية إحصائياً بين الاستثمار الأجنبي المباشر ورسملة السوق الإجمالية، مما يعكس الدور التكميلي للاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية سوق الأوراق المالية في باكستان.

7- (Adaramola A. Olugbenga, Obisesan O. Grace), (2015): "Impact of foreign direct investment on Nigerian capital market development", Article, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences.

"تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية سوق رأس المال النيجيري"

كان الهدف الأساسي من هذا البحث تقييم أثر الاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية سوق رأس المال النيجيري، إذ استخدمت الدراسة اختبار جذر الوحدة (ADF) واختبار التكامل المشترك (Johansen)، وذلك لتحليل البيانات التي تم الحصول عليها من النشرة الإحصائية لبنك نيجيريا المركزي، خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠١٠)، وأشارت النتائج إلى عدم وجود تكامل مشترك بين الاستثمار الأجنبي المباشر ورسملة السوق، مما يؤدي إلى اللجوء إلى نتيجة انحدار المربعات الصغرى التي تظهر أن الاستثمار الأجنبي المباشر يؤثر بشكل إيجابي وكبير في رسملة السوق، وبسبب ذلك يجب أن تبذل الحكومة والسلطة النقدية جهوداً لتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر في نيجيريا، ومع ذلك، وبالنظر إلى الافتقار إلى التكامل المشترك فإن ذلك يشير إلى أن التركيز على الاستثمار الأجنبي المباشر كوسيلة لتحفيز النمو على المدى الطويل في البلدان النامية مثل نيجيريا لا يمكن التعويل عليه.

8- Rasmus Malcus, Mathias Persson,(2018), " The Impact of Foreign Direct Investment on the Stock Market Development in Sweden", Bachelor thesis, University of Gothenburg.

"تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية سوق الأوراق المالية في السويد"

عملت الورقة على دراسة ما إذا كان الاستثمار الأجنبي المباشر يعد عاملاً محدداً لتنمية سوق الأوراق المالية في السويد، ولقياس العلاقة تم استخدام المؤشر العام للسوق المالي (AFGX) كبديل لتنمية سوق الأوراق المالية، واستخدام صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر كممثل عن الاستثمار الأجنبي المباشر، وتم إجراء تحليل الانحدار (OLS) لفحص دور الاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية سوق الأوراق المالية، كما تم تضمين متغيرات التحكم في الاقتصاد الكلي المختلفة في النموذج وهي: سعر إعادة الشراء، والنتائج المحلي الإجمالي، وصافي الادخار، وسعر الصرف، ومعدل التضخم، وتم الاعتماد في التحليل على بيانات فصلية بين عامي ١٩٨٢ و ٢٠١٧، وأشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة قوية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وتنمية سوق الأوراق المالية في السويد، في حين أن الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الربع السابق (أي بتأخير زمني واحد) يؤثر بشكل كبير وسلب في سوق الأوراق المالية، مما يعني أن الاستثمار الأجنبي المباشر يمكن اعتباره بديلاً قصير الأجل لسوق الأوراق المالية، كما كان لمتغيرات التحكم المستخدمة تأثيرات مختلفة على تنمية سوق الأسهم، إذ كان لسعر إعادة الشراء تأثير سلبي قوي على سوق الأسهم، وكان لنمو الناتج المحلي الإجمالي تأثير إيجابي قوي على سوق الأسهم، ولم تصل النتائج إلى وجود أثر سواء من صافي الادخار الأهلي المحلي أو سعر الصرف بين الدولار الأمريكي والكرونا السويدية، أو معدل التضخم الأساسي على أساس سنوي بسعر ثابت في سوق الأسهم السويدية.

9- Adewale A. Oyerinde, (2019), "Foreign Portfolio Investment And Stock Market Development in Nigeria", Article, The Journal of Developing Areas.

"الاستثمار الأجنبي المحفظي وتنمية سوق الأسهم في نيجيريا"

حققت هذه الورقة في تأثير استثمارات المحفظة الأجنبية على سوق الأوراق المالية في نيجيريا، وذلك خلال الفترة (١٩٨٠ و ٢٠١٤)، وتم الحصول على البيانات من النشرات الإحصائية التي نشرها البنك المركزي النيجيري، إذ تم بناء نموذج يلتقط الدوافع الأساسية لتنمية سوق الأوراق المالية، وكذلك فحص خصائص السلسلة الزمنية للمتغيرات باستخدام اختبارات Dickey Fuller و Johansen Integration. وفي ضوء نتائج اختبارات التقدير المسبق تم استخدام نموذج تصحيح الخطأ (ECM)، لتقدير العلاقة بين استثمارات المحفظة الأجنبية وتنمية سوق الأوراق المالية المتمثلة بقيمة سوق الأسهم، وغيرها من المتغيرات التي أدخلت في الدراسة، مثل النمو الاقتصادي ومعدل الصرف ومعدل التضخم، وأظهرت النتائج علاقة طويلة المدى بين استثمارات المحفظة الأجنبية وتنمية سوق الأوراق المالية، ووجد أيضاً أن النمو الاقتصادي ومعدل الصرف ومعدل التضخم لها أثر في تدفق الاستثمار وتوجيهه لتنمية سوق الأسهم في نيجيريا.

عاشراً- ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

يمكن إجمال ما تميزت به هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في النقاط التالية:

- ١- إن أكثر الدراسات اقتصر على جانب واحد من الاستثمار الأجنبي؛ من حيث دراسة أثر الاستثمار الأجنبي المباشر أو دراسة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر، أما في هذا البحث فسوف تتم دراسة أثر الاستثمار الأجنبي بأنواعه في تنمية السوق المالية.
- ٢- أغلب الدراسات السابقة قامت بدراسة تنمية السوق المالي وفق مؤشر واحد مثل رسملة السوق بشكل رئيسي، أو نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي وهذه المؤشرات تمثل حجم السوق فقط، أما في الدراسة الحالية فقامت الباحثة باستخدام مؤشر مركب يقيس مستوى التنمية في السوق المالي وذلك وفق عدة أبعاد وهي (الحجم والاستقرار وإمكانية الوصول والكفاءة الاقتصادية).
- ٣- مما يميز هذه الدراسة بحث حالة سوق دبي المالي، والتعرف على مساهمة الاستثمارات الأجنبية في تنمية هذه السوق، حيث تعد الإمارات العربية المتحدة من الدول النامية المصدرة للنفط وتتمتع بغزارة مواردها المالية، إلا أنها فتحت أسواقها للاستثمارات الأجنبية تماشياً مع سياسة الانفتاح الاقتصادي وتكامل الأسواق المالية.

الفصل الأول

ماهية تنمية الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية دوراً مهماً في الاقتصاد، وذلك لأنها تعد وسيطاً بين الوحدات الاقتصادية التي تملك فائضاً من الأموال، والوحدات التي لديها عجز في تمويل استثماراتها، بالإضافة لذلك، فإنها تعد العمود الفقري للنظام المالي الحديث، إذ إنه في الاقتصاديات المعاصرة تعتبر الأسواق المالية جوهر نظامها التمويلي. كما أنه كلما كان السوق المالي أكثر تطوراً ساعد ذلك في تحقيق النمو الاقتصادي الذي تأمله الدول في الوقت الراهن، فتطور السوق المالي وتنميته سيكون عامل جذب للمتعاملين سواء كانوا مدخرين أو مستثمرين، وسواء كانوا محليين أو أجانب.

ويتناول هذا الفصل الحديث عن السوق المالي وأهميته وأنواعه ومتطلباته وأهم الأدوات المتداولة فيه، بالإضافة إلى عرض مفهوم التنمية المالية وماهية ومتطلبات تنمية السوق المالي، وذلك وفق المبحثين التاليين:

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني: تنمية الأسواق المالية

المبحث الأول

ماهية الأسواق المالية

أولاً- التعريف بالأسواق المالية:

يوجد العديد من التعاريف للأسواق المالية، نورد منها ما يلي:

(١) "هي تجمع تجاري يلتقي فيه المتعاملون لإجراء صفقات البيع والشراء للأصول المالية المتداولة، وذلك من خلال الوسطاء والسماسرة الذين يسهلون إجراء الصفقات، وتسهم السوق في تجميع المدخرات الوطنية واستثمارها بحيث تحقق الاستخدام الكفء للموارد المتاحة وتؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي"^١.

(٢) "هي السوق التي يتم فيها تداول (بيع وشراء) الأصول المالية كالأسهم والسندات وغيرها، وتنتقل الأموال في السوق المالية من طرف إلى آخر عندما يشتري طرف ما أصولاً مالية يملكها طرف آخر، وتسهل الأسواق المالية حركة الأموال هذه ومن ثم تجعل عملية التمويل والاستثمار أمراً ميسراً للأفراد والشركات والوكالات الحكومية"^٢.

(٣) "هي مؤسسات مالية مهمتها تأمين وتوفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية الكبيرة التي تحتاج رؤوس أموال ضخمة، ويكمن دورها الأساسي في القيام بتجميع رؤوس الأموال وتحويلها من الجهات والمنظمات العارضة للأموال، والتي تملك فائضاً من رؤوس الأموال (المدخرين أو المقرضين)، إلى الجهات الطالبة للأموال، والتي تحتاج هذه الأموال للقيام باستثماراتها (المستثمرين أو المقرضين)، الأمر الذي يعود بالنفع على كل منهما، ويسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية، ومن ثم فهي تشكل الوسيط وصلة الوصل بين المدخرين والمستثمرين"^٣.

(٤) "الأسواق المالية بالمفهوم المعاصر مثلها مثل أي سوق آخر، فهي مكان التقاء البائع والمشتري، ولكن أطراف التعامل في هذه الأسواق هم: المدخرون والمستثمرون، وتعتبر الأسواق المالية حلقة الوصل بينهما، ويعني ذلك أنها المكان الذي يتم من خلاله عرض وطلب الأموال"^٤.

(٥) "هي المكان المخصص المنظم أو الآلية الإلكترونية أو التقنية المعتمدة التي يتم عبرها الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية، لإكمال عمليات التداول فيما بينهم بشفافية تامة ووفقاً لضوابط ونظم محددة بالقانون، ويتميز بتوفر وسائل الاتصال الفعالة، ووجود وسطاء مرخص لهم لتتم عمليات التداول من خلالهم"^٥.

(٦) "هي المكان الذي يتم فيه التقاء البائع والمشتري معاً، وعن طريقه يحصل المشتري على أصل ما (كالأسهم والسندات وغيرها)، ويحصل البائع على مبلغ من المال مقابل تسليم الأصل للمشتري"^٦.

١ كنعان، علي. (٢٠٠٨). الأسواق المالية. منشورات جامعة دمشق. ص: ٢٣.

٢ موصلي، سليمان، سليمان، عدنان. (٢٠١٢). الأسواق المالية. منشورات جامعة دمشق. ص: ١٣.

٣ قوشجي، إبراهيم نافع. (٢٠٠٨). الأسواق المالية (مفهومها- مكوناتها- أنواعها- مؤشرات- وتحليلها الأساسي والفني). جامعة حماة. ص: ٣.

٤ السعد، أحمد. (٢٠١٢). الأسواق المالية المعاصرة دراسة فقهية. دار الكتاب الثقافي للنشر. ص: ١٣.

٥ أزهرى الطيب الفكي، أحمد. (٢٠١٧). أسواق المال. المملكة الأردنية الهاشمية. ط ١. ص: ١٩.

- (٧) "تعتبر الأسواق المالية آلية أكثر منه موقعاً مادياً أو منطقة جغرافية، ومن ثم فهي هيئة منظمة تسمح بتسهيل عملية تدفق الأموال من وإلى الشركات والحكومات والأفراد، من أجل تمويل الاستثمارات وفق منهج يعمل على إصدار وتداول أدوات مالية متنوعة، تتراوح آجال استحقاقها بين أقل من سنة ومتوسطة وطويلة، وتوثيقها وفق قوانين وأنظمة وتعليمات، وبما يتناسب مع تحقق عوائد مرضية بأقل قدر ممكن من المخاطرة"، حيث يقصد بالآلية: المجال أو الإطار أو الإجراءات والقواعد التي يدار على أساسها سوق المال"^٢.
- (٨) "هي الآلية التي يتاجر بها بالموجودات المالية أو المطلوبات المالية وبشكل متكرر، فقد لا يكون هناك مكان مادي للسوق، وإنما صفقات تنفذ عبر وسائل متعددة (الهاتف والإنترنت)"^٣.

ويمكن الاستنتاج مما تقدم أن: السوق المالي هو عبارة عن آلية قد ينتفي فيها شرط المكان، تسمح بانئقال الأموال من المدخرين الراغبين باستثمار مدخراتهم للحصول على أرباح، إلى المستثمرين الذين هم بحاجة إلى تمويل إضافي لإقامة مشاريعهم، وذلك عن طريق العديد من الأدوات المالية مثل (الأسهم والسندات)، ومن ثم يساعد السوق المالي في تكوين رأس المال وتداوله، الذي يعتبر أحد أهم عوامل الإنتاج، وتسريع النمو الاقتصادي من خلال تعبئة وتعزيز المدخرات المحلية وتحسين كمية ونوعية الاستثمار.

ثانياً - وظائف الأسواق المالية:

- تقوم السوق المالية بالعديد من الوظائف المهمة للاقتصاد بشكل عام، وللنظام المالي بشكل خاص، ومن الوظائف المهمة التي تقوم بها السوق المالية ما يلي:
- (١) **تمويل الشركات:** تساعد السوق المالية الشركات المساهمة على تمويل أنشطتها المتنوعة وتوسعاتها المحتملة من المستثمرين عبر إصدار أوراق مالية بآجال مختلفة^٤.
- (٢) **المساهمة في تنشيط الأعمال:** وذلك بتوفير السيولة اللازمة لتمويل النشاط الجاري للمشروع دون تفريط في الأوراق المالية المملوكة، والاكتفاء باستخدامها كضمان مقبول للحصول على القروض اعتماداً على الأسعار المعلنة من قبل سوق الأوراق المالية، مع تحوط مؤسسات الإقراض بخضم نسبة من قيمتها السوقية لمواجهة التقلبات في أسعار الأسهم والسندات في بورصات الأوراق المالية^٥.
- (٣) **توفير الأدوات المالية المناسبة لكل مستثمر:** إذ توفر السوق المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار، مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسب كلاً منهم وتتلاءم مع ميولهم ومعتقداتهم، ولا يضطر المدخر لتوظيف أمواله في مجالات لا تحوز قناعاته^٦.

١ الحويماني، فهد بن عبد الله. (٢٠٠٦). المال والاستثمار في الأسواق المالية، ط٢، الرياض، ص: ٦٠.

٢ إبراهيم، الغالي، ضيف، محمد عدنان. (٢٠١٩). الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات. ط: ١. بسكرة: الجزائر. ص: ٢١.

٣ الجميل، سمر كوكب. (٢٠١٧). المدخل إلى الأسواق المالية. دار الأكاديميون للنشر والتوزيع. ص: ١٢.

٤ موصلي، سليمان، سليمان، عدنان. (٢٠١٢). ص: ٢١.

٥ رضوان، سمير عبد الحميد. (١٩٩٦). أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية. ط: ١. القاهرة: مصر. المعهد العالي للفكر الإسلامي. ص: ٣٤.

٦ المصدر السابق، ص: ٣٥.

٤) **توزيع المخاطر:** تتيح الأسواق المالية للمستثمرين اختيار الاستثمارات التي تتناسب مع مستويات المخاطرة التي يفضلونها، كما تمنحهم فرصة توزيع المخاطر على عدد كبير من الأصول المالية، كما أن ميزة توزيع المخاطر التي توفرها السوق المالية لا تصب في مصلحة المستثمرين فقط، بل تفيد أيضاً الشركات الراغبة في تمويل استثماراتها، إذ إن إقبال المستثمرين على شراء الأوراق المالية التي تتناسب مستويات المخاطر التي يرغبون في تحملها تتيح إمكانية بيع مختلف الأوراق المالية بأفضل الأسعار الممكنة والتي تتحول إلى أصول حقيقية مما يزيد الطاقة الإنتاجية للاقتصاد^١.

٥) **الدور المعلوماتي للأسواق المالية (حوكمة الشركات وأخلاقيات الإدارة):** حتى تستطيع السوق المالية القيام بدورها في التخصيص الكفء للموارد ينبغي أن يتوافر قدر كاف من الشفافية للمستثمرين حتى يتمكنوا من اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة، حيث ينبغي على إدارة السوق المالي القيام بدورها في تأمين وصول المعلومات المتعلقة بالشركات إلى المستثمرين بشفافية وصدق، بحيث يصبح السوق المالي مصدراً لهذه المعلومات الصحيحة وذلك من خلال إصدار قوانين حوكمة الشركات^٢.

٦) **إمكانية تصفية أصول المستثمرين في أي وقت:** لما كانت حقوق أصحاب المشروع تتمثل في أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين- إذا ما رغب في الانسحاب من الشركة التي يمتلك جزءاً من أسهمها- ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق لتؤدي أهم الوظائف التي دعت إلى وجودها وهي بيع الحقوق وشراؤها دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراض ومبان وآلات ومعدات... الخ.

٧) **خلق سوق مستمرة لأدوات الاستثمار المتاحة:** أي يستطيع المستثمر في أي وقت تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، وذلك من خلال وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين في السوق المالي والراغبين في استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، سواء كان الدافع إلى تصفية استثماراتهم هو الحاجة إلى السيولة المطلقة المتمثلة بالنقدية، أو الانتقال من قطاع استثماري إلى آخر تتعاضد فيه معدلات الربحية، أو لإيثار المستثمر الخروج من سوق رأس المال كمستثمر ليدخل سوق النقد كمدخر إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق الأخيرة، فمن المعروف أن رؤوس الأموال تتجذب نحو الاستثمارات ذات العوائد المرتفعة، وتحجب نفسها عن الاستثمارات ذات العوائد المنخفضة^٣.

٨) **توفر السوق المالية مؤشراً يومياً عن ظروف الاستثمار واتجاهات الأسعار:** إذ يرى بعض علماء التمويل والاستثمار وخبراء البورصات أن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار، يعتبر مؤشراً لقوة الاقتصاد الوطني وضعفه أو لقطاع من قطاعاته، وذلك حسب ما يمثل المؤشر^٤.

٩) **تمثل السوق المالية سلطة رقابية خارجية وغير رسمية على أداء الشركات:** إذ تنعكس كافة القرارات المؤثرة التي تتخذها الشركة على أسعار تداولها فور تطاير أية أنباء عنها إلى البورصة، فترتفع أسعارها ثواباً أو

١ موصلي، سليمان، سليمان، عدنان. (٢٠١٢). ص: ١٨-١٩.

٢ موصلي، سليمان، سليمان، عدنان. (٢٠١٢). ص: ٢٠.

٣ رضوان، سمير عبد الحميد. (١٩٩٦). ص: ٣٣.

٤ المصدر السابق، ص: ٣٤.

تتخفف عقاباً، فيكون قلب السعر هنا بمثابة تقويم فوري للأداء، حيث تمثل القيمة السوقية لأسهم شركة ما قيمة الشركة من وجهة نظر المجتمع^١.

١٠) **تجنب الآثار التضخمية:** إذ لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة كبيرة في حجم الائتمان، ومن ثمَّ إحداث موجة تضخمية^٢.

ومما سبق يمكن القول إن: السوق المالي يؤدي دوراً مهماً في الاقتصاد الوطني وذلك من خلال تحويل المدخرات إلى استثمارات، وبذلك فإنها تقوم بتحقيق رغبات كلا المدخرين والمستثمرين بالحصول على الأرباح، وذلك عن طريق الأدوات المدرجة في هذه الأسواق، هذا بالإضافة إلى إمكانية تخفيض المخاطر على جميع أطراف التعامل، من خلال إمكانية تشكيل محافظ تحتوي على أنواع مختلفة من الأدوات بحسب اتجاهات كل مستثمر أو مدخر.

ثالثاً - الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية:

فضلاً عن أهمية الوظائف التي تؤديها الأسواق المالية، تبرز الأهمية الاقتصادية لإنشاء أسواق مالية وذلك كونها ترتبط بتحقيق عدة أغراض وأهداف لمصلحة الاقتصاد تشمل ما يلي^٣:

١) تشجيع الادخار ونشر ثقافة الاستثمار، والتوعية بوسائل توفير التمويل من خلال أسواق المال، مثلها مثل الوسائل التقليدية للتمويل، ومن ثم قيادة سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية، مما يحفزهم على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال قنوات المعلومات والاتصال المختلفة.

٢) تشجيع الشركات للتحويل من مؤسسات وشركات عائلية وخاصة إلى شركات مساهمة عامة، خصوصاً إذا ما قدمت الدولة حوافز ضريبية وتمويلية للشركات المساهمة العامة، فضلاً عن توزيع أعباء الخسائر على المساهمين.

٣) السماح للجمهور بالمساهمة في مؤسسات القطاع العام والخاص، إذ يتوقف ذلك على سياسات الخصخصة المتبعة في الدولة ومقدار قبولها لذلك، وذلك من خلال أسهم تباع بأثمان في متناول اليد مع سهولة الخروج منها دون تأثير على أوضاع المؤسسة، من خلال بيعها في السوق الثانوي.

٤) تمكين الدول من التمويل عبر الصكوك، وتسهيل عمليات خصخصة الوحدات الحكومية عبر إدراجها بالسوق وطرح أسهمها للجمهور.

٥) تعد الأسواق المالية مرجعاً مهماً لبيان كفاءة السياسات الاستثمارية والتنشغيلية في اقتصاد أي دولة، إذ تمثل أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على مستوى أداء الشركات المدرجة فيها، حيث إن حجم الإقبال على أسهم الشركة يعكس كفاءة السياسات التي تتبعها إدارتها.

١ رضوان، سمير عبد الحميد. (١٩٩٦). ص: ٣٥.

٢ إبراهيم، الغالي، ضيف، محمد عدنان. (٢٠١٩). ص: ١٠١.

٣ أزهرى الطيب الفكي، أحمد. (٢٠١٧). ص: ٢٤ - ٢٥.

٦) سهولة إجراءات تقييم الشركات المدرجة عن طريق السوق، مع إمكانية تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية من خلال تحليل البيانات والمعلومات التي يوفرها السوق والشركات التي تتعامل معه.

٧) تحقيق مستوى عال من الضبط المؤسسي من خلال رقابة هيئات أسواق المال، وإلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل يضمن مناخاً استثمارياً يتسم بالشفافية، مما يجعل البورصة تمثل المرآة التي تعكس الحالة العامة لاقتصاد الدولة.

٨) تسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأطراف الاقتصادية.

٩) ربط النشاطات قصيرة الأجل بالأنشطة طويلة الأجل، مما يسهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية.

١٠) تمكين سلطات النقد المركزية من تنفيذ السياسة النقدية، وإدارة الكتلة النقدية من خلال آليات عمليات السوق المفتوح، وذلك من خلال سوق النقد (سوق الأوراق الحكومية) أحد أنواع السوق المالي.

١١) تسهيل عمليات سوق ما بين البنوك عبر آليات سوق المال.

رابعاً- شروط إقامة الأسواق المالية:

إن تأسيس أسواق مالية تتسم بالفعالية في أداء الوظائف سابقة الذكر يستوجب تحقيق مجموعة من الشروط، إذ بإمكاننا تقسيم هذه الشروط إلى ثلاث مجموعات، بحيث تتضمن المجموعة الأولى الشروط الخاصة بالسياسة العامة المتبعة في الدولة، وتتضمن المجموعة الثانية الشروط الخاصة بالنظام المالي، أما المجموعة الثالثة فتتضمن الشروط المتعلقة بالسوق المالي، والتي يمكننا سردها على النحو الآتي:

٤-١- المجموعة الأولى- الشروط الخاصة بالسياسة العامة المتبعة في الدولة:

٤-١-١) وضوح الاستراتيجية العامة للدولة والخطط والأهداف التي تسعى إلى تحقيقها والأهداف القطاعية في الصناعة والتجارة واتجاهات تطور كل قطاع، وكذلك توضيح دور كل من القطاع العام والقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية والهوامش المسموح بها لكل قطاع، وتحديد درجة الرقابة التي تمارسها الدولة على الجميع، وذلك بهدف الوضوح والشفافية المطلوبة لإقامة السوق^١.

٤-١-٢) حرية تحويل النقد الوطني أو الأجنبي من وإلى الدولة دون رقابة قانونية أو استناداً إلى قوانين واضحة وصريحة، بحيث لا يقع المتعامل ضحية هذه القوانين وهذا ما يمكن تفسيره بحرية الصرف للعملة الوطنية وحرية التحويل، وضرورة توافر الحرية الاقتصادية حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدورها^٢.

٤-١-٣) توفر درجة مطمئنة من الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي داخل الدولة، تساعد في جذب رؤوس الأموال من الادخارات الخاصة إلى استثمارات طويلة الأجل من داخل وخارج الدولة^٣.

٤-١-٤) وضوح إجراءات وقوانين الاستثمار بحيث تتمتع هذه الإجراءات بالمرونة والبساطة والدقة والوضوح، مما يشجع الأفراد والشركات على إنشاء شركات مساهمة وطنية أو شركات مشتركة مع القطاعات

١ كنعان، علي. (٢٠٠٨). ص: ٢٦.

٢ المصدر السابق. ص: ٢٧.

٣ أزهرى الطيب الفكي، أحمد. (٢٠١٧). ص: ٢٥.

الأجنبية في مجال الإنتاج والخدمات والقطاع المصرفي والمالي، فكلما كانت الإجراءات سهلة وواضحة ازداد الميل لإنشاء هذه الشركات وكانت قاعدة أساسية في السوق.

٤-٢) المجموعة الثانية - الشروط الخاصة بالنظام المالي:

٤-٢-١) وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور والتكيف بشكل مستمر مع الظروف والمستجدات يستطيع حماية حقوق المتعاملين ومعاينة الشركات التي تخل بشروط الاستثمار والتداول في السوق، ويمتد التشريع ليشمل تنظيم السوق وإدارتها والإشراف عليها والسماح أو عدم السماح للمستثمرين الأجانب بالدخول والاستثمار، وغيرها من التشريعات التي تضمن للسوق آلية عملها المتميزة.

٤-٢-٢) وجود مؤسسات (شركات مساهمة) إنتاجية وخدمية ومؤسسات مالية ونقدية متطورة، بحيث تعمل هذه الشركات والمؤسسات حسب مبدأ فصل الإدارة عن الملكية، لأن مثل هذه المؤسسات تشكل الأساس الذي تقوم عليه السوق، فإذا لم تتوفر شركات مساهمة مالية وإنتاجية فما هو الشيء الذي يمكن تداوله في هذه السوق.

٤-٢-٣) وجود مؤسسات مالية ومصرفية متطورة قادرة على تعبئة المدخرات الوطنية وإقراضها للشركات الصناعية، بحيث تتمتع هذه المصارف بحرية العمل والاستثمار واستقبال الأموال وتحويلها إلى الخارج دون رقابة حكومية وفق قوانين تضمن الهوية المستقلة لهذه المصارف، ولا يمنع من إقامة السوق وجود مؤسسات مالية حكومية أو مؤسسات مالية خاصة أو قطاع مشترك بين الدولة والقطاع الخاص في مجال المصارف والتأمين والاستثمار والمال^١.

٤-٢-٤) توفر البيئة المالية المعافاة السليمة، والتي تتطلب وجود أجهزة رقابية فعالة تهتم بالضبط المؤسسي والشفافية وتراقب أداء أسواق المال من خلال تشريعات قانونية واضحة وملزمة.

٤-٢-٥) الشفافية التامة لإتاحة المعلومات والبيانات المتعلقة بالمؤسسات المالية، ونشرها بوسائل الإعلام المختلفة، بالمستوى الذي يستطيع كل مستثمر وكل مدخر اتخاذ قراراته، وهو على يقين تام من صحة البيانات والمعلومات المفصّل عنها^٢.

٤-٣) المجموعة الثالثة - الشروط الخاصة بالسوق المالية:

٤-٣-١) العلانية: وتعني وجوب نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية للتعامل بها في نشرة مكتوبة.

٤-٣-٢) وجود خبراء أكفاء: لإدارة التداول داخل البورصة حفاظاً على أموال العملاء، ولضمان استقرار نشاط السوق.

٤-٣-٣) توافر التغطية المناسبة: لربط البورصات ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة.

٤-٣-٤) سرعة إتمام الصفقات: وعرض آراء العملاء خلال المدة بالشروط المحددة بآرائهم.

٤-٣-٥) تقديم التقارير الدولية: حيث تلتزم كل بورصة بتقديم التقارير الدولية التالية عن حركة تداول الأوراق المالية المقيدة بها إلى هيئة سوق المال وهي:

- إخطار يومي عن حركة التداول.
- إخطار نصف شهري، وشهري عن حركة التداول.

١ كنعان، علي. (٢٠٠٨). ص: ٢٦-٢٧-٢٨.

٢ أزهرى الطيب الفكي، أحمد. (٢٠١٧). ص: ٢٦.

• إخطار سنوي عن حركة التداول.

٤-٣-٦) التزام البورصة بإعداد نشرة شهرية: تتضمن بياناً بالأوراق المالية التي تم قيدها خلال الشهر وإجمالي حجم التداول الشهري للأوراق المالية المقيدة موزعة على مطالبات النشاط المختلفة^١.

إلا أن الشروط الضرورية للملائمة لقيام السوق المالي لا تكفي وحدها لنجاح هذا السوق، إلا في ظل توافر عوامل أخرى مهمة تساعد في نجاح السوق للقيام بالدور المنوط به، وأهم هذه العوامل ما يلي:

١. الثقة في الأسواق: ويتم ذلك بعدم إفشاء معلومات المستثمرين، وذلك للحفاظ على استقرار الأسعار في الأسواق وتنظيم المعاملات التجارية.

٢. توافر المعلومات المالية: التي تعكس المركز المالي بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.

٣. توافر الأدوات المالية المتنوعة: بحيث تتوفر أنواع مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول، بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة الخطر المرتبطة به، وذلك لتلبية احتياجات كافة المستثمرين^٢.

٤. عدم وجود قيود غير ضرورية تحد من حرية التداول في السوق خصوصاً فيما يتعلق بتداول الأجانب والقيود على حركة رأس المال الأجنبي.

٥. الموقع الجغرافي للسوق المالي وارتباطه بالأسواق الدولية، حيث يؤدي ذلك دوراً مهماً في نجاحه^٣.

خامساً - معوقات إقامة السوق المالي:

إن قيام سوق مالي فعال وقادر على تلبية احتياجات جميع الأطراف من مستثمرين ومدخرين وحكومات، قد يواجه العديد من العوائق التي تحد من عمله، وفيما يلي أهم هذه المعوقات:

١) غياب الشركات صانعة الأسواق: إذ إن صناعة السوق تعني "أن المتخصص يكون دوماً على استعداد لشراء وبيع الأسهم التي يتخصص بها وفق الأسعار التي يعرضها، إن لم يجد مستثمراً آخر يرغب بالتعامل على تلك الأسعار"^٤، إذ تعد صناعة السوق من الوظائف الأساسية لـ "صناع السوق"^٥، بالإضافة إلى إضفاء مزيد من السيولة على الأسواق الثانوية للأوراق المالية، خاصة حينما لا تتوفر أوامر الشراء والبيع في الوقت المحدد، وكذلك العمل على تحقيق الاستقرار النسبي لاتجاهات الأسعار، كما يساعد صناع السوق على تدقيق المعلومات حول الأسعار واتجاهات الأسواق أمام المستثمرين، وما يزيد الحاجة إلى صناع السوق هو ضعف السيولة والعمق في الأسواق الثانوية للأوراق المالية، إذ يؤثر ضعف السيولة سلباً في الاستثمار في المشاريع الجديدة.

١ الأعرج، طارق. الأسواق المالية. الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك. ص: ١٤ - ١٥.

٢ وشاح، دارين. (٢٠٠٩). دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير. الجامعة الإسلامية. غزة. فلسطين. ص: ١٩.

٣ أزهرى الطيب الفكي، أحمد. (٢٠١٧). ص: ٢٦ - ٢٧.

٤ موصلي، سليمان، سليمان، عدنان. (٢٠١٢). ص: ٧٨.

٥ صانع السوق: هو مشارك فردي في البورصة أو شركة عضو في البورصة، إذ يقوم بشراء وبيع الأوراق المالية لحسابه الخاص، وذلك بالأسعار التي تعرض في نظام التداول بالبورصة، وذلك بهدف تحقيق الربح من الفرق بين العرض والطلب. انظر <https://www.investopedia.com>.

(٢) **انخفاض العرض والطلب:** إن تدني مستويات العرض والطلب على الأدوات المالية يرجع إلى العديد من العوامل ، نذكر منها ما يلي:

- انخفاض مستويات الادخار .
- انخفاض العائد المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة، كالعقارات أو الودائع.
- ارتفاع أسعار الفائدة، إذ يعد سعر الفائدة محدداً للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

(٣) **ضالة الانفتاح على الخارج:** إن عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل يعد من العوامل التي تعيق عمل الأسواق المالية، وذلك يؤثر سلباً في ثقة المستثمرين بالأسواق المالية، ومن ثمّ الحيلولة دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات، إلا أن الانفتاح على الأسواق العالمية قد يؤثر بشكل سلبي، وذلك من خلال انتقال الأزمات إلى السوق المحلية^١.

سادساً - أنواع الأسواق المالية:

يمكن تصنيف الأسواق المالية بعدة طرق وذلك حسب الهدف من تصنيف هذه الأسواق، فمثلاً قد يكون الهدف من التصنيف معرفة أنواع الأسواق التي يتم فيها تداول أدوات مالية معينة، أو قد يكون الهدف هو معرفة كيفية التعامل داخل الأسواق المالية... وهكذا، وفي الواقع من الصعب التوصل إلى تقسيمات محددة وفاصلة للأسواق المالية، وذلك بسبب التداخل الذي يحدث بين الأنواع المختلفة لهذه الأسواق، وسيتم تصنيف الأسواق المالية هنا طبقاً للأسس أو المعايير الأكثر شيوعاً، وذلك كما يلي:

٦-١ (أ) حسب طبيعة السوق:

٦-١-٦ (أ) **أسواق أولية:** وهي السوق التي تصدر فيها الشركات أو الحكومات أوراق مالية للحصول على التمويل الذي تحتاجه، وذلك سواء كانت الإصدارات للمرة الأولى لشركات جديدة، أو إصدارات أوراق مالية جديدة لشركات لها أسهم سبق إصدارها وتتداول في البورصة، وكما أن بيع الإصدارات في السوق الأولية قد يكون من خلال الطرح العام للجمهور، أو من خلال الإصدار الخاص لمستثمر معين أو لعدد من المستثمرين^٢.

٦-١-٦ (ب) **أسواق ثانوية:** وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية؛ أي إنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المستثمرين أنفسهم، وليس بين المستثمرين والشركات والهيئات المصدرة لهذه الأوراق أو ضامني الاكتتاب كما هو الحال في السوق الأولية^٣. وبناء على ذلك فإنه في حين أن السوق الأولية توفر تمويلاً فعلياً للمؤسسات والشركات المصدرة للأوراق المالية، نجد أن السوق الثانوية لا توفر أي تمويل فعلي لهذه المؤسسات والشركات، بل إن التعامل في هذه السوق لا يعدو أن يكون نقلاً لملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى آخر أو تسهيل هذه الأوراق.

١ بوضياف، عيبر. (٢٠٠٧). سوق الأوراق المالية في الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة: الجزائر. ص: ١١٠.

٢ إسماعيل، عبد الفتاح. (٢٠١٩). الأسواق والمؤسسات المالية. منشورات كلية التجارة. جامعة الاسكندرية: مصر. ص: ٧٤.

٣ حسن، محروس. (٢٠٠٦). الأسواق المالية والاستثمارات المالية. كلية التجارة. جامعة عين شمس. مصر. ص: ٤٦.

٦-٢) حسب درجة تنظيم السوق:

٦-٢-أ) **سوق منظمة:** ويطلق عليها أيضاً "بورصة الأوراق المالية"، إذ تعد السوق المالية منظمة في حال كان هناك مكان لبيع وشراء الأوراق المالية، ويوجد إجراءات محددة لتداول هذه الأوراق، وتسجيلها في السوق وفقاً لقواعد معينة^٢.

٦-٢-ب) **سوق غير منظمة:** وهي تختص بتداول الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة وغير المسجلة فيها، ويمكن أن يتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية تبعاً للتفاوض^٣.

٦-٣) حسب أجل الاستحقاق:

٦-٣-أ) **سوق رأس المال:** وهي أسواق يجري التعامل فيها بالأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل، والتي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة، حيث تتعامل بشكل رئيسي بالأسهم والسندات^٤.

٦-٣-ب) **سوق النقد:** وهي السوق التي يتم فيها إصدار وتداول أصول والتزامات قصيرة الأجل ذات درجة السيولة العالية ومستويات متدنية من المخاطر، والتي لا تتجاوز فترات استحقاقها غالباً سنة واحدة، مثل (أذونات الخزانة)، وتوفر هذه السوق للأفراد والمؤسسات المختلفة والحكومات الآليات المناسبة لإدارة السيولة لديها بما في ذلك استثمار الفائض المتاح لدى تلك الجهات، أو تغطية العجز الذي تواجهه في موازنتها المالية^٥.

٦-٤) حسب طريقة التداول:

٦-٤-أ) **أسواق حاضرة (فورية):** ويقصد بها السوق التي يتم فيها تنفيذ الصفقات فوراً، حيث يتم تسليم واستلام الورقة المالية محل الصفقة في نفس اليوم أو خلال فترة وجيزة عادة لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل^٦.

٦-٤-ب) **أسواق آجلة (مستقبلية):** وهي جزء من السوق المالية تتعامل بالأوراق المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، وتعرف أيضاً بأسواق المشتقات المالية، وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (الأسهم والسندات) وغيرهما، وهناك العديد من عقود المشتقات وتسمى كل سوق على اسم العقود المبرمة فيها ومنها: سوق عقود الخيارات، وسوق العقود الآجلة، وسوق عقود المبادلات^٧.

١ "البورصة ولادة السوق ووجه الشبه بينهما كبير، فكل منهما محل للبيع والشراء، إلا أن البورصة تتميز عن السوق بكونها سوقاً منظمة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليده، ولذلك تتسحب كلمة السوق على البورصة بينما لا تتسحب كلمة البورصة على السوق، لأن البورصة سلبية السوق والفرع ينسب إلى أصله، والعكس ليس صحيحاً". ينظر: رضوان، سمير عبد الحميد. (١٩٩٦). ص: ٢٩.

٢ السعد، أحمد. (٢٠١٢). ص: ٩٨.

٣ المصدر السابق، ص: ٩٨.

٤ إبراهيم، الغالي، ضيف، محمد عدنان. (٢٠١٩). ص: ٢٤.

٥ مطاوع، سعد عبد الحميد. (٢٠٠١). الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى للنشر. المنصورة: مصر. ص: ٨.

٦ إبراهيم، الغالي، ضيف، محمد عدنان. (٢٠١٩). ص: ٢٤.

٧ معروف، هوشيار. (٢٠٠٣). الاستثمارات والأسواق المالية. ط: ١. دار صفا للنشر والتوزيع. عمان: الأردن. ص: ٦٥.

٥-٦) حسب كيفية التعامل:

٥-٦-أ) السوق المفتوحة (أسواق المزايدة) : حيث يتم بيع الأسهم والسندات في هذه السوق عن طريق المزايدة وذلك لمن يدفع سعراً أعلى، وقد يتم بيع وشراء نفس السهم عدة مرات خلال عدة صفقات في اليوم الواحد، وعادة ما يكون عدد المتعاملين في هذا السوق كبيراً، ويتم التعامل في مكان محدد وزمن محدد، لذلك تعد هذه السوق سوقاً منظمة في أغلب الأحيان.

٥-٦-ب) سوق التفاوض أو المساومة: ويتم التعامل في هذه السوق بناء على مفاوضات ومساومات تسبق عملية البيع أو الاقتراض، حيث يتم التفاوض على السعر والكمية وعلى شروط التسليم وموعده وكيفية الدفع وغيرها^١.

٦-٦) حسب نوعية المنتجات المتداولة فيها:

٦-٦-أ) بورصة السلع: وهي السوق المالي التي تتداول فيها سلع معينة مثل بورصات السلع الزراعية (قطن، قمح، بن،...)، والسلع المعدنية (النحاس، الذهب، الفضة،...)، أو بورصات سلع ذات طبيعة خاصة مثل بورصات العقارات والأراضي والسيارات المستعملة وغيرها من كل ما هو مادي ملموس ويمكن التعامل به.

٦-٦-ب) بورصة الخدمات: وتتميز بأنها شديدة التنوع نظراً لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها، ومن أهمها السياحة والفنادق والتأمين وبورصات النقل وتأجير السفن وبورصات عقود التصدير وغيرها.

٦-٦-ج) بورصة الأفكار: وهي أحدث أنواع البورصات، وتتعلق بعرض وبيع حقوق الاختراع، وحقوق المعرفة والعلامات التجارية وصفقات نظم المعلومات وغيرها^٢.

٧-٦) من حيث مدى التعامل الجغرافي:

٧-٦-أ) أسواق مالية محلية (وطنية): ويقصد بها الأسواق المالية التي تعمل في حدود معينة داخل الدولة الواحدة أو القطر الواحد^٣، ولا تمتد معاملاتها دولياً، وتتواجد عادة في الدول المتخلفة وتكون محدودة النشاط.

٧-٦-ب) أسواق مالية دولية: وهي أسواق تمتد معاملاتها إلى المعاملات الدولية المختلفة، وتتميز بأنها أسواق ضخمة ومتوسطة الحجم^٤.

٧-٦-ج) أسواق مالية عالمية: وهي تختلف عن الأسواق الدولية، إذ يقصد بالعالمية الاتجاه نحو المزيد من التكامل والتحرر في النظامين المالي والاقتصادي، فقد أثرت التطورات التكنولوجية في الاتصالات والمعرفة في العقدين الماضيين، وهيمنت على العالم بأسره، وكانت الأسواق المالية أول من استخدمت تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات، فانعكس ذلك على هيكلها وأدواتها ونظمها، فأصبحت أسواقاً مالية عالمية^٥.

١ الأعرج، طارق. ص: ٩-١٠.

٢ الحسناوي، سالم صلال، (٢٠١٧)، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، ط١، القاهرة: مصر. الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ص: ٦٦-٦٧.

٣ الجميل، سرمد كوكب. (٢٠١٧). ص: ١٨.

٤ الحسناوي، سالم صلال. (٢٠١٧)، ص: ٦٧.

٥ الجميل، سرمد كوكب. (٢٠١٧). ص: ١٨.

سابعاً - الأدوات المتداولة في السوق المالي:

إن السوق المالي وآلية التعامل بالأوراق المالية لا يتم تفعيلها إلا عن طريق أدوات السوق المالية، حيث إن التوسط بين قطاع الادخار المحلي والاستثمار الوطني والأجنبي وعملية التمويل الاستثماري، تتم عن طريق الأسواق المالية وأدواتها وعن طريق أجهزة متخصصة "كالوسطاء الماليين"، حيث تتمثل مهمتهم في تسويق مكونات مالية قابلة للتداول مثل الأسهم والسندات وعقود مالية وتجارية وسلعية متنوعة في مجال البيع والشراء. وهنا بإمكاننا التعرف على أهم الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية، بالإضافة إلى أهم العوامل المؤثرة في عمليات التداول بالسوق المالي.

٧- أ) الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية:

تعد الأوراق المالية بمثابة صكوك تعطي حاملها الحق في الحصول على جزء من عائدات الشركة أو المنشأة في نهاية الدورة المالية، أي يحصل حامل السهم على الأرباح، في حين يحصل مالك السند على الفائدة المتفق عليها.

لقد تعددت الأوراق المالية وتنوعت بفضل التطور الاقتصادي، بالإضافة إلى زيادة حجم المضاربة والإقبال على الأسواق المالية، مما دفع الشركات والمستثمرين لإيجاد أدوات مالية جديدة بشكل مستمر، بحيث أصبح من غير الممكن حصرها في إطار معين، ولكن يمكن تصنيف الأوراق المالية في عدة مجموعات كما يلي^١:

٧- أ- ١) من حيث ماهية الورقة المالية: حيث يمكن تقسيم الأوراق المالية إلى أسهم عادية لها الحق في ملكية الشركة، وإلى سندات تمثل مديونية الشركة.

٧- أ- ٢) من حيث الفترة الزمنية: يمكن القول بأن الأوراق المالية تقسم إلى أوراق قصيرة الأجل وأوراق طويلة الأجل.

٧- أ- ٣) من حيث نوع السوق المالي: حيث تقسم الأوراق المالية هنا إلى أوراق مالية يتم تداولها في سوق رأس المال، وأوراق تجارية يمكن تداولها في سوق النقد، كما يلي:

- الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال: ومنها: الأسهم - والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال - والقروض طويلة الأجل - والسندات الحكومية، ويضاف إليها الأوراق المالية غير التقليدية، "ومن أهم هذه الأوراق (حقوق الشراء التي تصدرها الشركات والأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم وسندات ممتازة Warrants، وحقوق الشراء التي يصدرها المستثمرون Call Option)"^٣.

١ كنعان، علي. (٢٠٠٨). ص: ٤٣-٤٥.

٢ Warrants : هي إحدى المشتقات المالية التي تمنح الحق، ولكن ليس الالتزام، لشراء أو بيع ورقة مالية -والأكثر شيوعاً الأسهم- بسعر معين قبل تاريخ الانتهاء. تشبه Warrants الخيارات من نواحٍ عديدة، ولكن هناك بعض الاختلافات الرئيسية التي تميزها، إذ يتم إصدار الأوامر بشكل عام من قبل الشركة نفسها، وليس طرفاً ثالثاً، ويتم التعامل بها خارج البورصة.

Call Option : خيارات الشراء هي عقود مالية تمنح مشتري الخيار الحق - وليس الالتزام - بشراء سهم أو سند أو سلعة أو أصل أو أداة أخرى بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة. يسمى السهم أو السند أو السلعة الأصل الأساسي. يربح مشتري الخيار عندما يرتفع سعر الأصل الأساسي. للمزيد من المعلومات انظر: <https://www.investopedia.com/>.

٣ قاسم، عبد الرزاق، العلي، أحمد. (٢٠١٧). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. دمشق: سورية. منشورات جامعة دمشق. ص: ٤١.

- الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد: ومنها: شهادات الإيداع ذات العائد - والكمبيالات المصرفية - والأوراق التجارية - والقبولات المصرفية - وقرض فائض الاحتياطي الإلزامي - وقرض الدولار الأوربي (اليورو - دولار) - واتفاقيات إعادة الشراء - وأذون الخزينة.

٧-ب) العوامل المؤثرة في عمليات التداول بالسوق المالي:

تتأثر حركة التداول في السوق المالي بعدة عوامل اقتصادية وسياسية واجتماعية ودينية، وقد تتداخل هذه العوامل فيما بينها لتؤثر في قرارات البيع والشراء الخاصة بالمستثمرين، ومن أهم العوامل المؤثرة في عمليات التداول بالسوق المالي ما يلي^١:

٧-ب-١) **معدل التضخم**: يؤثر معدل التضخم بجانب تدهور سعر الصرف بشكل كبير في الادخار، إذ إن كليهما يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية لدى الجمهور، ويترتب على ذلك انخفاض حجم الاستثمارات في الأوراق المالية، حيث يلجأ المتعاملون إلى التخلص منها وشراء الأصول العينية كالأراضي والمعادن النفيسة، ومن ثم تبدأ مشاكل البورصة في الظهور وتتعدد الأمور بانخفاض أسعار الأوراق المالية التي يتبعها تدهور مؤشرات السوق مما ينذر بخطر الأزمات المالية.

٧-ب-٢) **المضاربات المفاجئة**: تعتبر المضاربات المدروسة والناجمة عن تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية جزءاً أساسياً من آليات أسواق المال، التي تشعل فيه روح الحماس والدافعية والنمو، والتي تهدف إلى استغلال التقلبات المتوقعة والمحسوبة في أسعار الأوراق المالية، هذا بخلاف المضاربات المفاجئة التي تتم بشكل سريع وتستخدم فيها أساليب غير أخلاقية (أو غير قانونية فيما يعرف بالتلاعب بالأسواق المالية)، قد تترتب عليها آثار سيئة على السوق تؤدي إلى فقدان الثقة فيها، أو ربما تعمل على انهيارها.

٧-ب-٣) **انتقال العدوى**: من المخاطر المعروفة في البورصات، مشكلة انتقال العدوى السريع فيما بينها، وإن لم يكن بين البورصة التي تعرضت لهبوط مؤشراتهما والبورصة الأخرى علاقة مباشرة، إلا أن العدوى تنتقل عادة، سواء من خلال وسائل الإعلام، أو بسبب ارتباط اقتصاديات الدول فيما بينها، ودرجة انفتاح الأسواق المالية، خصوصاً في ظل تنامي ظاهرة الشركات العابرة للدول والقارات، التي تنقل العدوى لكافة الدول خلال لحظات معدودة.

ثامناً - مؤشرات الأسواق المالية:

يعد المؤشر أحد أهم الأدوات التي يمكن الاعتماد عليها لتبيان حالة السوق المالي، أو حالة قطاع معين حسب العينة التي يمثلها المؤشر، ومن ثم فإن المؤشر يعد من الأدوات الاقتصادية التي تساعد صانعي القرار الاقتصادي أو الاستثماري في كافة المستويات.

٨-أ) تعريف مؤشر السوق المالي:

يعبر المؤشر عن قيمة رقمية محسوبة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية لأسعار أو قيم سوقية لعدد من الأوراق المالية المتداولة في السوق الخاص بها، تقيس التغير واتجاهه في حالة الاقتصاد أو في حالة قطاع اقتصادي، ويمكن النظر للمؤشر على أنه محفظة من الأوراق المالية، وكل مؤشر له طريقة خاصة لاحتسابه^٢.

١ أزهري الطيب الفكي، أحمد. (٢٠١٧). ص: ٥٩.

٢ موصلي، سليمان، سليمان، عدنان. (٢٠١٢). ص: ٢٦٩.

ويقيس المؤشر التغيرات الطارئة على قيمة الأسهم خلال فترة زمنية معينة، وعادة ما تأخذ بعض المؤشرات مجموعة أسهم وتعتبرها عينة تمثل السوق^١.

٨-ب) أهداف المؤشرات:

بناء على أهمية وتعريف المؤشر، فلا بد من أن تحقق المؤشرات العديد من الأهداف في السوق المالي، ومن هذه الأهداف ما يلي^٢:

- ٨-ب-١) التعرف على مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق بصفة عامة أو بالنسبة لصناعة معينة.
- ٨-ب-٢) قياس كفاءة أسواق رأس المال ومن ثم قياس كفاءة واستقرار الحالة الاقتصادية والنشاط الاقتصادي للدولة، نظراً لوجود علاقة مباشرة بين مؤشر السوق ومعدل النمو الاقتصادي.
- ٨-ب-٣) تزويد المستثمرين بالمعلومات الأساسية عن السوق التي تشكل الأساس لقرارات الاستثمار وتحريك محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم، وتحديد كفاءة مدير الاستثمار الذي يدير المحفظة.
- ٨-ب-٤) تقييم أداء الأوراق المالية المختلفة صعوداً أو هبوطاً.
- ٨-ب-٥) توجه المضاربين والمستثمرين نحو الاستثمارات الأفضل لمخدراتهم وأموالهم، وذلك بالاستناد إلى الأسعار وحالات الهبوط أو الصعود.
- ٨-ب-٦) إمكانية المقارنة بأسواق أخرى، والتنبؤ بالحالات السيئة قبل حدوثها، واتخاذ العديد من الإجراءات التي تخفف حجم الأزمة القادمة.

٨-ج) الطرق المتبعة في بناء المؤشرات:

هناك العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات الأسواق المالية، أو قطاع معين من السوق المالي، ومن أهم هذه الأساليب^٣:

- ٨-ج-١) **المؤشرات المبنية على أساس السعر (Price-weighted index):** يعد مؤشر (داو جونز الصناعي) من أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر، ويحسب المؤشر على أساس الوسط الحسابي البسيط لأسعار الأسهم الداخلة في حساب المؤشر بحيث تكون مساهمة الشركة المختارة في العينة المستخدمة في بناء المؤشر بسعر سهمها، وذلك وفق المعادلة التالية:

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^N P_t}{N_t}$$

حيث إن: $Index_t$ قيمة المؤشر في الفترة t ، و P_t أسعار إقفال الأسهم في الفترة t .

N_t عدد الأسهم في الفترة t .

- ٨-ج-٢) **المؤشرات المبنية على أساس القيمة (Value-weighted Index):** وهنا يتم حساب المؤشر على أساس القيمة السوقية لكل منشأة يمثلها، أي السعر السوقي للسهم مضروباً بعدد أسهم المنشأة، ومثال ذلك

١ كنعان، علي. (٢٠٠٨). ص: ٢٠٨.

٢ المصدر السابق. ص: ٢١٠-٢١١.

٣ موصلي، سليمان، سليمان، عدنان. (٢٠١٢). ص: ٢٧٧-٢٨٢.

مؤشر بورصة نيويورك (NYSE) ومؤشر (S&P 500) والمؤشر العام لسوق المال المصري ومؤشر سوق دمشق المالي، ويتم حساب المؤشر وفق المعادلة التالية:

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it}.N_{it}}{\sum_{i=1}^n P_{ib}.N_{ib}}.S$$

حيث إن: P_{it} يمثل سعر إغلاق السهم i في الفترة t ، بينما تمثل N_{it} عدد الأسهم للشركة i في الفترة t ، $S=1000$ (قيمة معيارية).

٨- ج-٣) المؤشرات المبنية على أساس الأوزان النسبية (Equally- price Index): يقوم هذا المدخل على أساس افتراض أنه يجب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوينه، ومن ثم يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز إلى الأسعار أو إلى القيمة السوقية، وهي العيوب التي تعاني منها المؤشرات المبنية على أساس السعر والقيمة السوقية، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهاً حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها المؤشر، حيث يعطي المؤشر وفق هذا الأساس قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر بصرف النظر عن القيمة السوقية للشركة، وذلك من خلال استراتيجية استثمار نفس المبلغ في كل سهم. وذلك وفق المعادلة التالية:

$$Index = \frac{Money\ Invested_t}{Money\ Invested_0}.S$$

حيث: $S=100$ (قيمة معيارية)

تاسعاً- دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية:

إن عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة تتطلب موارد مالية كبيرة، وقد تضطر الدول في أغلب الأحيان إلى البحث عن التمويل من داخل أو خارج نطاق الدولة، لتتمكن من تحقيق معدلات التنمية المطلوبة. وهنا تبرز أهمية أسواق المال باعتبارها إحدى الآليات المهمة التي تُسهم في حشد المدخرات الخاصة والعامّة، الوطنية والأجنبية، ومن ثم توجيهها نحو قنوات الاستثمار حسب الخطط القومية للدولة، هذا بالإضافة إلى أنها تعد صلة الوصل بين الجهات التي تملك مدخرات والجهات التي تحتاج إلى سيولة لتمويل عملياتها الاستثمارية، والتي تصب بدورها في مصلحة أهداف التنمية الاقتصادية وتخدم أغراضها، فأسواق المال تعمل على توفير الموارد لتمويل المشروعات القائمة والجديدة من خلال طرح وتسهيل عمليات تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها، بالإضافة إلى تحقيق عوائد للمدخرين والمستثمرين ولا سيما الصغار منهم الذين لا يستطيعون إنشاء مشروعات استثمارية خاصة بهم، وهكذا يمكن أن تسهم الأسواق المالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي من خلال دورها في القيام بعدد من الوظائف التي تشمل الآتي^١:

١) تعبئة المدخرات لتمويل النشاط الإنتاجي وزيادة حجم الاستثمارات: فمن خلال الأسواق المالية يتم توجيه المدخرات نحو الاستثمار، فبدلاً من أن يحفظ المدخر نقوده في بيته أو يضعها في المصارف بأرباح قد تكون زهيدة، فإن سهولة الاستثمار في الأسواق المالية تشجعه على الاستثمار في الأوراق المالية، مما يساعد في توسيع الأنشطة الانتاجية في الاقتصاد الوطني.

١ أزهري الطيب الفكي، أحمد. (٢٠١٧)، ص: ١٢٠-١٢١.

(٢) إعادة توزيع الثروة وزيادة كفاءة تخصيص الموارد: نظراً لأن الأسواق المالية تتيح لكل شرائح وطبقات المجتمع إمكانية الاستثمار في مختلف الأوراق المالية من خلال توسيع قاعدة الملكية وبمبالغ زهيدة، فإن العائدات المحققة قد تساعد في تضيق الفجوة بين الأغنياء والفقراء الذين يستخدمون هذه المنصة لاستثمار أموالهم المدخرة.

(٣) تحفيز عمليات حوكمة الشركات: إن الأسواق المالية تمكن الشركات من توسيع قاعدة المساهمين باستقطاب أكبر عدد ممكن للمساهمة في رؤوس أموال الشركات، ومن أهم معايير هذا الاستقطاب، معيار كفاءة الإدارة في تحقيق غايات المساهمين، لذلك فإن الشركات تهتم بتحقيق أعلى مستويات الكفاءة الإدارية والضبط المؤسسي كلما زادت ثقة المستثمرين فيها واعتبروا الاستثمار في أوراقها المالية أقل مخاطرة.

(٤) تعكس الأسواق مستوى الأداء الاقتصادي للدولة: تعتبر الأسواق المالية بمثابة المرآة التي تعكس الوضع الاقتصادي للدولة، وذلك من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتأثرها بالحالة الاقتصادية للدولة في أغلب الأحيان، إذ يسهم مؤشر السوق بالتنبؤ بالأحداث المستقبلية باعتبار أن أسعار الأسهم هي انعكاس لتوقعات الأحداث الاقتصادية التي ستسود مستقبلاً في الدولة، وعليه فإن التحرك في مستوى المؤشر سوف يعكس الوضع الاقتصادي المتوقع، ومن ثم اتخاذ السياسات والإجراءات اللازمة.

(٥) المساهمة في تمويل خطط التنمية: إن طرح أوراق مالية حكومية من قبل الدولة لتمويل المشروعات التنموية قد يكون متعزراً إن لم تكن هناك منصة لتداول هذه الأوراق تمكن من تسهيلها بالسرعة المناسبة عند الحاجة وقبل حلول أجلها.

(٦) دعم الموقف الائتماني الداخلي والخارجي: إن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد شكلاً من أشكال الائتمان الداخلي، فإذا ازداد شكل هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات الدولية، أصبح من الممكن قبولها كضمان من الدرجة الأولى للحصول على التمويل الداخلي والخارجي. مما سبق يمكن القول بأن السوق المالي أصبح مهماً جداً في الحياة الاقتصادية ولا يمكن الاستغناء عنه في عملية التنمية الاقتصادية، وذلك نتيجة الدور المهم الذي يقوم به من خلال سد فجوة التمويل للمشروعات القائمة أو التي ستقام، وذلك عن طريق وجود أدوات مالية متنوعة تجذب المدخرين من خلال العوائد التي سيحصلون عليها، وكل ذلك يحدث في حال قامت الدول بوضع قوانين وتشريعات ووجود استقرار سياسي يسمح بقيام هذا السوق.

المبحث الثاني

ماهية تنمية الأسواق المالية

أولاً- مفهوم التنمية:

تعد قضية التنمية إحدى القضايا الرئيسية التي تحتل مكانة مهمة على المستويين العالمي والوطني، وخير دليل على ذلك الكم الهائل من الدراسات والبحوث والمقالات حول التنمية في كافة المجالات، والمنشورة في جميع أنحاء العالم في هذا الشأن، وذلك بهدف فهم مشكلة التنمية والتخلف وكيفية مواجهتها مواجهة عملية حقيقية. إن مفهوم التنمية من المفاهيم الشائعة والكثيرة الاستخدام، سواء كان ذلك من خلال الحكومات وهيئاتها المختلفة أو من خلال المؤسسات غير الحكومية أو الأفراد، وإن تعاريف التنمية تختلف باختلاف المدارس، فهناك من ربطها بالبعد الثقافي أو الأخلاقي أو الحضاري، ورغم هذه الاختلافات والاجتهادات إلا أن التنمية هي روابط مختلفة ومتداخلة مع بعضها بأبعادها المتعددة.

وقد عرّفت هيئة الأمم المتحدة في عام (١٩٥٥) التنمية بأنها: "العملية المرسومة لتقدم المجتمع اقتصادياً واجتماعياً، اعتماداً على إشراك المجتمع المحلي ومبادئه"، وفي عام ١٩٥٦ قامت بتعريفها تعريفاً آخر وذلك باعتبارها "العمليات التي يمكن بها توحيد جهود المواطنين والحكومة لتحسين الأحوال الاقتصادية والاجتماعية والثقافية في المجتمعات المحلية، والمساهمة في تقدمها بأقصى قدر مستطاع".^١

كما يمكن تعريف التنمية بأنها "عملية ديناميكية تتكون من سلسلة من التغيرات الهيكلية والوظيفية في المجتمع، وتحدث نتيجة للتدخل في توجيه حجم ونوعية الموارد المتاحة للمجتمع، وذلك لرفع مستوى رفاهية الغالبية من أفراد المجتمع عن طريق زيادة فاعلية أفرادها في استثمار طاقات المجتمع إلى الحد الأقصى".^٢

أي هي توفير عمل مُنتج ونوعية من الحياة الأفضل لجميع الشعوب، وهو ما يحتاج إلى نمو كبير في الإنتاجية والدخل وتطوير القدرة البشرية، وبحسب هذه الرؤيا فإن هدف التنمية ليس مجرد زيادة الإنتاج، بل تمكين الناس من توسيع نطاق خياراتهم، وهكذا تصبح عملية التنمية هي عملية تطوير القدرات وليست عملية تعظيم المنفعة أو الرفاهية الاقتصادية فقط، بل الارتفاع بالمستوى الثقافي والاجتماعي والاقتصادي.^٣

ومن خلال هذه التعريفات يمكن القول إن التنمية تعني التغيرات الهيكلية التي تحدث في المجتمع في نواحيه المختلفة، السياسية والاجتماعية والثقافية والاقتصادية، ومن ثمّ فهي عملية حضارية شاملة ترتبط بخلق أوضاع جديدة ومتطورة، بالتساوي مع جميع الأبعاد دون أن يكون هناك تركيز على جانب دون آخر.^٤

١ لعجال، ليلي. (٢٠١٠). واقع التنمية وفق مؤشرات الحكم الراشد في المغرب العربي. رسالة ماجستير. جامعة قسنطينة. منتوري. ص: ٢٠.

٢ محمد، مدحت. (٢٠٢٠). إدارة وتنمية الموارد البشرية (الاتجاهات المعاصرة). القاهرة: مصر. مجموعة النيل العربية. ص: ١٨٩.

٣ قاسم، خالد مصطفى. (٢٠٠٧). إدارة البيئة والتنمية المستدامة في ظل العولمة المعاصرة. الدار الجامعية للطباعة والنشر. الاسكندرية: مصر. ص: ١٩.

٤ شفيق، محمد. (٢٠٠٠). التنمية الاجتماعية: دراسات في قضايا التنمية ومشكلات المجتمع. الاسكندرية: مصر. المكتب الجامعي الحديث. ص: ١٨.

ومنه يمكننا ملاحظة أن مفهوم التنمية ظهر بداية في علم الاقتصاد، حيث استخدم للدلالة على عملية إحداث مجموعة من التغيرات الجذرية في مجتمع معين، بهدف إكساب ذلك المجتمع القدرة على التطور الذاتي المستمر، وذلك بمعدل يضمن التحسن المتزايد في نوعية الحياة لكل أفرادها، بالصورة التي تكفل زيادة درجات إشباع الحاجات الأساسية عن طريق الترشيح المستمر لاستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة وحسن توزيع عائدات ذلك الاستغلال.

ثانياً - مفهوم التنمية الاقتصادية:

تعد التنمية الاقتصادية وسيلة للخروج من التخلف وهدفاً تسعى الدول النامية إلى تحقيقه، ويختلف مفهوم التنمية الاقتصادية عن النمو الاقتصادي، إذ إن النمو الاقتصادي يعني الزيادة الكمية في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي وعكس مفهوم النمو الاقتصادي هو الركود الاقتصادي، أما التنمية الاقتصادية فتعتبر ظاهرة مركبة تتضمن النمو الاقتصادي، كأحد عناصرها المهمة، بالإضافة إلى حدوث تغيير في الهياكل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية، وعكس ظاهرة التنمية الاقتصادية هو التخلف، ومن ثم فإن التنمية أشمل من النمو^١.

حيث تعرف التنمية الاقتصادية بأنها: "تقدم المجتمع عن طريق استنباط أساليب إنتاجية جديدة أفضل ورفع مستويات الإنتاج، وذلك من خلال تنمية المهارات والطاقات البشرية وخلق تنظيمات أفضل"^٢. كما يمكن تعريفها "بأنها العملية التي نحاول من خلالها زيادة متوسط نصيب الفرد من إجمالي الناتج القومي خلال فترة زمنية محددة، وذلك من خلال رفع متوسط إنتاجية الفرد واستخدام الموارد المتاحة لزيادة الإنتاج خلال تلك الفترة"^٣.

ثالثاً - مفهوم التنمية المالية:

يشير مفهوم التنمية المالية إلى درجة نماء وتطور النظام المالي، التي تعكسها المؤشرات النقدية والمالية الرئيسية، وكذلك من الناحية المؤسسية التي تتضمن تطور حجمه وتنوع أشكال مؤسساته وأسواقه، كما تعد التنمية المالية مفهوماً متعدد الأوجه، لا يقتصر على المؤشرات النقدية فحسب، بل يتضمن التنظيم والرقابة ودرجة التنافس والانفتاح المالي والقدرة المؤسسية، مثل قوة حقوق الدائنين وتنوع الأسواق والمنتجات المالية التي تكون الهيكل المالي للاقتصاد^٤.

ويجدر بنا الإشارة إلى أن قياس التنمية المالية لقي الكثير من الصعوبات في الدراسات التي اهتمت بمجال التنمية المالية، حيث رأى (Pradhman و Pill (1995)) أن المقاييس التقليدية مثل مستوى سعر الفائدة الحقيقي، ونسبة النقود بمفهومها الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي، يمكن أن تؤدي إلى نتائج مضللة، وذلك

١ حاجي، أسماء. موفق، زروق: (٢٠١٧)، دور الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تحقيق التنمية الاقتصادية - دراسة حالة الجزائر ٢٠٠٦ -

٢٠١٥، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، ص: ١٤٣.

٢ معروف، هوشيار. (٢٠٠٥). دراسات في التنمية الاقتصادية: استراتيجيات التصنيع والتحول الهيكلي، طروحات فكرية وحالات دراسية. دار صفاء للنشر: عمان: الأردن. ص: ١١.

٣ إبراهيم، نعمة الله نجيب. (٢٠٠٠). أسس علم الاقتصاد، مؤسسات شباب الجامعة، الاسكندرية: مصر. ص: ٤٩٩.

٤ طارق، خاطر. (٢٠١٥). التنمية المالية والنمو الاقتصادي... مراجعة للفكر الاقتصادي. مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد: ٨، ص: ٣.

لأنها تغفل جوانب مهمة مثل انفتاح الدولة على التدفقات المالية الدولية، تنافسية القطاع المصرفي... الخ، لذا قام الباحثان باستخدام نموذج بسيط لدراسة أحسن مؤشر للتعبير عن التنمية المالية، حيث توصلا في الأخير إلى أن نسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى إجمال الناتج الداخلي الخام هو أحسن مؤشر^١.

رابعاً- ماهية تنمية الأسواق المالية وكيفيةها:

بداية من المهم الإشارة إلى أن النمو والتنمية ليسا نفس الشيء، إذ أن نمو السوق المالي يعني أنه يزداد حجماً أو سيولة، بينما التنمية تعني زيادة أو تحسين قدرة السوق المالي على تلبية احتياجات الاقتصاد كما هو منصوص عليه بين الوظائف الرئيسية للأسواق المالية^٢.

ووفقاً للاتحاد العالمي للبورصات (٢٠٠٢)، يأتي النمو في بورصات الأوراق المالية من خلال المواءمة بين استراتيجيات الشركات مع إمكانات الأعمال، وتدريب الموظفين والاستثمار في البنية التحتية، وتحسين أسواق المشتقات المالية، وتطوير أنظمة المعاشات التقاعدية والتقاعد، وزيادة التجارة عبر الحدود^٣.

وتعتبر عملية تنمية السوق المالي عن الاستخدام الأوسع للأدوات المالية الحالية، وكذلك عملية إنشاء واعتماد عقود مالية جديدة للوساطة المالية وإدارة المخاطر، وتفعيل دور مؤسسات الوساطة المالية، بحيث تقضي إلى تقليص تكاليف الوساطة، والوصول للشمول المالي الذي يعني "أن الأفراد والشركات لديهم إمكانية الوصول إلى منتجات وخدمات مالية مفيدة وبأسعار مقبولة تلبي احتياجاتهم من (المعاملات والمدفوعات والمدخرات والائتمان والتأمين)، ويتم تقديمها لهم بطريقة تتسم بالمسؤولية والاستدامة"^٤، بحيث ينعكس كل ذلك على تحسين مؤشرات العمق المالي، هذا بالإضافة إلى أن "السعي لتحقيق الإدارة الأفضل للسيولة والأموال وتحسين تعبئة الموارد المالية وتخصيصها يؤدي إلى تعميق الأسواق المالية"^٥.

كما تعزز أسواق الأوراق المالية المتطورة بشكل جيد تقاسم المخاطر الدولية، من خلال السماح للمحافظ العالمية بالتحول من رأس مال منخفض العائد أكثر أماناً إلى رأس مال عالي المخاطر أكثر خطورة^٦. وهناك عدة أسباب لتنمية الأسواق المالية، وكلها تتعلق في نهاية المطاف بتحسين الوساطة المالية التي تعد عاملاً رئيسياً للنمو الاقتصادي^٧.

١ بلوكاريف، نادية، رعاد، علي. (٢٠١٥). التنمية المالية- الانفتاح التجاري والنمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة قياسية. مجلة مجاميع المعرفة. المجلد: ٢. العدد: ١. ص: ٣.

2 Kamal A. El-Wassal, (2013), "The Development of Stock Markets: In Search of a Theory", International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 3, No. 3, p: 609.

3 Wendy M. Jeffus. (2004). "FDI AND STOCK MARKET DEVELOPMENT IN SELECTED LATIN AMERICAN COUNTRIES, International Finance Review. P: 37.

4 <https://www.albankaldawli.org>.

5 Paul A. Popiel, (1990). Developing Financial Markets in Sub-Saharan Africa, p: 1.

6 Sin-Yu Ho, Bernard Njindan lyke, (2017) "Determinants of stock market development: a review of the literature", Studies in Economics and Finance, Vol. 34 Issue: 1, pp.143-164

7 Paul A. Popiel, (1990), p: 1.

٤-أ) محددات تنمية السوق المالي:

تتأثر عملية تنمية السوق المالي بالعديد من المحددات منها:

٤-أ-١) مستوى التنمية الاقتصادية: غالبًا ما يُعترف بالنمو الاقتصادي باعتباره أحد المحددات الرئيسية لنمو الأسهم، ففي الواقع يتم زيادة الطلب على الخدمات المالية مثل أسواق الأوراق المالية من خلال توسع الاقتصاد، ويوضح بعض الباحثين أن مستويات الدخل المرتفعة تؤدي إلى تحسّن في بيئة الأعمال، الأمر الذي يؤدي إلى تعزيز تنمية سوق الأوراق المالية، إذ يتم استخدام الناتج المحلي الإجمالي كمقياس لمستوى الدخل في أغلب الدراسات^١.

٤-أ-٢) تطوير القطاع المصرفي: قد يعتبر البعض أن القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية بدائل لبعضهما، بينما يرى آخرون بأنه يجب النظر إليهما على أنهما من مكونات للنظام المالي الشامل، إذ يكمل كل منهما الآخر.

فيما يتعلق بقابلية الاستبدال بين القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية، أظهرت دراسات مختلفة أن أداء البنوك أفضل من أسواق الأسهم في توفير الوظائف المالية للاقتصاد (مثل الحصول على المعلومات حول الشركات وحوكمة الشركات وتقسيم المخاطر على فترات زمنية)، أما فيما يخص أنهما مكملان لبعضهما، فإن الاثنين قد يوفران خدمات مالية تكميلية تعزز النمو الاقتصادي، فقد تعزز أسواق الأسهم ذلك من خلال أداء دور بارز في تسهيل خدمات إدارة المخاطر وتعزيز سيولة السوق، كما قد يكون سوق الأوراق المالية مكملًا لتنمية القطاع المصرفي، إذ تحفز أسواق الأوراق المالية المنافسة من أجل السيطرة على الشركات وتوفير وسائل بديلة لتمويل الاستثمار؛ ومن ثمّ قد يقلل من الآثار الضارة المحتملة للبنوك المؤثرة^٢.

يشير ما سبق إلى أن وجود النظام المصرفي قد يعزز أو يعيق تنمية الأسواق المالية، فإذا كانت البنوك وأسواق الأوراق المالية بدائل، فإن المنافسة الصحية بينهما ستعزز تنميتها، في حين أن المنافسة غير الصحية يمكن أن تتسبب في زوال أي منهما، ومن ناحية أخرى إذا أكملت البنوك أسواق الأوراق المالية، فسوف يتوسع كلاهما بسرعة وفي نفس الوقت.

٤-أ-٣) استقرار الاقتصاد الكلي: من المتوقع أن عدم الاستقرار في البيئة الاقتصادية يكبح سلوك المدخرين والمشاركين في أسواق المال، كما أن التغييرات في السياسة المالية والنقدية وسعر الصرف - خاصة إذا كانت

1 Jeevita Matadeen, (2019), Stock Market Development: An Assessment of its Macroeconomic and Institutional Determinants in Mauritius International Journal of Economics and Financial Issues, 9(4), p: 198.

2 Sin-Yu Ho, Bernard Njindan Iyke, (2017) "Determinants of stock market development: a review of the literature", Studies in Economics and Finance, Vol. 34 Issue: 1, p: 145-146.

غير متوقعة- تؤثر سلباً في ربحية الشركات، ومنه فإن ظروف الاقتصاد الكلي المستقرة قد تؤدي إلى تعزيز تنمية السوق المالي^١.

وعلى سبيل المثال فإن معدل التضخم (المرتفع) مقاساً بمؤشر أسعار المستهلك، يحد من الادخار والاستثمار بسبب تشويه بنية العوائد.

٤-٤) سعر الفائدة: تُظهر بعض الدراسات (Gordon, Shapiro,1956. Spiro,1990. Mok,1993) علاقة سلبية بين أسعار الفائدة والأسعار السوقية للأسهم، فأسعار الفائدة المرتفعة تقلل من قيمة الأسهم، مما يجعل الأوراق المالية ذات الدخل الثابت أكثر جاذبية للمستثمرين من الأسهم، علاوة على ذلك قد تقلل أسعار الفائدة المرتفعة من ميل المستثمرين للاقتراض والاستثمار في سوق الأوراق المالية، كما أنه يرفع تكلفة ممارسة الأعمال التجارية عن طريق زيادة تكلفة رأس المال، على العكس من ذلك يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى انخفاض تكلفة الفرصة البديلة للاقتراض. كما أنه يحفز الاستثمار والأنشطة الاقتصادية الأخرى وأسعار الأسهم.

من جهة أخرى يشير كل من (Shiller,1988. Asprem,1989. Barsky,1989) أن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم إيجابية، على سبيل المثال فإن انخفاض أسعار الفائدة يجعل المستثمرين يتوقعون المزيد من الانخفاضات في أسعار الفائدة، سيكون لمثل هذا التوقع تأثير سلبي على أسعار الأسهم لأن الأوراق المالية ذات الدخل الثابت سترتفع إذا استمرت أسعار الفائدة في الانخفاض^٢.

٤-٥) تدفقات رأس المال الخاص: وتشتمل على تدفقات الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر، وهناك وجهتا نظر متعارضتان بشأن العلاقة بين الاستثمار الأجنبي وتطوير سوق الأوراق المالية، إذ تشير بعض الدراسات بأن الاستثمار الأجنبي ليس سوى بديل لتطوير سوق الأوراق المالية المحلية، إذ لاحظوا أن الاستثمار الأجنبي يتدفق أكثر إلى البلدان الأكثر خطورة والمتخلفة مالياً والأضعف مؤسسياً، أي يصبح الاستثمار الأجنبي بديلاً للأسواق المالية النامية بالنسبة لكل من تمويل الديون وحقوق الملكية، ومن ثم فإن الاستثمار الأجنبي يرتبط بشكل سلبي بتطور سوق الأوراق المالية، بينما يجادل البعض الآخر بأن الاستثمار الأجنبي يكمل أسواق الأوراق المالية، فالاستثمار الأجنبي يميل إلى التدفق إلى البلدان ذات المؤسسات والأسس الاقتصادية السليمة، ومن ثم تعزيز أنظمتها المالية، وذلك للحصول على أرباح عالية من خلال الاستثمار فيها^٣.

٤-٦) القوانين والتشريعات: تؤدي دوراً مهماً في تعزيز تنمية سوق الأوراق المالية، إذ إن وجود الشفافية واللوائح التنفيذية قد يؤثر في كفاءة أسواق الأوراق المالية، فعلى سبيل المثال قد يؤدي الكشف الإلزامي عن معلومات موثوقة عن الشركات إلى زيادة ثقة المستثمرين ومن ثم مشاركتهم، واللوائح التنفيذية التي تزيد من ثقة المستثمرين بالوسطاء ستشجع أيضاً أنشطة التداول في سوق الأسهم، كما أن الحماية القانونية الأفضل لمصالح

1 Jeevita Matadeen,(2019), p: 199.

2 Sin-Yu Ho, Bernard Njindan Iyke, (2017), p: 147-148.

3Rasmus Malcus, Mathias Persson,(2018), "The Impact of Foreign Direct Investment on the Stock Market Development in Sweden", university of Gothenburg, Bachelor thesis, p4-5.

المساهمين والدائنين ستعزز تدفق الاستثمارات وتوافر التمويل الخارجي للشركات، لذلك فإن الاختلافات في الأنظمة القانونية وتنفيذها مهمة في فهم سبب قيام بعض الشركات بجمع أموال أكثر من غيرها عبر البلدان، وتظهر الدراسات أن توفير حماية أفضل للمستثمرين ترتبط بالحوكمة الفعالة للشركات، والتي تتجلى في أسواق مالية أوسع وأعمق، وتخصيص الموارد بكفاءة بين الشركات^١.

٤-٧) تحرير الأسواق المالية: لقد وثقت عدد من الدراسات النظرية أن تحرير الأسواق المالية له تأثير إيجابي على تنمية سوق الأوراق المالية، إذ وفقاً لـ (Henry 2000a)^٢ فإن تحرير سوق الأوراق المالية هو قرار تتخذه الحكومة للسماح للأجانب بشراء أسهم في سوق الأوراق المالية في ذلك البلد، استناداً إلى التنبؤ الأساسي لنماذج تسعير الأصول الدولية القياسية، كما يؤكد أن تحرير سوق الأوراق المالية يسمح بتقاسم المخاطر بين المستثمرين المحليين والأجانب، لذلك سيتم تخفيض تكلفة رأس المال السهمي في الدولة المحررة، مما يعزز تطور سوق الأوراق المالية، كما يشير (Mishkin 2001)^٣ إلى أن التحرير المالي له تأثير إيجابي على حوكمة الشركات، ويوضح أن التحرير المالي يعزز الشفافية والمساءلة ويقلل من مشاكل الاختيار الخاطئ والمخاطر الأخلاقية، وإن مثل هذا التحسين يقلل من تكلفة الاقتراض في أسواق الأوراق المالية، ومن ثمّ تحفيز تطوير أسواق الأوراق المالية^٤.

٤-٨) تكامل سوق الأوراق المالية: يمكن أن يكون لتكامل سوق الأوراق المالية تأثير إيجابي أو سلبي على تطوير سوق الأوراق المالية. وفق (Bekeart and Harvey 2000)^٥ يتم تعريف السوق على أنه متكامل مالياً إذا كانت المشاريع ذات المخاطر المتماثلة لها عوائد متوقعة متطابقة عبر الأسواق المختلفة. أما في السوق المجزأ فيقتصر المستثمرون المحليون على الاستثمار في الأوراق المالية المحلية، بينما يُستثنى المستثمرون الأجانب من الاستثمار في السوق المحلية أو يُسمح لهم بالاستثمار بتكلفة عالية نسبياً. ويوضح (Obstfeld 1994)^٦ و (Stulz 1999)^٧ أنه عندما لا تكون الأسواق متكاملة مالياً، فقد يتعرض الاقتصاد لتشوهات أساسية مختلفة، منها أن المستثمرين المحليين لن يتمكنوا من تنويع محافظ الأسهم الخاصة بهم لأنه لا

1 Sin-Yu Ho, Bernard Njindan Iyke, (2017), p: 150– 151.

2 Henry, P.B. (2000a), "Stock market liberalization, economic reforms and emerging market equity prices", Journal of Finance, Vol. 58 No. 2, pp. 529–563.

3 Mishkin, F. (2001), "Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries", NBER Working Paper No. 8087, NBER, Cambridge.

4 Sin-Yu Ho, Bernard Njindan Iyke, (2017), P: 151.

5 Bekaert, G. and Harvey, C. (2000), "Foreign speculators and emerging equity markets", Journal of Finance, Vol. 55 No. 2, pp. 565–614.

6 Obstfeld, M. (1994), "Risk taking, global diversification and growth", American Economic Review, Vol. 84, pp. 1310–1329.

7 Stulz, R.M. (1999), "International portfolio flows and security markets", in Feldstein, M. (Ed.), International Capital Flows, University of Chicago Press, Chicago, IL.

يُسمح لهم إلا بالاستثمار في الأوراق المالية المحلية، كما تؤدي تجزئة السوق إلى تخصيص غير فعال للموارد الإنتاجية.

كما أشار (Bekeart and Harvey 2000) إلى أن التكامل المالي يمكن أن يحسن أوجه القصور هذه، فعندما يُسمح للمستثمرين المحليين بشراء أسهم أجنبية فعالة، لن يكونوا مهتمين بعد الآن بالاستثمار في الشركات المحلية غير الفعالة، ومن ناحية أخرى، إذا تم الشروع في إصلاحات قانونية وكان هيكل السوق مرضياً فستكون هناك زيادة في تدفقات رأس المال، ومن ثمّ تعزيز تنمية الأسواق المالية، بعبارة أخرى، قد يرتبط التحرير الفعال لسوق رأس المال بتدفقات كبيرة جديدة لرأس المال الأجنبي، وعلى العكس تماماً إذا تم اتخاذ تدابير تقييدية أو لم تكن البيئة السياسية والاقتصادية مواتية للمستثمرين الدوليين فسيؤدي ذلك إلى انخفاض في تدفقات رأس المال الأجنبي^١.

٤-٩) الانفتاح التجاري: يفيد الانفتاح التجاري في تنمية الأسواق المالية من جانبين هما: جانب العرض وجانب الطلب.

فيما يتعلق بجانب العرض، أظهر (Rajan and Zingales 2003^٢) أن الانفتاح التجاري له تأثير إيجابي على تطوير الأسواق المالية، حيث يميل إلى تحفيز الاستثمار والإقراض المصرفي، ومن ثمّ تعزيز تنمية الأسواق المالية، ويشارك (Braun, M. and Raddatz, C.2005^٣) وجهة نظر مماثلة، حيث يظهر أن البلدان تشهد تحسينات في أنظمتها المالية عندما تقوم بتحرير قطاعاتها التجارية. وذلك لأن تحرير التجارة يقلل من قوة المجموعات الأكثر اهتماماً بعرقلة تطوير الأسواق المالية.

أما فيما يتعلق بجانب الطلب، فيجادل (Vlachos and Svaleryd 2002^٤) بأن الانفتاح التجاري يزيد من تعرض الدولة للصدمات الخارجية والمنافسة الأجنبية، ومن ثمّ فإن زيادة المخاطر المرتبطة بالانفتاح التجاري تؤدي إلى الطلب على المنتجات والخدمات المالية الجديدة لتتويع هذه المخاطر^٥.

بالنتيجة نجد أن الدخل الحقيقي ومعدل نموه يمكن أن يعزز تنمية سوق الأوراق المالية، كما يمكن النظر إلى القطاع المصرفي كبديل أو مكمل لسوق الأوراق المالية، أما معدل التضخم فإنه يرتبط بشكل سلبي بنمو سوق الأسهم. بالإضافة إلى أنه يمكن أن يكون لسعر الفائدة علاقة سلبية أو إيجابية بتطور سوق الأسهم، كما ترتبط حركة سعر الصرف بشكل سلبي بتطور سوق الأوراق المالية، إذ يمكن أن يؤثر ارتفاع قيمة العملة سلباً على

1 Sin-Yu Ho, Bernard Njindan Iyke, (2017), p: 152- 153.

2 Rajan, R.G. and Zingales, L. (2003), "The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century", Journal of Financial Economics, Vol. 69, pp. 5-50.

3 Braun, M. and Raddatz, C. (2005), "Trade liberalization and the politics of financial development", World Bank Policy Research Working Papers 3517, World Bank, Washington, DC.

4 Svaleryd, H. and Vlachos, J. (2002), "Markets for risk and openness to trade: how are they related?", Journal of International Economics, Vol. 57, pp. 369-395.

5 Sin-Yu Ho, Bernard Njindan Iyke, (2017). P: 152-153.

أسعار الأسهم، أما بالنسبة إلى تدفقات رأس المال الخاص فيمكن أن يكون لها تأثير إيجابي أو سلبي على سوق الأسهم، أما بالنسبة إلى العوامل المؤسسية فإن النظريات توفر اتجاهًا أكثر تحديداً حول كيفية تأثيرها على تطور سوق الأوراق المالية، فالقوانين والتشريعات لها تأثيرات مختلفة على نمو سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك تساهم عوامل مثل التحرير المالي والانفتاح التجاري بشكل إيجابي في نمو سوق الأوراق المالية، كما يمكن أن يكون لتكامل سوق الأوراق المالية تأثير إيجابي أو سلبي على تطوير سوق الأوراق المالية.

٤-ب) متطلبات عملية تنمية الأسواق المالية:

تحدث عملية التنمية عندما يكون الوسيط في السوق المالي قادراً على الوصول إلى حلول وسط مقبولة للطرفين فيما يتعلق بشروط المعاملات المالية، ومثال على ذلك فترة الاستحقاق والضمانات والأقدمية والسيطرة، بالإضافة إلى التسويات الصغيرة التي لا تعد ولا تحصى، كما تعتبر عملية تنمية السوق المالي عملية إبداعية من نواحٍ كثيرة، وتتطلب ما يلي^١:

٤-ب-١) تتطلب عملية التنمية الانتقال إلى نظام سوق قوي بشكل معقول، وذلك من خلال بناء مؤسسات السوق وإعادة تعيين القواعد واللوائح مع تطوير النظام، حيث يرى كل من (Kraakman و Gilson 2003) بأهمية البحث بشكل عميق في هيكل الوكالة والحوافز التي تميز مؤسسات السوق، والتي يتم من خلالها تنفيذ المراجعة وتحديد القيمة السوقية للأصل المالي^٢.

٤-ب-٢) إن السياسات الفعالة لا تحتاج إلى أن تكون جيدة الصياغة فحسب، بل يجب أن تتطور أيضاً مع تغير الأسواق مع التكنولوجيا والابتكار.

٤-ب-٣) إن الهدف من عملية التنمية هو زيادة المنافسة والانفتاح والابتكار مع الحفاظ على الرقابة الكافية والحوافز المناسبة والقيود اللازمة، لذلك فإنه من الضروري مع تطور القطاع المالي، وجود آليات رقابة تراقب تطور الأسواق باستمرار، وتدرس الحوافز التي يواجهها المتعاملون، وتحلل الآثار المترتبة على الاستقرار المالي. ٤-ب-٤) لقد أظهرت التجارب أن التحرير المالي وظهور أسواق ومؤسسات جديدة، في ظل غياب الرقابة الكافية والهيكل التنظيمي المتكيف، يمكن أن يؤدي إلى خلل في النظم المالية.

٤-ب-٥) غالباً ما يؤدي التحرير والتطوير والابتكار من خلال تغيير البيئة المالية إلى ظهور فجوات حرجية في المعلومات المتاحة لمختلف المتعاملين في السوق، وتشويه هيكل الحوافز أيضاً، ومن ثمَّ يجب إعادة التفكير في تصميم العقود واللوائح والمؤسسات التي تدعم عمل الأسواق المالية.

٤-ب-٦) قد يكون الفصل بين التنظيم والمنافسة مضللاً، ففي كثير من الأحيان، قد يتطلب تعزيز المنافسة مزيداً من التنظيم، وهذا هو الحال في المراحل الأولى من التطوير، عندما يتعين على الحكومة إنشاء البنية التحتية الأساسية لدعم الأسواق.

1 Ralph Chami, Connel Fullenkamp and Sunil Sharma, (2009), A Framework for Financial Market Development, IMF working paper, p: 51.

2 Gilson, Ronald J. and Reiner Kraakman, 2003, "The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias," Journal of Corporation Law, (Summer), pp. 715-742.

٤-ب-٧) قد تحتاج الأسواق الناشئة إلى تقوية القواعد التي تعزز المنافسة، وإزالة القواعد والممارسات التي تعوقها.

٤-ج) إطار عمل لتنمية السوق المالي:

يوفر إطار العمل طريقة منهجية لتشخيص المشاكل الحالية أو الناشئة، وذلك من خلال ما يلي^١:
٤-ج-١) تحديد الوكلاء الذين هم المقترضون والمقرضون ومقدمو السيولة والمنظمون أو من المحتمل أن يكونوا كذلك.

٤-ج-٢) فحص تفضيلاتهم وقيودهم وحوافزهم.

٤-ج-٣) التحقيق في سبب عدم تلبية احتياجاتهم حالياً من خلال العقود القائمة.

٤-ج-٤) تجديد أو إدخال السياسات والمؤسسات التي تجعل من الممكن استخدام العقود الحالية، أو إنشاء عقود جديدة، بحيث تلبى متطلبات جميع المتعاملين في السوق المالي.

٤-د) تنمية وتطوير السوق المالية المحلية:

لا تخلو عملية تنمية السوق المالي من التحديات، ولا سيما في الاقتصاديات النامية واقتصاديات الأسواق الناشئة، فغالباً ما يعيق عملية التنمية في هذه الأسواق حجم السوق الصغير والمؤسسات الضعيفة وسياسات الاقتصاد الكلي غير المستقرة، بالإضافة إلى العقبات السياسية والوقت اللازم للتغلب على هذه القيود.

ففي دراسة قدمت لصندوق النقد الدولي من قبل (Luc Laeven, 2014)، وضعت الدراسة العديد من المقترحات التي يمكن أن تساعد صانعي السياسات في اتخاذ القرارات اللازمة من أجل تنمية وتطوير السوق المالية المحلية، إذ يمكن تلخيص هذه المقترحات كالتالي^٢:

٤-د-١) لا يمكن للأسواق المحلية أن تتطور بدون سياسات اقتصاد كلي سليمة، وبيئة قانونية تحمي حقوق الملكية، فالحكومة لها الدور الكبير هنا، وذلك من خلال توفير سياسات اقتصاد كلي مستقرة، وإطار مؤسسي يعزز حقوق المستثمرين، كما يمكن للحكومة توفير البنية التحتية المالية الأساسية اللازمة لتداول الأوراق المالية، مثل توفير منصة للتداول ونظام التسوية، كما يمكنها إنشاء الإطار القانوني والتنظيمي لإصدار الأوراق المالية، وسلوك السوق، والمراقبة والإبلاغ، والمقاصة والتسوية.

كما يمكن للحكومات أيضاً تشجيع إنشاء وكالات تصنيف لتقديم التقييم المستقل لمخاطر الائتمان اللازمة لتطوير أسواق سندات الشركات المحلية.

٤-د-٢) تتطلب عملية تنمية السوق المالي المحلي الوقت والتسلسل المناسب، حيث تتطلب بعض الأسواق بنية تحتية مالية أكثر تطوراً وحماية قانونية أقوى للنمو، بالإضافة لذلك يجب تطوير البيئة الاقتصادية والقانونية

1Ralph Chami, Connel Fullenkamp and Sunil Sharma, (2009), A Framework for Financial Market Development, IMF working paper,p50.

2 Luc Laeven, The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges, IMF Working Paper, December 2014,p17-18.

للبلد بشكل كاف قبل توقع أن تؤدي الاستثمارات في البنية التحتية للسوق ثمارها، حسب دراسة (De la Torre, Augusto, Gozzi, and Schmukler, 2008).¹

وذلك يعني أنه لا توجد حلول سريعة لتنمية السوق المالي، فعملية التنمية هي عملية تدريجية وتفاعلية، تمتد لفترات طويلة من الزمن، بالإضافة لذلك فإن العديد من الأسواق يكمل بعضها بعضاً، ويجب أن يؤخذ ذلك في الاعتبار عند النظر في التسلسل الأمثل لإصلاحات سوق رأس المال.

أخيراً، ينبغي تنسيق تسلسل إصلاحات سوق رأس المال مع التحرير المالي، حيث إن الانفتاح على رأس المال الأجنبي يمكن أن يؤدي إلى تقلبات اقتصادية مفرطة إذا لم تكن الأسواق متطورة بما فيه الكفاية، حتى عندما تكون سياسات الاقتصاد الكلي سليمة بشكل عام.

٤-٣) يمكن تعزيز تنمية أسواق السوق المالي من خلال السياسات التي تزيد من حجم السوق، بما في ذلك إصلاحات المعاشات التقاعدية والتحرير المالي والإصلاحات الضريبية، حيث يمكن أن يؤدي إنشاء صناديق التقاعد الخاصة إلى إنشاء قاعدة مستثمرة كبيرة ومتنوعة من المستثمرين المؤسسيين، كما أن فتح السوق للأجانب من خلال التحرير المالي يمكن أن يؤدي إلى توسيع قاعدة المستثمرين وتنويعها، (على الرغم من أن ذلك يحتاج إلى توخي الحذر لإدارة الزيادة المحتملة في التقلبات في تدفقات رأس المال بعد التحرير المالي)، علاوة على ذلك، يمكن لإصلاحات حوكمة الشركات التي تحمي مصالح المستثمرين الأقلية، أن توسع قاعدة المستثمرين الأفراد والأجانب، كما يمكن للإصلاحات الضريبية بحيث تجعل المعالجة الضريبية لإصدار واستثمار الأوراق المالية أكثر جاذبية للمصدرين والمستثمرين، والتي تمكن من زيادة حجم السوق عن طريق زيادة العرض والطلب على الأوراق المالية.

٤-٤) إن القواعد التي تعزز عملية الإفصاح عن المعلومات، وتوحيد منتجات الأوراق المالية، والمعاقبة على سوء السلوك في تعاملات الأوراق المالية، ستقوم بتعزيز تنمية سوق أولية فعالة لإصدار الأوراق المالية، وتنمي سوقاً ثانوياً فعالاً.

مع توفر هذه الظروف، يمكن لأي بلد مع مرور الوقت تطوير سوق مالي محلي يخصص رأس المال بكفاءة لدعم النمو الاقتصادي، حيث يتألف مثل هذا السوق من سوق أساسي لإصدارات الأسهم والسندات في مجموعة من آجال الاستحقاق، وسوق ثانوي حيث تكون معلومات الأسعار متاحة باستمرار، وتكون تكاليف المعاملات منخفضة؛ وسوق سندات بالعملة المحلية يوفر مخاطر سعر صرف آمنة لغياب الأصول.

ومع ذلك، فإنه في عالم يزداد عولمة، لا تحتاج كل دولة إلى تطوير كامل للسوق المالي داخلياً، حيث سيعتمد التوازن الأمثل بين تطوير أسواق المال المحلية والتكامل في أسواق المال العالمية على ظروف الدولة، مثل الحجم الاقتصادي ومرحلة التنمية.

1 De la Torre, Augusto, Juan Carlos Gozzi, and Sergio L. Schmukler, 2008, "Capital market development: whither Latin America?" in Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets, ed. by Sebastian Edwards & Marcio G. P. Garcia, NBER Books, Chapter 4, pp. 121-153 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research).

كما أن الدراسات المعاصرة جلها برهنت على "الدور الإيجابي للنمو المالي في التنمية الاقتصادية، معتمدة في ذلك على دراسات تجريبية أثبتت وجود علاقة موجبة وقوية بين تطور الأسواق المالية والمصرفية والنمو الاقتصادي، من خلال الجمع بين العديد من المؤشرات المالية والنقدية، وتبيان آثارها المختلفة على النمو والتنمية الاقتصادية، مثل مستوى تطور المصارف، وهياكلها، وأدوات السياسات النقدية والمالية، وحجم السوق المالي، ومعدل الرسملة، وسيولة السوق ودرجة اندماجه... الخ"^١.

٤-٥) مؤشرات تنمية السوق المالي:

لقد ركزت العديد من الدراسات على تطوير مؤشرات تنمية السوق المالي، وذلك بناء على تصنيف البيانات وتحليلها لفهم اتجاهات التنمية في السوق المالي، إذ تستخدم الدراسات نسبة القيمة السوقية إلى إجمالي الناتج المحلي، أو نسبة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة إلى إجمالي الناتج المحلي، أو نسبة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية، كمؤشر لتنمية السوق المالي.

وبالاعتماد على المنهجية المتبعة من قبل صندوق النقد الدولي (IMF) ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) في تحليل تطور النظام المالي، وذلك في سبيل تحديد مستوى التنمية للسوق المالي المدروس، حيث تم التمييز بين أربعة مؤشرات لتنمية السوق المالي كما يلي^٢:

٤-٥-١) مؤشر حجم السوق المالي: يعتبر السوق المالي مصدراً مهماً لرأس المال الاستثماري وبتكاليف منخفضة نسبياً، كما يوفر السوق المالي الأكثر تطوراً منتجات مالية مختلفة تقلل من تكلفة رأس المال الضروري للتنمية، ومن ثم فإن حجم السوق مقاساً بـ " أحجام التداول، وقيم التداولات، والرسملة السوقية (عدد أسهم الشركات المدرجة بالسوق * سعر الإغلاق في نهاية العام)"، يعد مؤشراً مهماً لتنمية السوق المالي.

٤-٥-٢) مؤشر إمكانية الوصول للسوق المالي: تعتبر إمكانية وصول المستثمرين والشركات إلى السوق أحد مؤشرات تنمية السوق المالي، فكلما كانت السوق أقل تركيزاً بعدد محدود من الشركات الكبرى دل ذلك على مستوى تطور أعلى للسوق، فانخفاض التركيز في السوق يشير إلى أن الوصول إلى السوق يعني أنه ليس فقط الشركات الكبيرة إنما الشركات الصغيرة أيضاً يمكنها الحصول على التمويل اللازم من خلال الدخول إلى السوق المالي والمنافسة بشكل عادل، إذ يمكن قياس مؤشر الوصول إلى السوق من خلال "عدد الشركات المدرجة، وعدد الاكتتابات الجديدة، ونسبة التركيز أو مجموع الحصة السوقية لأضخم 10 شركات من حيث القيمة السوقية، ومؤشر Herfindahl-Hirschman (HHI) الذي يدل على درجة تركيز عالية واحتكار للسوق كلما ارتفعت قيمته".

٤-٥-٣) مؤشر الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي: يجب أن يوفر السوق المالي المتطور فرصة للمستثمرين والمتعاملين لتخصيص الأموال بين الاستثمارات الكفوءة، بمعنى آخر تتجسد الكفاءة الاقتصادية للسوق

١ بن دعاس زهير، رقوب نريمان، قياس مدى كفاءة النظام المالي الجزائري على ضوء أبعاد ومؤشرات التنمية المالية، ورقة بحثية، جامعة المسيلة، الجزائر، ٢٠١٩، ص ٨.

2 Pariyada Sukcharoensin, Sorasart Sukcharoensin, The Analysis of Stock Market Development Indicators: Evidence from the ASEAN-5 Equity Markets, International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol. 4, No. 6, December 2013, p2.

المالي في حرية تحرك رؤوس الأموال من خلال التداولات بسرعة وبأقل تكلفة ممكنة، ويمكن قياس الكفاءة الاقتصادية من خلال "معدل دوران الأسهم، ومتوسط تكلفة التداول".

٤-هـ-٤) مؤشر الاستقرار: من الناحية النظرية إن وجود السوق المالي من شأنه أن يخفف من مشكلة الوكالة^١ ومن عدم تماثل المعلومات^٢، ومن ثمّ يعزز الاستقرار والنمو على المدى الطويل، ولكي تكون الأسواق مستقرة يجب أن تتبع عوائد الأسهم التوزيع الطبيعي وتكون أقل التواء، ويمكن تحديد درجة استقرار السوق المالي من خلال مؤشرات أخرى مثل "نسبة السعر إلى الأرباح، ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية، وعائد التوزيعات".

ما سبق يقود إلى القول إنه لكي تقوم الأسواق المالية بدورها التمويلي في الاقتصاد، فإن ذلك يتطلب توفر العديد من الشروط والمتطلبات، كالاستقرار السياسي والاقتصادي في الدولة، وتوفير سياسات اقتصاد كلي سليمة، وكذلك وجود تحرر مالي يسمح بحرية دخول الاستثمارات الأجنبية، ومن ثمّ القدرة على تشكيل محافظ استثمارية والاستفادة من ميزة التنوع وذلك لتخفيض المخاطر المحلية، مع القدرة على الاستفادة من هذه الاستثمارات وتوجيهها للقطاعات التي تؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية المطلوبة، وهذا يحدث في ظل توفر سوق مالي متطور.

فعملية تنمية السوق المالي تعني تحسين قدرة السوق على تلبية احتياجات الاقتصاد والمساهمة في تحقيق الهدف العام وهو تحقيق التنمية الاقتصادية.

كما أن عملية تنمية السوق المالي تحتاج إلى مدة زمنية طويلة كما تعتبر عملية إبداعية، فهي تعني توفر أدوات مالية جديدة وتواكب التطورات الحاصلة في النظام المالي، مثلاً ظهور الهندسة المالية احتاج لأدوات مالية مثل الخيارات والعقود المستقبلية وغيرها، وكذلك الحال بالنسبة لظهور العملات الالكترونية.

أما في الأسواق المحلية والنامية فهي بحاجة إلى توفر بنية تحتية إلكترونية ومالية متطورة، فضلاً عن وجود استقرار اقتصادي وقوانين وتشريعات تحمي المتعاملين في السوق، بالإضافة إلى تمتع هذه الأسواق بحجم كبير سواء من ناحية قيمته السوقية أو من ناحية أحجام وقيم التداول.

١ تشير مشكلة الوكالة عادةً إلى تضارب في المصالح بين إدارة الشركة وحملة أسهم الشركة، فمن المفترض أن يتخذ المدير، الذي يعمل كوكيل للمساهمين، قرارات من شأنها زيادة ثروة المساهمين إلى أقصى حد على الرغم من أنه من مصلحة المدير تعظيم ثروته الخاصة" انظر: <https://www.investopedia.com>.

٢ "تحدث المعلومات غير المتماثلة، والمعروفة أيضًا باسم "فشل المعلومات"، عندما يمتلك أحد أطراف المعاملة الاقتصادية معرفة مادية أكبر من معرفة الطرف الآخر، تتضمن جميع المعاملات الاقتصادية تقريباً عدم تناسق المعلومات" انظر: <https://www.investopedia.com>.

الفصل الثاني

الاستثمار الأجنبي ودوره في تنمية الأسواق المالية

أعطى الاستثمار الأجنبي دفعة مهمة لمسيرة التكامل العالمي، وذلك من خلال المساهمة في ربط أسواق رأس المال وأسواق العمل وإنتاجية رأس المال في الدول المضيفة له.

إذ عادة ما يمكن عزو بطء موجة التطور في الدول النامية إلى عدم كفاية الموارد لتسريع النمو الاقتصادي والتنمية، فالادخار في هذه الدول أقل من احتياجات الاستثمار، ومن ثمَّ لجأت معظم الدول إلى الاقتراض من الخارج على الرغم مما له من تبعات سلبية، بينما سعت دول أخرى لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية، بهدف استكمال الجهود المحلية لتحقيق التنمية التي تسعى إلى تحقيقها هذه الدول، فالاستثمار الأجنبي قد يكون أقل خطورة من الاقتراض الخارجي، كما له دور في تنمية السوق المالي للدولة المضيفة، من خلال التكنولوجيا والأدوات التي ينقلها.

وسيتم الحديث في هذا الفصل عن الاستثمار الأجنبي وماهيته وأهميته ودوافعه، وكذلك مزاياه بالإضافة إلى عيوبه، كما سيتم الحديث عن دوره في تنمية السوق المالي، وفق المبحثين الآتيين:

المبحث الأول: ماهية الاستثمار الأجنبي

المبحث الثاني: دور الاستثمار الأجنبي في تنمية السوق المالي

المبحث الأول

ماهية الاستثمار الأجنبي

أولاً- مفهوم الاستثمار:

يوجد العديد من التعريفات للاستثمار، نذكر منها ما يلي:

(١) الاستثمار: هو التضحية بمنفعة مالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاكي حالي، من أجل الحصول على منفعة مستقبلية يمكن الحصول عليها من استهلاك مستقبلي أكبر^١.

(٢) وهو توظيف الأموال المتاحة في أصول متنوعة للحصول على تدفقات مالية أكثر في المستقبل، وهذه التدفقات عبارة عن تعويضات يحصل عليها المستثمر بدلاً من استخدام هذه الأموال من قبل مستثمرين آخرين طيلة الفترة التي يتخلى بها المستثمر عن رأسماله، آخذين بعين الاعتبار تحقيق عوائد تغطي قيمة التعويضات المطلوبة، وعلاوة المخاطر الناجمة عن عدم التأكد في الحصول على التدفقات المتوقعة في المستقبل، وتتجاوز معدل التضخم^٢.

أي إن الاستثمار يعني توظيف الأموال لفترة زمنية محددة بهدف الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية، تعوض عن القيمة الحالية للأموال ومخاطر التضخم والتدفقات.

ويوجد تقسيمات عدة للاستثمار ولكن سنبحث هنا الاستثمار من ناحية الموقع الجغرافي، والذي يرتبط بالبحث، إذ يقسم الاستثمار من الناحية الجغرافية إلى استثمار محلي وخارجي كما يلي:

أ- الاستثمار المحلي (الداخلي): وهو الذي يكون داخل الحدود الإقليمية للبلد محل الدراسة، مهما كانت طبيعة هذا الاستثمار والأدوات المختارة، ويوجد عدة أشكال له نذكر منها: الاستثمار في تكوين رأس المال الثابت، أو في تكوين المخزون السلعي، وفي فائض ميزان المدفوعات، وأخيراً الاستثمار في الأوراق المالية.

ب- الاستثمار الخارجي: وهو استخدام الأموال الفائضة في الأدوات الاستثمارية والفرص المتاحة في الأسواق الأجنبية، أي خارج الحدود الإقليمية لدولة المستثمر المقيم، مهما كانت طبيعة هذه الاستثمارات فردية أم جماعية أو بصورة مباشرة (شراء أحد الاستثمارات المتاحة) أو غير مباشرة (مساهمة المستثمر بحصة في محفظة مالية)^٣.

١ طوقان، عامر. (٢٠١٨). الاستثمار وأسواق المال ودراسات الجدوى. دار البيروني. الأردن. ص: ١٣.

٢ آل شبيب، دريد كامل. (٢٠١٢). الاستثمار والتحليل الاستثماري. دار اليازوري العلمية. الأردن. ص: ٩.

٣ المصدر السابق، ص: ٤١-٤٢.

ثانياً - مفهوم الاستثمار الأجنبي:

تتعدد التعريفات التي ذكرت للاستثمار الأجنبي، فمن ذلك:

- (١) هو انتقال رؤوس الأموال عبر حدود إقليم دولة معينة إلى الدول المستقطبة لها، من أجل بناء أو توسيع البنى الاقتصادية لها أو استثمارها في شراء الأسهم والسندات أو الإقراض من أجل تحقيق ربح معين^١.
 - (٢) وهو امتلاك للأصول والممتلكات الأجنبية مقابل الحصول على عائد مالي معين مثل الفوائد والأرباح^٢.
 - (٣) كما يمثل تدفق الموارد الاقتصادية إلى الخارج، بهدف استخدامها من قبل الغير، وتشتمل على القروض والمساعدات والاكتتاب في الأسهم بالإضافة إلى المشاركة مع رأس المال الوطني في إنشاء المشروعات المختلفة في البلد المضيف لتلك الاستثمارات^٣.
 - (٤) وهو مجموع الاستخدامات من الموارد المالية، التي تجري خارج البلد الأم، وتشكل في الأخير حركات دولية لرؤوس الأموال، بغرض تحقيق الأهداف الاقتصادية والسياسية، سواء كانت هذه الاستثمارات مالية أو حقيقية^٤.
 - (٥) وهو عبارة عن تدفق رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى، مهما كان شكلها، لغرض الاستثمار فيها بإقامة شركات جديدة أو بالمساهمة في رؤوس أموال شركات قائمة أو بتطويرها في إنتاج سلع أو خدمات، سواء صاحب هذا التدفق جهد بشري أم لا، وذلك من أجل تحقيق عائد يفوق ما يتوقعه المستثمر من تحقيقه في دولته الأم^٥.
 - (٦) ويقصد به الأموال الموظفة في موجودات مادية أو مالية، فإذا كان ذلك الاستثمار في موجودات مادية أطلق عليه استثمار أجنبي مباشر، وإذا كان في موجودات مالية (أسهم وسندات) أطلق عليه استثمار أجنبي محفظي، ويعد الاستثمار الأجنبي أحد أهم المصادر التمويلية سواء للدول المتقدمة أو النامية^٦.
- أي إن الاستثمار الأجنبي يعبر عن انتقال رؤوس الأموال عبر البلدان، وذلك بهدف تحقيق الأرباح بالإضافة إلى الاستفادة من المزايا التي تقدمها الدولة المضييفة له، والتي تغطي المخاطر الناتجة من استثماره، وكذلك تقديم أموال تكون الدول المضييفة بحاجة لها من أجل تحسين الوضع المالي لديها.

١ الساعدي، أحمد كاظم. (٢٠٢٠). حماية الاستثمار الأجنبي في القانون الدولي العام. ط: ١. المركز العربي للدراسات والبحوث العلمية. مصر. ص: ١٦.

2 Daniels , John D , Radebagy , LeeH , (2001), " Internatrcanl Business Environments and operations " th Edition Prentice Hall , Australia , p11.

٣ سعيدي، يحيى، (٢٠٠٧)، تقييم مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، أطروحة دكتوراة، جامعة منتوري-قسنطينة، الجزائر، ص: ٥٩.

٤ لبيب، عامر أحمد. (٢٠١٩). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر على سوق رأس المال - دراسة حالة قطر. رسالة ماجستير. جامعة محمد خيضر - بسكرة. الجزائر. ص: ٥.

٥ خضير، عقبة. (٢٠١٥). أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الدوحة-قطر للأوراق المالية (٢٠٠٨-٢٠١٣). رسالة ماجستير. جامعة محمد خيضر - بسكرة. الجزائر. ص: ١٠٤.

٦ الجميل، سمر كوكب، (٢٠١٧)، ص: ٣٣.

ثالثاً - أنواع الاستثمار الأجنبي:

يعتمد معظم الباحثين على شكلين رئيسيين للاستثمار الأجنبي، وهما المباشر وغير المباشر، كما هو مبين أدناه:

أ) الاستثمار الأجنبي المباشر (Foreign Direct Investment):

سيتم التعريف بالاستثمار الأجنبي المباشر، بالإضافة إلى ذكر أهم أشكاله وفق الآتي:

أ-١) التعريف بالاستثمار الأجنبي المباشر:

أ-١-١) ما أورده منظمة التجارة العالمية (WTO): هو امتلاك مستثمر مقيم في بلد ما، أصلاً إنتاجياً في بلد آخر، وذلك بقصد إدارته والحصول منه على عائد استثماري.

أ-١-٢) وكذلك عرف تقرير الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD) الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه "استثمار يفترض وجود علاقة استثمارية طويلة الأجل بين الدولة المضيفة والمستثمرين الأجانب، وقد يسعى هؤلاء المستثمرون عن طريق هذه العلاقة إلى التحكم في مشاريع أو مؤسسات تنتمي إلى البلد المضيف، تعود ملكيتها بالكامل لهم، وقد يشاركونهم في هذه الملكية مواطنون أو أجانب".^١

أ-١-٣) أما البنك الدولي (world bank) فقد عرفه بأنه: "نوع من أنواع الاستثمار الدولي يقوم على وجود كيان استثماري في اقتصاديات إحدى الدول، بحيث يكون للكيان المذكور قدرة على السيطرة والتأثير في إدارة المنشأة المقيمة في الاقتصاد المستثمر به، وتعتبر ملكية ١٠% أو أكثر من الأسهم العادية هي المعيار المعتمد لتحديد وجود علاقة استثمار مباشر".^٢

أ-١-٤) كما يعرف بأنه: "قيام المستثمر الأجنبي باستثمار أمواله داخل دولة أو أكثر، ويطلق عليها الدولة المضيفة، ويحتفظ المستثمر لنفسه بالسيطرة والإدارة واتخاذ القرارات".^٣

أ-١-٥) كما عرفه كل من هاس وروس بأنه: "عبارة عن إنشاء مشروعات جديدة في الدولة المضيفة، أو الإضافة إلى رصيد الآلات والمعدات بواسطة المستثمرين الأجانب، أو شراء المستثمرين الأجانب للشركات المحلية في الدولة المضيفة (غالباً ما تكون بنسبة ١٠% أو أكثر من أصول الشركة)".^٤

1 UNCTAD(word investment report 1999: foreign direct investment and the challenge of development),Geneva and NewYork,1999,p465.

2 www.databank.worldbank.org

٣ مطر، محمد. (٢٠٠٩). إدارة الاستثمارات. ط: ٥. منشورات دار وائل. عمان: الأردن. ص: ٧٦.

4 Hess, P. and C. Ross (1997) : "Economic Development: Theories, Evidence and Policies", The Dryden Press, Harcourt Brace Collage Publishers, USA, p. 490.

مما سبق يمكن القول بأن الاستثمار الأجنبي المباشر هو تعبير عن حرية حركة رؤوس الأموال بين الدول بهدف تكوين رأس المال الثابت، إذ يمكن للمستثمر الاستثمار في بلد غير بلده الأصلي بهدف تحقيق أرباح أكثر مما يحققه في بلده الأم، ويعبر عن علاقة طويلة الأمد بين المستثمر والدولة المضيفة.

أ-٢) أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر:

يكون الاستثمار الأجنبي مباشراً إذا كان ينطوي على تملك المستثمر الأجنبي لجزء من (لا يقل عن ١٠%)، أو كل الاستثمارات في مشروع حقيقي، ومن ثمّ يمكن تصنيفه بشكل عام إلى:

أ-٢-١- من حيث نسبة المساهمة في المشروع:

١) الاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر الأجنبي: حيث يمتلك المستثمر الأجنبي كافة الأصول الاقتصادية للمشروع، وهذا النوع تفضله الشركات المتعددة الجنسيات، إذ إن هذه الشركات تقوم بفتح فروع لها في الدول المضيفة، ومن خلالها تقوم بممارسة أعمالها الإنتاجية أو التسويقية أو أي نوع آخر من النشاط داخل الدولة المضيفة، وعادة تقوم هذه الشركات باستثماراتها المباشرة في الدول النامية دون مشاركة من أي طرف محلي، فهي تجلب معها تجهيزاتها ومعدات الكاملة لإقامة مشاريعها بما في ذلك التكنولوجيا التي تحتاج إليها، ولكن الدول النامية تخشى هذا النوع من الاستثمار الأجنبي المباشر، لما فيه من آثار سلبية تتمثل في تعميق حالة التبعية والاحتكار، الذي يمارسه المستثمر الأجنبي، إلا أن البحوث العلمية تشير إلى انتشار هذا النوع من الاستثمارات في الدول النامية واستخدامه كوسيلة لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية^١.

٢) الاستثمار الثنائي (المشترك): وهو الاستثمار القائم على أساس المشاركة بين رأس المال الأجنبي مع الوطني الخاص أو العام، وذلك وفق نسب متفاوتة تتحدد حسب القوانين والاتفاقيات المنظمة لتمامك الأجانب في البلد المضيف^٢، ويهدف هذا النوع إلى الحصول على أرباح عالية من خلال توفر رأس المال واليد العاملة المؤهلة، وخلق روابط متينة مع الشركاء الذين يملكون تقنيات معرفية وتكنولوجيا عالية للاستفادة من الفرص الضئيلة المتواجدة في السوق، بالإضافة إلى أن الشركات صغيرة الحجم تلجأ إلى إبرام عقود شراكة مع المؤسسات الكبيرة من أجل البقاء والنمو والتوسع في السوق المحلي^٣.

٣) الاستثمار الأجنبي المباشر في صورة الشركات متعددة الجنسيات: إذ تمثل استثمارات هذه الشركات أكثر من ٨٠% من الاستثمار الأجنبي المباشر على مستوى العالم، وتسيطر على بعض الصناعات التي تحتاج إلى تكنولوجيا عالية، بالإضافة إلى عملها في الدول النامية في مجال إنتاج المواد الأولية والزراعة، وكذلك في قطاع الخدمات مثل المصارف والتأمين وغيرها^٤.

١ الساعدي، أحمد كاظم. (٢٠٢٠). ص: ٢١-٢٢.

٢ المصدر السابق، ص: ٢٢.

٣ نعيمة، أوغيل. (٢٠١٦). واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل التغيرات الاقتصادية في الجزائر (١٩٩٨-٢٠٠٥). مكتبة الوفاء القانونية للنشر. مصر. ص: ١٧.

٤ محمد، نورية عبد. (٢٠١٢). أثر الاستثمار الأجنبي FDI في مستقبل الاستثمار المحلي العربي-دراسة تحليلية قياسية لبعض دول الخليج العربي للمدة ١٩٩٢-٢٠١٠. أطروحة دكتوراه. جامعة سانت كليمنتس، ص: ٣٥.

أ- ٢-٢- من حيث الغرض الذي يسعى إليه:

١) الاستثمار الباحث عن الثروات الطبيعية: وذلك للاستفادة من الموارد الطبيعية والمواد الخام التي تتمتع بها العديد من الدول النامية مثل البترول والغاز والعديد من الصناعات الاستخراجية الأخرى (كالذهب واليورانيوم والسياسيلوم...)، ويشجع هذا النوع من الاستثمار زيادة الصادرات من المواد الأولية وزيادة الواردات من السلع الرأسمالية، ومدخلات الإنتاج الوسيطة والمواد الاستهلاكية.

٢) الاستثمار الباحث عن الأسواق: ساد هذا النوع في الصناعات التحويلية في الدول النامية خلال الستينيات والسبعينيات أثناء تطبيق سياسة "إحلال الواردات"^١، ويعوض عن التصدير من البلد المصدر للاستثمار، كما أن وجوده في البلد المضيف سببه القيود المفروضة على الواردات وارتفاع تكلفة النقل في الدولة المضيف، مما يجعل الاستثمار فيها أكثر جاذبية من التصدير إليها، ومن ثم فإنه لا يؤثر في الإنتاج لأنه يحل محل الصادرات، وإنما له آثار إيجابية على الاستهلاك والتجارة كذلك بشكل غير مباشر، ويساهم هذا النوع من الاستثمار في ارتفاع معدلات النمو في الدولة المضيف، عن طريق زيادة رأس المال فيها، كما له آثار توسعية على التجارة في مجالي الإنتاج والاستهلاك، وذلك بزيادة صادرات الدولة المضيف، وزيادة وارداتها من مدخلات الإنتاج والسلع الواردة إليها من الدول المصدرة للاستثمار.

٣) الاستثمار الباحث عن الكفاءة في الأداء: ويتم هذا النوع عندما تقوم الشركات متعددة الجنسيات بتركيز جزء من أنشطتها في الدولة المضيف بهدف زيادة الربحية، فارتفاع مستوى الأجور في الدول الصناعية دفع بعض هذه الشركات إلى الاستثمار في العديد من الدول النامية، ويتميز هذا النوع من الاستثمارات بآثاره التوسعية على تجارة الدولة المضيف، كما يؤدي إلى تنويع صادراتها، فضلاً عن آثاره التوسعية على الاستهلاك عن طريق استيراد كثير من مدخلات الإنتاج، وله عدة أشكال منها تحويل الشركات متعددة الجنسيات جزءاً من عملياتها الإنتاجية كثيفة العمالة إلى الدولة المضيف لتقوم شركات وطنية بذلك وفقاً لتعاقد ثنائي، وهناك شكل آخر من هذا النوع وهو تصنيع بعض المكونات في الخارج بسبب ارتفاع الأجور في البلد الأم أو ارتفاع صرف العملة، إلا أن هذه العملية تحتاج إنتاجية ومهارة تقنية عاليتين في الدولة المضيف، ومن ثم فإنها تتركز حالياً في بعض الدول حديثة التصنيع.

٤) الاستثمار الباحث عن أصول استراتيجية: يحدث هذا النوع في المراحل اللاحقة من نشاط الشركات متعددة الجنسيات، وذلك عندما تقوم الشركة بالاستثمار في مجال البحوث والتطوير في إحدى الدول النامية أو المتقدمة بهدف تعظيم الربحية، وله أثر توسعي على التجارة من زاويتي الإنتاج والاستهلاك، كما أنه يعتبر بمثابة تصدير للعمالة الماهرة من قبل الدول النامية، ويزيد من صادرات الخدمات والمعدات من البلد المصدر للاستثمار^٢.

١ "وهي استراتيجية تسيير عليها الدول النامية لإنتاج منتجات، تكون بديلة للمنتجات التي تقوم الدولة باستيرادها من دول أخرى، مع إمكانية إنتاجها محلياً بتكاليف أقل"، <https://trading-secrets.guru/>.

٢ الأسرج، حسين عبد المطلب، (٢٠٠٥). كتاب سياسات تنمية الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، سلسلة رسائل البنك الصناعي. الكويت. العدد: ٨٣. ص: ١٢-١٣.

إذاً ليس للاستثمار الأجنبي المباشر مفهوم اقتصادي محدد، بل يمثل في الواقع مفهوماً متغيراً ومتطوراً، يتبع الظروف والأوضاع الاقتصادية على المستوى العالمي، كما أنه مفهوم عام قد يضيق أو يتسع حسب ظروف البلد السياسية والاقتصادية، فالدولة التي تسعى إلى جذب الاستثمارات الأجنبية تميل إلى تبني مفهوم واسع للاستثمار لكي تتمكن من الاستفادة بأكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال والخبرات الأجنبية، أما الدول التي تتبنى نظاماً مانعاً بشأن الاستثمارات الأجنبية، فإنها تتبع المفهوم الضيق للاستثمار الأجنبي لكي يمحّنها ذلك من الحد من دخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى إقليمها^١.

ومما سبق بإمكاننا القول إن الاستثمار الأجنبي المباشر هو الاستثمار في تكوين رأس المال الثابت وتأسيس مشروعات حقيقية، ويعكس علاقة مستمرة وطويلة الأجل بين الدولة المضيفة والمستثمرين الأجانب، إذ يعبر عن تملك المستثمر الأجنبي لجزء من أو كل الاستثمارات في مشروع معين، بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك، أو سيطرته الكاملة على الإدارة والتنظيم في حال ملكيته الكاملة للمشروع، هذا فضلاً عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية في جميع المجالات إلى الدولة المضيفة، كما أنه استثمار باحث عن المواد الأولية، وبشكل عام فإن معظم الاستثمارات الأجنبية المباشرة تتم عبر الشركات المتعددة الجنسيات، وذلك بسبب ملائمتها المالية الكبيرة مما يجعلها بحالة استثمار مستمر ويعطيها المرونة في التوسع بأعمالها في الخارج، فضلاً عن معرفتها بالأسواق والمزايا الاحتكارية لها سواء من حيث العلاقات التجارية، وتقنيات الإنتاج أو تكنولوجيا المعلومات.

(ب) الاستثمار الأجنبي غير المباشر (Foreign Indirect Investment):

أو ما يسمى بالاستثمار الأجنبي في المحافظ الاستثمارية، وسيتم التعريف به وذكر أهم قنواته وفق ما يلي:

(ب-١) التعريف بالاستثمار الأجنبي غير المباشر:

(ب-١-١) هو امتلاك الأوراق المالية من الأسهم والسندات التي يحتفظ بها المستثمر بهدف توزيع المخاطر وتحقيق مزيج من الاستثمار بحيث يحقق له أرباحاً قصيرة الأجل أو طويلة الأجل في حال توقع ارتفاع في القيمة على المدى الطويل^٢.

(ب-١-٢) هو أي استثمار يتخذ أحد شكلين إما شراء الأجانب لأسهم شركة ما، أو منح القروض (عادة بالقطع الأجنبي) للشركة أو للحكومة على شكل سندات أو أدونات الخزينة، والتي يقوم المستثمر بشرائها^٣.

١ فرحي، كريمة. (٢٠١٣). أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية مع دراسة مقارنة بين الصين، تركيا، مصر والجزائر، أطروحة دكتوراه. جامعة الجزائر. ص: ١٨.

٢ محمد، إياد طاهر، ومحمد، صلاح حسن. (٢٠١٣). الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية. بحث منشور. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية. ص: ١٠٥.

3 John D. Radebaugh, Lee H: (2001), International Business Environments and Operations, 9TH Edition, Prentice Hall, Australia, p12.

ب-١-٣) هو شراء بعض الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية المتداولة والمملوكة لمؤسسات وطنية في دولة ما عن طريق مقيمين في دولة أخرى، إذ يعطي هذا الاستثمار للمستثمر الحق في نصيب من أرباح الشركات التي قامت بإصدار الأسهم أو السندات، ولكن ليس له الحق في المراقبة أو المشاركة في إدارة هذه الشركات، ويتميز هذا النوع من الاستثمار بالحصول على عائد مرتفع بالإضافة إلى تخفيض وتنويع مخاطر الاستثمار^١.

ويمكن القول بناء على ما تقدم إن الاستثمار الأجنبي غير المباشر هو عبارة عن شراء أوراق مالية متداولة في أسواق مالية مختلفة لدول تسمح قوانينها بذلك، أي إمكانية تشكيل محفظة دولية، وبذلك يستفيد المستثمر من خاصية التنويع الدولي التي تجعله يتخلص من مخاطر سعر الصرف وغيرها من المخاطر، كما أنه يستطيع التخلص من الأوراق المالية التي اشتراها عن طريق بيعها في السوق المالي؛ مستفيداً من خاصية سيولة السوق المالي، وذلك في حال كان هناك احتمال حدوث خسائر من امتلاكها، وعادة ما تكون الاستثمارات في المحفظة قصيرة الأجل.

ب-٢) قنوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

يقصد بقنوات الاستثمار الطرق المختلفة التي تمكن المستثمر من الوصول للسوق المالي، ونذكر منها:

ب-٢-١) استثمار الأفراد المباشر بالأوراق المالية: ويقصد به أن يقوم المستثمرون الأجانب بشراء وبيع الأوراق المالية التي تصدر في دولة ما بشكل مباشر في السوق المحلية لها وبالعملة المحلية^٢.

ب-٢-٢) صناديق الاستثمار الدولية: صناديق الاستثمار الدولية فهي تجمع الأموال من المستثمرين للاستثمار في أسواق عديدة خارج الدولة الأم ومن ثم نجد منها ما هو دولي وما هو إقليمي، ولهذا النوع من الاستثمارات العديد من المزايا للمستثمر الأجنبي أو الشركات المحلية في السوق المحلية للدولة الأم، فهي تتيح للمستثمر فرصة التنويع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة، ومن ثمَّ يخفض من درجة المخاطرة التي يتعرض له، أما بالنسبة للشركات المحلية فتتيح لها فرصة النفاذ إلى الأسواق العالمية وخفض تكلفة الحصول على رأس المال.

ب-٢-٣) الإصدارات العالمية من الأوراق المالية: تعرف على أنها أوراق يتم تسجيلها في الأسواق المالية العالمية مما يسمح بتداولها في دول كثيرة، وعادة ما تتطلب هذه الإصدارات توافر شروط معينة للتسجيل في الأسواق العالمية مثل حجم الإنتاج والمبيعات، ونسب استغلال الطاقة الإنتاجية، ومدى اتباع معايير المحاسبة الدولية ومدى الالتزام بسياسات ومبادئ الإفصاح والشفافية، وغيرها من العوامل الخاصة بالسندات كالجدارة الائتمانية والوضع الاقتصادي للدولة المصدرة في حالة السندات الحكومية.

١ محمد، نورية عبد. (٢٠١٢). ص ٣٧.

٢ عبد العال، علا عادل. (٢٠١٣). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية. مجلة البحوث الاقتصادية العربية. العددان ٦٣ - ٦٤، ص ٨٢.

ب-٢-٤) المحافظ المشتركة: وهي بمثابة شركات استثمارية مستقلة تؤسس من قبل بنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى مثل صناديق التقاعد وصناديق الضمان وشركات التأمين، والتي تستثمر الأموال لديها بدلاً من إنفاقها المباشر وذلك لضمان تدفقات منتظمة ومستمرة بشكل يضمن توازناً بين حاجاتها إلى الدخول الجارية لمواجهة طلبات المتعاملين، ورغباتها الدائمة في خلق مداخيل جديدة.

ب-٢-٥) صناديق رأس المال المخاطر: ويقصد بها الصناديق التي يوفر من خلالها المستثمرون الأجانب التمويل والخبرة الفنية والإدارية، لشركات غير مقيدة في سوق الأوراق المالية المحلية، أو لمشروعات ذات مخاطرة عالية، تهدف إلى تحقيق نمو مرتفع وأرباح مستقبلية متزايدة، والغرض من هذا التمويل هو المشاركة في الأرباح المستقبلية المحتملة^١.

ج) الفروقات بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر:

ج-١) البعد الإداري: وذلك من خلال درجة السيطرة التي يمارسها المستثمر الأجنبي على إدارة الشركة، بناء على نسبة المساهمة في رأس المال (حق التصويت).

ج-٢) البعد الزمني: الذي يتمثل بالأفق الاستثماري القصير (في الاستثمار المحفظي) أو الطويل المدى (في الاستثمار الأجنبي المباشر).

ج-٣) الدافع من الاستثمار الأجنبي لكلا النوعين: فالدافع للاستثمار المحفظي هو المشاركة في إيرادات المشاريع المحلية والحصول على أرباح الأسهم، أما الاستثمار الأجنبي المباشر فيكون اهتمام الشركات متعددة الجنسيات منصباً على الوصول إلى الموارد والأسواق، ودعم قدرتها التنافسية.

ج-٤) الاستثمار الأجنبي المباشر ينطوي على تحويل الأصول غير المالية، لا سيما التكنولوجيا ورأس المال الفكري، بالإضافة إلى الأصول المالية، أي إن الاستثمار الأجنبي المباشر يكون في القطاع الحقيقي، على خلاف الاستثمار الأجنبي غير المباشر الذي يكون في القطاع المالي^٢.

مما سبق يمكننا القول بأن الاستثمار الأجنبي المباشر هو استثمار يساهم في تصدير رأس المال والتكنولوجيا المتطورة والأساليب الإدارية الحديثة إلى الدولة المضيفة، وهذا ما يفيد الدول النامية عندما تقوم بوضع برامج اقتصادية وسياسية لجذب الاستثمار الأجنبي، أما من ناحية المستثمر الأجنبي فإنه سيستثمر أمواله للحصول على أرباح تفوق ما يحصل عليه في دولته الأم، كما أن أشد ما يجذب المستثمر الأجنبي توفر الموارد الطبيعية من نفط ومعادن، وكذلك انخفاض المنافسة في الدولة المضيفة وخاصة في قطاع الصناعة والتكنولوجيا، أما الاستثمار الأجنبي غير المباشر فهو يعبر عن تغيير في ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي

١ طرايش، إبراهيم، وبربري، محمد أمين. (٢٠١٩). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية بمصر ٢٠٠٤-٢٠١٧. مجلة التكامل الاقتصادي. العدد: ٢. ص: ١٣٥-١٣٦.

٢ نورة، بيري. (٢٠١٦). محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على التنمية الاقتصادية - دراسة قياسية مقارنة بين الجزائر-تونس والمغرب للفترة ١٩٩٦-٢٠١٤. أطروحة دكتوراه. جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي. الجزائر. ص: ١١.

فحسب، وبذلك فإنه لا يؤدي دوراً إيجابياً في اقتصاد الدولة المضيفة، إلا من حيث إنه قد يجلب أدوات مالية حديثة وبرامج متطورة للسوق المالي.

رابعاً- نظريات الاستثمار الأجنبي:

بعد الحرب العالمية الثانية توسع حجم الإنتاج الدولي وكان ذلك عبر الاستثمار الأجنبي المباشر الذي تقوم به الشركات متعددة الجنسيات، مما أدى إلى أهمية دراسة هذا النوع من الاستثمار، ودفع بالكثير من الاقتصاديين إلى تطوير نظرية تشرح هذه الظاهرة المتزايدة الأهمية، وركزت الدراسات على حقيقة أنه لماذا يفضل الاستثمار الأجنبي الاستثمار في بلد معين دون آخر، ومن هنا قدمت العديد من النظريات التي تفسر هذه الحقيقة، وسنتطرق لأبرز النظريات التقليدية والحديثة على الشكل الآتي:

أ- النظرية الاقتصادية التقليدية:

أ- (١) النظرية الكلاسيكية: لم تهتم النظرية الاقتصادية التقليدية بالاستثمار الأجنبي المباشر كثيراً، إذ تفترض أن قيام التجارة الحرة بين الدول سينفي الحاجة إلى انتقال رأس المال بينها، ولكن في النصف الثاني من القرن العشرين بدأت الصورة تتغير وأصبح حجم الاستثمار المباشر كبيراً مقارنة بالاستثمار غير المباشر، لذلك تتطلب هذه الظاهرة تفسيراً لفهم مسبباتها وآثارها، إذ تعتبر النظرية التقليدية أن الفوارق في (الموارد الطبيعية وتكلفة الإنتاج) من أهم الأسباب التي تؤدي إلى التخصص ومن ثم إلى التجارة والاستثمار بين الدول. ومن أهم فرضيات هذه النظرية أن عنصر رأس المال والعمل يستطيعان أن يحل أحدهما محل الآخر، عندما تكون تكلفة رأس المال عالية تستخدم منه أقل ما يمكن ونستعيز عن ذلك باستخدام المزيد من الموارد البشرية والعكس بالعكس إذا ما كانت الأجور عالية، من خلال التجارة الخارجية، فيمكن القول إنه عندما يكون للمنشأة فائض في رأس المال، فإنها إما أن تستورد عمالاً أو تصدر رأس المال للبلد الذي فيه شح في رأس المال، وبما أن التنقل من دولة إلى أخرى في إطار التجارة الدولية يكون أسهل لرأس المال منه للعمال، فسوف يؤدي وجود فائض في رأس المال ليس إلى استيراد عمالة خارجية، وإنما سيؤدي ذلك إلى تصدير هذا الفائض من رأس المال إلى البلد التي بها نقص.

وترى النظرية الكلاسيكية أن المحرك الرئيسي لنقل رأس المال هو الفرق في العائد، حيث يكون العائد مرتفعاً في الدولة التي تعاني من عجز ويكون العائد منخفضاً في الدولة ذات الفائض، وهكذا تنتقل رؤوس الأموال نحو الاستثمارات ذات العوائد الأعلى، حيث تستمر هذه العملية إلى أن يتساوى العائد على رأس المال في الدولتين (قانون السعر الواحد)، ومن ثم بناء على هذه النظرية تبدأ حركة رأس المال وتنتهي تلقائياً عند تساوي العائد على رأس المال في الدولتين.

ويؤخذ على هذه النظرية ما يلي:

- عدم القدرة على تفسير قيام الاستثمار الأجنبي غير المباشر - الذي يعبر عن الاستثمار في محفظة مالية تحتوي أسهماً وسندات وأوراقاً مالية بهدف تحقيق الربح وليس السيطرة على الشركة.

- تركز على أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو انتقال لرأس المال فقط، بينما في الواقع فإن الاستثمار الأجنبي المباشر سوف يتم فيه نقل لرأس المال وعناصر إنتاجية أخرى مثل التكنولوجيا والطاقت الإداري والمعرفة.
- ركزت على العائد فقط؛ باعتباره المحرك الرئيسي للاستثمار الأجنبي المباشر بين الدول.
- عجزت عن تفسير وجود استثمار أجنبي متبادل بين الدول الأوروبية وكذلك فيما بين الولايات المتحدة والصين^١.

أ- (٢) **نظرية هكشر-أولين (١٩٣٣):** قال هذان الباحثان بأن الاختلاف في التكاليف النسبية ليس شرطاً كافياً لقيام التبادل الدولي، وأضافا عاملين آخرين يتمثلان في التباين في الوفرة النسبية لعوامل الإنتاج، والثاني في الاختلاف في أسعار عوامل الإنتاج بين الدول.

وقامت على افتراض المنافسة الكاملة وغياب كلفة النقل وعدم كمال المعلومات، ولكن في الواقع فإن عملية الإنتاج تتأثر بأكثر من عاملين ليس العمل ورأس المال فقط، بل هناك الأرض ورأس المال البشري والمناخ الاجتماعي والثقافي.

إذ يرى الباحثان أن التباين في التكاليف يرجع في أساسه إلى اختلاف الدول في مدى توفر الموارد الطبيعية لديها، فالدول تصدر بعض عوامل الإنتاج المتوفرة لديها وتستورد العوامل التي تعاني ندرة فيها، وتفسر هذه النظرية الاستثمار الأجنبي المباشر بالاعتماد على مبدأ التخصص، إذ كل بلد يتخصص في إنتاج وتصدير المنتجات التي يتميز فيها بوفرة نسبية من عوامل الإنتاج، ويستورد السلع التي لا يتمتع بوفرة نسبية من عوامل الإنتاج فيها، وقد لقيت قبولاً في الحقتين اللاحقتين لظهورها^٢.

أ- (٣) **نظرية الميزة الاحتكارية:** وتعتمد على فرضية التدويل في تفسير الأسباب التي تؤدي بالشركات متعددة الجنسيات إلى اللجوء للاستثمار الأجنبي المباشر، وتركز على فكرة أن هذه الشركات تمتلك قدرات وإمكانات خاصة لا تتمتع بها الشركات المحلية، علاوة على عدم تمكن الشركات المحلية من الحصول على تلك الميزات، إذ إن تلك الميزات تجعل الشركات الأجنبية تحصل على عائدات أعلى من الشركات المحلية، بسبب فجوة المعلومات أو حماية العلامات التجارية أو مهارات التسويق أو انخفاض تكاليف الوحدة بسبب حجم الإنتاج الكبير أو التميز الإداري والضريبي، فضلاً عن غياب المنافسة الكاملة، فإن الاستثمار يتم تفسير حدوثه نتيجة توفر أربعة خصائص وهي:

أ- (٣-١) ميزة تكلفة رأس المال: عادة ما تكون الشركات التي تقوم باستثمارات خارجية أكثر قدرة من الشركات الأخرى على دخول أسواق رأس المال سواء كانت دولية أو محلية، وهي أيضاً على علاقات وثيقة

١ الفارس، عبد الرحيم فؤاد، والرفاعي، فراس أكرم. (٢٠١٣). مدخل إلى الأعمال الدولية. الناشر: المنهل. ص: ١٥٧-١٥٩ (بتصرف).

٢ العذاري، عدنان داود. (٢٠١٦). الاستثمار الأجنبي المباشر على التنمية والتنمية المستدامة في بعض الدول الإسلامية- استخدام طريقة تحويلات جونسون لتتقية البيانات وتقديرها لدولتي تركيا والباكستان للمدة ١٩٩١-٢٠١٠. ط: ١. الناشر: المنهل. ص: ٦٢-٦٣. (بتصرف).

مع البنوك الدولية، ولها هياكل تمويلية ذاتية قوية، ولذا فهي قادرة على توجيه مصادرها التمويلية بطريقة أفضل.

أ- (٣-٢) ميزة نقدُ البحث العلمي: حيث تتمتع هذه الشركات الاحتكارية بقدرة عالية على القيام بنشاطات البحث والتطوير، كما أن لها ميزة الاستخدام الأفضل للفنون الإنتاجية، ولها براءات اختراع وعلامات تجارية ومعرفة فنية، فهي تتمتع بتفوق تكنولوجي على باقي الشركات الأخرى، علاوة على قدرتها الفائقة في الحصول على أسعار منخفضة لعناصر الإنتاج.

أ- (٣-٣) ميزة تنوع المنتجات: تتمتع هذه الشركات بتنوع كبير في منتجاتها، لأنها تستجيب لأذواق المستهلكين وطبيعة الأسواق التي تستثمر فيها، كما أنها تتمتع بقدرة كبيرة على تحمل تكاليف الإعلان والترويج الضخمة.

أ- (٣-٤) الوفورات الاقتصادية: تتميز هذه الشركات بإمكانية تحقيق وفورات الحجم، من خلال طرق تنظيمية متقدمة، وقيام تخصص على مستوى أعلى، وإمكانية الحصول على أسعار تفضيلية مع كبر حجم المبادلات، ووجهت عدة انتقادات لهذه النظرية من أهمها:

- لا يكفي امتلاك الميزة الاحتكارية وحدها لقيام الشركات بالاستثمار في الخارج، إذ يجب أن تتوفر مجموعة من العوامل المكملية مثل المزايا المكانية والقيود المفروضة على التجارة الدولية، علاوة على السياسة التي تعتمدها الدول المضيفة للاستثمار الأجنبي المباشر.
- لم تقدم هذه النظرية تفسيراً لعمليات الاستحواذ والتملك لشركات قائمة في البلدان المضيفة والتي لا تتوفر لديها الميزة الاحتكارية^١.

ب- نظريات الاستثمار الأجنبي المعاصرة:

تقتض هذه النظريات أن كلا طرفي الاستثمار (الاستثمار الأجنبي من جهة والدولة المضيفة له من الجهة الأخرى) لديهما مصالح مشتركة لقيام ذلك الاستثمار، فكلا الطرفين يستفيد من الآخر لتحقيق مجموعة من الأهداف المحددة، وندرج في ذلك بعض النظريات:

ب- (١) النظريات الاحتكارية: عندما تستأثر شركة ما بوضع أو تملك ميزة، الأمر الذي يدفعها أو يمكنها من الاستثمار في الخارج، وبذلك يوجد في هذا المجال النظريات التالية:

ب- (١-١) ظاهرة الشركة الأولى في الميدان: يرجع دخول كثير من الشركات مجال الأعمال الدولية إلى كون كل منها كانت الشركة الأكثر قدماً في مجال منتج معين، حيث تبدأ الشركة بمنتج جديد لم يألفه السوق المحلي، وتعمل على تحسين أسلوب الإنتاج، ويمنحها ذلك قدرات فنية وتقنية غير متاحة لدى الآخرين، مما يمكنها من تخفيض تكلفة إنتاجها، ومن ثم تملك ميزة تنافسية من جراء تحسين تقنية الإنتاج، وبذلك تكون قد

خلقت لنفسها سمعة واسماً في السوق، وكلما نجحت الشركة في تأمين وضع قيادي لها عجز منافسوها عن زحزحتها من موضعها، ويحدث هذا في السوق المحلي أولاً، ومع ثبات السيطرة داخلياً يأتي التفكير للسوق الخارجي، وتأتي الأعمال الدولية كتطور طبيعي إما لمنع المنافسة المحتملة في أسواق البلدان الأخرى أو لربط القنوات التسويقية في بلد كانت الشركة تصدر له، فتقوم الآن بالاستثمار فيه، وبذلك تقوم بالسيطرة على السوق المحلي، والتصدير والاستثمار في الأسواق المجاورة.

ب-١-٢) نظرية الاحتكار: وفق هذه النظرية فالدافع الأساسي للاستثمار في الخارج هو القوة الاحتكارية، إذ تفترض أن العمل في بيئة خارجية غريبة بعيدة عن المقر الأصلي للشركة شيء مكلف في حد ذاته وعائق مثبت، وللتغلب على هذه التكاليف الإضافية والعوائق يجب أن تمتلك الشركة الأجنبية التي تستثمر في الخارج، وتستأثر بميزة قوية من نوع ما (مثل امتلاك تقنية جديدة غير معروفة أو إدارة مبدعة مقتدرة)، وتتمكن من خلال استغلال ذلك الشيء النادر الذي تستثمره، من أن تحقق عوائد تعوضها عن التكاليف الزائدة الناجمة عن العمل في سوق ذلك البلد المضيف.

الاستثمار وفق ما سبق جاء نتيجة للخلل الذي يمنع المنافسة في السوق، لأن المنافسة لو كانت تامة أي المعلومات متاحة للجميع ولا يمكن لمنشأة أن تستأثر بتقنية أو براءة اختراع معين أو نظام إداري كفاء.

ب-١-٣) الاستثمار الأجنبي كرد فعل لنشاط المنافس: في نظرية احتكار القلة تتابع الشركات تحركات بعضها، وكثيراً ما ترد بالمثل، كأن تقوم شركة بتخفيض سعرها إذا خفض منافس سعره، كما أن الشركات التي تستثمر في الخارج تستثمر عادة كرد فعل لتحرك قامت به شركة محلية منافسة (كقيام شركة كوكاكولا بالاستثمار في الصين بعد قيام شركة بيبسي بدخول السوق الروسي)، أو قد يكون الاستثمار رد فعل لسيطرة شركة أجنبية على سوق شركة احتكارية في بلدها، مثل قيام شركة فورد بالاستثمار في صناعة السيارات اليابانية كرد فعل لقيام شركة هوندا ببناء مصنع في الولايات المتحدة^١.

ب-٢) نظرية دورة حياة المنتج الدولي: وهي من أهم النظريات التي تفسر انتشار ظاهرة الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية بصفة خاصة والدول المتقدمة بصفة عامة، كما أنها تلقي الضوء على دوافع الشركات المتعددة الجنسيات من وراء الاستثمارات الأجنبية من ناحية، وتوضح كيفية أو أسباب انتشار الابتكارات والاختراعات الجديدة خارج حدود الدولة الأم من ناحية أخرى، وبصفة عامة تنطوي دورة حياة المنتج الدولي على المراحل الآتية:

الأولى: مرحلة البحوث والابتكارات بالبلد المخترع، والثانية: مرحلة تقديم السلعة بالسوق الداخلي، والثالثة: مرحلة النمو في الإنتاج والتسويق المحلي والدولي، والرابعة: مرحلة بداية التشبع في السوق المحلي وبدء الإنتاج في الدول المتقدمة الأخرى، والخامسة: مرحلة بدء الإنتاج في الدول النامية وتدهوره بالسوق الداخلية بسبب المنافسة السعرية أو الجودة.

١ كافي، مصطفى يوسف، (٢٠١٧)، إدارة الأعمال الدولية، ص: ٩٨-٩٩.

إن الواقع العملي والشواهد أو الممارسات الحالية لكثير من الشركات متعددة الجنسيات تؤيد الافتراضات التي تقوم عليها نظرية دورة حياة المنتج الدولي، فعلى سبيل المثال نجد أن الصناعات الإلكترونية مثل الحاسبات الآلية بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية قبل انتشار إنتاجها في المملكة المتحدة وفرنسا وألمانيا الغربية واليابان، ثم بعد ذلك امتد إنتاج هذا النوع من الصناعات في الدول النامية مثل تايلاند وكوريا الجنوبية وهونج كونج ... الخ.

بالرغم من نجاح هذه النظرية وإمكانية تطبيقها على بعض المنتجات، إلا أن هناك أنواعاً من المنتجات قد يصعب تطبيق النظرية بفروضها السابقة عليها، مثل منتجات التفاخر أو التي يصعب على دول أخرى تقليدها أو إنتاجها بسهولة (مثل إنتاج الطائرات التجارية وأيرباص)، كما أن هذه النظرية لم تقدم تفسيراً واضحاً لأسباب قيام الشركات متعددة الجنسيات بالاستثمار المباشر بدلاً من عقود التراخيص في الدول المضيفة^١.

ب-٣) النظرية الانتقائية: ووفق هذه النظرية، فإن الشركة تقوم بالاستثمار في الخارج لاعتبارات تعود إلى الشركة ذاتها، واعتبارات الموقع في الدول المضيفة، والتي تجعل من المفيد قيام الشركة بالاستثمار في دولة دون أخرى، وكذلك بسبب امتلاك الشركة لمزايا احتكارية قابلة للنقل في مواجهة المنشآت المحلية في الدول المضيفة، ويكون للشركة الأفضلية في الاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية كالتصدير أو التراخيص، وأن تتوفر في الدولة المضيفة للاستثمار الأجنبي مزايا مكانية أفضل من الدولة التي تنتمي إليها الشركة المستثمرة، مثل انخفاض الأجور، واتساع السوق، وتوافر المواد الأولية، إذ يوجد اتفاق على نطاق واسع أن الاستثمار الأجنبي المباشر يحدث عندما تتوافر العوامل الثلاثة السابقة.

وهكذا توضح النظرية الأسباب التي تدعو كثيراً من الشركات للتحويل إلى شركات متعددة الجنسيات، والأسباب الكامنة وراء تفضيل عدد من الشركات والمستثمرين للاستثمار في دول أخرى^٢.

ب-٤) نظرية توزيع المخاطر: تستثمر الشركات في الخارج بهدف زيادة أرباحها من خلال تخفيض حجم المخاطر التي تواجهها، وذلك بتوزيع أنشطتها بين الدول غير المتشابهة وغير المرتبطة ببعضها، ومن ثم تختلف عوائد الاستثمار وفقاً للبيئة الاستثمارية. ومن ثم فإن استمرار نمو الشركات الأجنبية يعود أساساً إلى التوزيع الدولي للمخاطر من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر^٣.

١ أحمد، دريد محمد، (٢٠١٦)، الاستثمار قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات، دار أمجد للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، ط١، ص: ١٥٤-١٥٧.

٢ العذاري، عدنان داود. (٢٠١٦)، ص: ٦٩.

٣ الضعيف، حسين، (٢٠١٩)، أثر الاستثمار على أسعار الأسهم-دراسة مقارنة بين سوق المال التركي وسوق المال المصري - خلال الفترة ٢٠٠١ - ٢٠١٦، رسالة دكتوراه، جامعة دمشق، ص: ٥٥.

خامساً - أهمية الاستثمار الأجنبي:

تتمثل أهمية الاستثمار الأجنبي في إعطاء قوة دفع للاقتصاد المحلي، وذلك بتحسين قدرته على التفاعل مع الاقتصاد العالمي والمشاركة في العملية الإنتاجية الدولية، إذ تتضح أهمية الاستثمار الأجنبي من عدة جوانب أهمها:

- (١) أنه يسهم في توفير العديد من المزايا التي لا يمكن للمصادر المالية الدولية الأخرى توفيرها، ككونه وسيلة أكثر أماناً للتمويل إذا ما قورن بالقروض الثابتة^١، فالقروض يتبعها فوائد والتزامات أخرى يجب على الدولة المقترضة سدادها ما يسمى بخدمة الدين، أما الاستثمار الأجنبي فلا يترتب عليه أية التزامات.
- (٢) دعم الاحتياطي من العملات الأجنبية اللازمة لعملية التنمية الاقتصادية، إذ يمكن للاستثمار الأجنبي أن يوفر هذه العملات من خلال ما يجلبه من رأسمال نقدي وعيني للدولة المستثمر فيها هذا المال (الدولة المضيفة)، مما يؤثر بشكل إيجابي في اقتصاد وتجارة تلك الدولة، من خلال تنشيط التبادل التجاري وزيادة صادراتها ومن ثم زيادة نصيب الدولة من العملات الأجنبية^٢، ولكن بالمقابل فإن سحب الاستثمار الأجنبي أرباحه إلى الدولة الأم أو سحب استثماره بشكل كامل سيؤثر سلباً في ميزان المدفوعات في الدولة المضيفة.
- (٣) تعزيز المنافسة بين المشاريع الوطنية والمشاريع المقامة داخل الدولة المستثمر فيها، إذ يؤدي الاستثمار الأجنبي إلى تطوير المشاريع الوطنية من قبل الدولة المضيفة، للدخول في المنافسة مع المشاريع التي يديرها الاستثمار الأجنبي، مما يؤدي إلى تقليل الاستيراد وزيادة الصادرات^٣، ويتوقف ذلك على مستوى تطور المشروعات المحلية، ومدى قدرتها على المنافسة من حيث الجودة والأسعار.
- (٤) إمداد الدولة المضيفة من خلال الشركات المتعددة الجنسيات بعدد من الأصول المختلفة في طبيعتها، والنادرة في هذه الدول مثل رأس المال والتكنولوجيا والمهارات الإدارية، بالإضافة إلى أنها تعتبر قناة لتسويق المنتجات الدولية^٤.
- (٥) تساهم التحويلات الرأسمالية التي تقوم بها الشركات الأجنبية لتمويل مشروعاتها، في زيادة الصادرات في الدول المضيفة، وفي تقليل عجز ميزان مدفوعات^٥، ويتوقف ذلك على كون هدف الاستثمار الأجنبي المباشر خدمة السوق المحلي للدولة المضيفة عن طريق إنتاج نفس السلع والخدمات وليس عن طريق تصديرها من قبل الشركة الأم، فتأثير هذا النوع من الاستثمارات سيكون سالباً على الميزان التجاري وخصوصاً إذا كانت الشركة الأجنبية تستورد مدخلات الإنتاج من الخارج بدلاً من الاعتماد على المدخلات المحلية في حال وجودها.

١ حسن، معاوية أحمد، (٢٠١٤)، الاستثمار الأجنبي المباشر وأثره على النمو والتكامل الاقتصادي بمجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، ص: ١١٥.

٢ حسان، ظافر طاهر، (٢٠١٠)، دور الاستثمار الأجنبي في تفعيل السياسة الخارجية العراقية، مجلة دراسات دولية، جامعة بغداد، ص ١٣١.

٣ المصدر السابق. ص: ١٣٢.

٤ محمد، نورية عبد. (٢٠١٢). ص: ٣٧.

٥ المصدر السابق، ص ٣٨.

٦) يؤدي الاستثمار الأجنبي دوراً مهماً في مجال التنمية البشرية، وذلك من خلال المشروعات الاستثمارية المشتركة التي تعمل على خلق فرص عمل جديدة، مما يساعد على حل مشكلة البطالة^١، وزيادة خبرة العاملين من خلال تدريبهم على البرامج الحديثة التي يجلبها المستثمر الأجنبي، وذلك في حال كان الاستثمار الأجنبي تأسيسياً، أما في حالة الاندماج والاستحواذ فإن هذا يؤدي إلى زيادة معدل البطالة.

٧) يزيد الاستثمار الأجنبي المحفظي من درجة سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية، إذ يستطيع المستثمر شراء وبيع الأوراق المالية بسرعة وسهولة وتكلفة أقل والحصول على الأموال متى أراد مما يقلل من مخاطر الاستثمار، والجدير بالذكر أن السوق المالي الأكثر سيولة يشجع على المزيد من الادخار والاستثمار الأمر الذي يؤدي إلى جذب الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات^٢.

٨) يساهم الاستثمار الأجنبي في تطوير القواعد المحاسبية ونظم التقارير في سوق الأوراق المالية المحلي، كما يعمل على رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء الشركات، وذلك نتيجة طلب المستثمر الأجنبي لمستوى متقدم من القواعد والإجراءات التنظيمية للتعامل ونظم المعلومات، بالإضافة إلى ضرورة توفر مستوى متقدم من الخدمات التي تساعد على التداول، مما يؤدي إلى زيادة درجة نمو كفاءة الأسواق المالية الناشئة.

٩) يؤدي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى زيادة كفاءة السوق المالية المحلية، عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تملك تكنولوجيا متطورة، بحيث يكون لها دور في اجتذاب المزيد من التدفقات وزيادة المعرفة بالسوق المالية المحلية^٣.

كما سبق يمكن القول بأن الاستثمار الأجنبي لا يعد مجرد مصدر لرأس المال، ولكنه نقل للمعرفة وبذلك يصبح أكثر أهمية من رأس المال نفسه، إذ يقوم الاستثمار الأجنبي بالتأثير في الدولة المضيفة من خلال توريد الموارد الإنتاجية، بما في ذلك رأس المال والمعدات والآلات والتكنولوجيا والخبرة الإدارية، بالإضافة إلى تدريب العمال على ذلك وزيادة خبراتهم.

سادساً - محددات الاستثمار الأجنبي:

ويقصد بها مجمل العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والمؤسسية والإجرائية التي تؤثر في نجاح المشروع الاستثماري في منطقة أو دولة معينة، وتختلف العوامل التي تسهم في جذب المستثمر إلى الدولة المضيفة للاستثمارات، وذلك حسب طبيعة ونوعية العوامل المساهمة في استقطابها، والتي تختلف من دولة إلى أخرى، إذ يمكن تقسيم هذه العوامل إلى ثلاث مجموعات على الشكل الآتي:

٦-أ) **مناخ الاستثمار العام:** ويقصد به حسب تعريف المؤسسة العربية لضمان الاستثمار مجمل الأوضاع والظروف المكونة للمحيط الذي تتم فيه العملة الاستثمارية، وتأثير تلك الأوضاع والظروف سلباً أو إيجاباً على

١ خضير، عقبة. (٢٠١٥). ص: ١٠٥.

٢ محمد، إياد طاهر، ومحمد، صلاح حسن. (٢٠١٣). ص: ١٠٦.

٣ لبيب، عامر أحمد. (٢٠١٩). ص: ٩-١٠.

فرص نجاح المشروعات الاستثمارية، ومن ثمَّ على حركة واتجاهات الاستثمارات، ونذكر ضمن هذه المجموعة ما يلي:

٦-أ-١) الاستقرار السياسي: الذي يعتبر شرطاً أساسياً لا يمكن الاستغناء عنه، وذلك لضمان ديناميكية سريعة ومستمرة لانسياب الاستثمارات الأجنبية، ويتوقف عليه الاستثمار، حتى وإن كانت مردودية الاستثمار المتوقعة كبيرة، فإنه لا يتم في غياب الاستقرار السياسي.

فالاستقرار السياسي أمر بالغ الأهمية في جذب الاستثمار الأجنبي إلى أي بلد، حيث يحاول المستثمرون عادة تجنب حالات عدم اليقين غير الضرورية المتعلقة بالاستثمارات، علاوة على ذلك فإنه حتى عندما ينمو الاقتصاد بمعدل مرغوب فيه، يمكن أن يؤدي عدم الاستقرار السياسي إلى حالة ذهنية سلبية بين المستثمرين الأجانب ويمكن أن يؤثر فيهم في النهاية ليقروا عدم الاستثمار في بلد غير مستقر سياسياً، ولذلك فإن الاضطرابات السياسية تؤثر سلباً في العلاقة بين النمو الاقتصادي والاستثمار الأجنبي المباشر، علاوة على ذلك بنفس الطريقة يؤثر عدم الاستقرار السياسي سلباً في تطور سوق الأوراق المالية، حيث يثني المستثمرين عن الاستثمار في السوق^١.

٦-أ-٢) الظروف المؤسسية والقانونية: وتشمل القوانين والتشريعات ومدى تطابقها وضمان استمراريته وثباتها واتساقها مع القوانين التجارية الدولية، والإصلاح الهيكلي المؤسسي والقانوني، والذي يعطي الثقة للمستثمر الأجنبي في مرحلة تقييم خيارات المنطقة الجغرافية المستهدفة بالاستثمار، إذ ينخفض حجم المخاطرة والتكاليف المحتملة نتيجة وضوح قوانين وأساليب عمل البيئة الاستثمارية المستهدفة، بجانب التقليل من حالة عدم التأكد عند مواجهة المستثمر الأجنبي مستقبلاً لعوائق نظامية أو قانونية تؤثر في سير واستمرارية العملية الاستثمارية.

٦-أ-٣) الظروف الاجتماعية: ويقصد بها المستوى المعيشي للأفراد والتعليم والنظام الصحي ونسبة البطالة وغيرها، وحسب تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية فإن مؤشرات الظروف الاجتماعية هي كما يأتي: معدلات الفقر ومتوسط دخل الفرد السنوي ومعدلات التشغيل والبطالة وقوانين العمل السارية، والتي تنعكس على تكلفة العمالة وسرعة وبساطة إجراءات التعامل معها وتشغيلها، وكذلك مستوى ثقة المستهلكين، والمؤشرات ذات الصلة بالصحة العامة ومعايير السلامة والتعليم، والحصول على مياه شرب نقية والكهرباء والمحروقات والاتصالات وغيرها.

٦-أ-٤) الظروف المؤسسية: وتشمل كافة العوامل التي تتعلق ببيئة أداء الأعمال، لا سيما آليات تأسيس المشاريع واستخراج تراخيص البناء وتسجيل الملكية العقارية، والحصول على المعلومات الائتمانية وآليات توظيف العاملين والاستغناء عنهم، ومرونة دفع الضرائب، وسهولة التجارة عبر الحدود ومدى الالتزام بتنفيذ العقود التجارية، بما في ذلك مدى استقلالية النظام القضائي ونزاهته، وآليات حماية المستثمر والإفصاح عن البيانات

1 Hoque et al., (2018)., "Revisiting endogeneity among foreign direct investment, economic growth and stock market development: Moderating role of political instability", Cogent Economics & Finance, p8.

والقوائم المالية للشركات، ومدى سهولة خروج المستثمر من السوق وتصفية نشاطه وإغلاق مشروعه في حالة فشله^١.

٦-أ-٥) الموقع الجغرافي للدولة المضيفة: كمركز جغرافي بين الأسواق الرئيسية، أو موقع يمثل بوابة رئيسية للطرق والمطارات والبحار الرئيسية، فيمكن أن يوفر ذلك ميزة تنافسية فيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي المباشر، وخير مثال على ذلك سنغافورة، ويضاف إلى ذلك الظروف المناخية للدولة المضيفة والتي قد تساعد على نمو بعض السلع الرئيسية مثل البن في البرازيل، والشاي في الهند، مما يؤدي إلى نشوء الكثير من الصناعات الكبرى التي تجتذب الاستثمار الأجنبي المباشر^٢.

٦-ب) العوامل الاقتصادية الكلية:

٦-ب-١) النمو الاقتصادي: إن الإصلاحات الاقتصادية والتشريعات المشجعة على الاستثمار بشكل عام، سوف تؤدي إلى خلق مناخ مواتٍ للمستثمرين الأجانب، لأن النمو الاقتصادي يؤدي إلى نمو في أرباح المشروعات وكذلك تخفيض علاوة المخاطرة^٣.

٦-ب-٢) السياسة الضريبية: تؤدي الضريبة دوراً مهماً كأداة للتأثير على الميل الاستثماري، إذ إن زيادة الضرائب المباشرة تؤدي إلى تخفيض قيمة الاستثمار، وتستعمل الضرائب لتوجيه وتشجيع الاستثمار من خلال الإعفاءات الضريبية الدائمة أو المؤقتة، وذلك من أجل تحديد فروع النشاط أو الترقية وتكثيف فروع قائمة تماشياً مع السياسة الاقتصادية، وبذلك تعتبر الضريبة سلاحاً ذا حدين، فمن جهة تؤدي إلى جذب الاستثمار المباشر، ومن جهة أخرى تفقد خزينة الدولة الكثير من الموارد^٤، ومن ثم يجب التركيز على معدلات ضريبية متدنية نسبياً.

٦-ب-٣) استقرار سعر الصرف: إن استقرار سعر الصرف يشجع على الاستثمار المالي، أما تقلبه أو عدم استقراره في الدولة المستثمر فيها فيؤدي إلى تقليل العوائد المتوقعة على الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية من ناحية، وزيادة المخاطر التي تتعرض لها من ناحية أخرى، ومن ثم لا يشجع تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى داخل هذه الدولة^٥.

١ بلقاسمي، سليم. (٢٠٢٠)، ضمانات الاستثمار الأجنبي المباشر في الاتفاقيات الدولية الثنائية الاستثمار كعامل من عوامل تحسين مناخ الاستثمار في الجزائر، مجلة العلوم القانونية والاجتماعية، جامعة زيان عاشور، الجزائر، العدد ٤، ص: ٥١٧ - ٥١٨. وينظر للمزيد من المعلومات: تقرير حول مناخ الاستثمار في الدول العربية، الناشر المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، الكويت، للسنوات ٢٠١٠ - ٢٠١٤.

٢ داودية، وهيبه. (٢٠٠٥)، واقع وآفاق الاستثمار الأجنبي في دول شمال إفريقيا خلال الفترة (١٩٩٥ - ٢٠٠٤) مع التركيز على الجزائر - مصر - المغرب - تونس، رسالة ماجستير، جامعة حسيبة بن بوعلي، ص ٢٧.

٣ خضير، عقبة. (٢٠١٥)، ص ١٣٨.

٤ محمد، نورية عبد. (٢٠١٢)، ص: ٦٩.

٥ لبيب، عامر أحمد. (٢٠١٩)، ص: ١٧.

٦-ب-٤) السياسة المالية والنقدية: اتجهت الدول إلى تحرير القطاع المصرفي، وإجراء الكثير من الإصلاحات المالية والنقدية بما ييسر حركة رؤوس الأموال وإلغاء القيود المفروضة على تحويل الأرباح إلى الخارج، وذلك من أجل جذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار^١.

كما أن الإنفاق الحكومي الرأسمالي والذي يعبر عن الإنفاق المخصص من الدولة لشراء الأصول الرأسمالية والإنفاق على البنية التحتية كالإنشاءات الجديدة (بناء الجسور والمطارات والموانئ وغيرها)، وكذلك جميع أنواع الصيانة والإصلاحات الرئيسية في الدولة، لها دور في جذب الاستثمارات الأجنبية.

٦-ب-٥) درجة الانفتاح التجاري: التي تدل على التجارة الدولية وأهميتها في استقطاب الاستثمار الأجنبي أو استبعاده، وعموماً فإن درجة الانفتاح التجاري تؤثر في حجم التدفقات الخاصة بالاستثمار الأجنبي المباشر في الدولة المضيفة للاستثمار الأجنبي.

٦-ب-٦) مؤشرات الحرية الاقتصادية: يوجد العديد من المؤشرات التي تدل على الحرية الاقتصادية مثل: الحرية المالية والمصرفية والذي يبين مدى توافر الخدمات والمنتجات المصرفية المختلفة وإمكانية حصول المستثمر الأجنبي على الائتمان بكافة المزايا التي تتلقاها المؤسسات المحلية، كما يدل على مدى تدخل الحكومة وتملكها للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى، بالإضافة إلى حرية الاستثمار والتي تشير إلى القيود على الاستثمار الأجنبي والتحكم في تدفقات الأموال والتحويلات سواء للأفراد أو للشركات، إذ مثل هذه القيود تؤدي إلى عزوف المستثمر الأجنبي وعدم القدرة على استقطابه، كما أن وجود الفساد الإداري يؤثر في قرار المستثمر الأجنبي، فوجود وتفاشي الفساد في البيئة الاستثمارية يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن الاستثمار في الدولة^٢.

٦-ج) عوامل تتعلق بالسوق المالي:

٦-ج-١) هيكل السوق المالي: يمثل وجود إطار تنظيمي تشريعي يحكم وينظم أنشطة الاستثمار في سوق المال من العوامل المهمة المؤثرة والمحددة لاتجاهاته، ولكي يكون الإطار التشريعي جاذباً للاستثمارات الأجنبية لا بد من توافره على قانون موحد للاستثمار يتمتع بالوضوح والشفافية، ويتوافق مع التنظيمات الدولية، بالإضافة إلى وجود ضمانات كافية لحماية المستثمر من أنواع معينة من المخاطر^٣.

٦-ج-٢) تنوع الأدوات الاستثمارية: فكلما كان هناك أدوات مالية كثيرة ومختلفة وفر ذلك فرصاً استثمارية أكبر وقلل من المخاطر.

١ عبد العال، نشأت علي. (٢٠١٢)، الاستثمار والترابط الاقتصادي الدولي، الاسكندرية، دار الفكر الجامعي، ص: ٢٥٥.

٢ اسماعيل، محمد، حسن، جمال قاسم. (٢٠١٧). محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية، دراسات صندوق النقد العربي. ص: ٢١-٢٠.

٣ خضير، عقبة. (٢٠١٥). ص: ١٤٠.

٦-ج-٣) كفاءة السوق المالي: فالمستثمر الأجنبي يقوم بدراسة كفاءة السوق المالي وتحديد الكفاءة التشغيلية أو كفاءة العمليات من حيث التكنولوجيا المستخدمة والفترة الزمنية اللازمة لإنجاز الصفقات، وسرعة تنفيذ العمليات... الخ^١.

٦-ج-٤) سيولة السوق المالي: تعتبر السيولة عاملاً مهماً لجذب المستثمرين للتعامل بالسوق المالي، إذ تسمح بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال، كونها تعطي المدخرين الفرصة لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما احتاجوا إلى ذلك، كأن تكون لديهم الرغبة في استرجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات المحافظ المالية لديهم، أما توفر السيولة بالنسبة للشركات فتعني قدرتها على رفع رأسمالها عبر الإصدارات الجديدة، لتتجاوز الآجال الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة، مما ينعكس إيجابياً على التخصيص الأمثل للموارد^٢.

٦-ج-٥) الاتجاه نحو تحرير أسواق المال: وتقديم حوافز تشجيعية للعمل فيها، للدفع بهذه الأسواق نحو النمو والتفاعل مع الأسواق الدولية المختلفة، وجذب رؤوس الأموال للاستثمار في محافظ الأوراق المالية، وبذلك يتوفر التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية، ومن هذه الحوافز منح حرية تحويل أرباح حافظة الأوراق المالية إلى الخارج دون قيود^٣.

٦-ج-٥) الاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق العالمية: إذ يعد من أهم الاتجاهات الحديثة في مجال الاستثمار، والذي يعني قدرة المستثمر على استثمار أمواله في أسواق مالية تقع في دول مختلفة وبذلك لم يعد محصوراً في السوق المحلي فقط، إذ شهدت أسواق المال الأجنبية نمواً سريعاً أتاح للمستثمرين فرصة زيادة العائد وتقليل المخاطر من خلال الاستثمار الدولي.

٦-ج-٦) اتجاه الأسواق المالية إلى التكامل: والذي يعني أن إزالة القيود التشريعية والتنظيمية والرقابية على التعاملات المالية في الأسواق الدولية، وكذلك التطورات الحديثة في تقنيات معالجة المعلومات المالية وابتكار الوسائل والأدوات المالية المتنوعة لمواجهة المخاطر المالية المحتملة، إذ ساعدت عوامل العولمة المالية والتحرير الكامل لحركة رؤوس الأموال في اندماج أسواق المال العالمية، ومن ثم فإن الأسواق التي حققت درجة أكبر من الاندماج، شهدت قدراً أكبر من تدفقات الاستثمار الأجنبي، وذلك للاستفادة من مزايا التنوع في الموجودات والمحافظ المالية^٤.

١ الإدارة العامة للدراسات والتطوير - هيئة سوق رأس المال الفلسطينية: (٢٠٠٨)، الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، الملحق الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، ص: ٨.

٢ طرايش، إبراهيم. بربري، محمد أمين. (٢٠١٩)، ص: ١٣٢ - ١٣٣.

٣ عبد العال، نشأت علي. (٢٠١٢)، ص: ٢٥٥.

٤ محمد، إياد طاهر، ومحمد، صلاح حسن. (٢٠١٣)، ص: ١١٠.

سابعاً- دوافع الاستثمار الأجنبي:

مثلاً هناك أسباب تدعو الدول لاستقطاب الاستثمار الأجنبي، يوجد دوافع تدفع الاستثمار الأجنبي إلى الدول المضيفة، وتتمثل عادة بالظروف السلبية أو غير المواتية للاستثمار، على عكس ما أورده في الفترات السابقة، ويمكن القول إن أهم هذه الدوافع ما يلي:

- (١) **عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدولة الأم للمستثمر الأجنبي:** يعد هذا الدافع من أهم العوامل التي تدفع إلى خروج الاستثمارات الأجنبية من الدولة الأم إلى الدولة المضيفة، فعدم الاستقرار السياسي والأمني في الدولة الأم يدفع المستثمر للبحث عن أسواق أخرى تتسم بالاستقرار السياسي، وكذلك الحال بالنسبة لعدم الاستقرار الاقتصادي نتيجة انخفاض معدلات النمو وحالات الركود وغيرها^١.
- (٢) **الدورات الاقتصادية:** التي تحدث في الدول المتقدمة والتي تترافق في بعض الحالات مع حدوث انخفاض في معدلات الفائدة، مما يدفع المستثمرين في تلك الدول إلى البحث عن فرص بديلة ذات عوائد مرتفعة لتوظيف أموالهم، كما أن البيئة الانكماشية في الدول الصناعية ولا سيما في الولايات المتحدة، كانت بمثابة المحددات الأساسية لزيادة تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الدول النامية وخاصة الاستثمار في المحفظة^٢.
- (٣) **معدل العائد على الاستثمار:** فالمستثمر الأجنبي سواء كان شركة أو فرداً لا يتجه إلى الاستثمار في الخارج إلا إذا توقع عائداً أعلى مما يحصل عليه بالاستثمار المحلي، بحيث يغطي المخاطر التي قد تترتب على هذا الاستثمار.
- (٤) **تكاليف الإنتاج:** إن ارتفاع تكاليف الإنتاج في الدولة الأم تعتبر من الأسباب التي تدفع المستثمر للاستثمار في الدولة المضيفة ذات التكاليف المنخفضة، سواء تعلق هذه التكاليف بالمواد الأولية أو اليد العاملة أو غيرها^٣.
- (٥) **الاستثمار بدافع الموارد:** يسعى الاستثمار الأجنبي إلى الحصول على الموارد الطبيعية مثل المعادن والمواد الخام والمنتجات الزراعية وغيرها، بالإضافة إلى الموارد البشرية^٤.
- (٦) **دورة حياة المنتج أو العملية الإنتاجية:** إذ تبدأ الشركات بتسويق منتجاتها أولاً داخل البلد الأم، ومن ثم مع دخول المنتج مراحل متأخرة من حياته، تقوم هذه الشركات بتسويقه في بلدان أخرى وغالباً ما تكون بلداناً نامية^٥.
- (٧) **الاستفادة من مزايا التنوع الدولي:** يهدف المستثمر الأجنبي من الاستثمارات الدولية إلى تحقيق غايتين أساسيتين، تتمثل الأولى في بحثه عن أدوات أجنبية تعطيه مردوداً أعلى من تلك التي يمكنه الحصول عليها فيما

١ قرين، وفاء. كعوش، أسماء: (٢٠٢٠)، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الصين - دراسة قياسية خلال الفترة (١٩٨٠ - ٢٠١٧)، رسالة ماجستير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة، الجزائر، ص: ٣٢.

٢ محمد، إياد طاهر، ومحمد، صلاح حسن. (٢٠١٣). ص: ١٠٩.

٣ قرين، وفاء. كعوش، أسماء: (٢٠٢٠)، ص: ٢٧.

٤ السامرائي، نزهان محمد: (٢٠١٦)، محددات ودوافع الاستثمار الأجنبي المباشر وعلاقتها بأهم مؤشرات مناخ الاستثمار - دراسة تحليلية للدول المضيفة والشركات المستثمرة/ إشارة خاصة للعراق والدول العربية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد ١٢، ص: ٢٥١.

٥ داودية، وهبة. (٢٠٠٥)، ص: ٢٥.

لو اقتصر محتوى محفظته على أوراق مالية محلية، أما الثانية فترتبط بتخفيض مخاطر الاستثمار الذي تتعرض له المحفظة، والذي يتحقق عبر التنوع الدولي لمكونات المحفظة التي يملكها، إلا أنه هناك احتمال زيادة مخاطر المحفظة عن طريق الاستثمار الدولي والذي ينجم عن تبدل أسعار الصرف، إلا أن العديد من الدراسات التجريبية أظهرت أن خطر المحفظة التي يتنوع تركيبها الدولي، هو أدنى نسبياً من خطر المحافظ المستثمرة في الأسواق الناشئة.

(٨) المضاربة: تتسم الأسواق المالية الناشئة بتواضع أو انعدام الكفاءة، ومن ثم فإن المستثمر الأجنبي يستطيع تحقيق أرباح غير عادية بالاستثمار في هذه الأسواق، خاصة أن أرباح الاستثمار في هذه الأسواق قد يعفى من الضريبة، كما يأمل المستثمر الأجنبي في الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة التي تتسم بانخفاض الوعي الاستثماري لدى المستثمر المحلي، بالإضافة إلى سعيه للاستثمار في البلدان التي تتمتع باستقرار نسبي في سعر الصرف، وبذلك يكون بمأمن من مخاطر تغير سعر الصرف^١.

إن الأسباب التي تدفع الاستثمارات الأجنبية من بلدها الأم متعددة، ولكن يمكن القول بأن أكثرها أهمية هو عدم وجود الاستقرار السياسي الذي يزيد من مخاطر الاستثمار، والذي يؤدي إلى إزالة المشاريع القائمة بحد ذاتها، وما يصاحب ذلك من انعدام الاستقرار الاقتصادي، كما يضاف لذلك إمكانية الحصول على أرباح عالية نتيجة الاستثمار في الدول المضيفة، وتصريف أفضل لمنتجات المشروعات نتيجة وجود الانفتاح التجاري، وبذلك الحصول على حصة سوقية أكبر.

إن ما سبق يقود إلى فكرة هروب رؤوس الأموال، والتي تعد من الظواهر التي تنتشر على نطاق واسع في كل من الدول النامية والدول المتقدمة، ولكن أسباب الهروب تختلف بين هذه الدول، فغالباً ما تتم عمليات هروب رؤوس الأموال في الدول المتقدمة على نحو قانوني، وذلك استجابة لفروق العوائد والمخاطرة بين الداخل والخارج، أو كوسيلة لتنويع المحافظ المالية للمستثمرين وذلك للتخلص من المخاطر التي يتعرضون لها عن طريق تنويع محافظهم الاستثمارية، من خلال الاستثمار ليس فقط في الأصول المحلية وإنما في الأصول الأجنبية أيضاً.

أما على مستوى الدول النامية، فهروب رؤوس الأموال يضم كافة الأصول الخارجية المسجلة وغير المسجلة، بما في ذلك مشتريات الأصول المالية الأجنبية والاستثمار الأجنبي المباشر، بالإضافة إلى الأصول الحقيقية المملوكة للقطاعات البنكية وغير البنكية، ولما كان رأس المال عنصراً نادراً في الدول النامية فإن أي تدفق لرؤوس الأموال للخارج يعتبر هروباً لرأس المال.

أما أسباب هروب رؤوس الأموال فهي عديدة، ومن أهمها عدم الاستقرار الأمني والسياسي والفساد الإداري، كما يعد ضعف المقدرة الاستيعابية للاقتصادات العربية أحد أسباب الهروب، والتي تتمثل في عدم قدرة هذه الاقتصادات على استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالاً كاملاً في تحقيق مستوى التنمية الذي يتناسب مع مستوى هذه الموارد، ومن الأمثلة على ذلك عدم مقدرة البنوك والشركات والمؤسسات المالية العربية على استثمار ما لديها من فوائض مالية، على الرغم من توفر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجدوى في المجالات

١ خضير، عقبة. (٢٠١٥). ص: ١٤١-١٤٣.

المتعددة، مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المتحققة من هذه الفوائد، ويضاف إلى ذلك غياب عناصر الإنتاج الأخرى كالتكنولوجيا المتطورة والأيدي العاملة المؤهلة والمتخصصة وغيرها^١.

أي إنه يمكن القول بأن خروج رأس المال من الدول المتقدمة لغيرها من الدول يسمى استثماراً أجنبياً، أما خروج رأس المال من الدول النامية فيسمى هروباً لرأس المال، وذلك بسبب أن الدول النامية محتاجة لرأس المال لإقامة المشاريع التي تفيد في تحقيق التنمية الاقتصادية، إذ إن لديها عجزاً في التمويل.

ثامناً - تقييم الاستثمار الأجنبي:

يحمل الاستثمار الأجنبي العديد من الفوائد سواء للبلد المضيف أو للمستثمر الأجنبي نفسه سواء كان شركة أو شخصاً طبيعياً، وذلك حسب نوعه وأهدافه ومدى توافر المتطلبات التي تجذبه، ولكن بالمقابل يوجد العديد من الآثار السلبية والمخاطر التي يحدثها في البلد المضيف، ومن ثمّ سيتم هنا عرض أهم الإيجابيات التي يقدمها الاستثمار الأجنبي بالإضافة إلى أهم السلبيات التي يحدثها، كما يلي:

أ) الآثار الإيجابية للاستثمار الأجنبي على البلد المضيف:

أ-١) ينظر للاستثمار الأجنبي كوسيلة لسد فجوة الموارد بين الاستثمار المستهدف والمدخرات المحلية، كما يساهم في سد فجوة العملات الأجنبية بين متطلبات النقد الأجنبي المستهدف والنقد الأجنبي من صافي عائدات التصدي مضافاً إليه صافي المساعدات الخارجية، بالإضافة إلى سد الفجوة الإدارية وتنظيم المشاريع والتكنولوجيا والمهارات، إذ لا يقتصر الاستثمار الأجنبي على توفير الموارد المالية للدولة المضيضة، بل أيضاً توفير الخبرة الإدارية والمهارات التكنولوجية وغيرها^٢.

أ-٢) وفيما يخص الاستثمار الأجنبي غير المباشر هو سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة، إذ يسعى مستثمرو المحافظ الدولية إلى تعديل مراكزهم الاستثمارية، ومن ثمّ الدخول والخروج إلى السوق المالية في الدولة المضيفة وذلك وفقاً لمستوى التطور في السوق لهذه الدول.

أ-٣) كما يساهم في زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية، إذ إنه في الغالب يكون في شكل استثمارات مؤسسية تتصف بقراراتها الاستثمارية بطول الأمد، وتكون مبنية على أسس علمية رشيدة، إضافة إلى سرعة اتخاذ القرار وتنفيذه^٣.

أ-٤) ويمكن له أن يعود بالنفع على القطاع الحقيقي للاقتصاد، إذ يمكن لتدفقات الاستثمار الأجنبي المحفّظ أن تكون مصدر تمويل للاستثمارات الأجنبية ولا سيما إلى البلدان النامية ذات الشح في رؤوس الأموال، ومن ثمّ يمكن أن يكون هذا الاستثمار مكماً للدخار المحلي لتحسين معدل الاستثمار من خلال توفير

١ بولويز، عبد الوافي. طاهر، حسين. (٢٠١٦)، هروب رؤوس الموال العربية والفرص التنموية الضائعة (العالم العربي)، مجلة التنظيم والعمل، العدد (١)، المجلد (٥)، ص ٦٤ - ٦٥.

٢ نورة، بيري. (٢٠١٦). ص: ٣٢ - ٣٣.

٣ خضير، عقبة: (٢٠١٥)، ص: ١٠٨.

النقد الأجنبي للبلدان النامية، بالإضافة إلى أنها تقلل من ضغط فجوة العملات الأجنبية مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية اللازمة سهلة بالنسبة لهم^١.

ب) الآثار السلبية للاستثمار الأجنبي على البلد المضيف:

ب-١) قد يؤدي إلى خفض المدخرات المحلية ومعدلات الاستثمار وخلق المنافسة، من خلال اتفاقات الإنتاج الحصري مع الحكومات المضيفة، وعدم إعادة استثمار جزء كبير من أرباحها، كما يمكن أن يزاحم المستثمرين المحليين وذلك بالحصول على التمويل من المصادر المحلية.

ب-٢) قد يساهم في تحسين موقف الاحتياطي الأجنبي للدولة المضيفة، إلا أن أثره على المدى الطويل قد يكون مخفضاً للاحتياطيات، وذلك بسبب إعادة الأرباح والفوائد وغيرها من الإيرادات التي تحققها الاستثمارات الأجنبية إلى الدولة الأم^٢.

ب-٣) عادة ما يعزز الاستثمار الأجنبي التبعية التكنولوجية، على الرغم من أنه يساهم في نقل التكنولوجيا المتطورة إلى البلد المضيف، كأن يتم نقل طرق إنتاج تتم بالتكنولوجيا الحديثة والمتطورة وتركز عليها، أو نقل صناعة تتطلب كفاءة عالية أو طريقة إنتاج لا تحتاج إلى أيد عاملة، وهذا الأمر قد لا يتناسب مع مقومات البلد المضيف، كما قد تسيطر الشركات الأجنبية على الصناعة في البلد المضيف باستعمال ميزتها التكنولوجية، وبذلك تقيد الصناعات المحلية وتردعها من الدخول للأسواق المحلية وحتى الخارجية^٣.

ب-٤) في حال زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في السوق المالي بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ، فإنها تؤدي إلى ارتفاع سعر العملة الوطنية (نتيجة زيادة الطلب عليها)، مما يضر ذلك بالصادرات، كما تؤدي إلى التوسع في حجم الأصول المالية المحلية وزيادة الطلب على السلع المحلية، ما ينتج عنه زيادة في معدلات التضخم^٤.

ب-٥) صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيفة لمثل هذه الاستثمارات، فقد تتسحب بصورة مفاجئة، ما يؤثر سلباً في استقرار السوق المالي للبلد المضيف للاستثمار، كما حدث في الأزمة المالية العالمية، وأزمة النمر الآسيوية.

١ طاهر محمد، إباد. حسن محمد، صلاح: (٢٠١٣)، ص ١٠٦.

٢ نورة، بيري: (٢٠١٦)، ص: ٢٥.

٣ جوامع، لببية: (٢٠١٥). أثر سياسات الاستثمار في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية- دراسة مقارنة: الجزائر، مصر والسعودية. أطروحة دكتوراه. جامعة محمد خيضر. بسكرة: الجزائر. ص: ٣٢-٣٣.

٤ عواد، فاضل جويد: (٢٠١٦)، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية (١٩٩٦-٢٠١٠)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد ٤٧، ص ١١٨.

ب-٦) قد لا يساهم الاستثمار الأجنبي المحفزي في تنمية الاقتصاد الوطني بصورة مباشرة، لأنه يتمثل باستثمار في الأدوات المالية المدرجة بالسوق المالي، ومن ثم لا يأخذ بالضرورة الأولويات الاقتصادية الكلية^١.

تاسعاً- سياسات جذب الاستثمار الأجنبي للدول العربية:

نظراً للمزايا التي يقدمها الاستثمار الأجنبي للدولة المضيفة، من جلب رأس المال والتكنولوجيا ونقل المعرفة، بالإضافة إلى توفير فرص عمل وغيرها من المزايا التي تساعد في نهاية المطاف بتحقيق التنمية الاقتصادية، فإن غالبية الدول العربية تسعى جاهدة لجذب هذه الاستثمارات، وتضع في سبيل ذلك العديد من السياسات، سيتم عرض أهمها وفق الآتي:

١) تحسين مناخ الاستثمار: يتأثر تدفق الاستثمار الأجنبي بشكل رئيسي بمجمل الأوضاع السياسية والاجتماعية والاقتصادية السائدة في الدولة المستقبلة له، بالإضافة إلى الأوضاع القانونية والتنظيمات الإدارية، ويظهر تقرير للبنك الدولي أربعة تحديات ينبغي على الدول المعنية معالجتها لتحسين مناخ الاستثمار في بلدانها، وهي كالآتي^٢:

- الحد من الفساد والأشكال الأخرى من السلوك النفعي، فالعديد من الشركات الأجنبية ترى أن الفساد من أشد العقبات التي تواجهها أعمالها والتي هي بحاجة إلى معالجة.
- خلق مصداقية للسياسات الحكومية، فالقوانين الجديدة التي يتم سنها يكون لها أثر ضعيف، في حال كانت الشركات لا ترى أنه سيتم تنفيذها أو تعزيزها.
- تشجيع المشاركة الشعبية، إذ إن عدم مساندة الجمهور لخلق مجتمع أكثر إنتاجية يبطئ الإصلاحات ويعرض استمراريته للخطر.
- مرونة السياسات وملاءمتها للأوضاع المحلية، إذ تؤدي المناهج المنقولة عن بلدان أخرى بدون أي دراسة إلى نتائج ضعيفة أو عكسية.

٢) إصلاح بيئة أداء الأعمال: تؤثر نظم ولوائح الاستثمار في قرارات الاستثمار بشكل مباشر، إذ إن تبسيط الإجراءات وتحسين آليات تنفيذ العقود والحفاظ على حقوق المستثمرين، يعد من أهم العوامل التي تؤثر في القرار الاستثماري بصورة إيجابية.

٣) تطوير وتدعيم القطاع المالي بالدول العربية: لا يزال القطاع المالي المكون من القطاع المصرفي وقطاع التأمين والسوق المالي في غالبية الدول العربية صغيراً مقارنة بالدور المنتظر منه إذ يعد من أهم الأعمدة الاقتصادية الداعمة والمحفزة للاستثمار، فيقوم كل من القطاع المصرفي والسوق المالي بالوساطة بين المدخرين والمستثمرين بينما يوفر قطاع التأمين الحماية ضد مختلف أنواع المخاطر بما فيها المخاطر المتعلقة بالاستثمار في المشاريع، ويحتاج القطاع المالي في عدد كبير من الدول العربية إلى تطوير جوهري لمكوناته وأنشطته،

١ أبو عمشة، محمد كمال. (٢٠١٣). الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية-دراسة حالة بورصة قطر. مجلة بحوث اقتصادية عربية. المجلد: ٢٠. العدد: ٦١-٦٢. ص: ٧٥.

2 <http://econ.worldbank.org>

ويشمل ذلك الأطر التشريعية والتنظيمية، وتعزيز القدرة المالية للمصارف العربية، وتطوير وظائفها ووسائلها، وكذلك تطوير أسواق المال وشركات التأمين، بما يساعد على زيادة الاستفادة من الموارد المالية المتوفرة على مستوى الدول العربية، وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، وفيما يلي بعض السياسات الاقتصادية التي تساعد على تنمية القطاع المالي العربي:

(أ) على مستوى القطاع المصرفي: استمرت جهود السلطات الإشرافية والرقابية في الدول العربية بتحديث وتطوير منظومة الأنظمة والقرارات والإجراءات المتبعة والتعاميم الصادرة لديها بما ينسجم مع التطورات الدولية، وبما يحقق أعلى مستويات الاستقرار المالي، خاصة تلك المتعلقة بتطبيق معايير بازل III، والمتعلقة بالبنوك ذات الأهمية النظامية محلياً، ونظم وقواعد الحوكمة، وكذلك فقد اهتم عدد من السلطات الرقابية بالقضايا المتعلقة بموضوع مكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب، إلى جانب قيام عدد من البنوك المركزية باتخاذ الخطوات اللازمة لتطبيق المعيار المحاسبي الدولي للقرارات المالية (IFRS 9)، كما استمرت جهود البنوك المركزية العربية بتطوير البنية التحتية للقطاع المصرفي، واتخاذ الخطوات اللازمة لاستيعاب وتطوير خدمات التقنيات المالية الحديثة، بالإضافة إلى اتخاذ خطوات لاستيعاب عمل البنوك التي تعمل وفق الشريعة الإسلامية^١.

(ب) على مستوى أسواق المال العربية: يمكن أن يجذب نشاط الأسواق المالية قدراً أكبر من الاستثمارات الأجنبية، وذلك بشكل مباشر من خلال مزيد من الاستثمارات القائمة على توظيف الأسهم، وبشكل غير مباشر من خلال استثمارات جديدة تحفزها التوقعات الجيدة بالنسبة للأداء الاقتصادي المستند إلى الارتفاع في أسعار الأسهم، وقد عملت الحكومات في العديد من الدول العربية منذ بداية التسعينات على تطوير أسواقها المالية، وذلك بتنفيذ إصلاحات واسعة غطت جميع جوانب السوق، كما عملت على إدخال أحدث الأساليب والمعايير المتعارف عليها دولياً، للعمل فيها من أجل الارتقاء بأدائها وتمكينها من حشد المدخرات الداخلية وجذب الاستثمارات الخارجية^٢.

إذ واصلت السلطات الإشرافية والرقابية في الدول العربية جهودها للارتقاء وتطوير البنية التشريعية والتنظيمية لأسواق المال، وتنظيم وتنشيط التداول من خلال مواكبة التطورات والالتزام بالمعايير والمبادئ الدولية، والعمل على تطوير وتحديث منظومة التعليمات والممارسات التي تنسجم مع هذه المعايير وتعزيز من الإفصاح والشفافية، حيث حظيت موضوعات الأمن السيبراني، وإصدار قواعد إدراج ونظام حوكمة الصناديق الاستثمارية، وضوابط وتعليمات الإقراض والاقتراض والبيع على المكشوف والتمويل على الهامش، والانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة باهتمام العديد من السلطات خلال العام ٢٠١٩^٣.

وبالنتيجة فقد ساهم استمرار التحسن النسبي في الأوضاع السياسية في عدد من الدول العربية، والانخفاض المتتالي لأسعار الفائدة العالمية، وترقية عدد من الأسواق المالية العربية إلى الأسواق الناشئة، إلى جانب الظروف الأولية لعدد من الشركات الكبيرة في التأثير الإيجابي على تعاملات المستثمرين الأجانب في الأسواق

١ التقرير الاقتصادي الموحد (٢٠١٩)، صندوق النقد العربي، ص ١٤٩.

٢ الأسرج، حسين عبد المطلب. (٢٠٠٥)، ص: ٣٦.

٣ التقرير الاقتصادي الموحد (٢٠١٩)، صندوق النقد العربي، ص ١٥٧.

المالية العربية، إذ ارتفعت قيمة تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصات العربية خلال عام 2019 مقارنة بعام 2018 .

وفي مقال صادر عن مجموعة البنك الدولي يبين (خريطة إصلاح الاستثمار)، التي تقدم ثلاثة مفاهيم أساسية لمساعدة الحكومات على توضيح وضع بلدانها في الاقتصاد العالمي، وتحديد الأولويات، وتنفيذ رؤية البلد المعني على المدى البعيد، وذلك على النحو التالي:

- (١) ليس الهدف من سياسة الاستثمار هو الاختيار بين الاستثمار المحلي والأجنبي، وإنما الربط بينهما عن طريق سلسلة القيمة المضافة على المستويات المحلية والإقليمية والعالمية، وهذا يعني أنه يجب ألا يقتصر تركيز الإصلاح التنظيمي على القوانين المحلية، ولكن ينبغي أن يسعى أيضاً لتحقيق الترابط بين هذه القوانين واتفاقيات الاستثمار الدولية التي تحكم على نحو متزايد الإنتاج على المستويين المحلي والدولي.
- (٢) الاستثمار ليس صفقة، وإنما هو علاقة، فمن الضروري أن تتجاوز استراتيجية سياسات الاستثمار مسألة جذب الاستثمارات المبدئية، إذ تأتي الفوائد الحقيقية التي تتحقق للدولة في مرحلة تالية في العلاقة، وذلك عندما ينجح البلد المعني في الاحتفاظ بالاستثمار وبناء علاقات قوية مع أنشطة الأعمال المحلية.
- (٣) ليست جميع أنواع الاستثمار متماثلة، فالأنواع المختلفة من الاستثمار لها آثار مختلفة على التنمية الاجتماعية- الاقتصادية، ومن ثم تستلزم سياسات مختلفة.

وسيكون لدى البلدان التي يمكنها تطبيق هذا الإطار على سياساتها ورؤيتها للاستثمار أساس منطقي لتنفيذ استراتيجية للاستثمار من شأنها أن تؤدي إلى تحقيق نتائج كبيرة.

والواقع أنه لا يوجد حل واحد يناسب جميع حالات وضع سياسات فعالة للاستثمار، وقد يكون النهج الذي يحقق النجاح في أحد البلدان من أجل نوع واحد من الاستثمار في وقت معين، بحاجة إلى مراجعة وتنقيح وإصلاح مستمر ليأخذ في الاعتبار التغيرات أو الظروف الفريدة التي تطرأ على الاقتصاد، وباستخدام إطار معين مثل خريطة إصلاح الاستثمار وتكييفه، فإنه يمكن للحكومات وضع سياسات تحقق النجاح في بلدانها. وفي عالم تتزايد فيه العولمة، فإنه ما من شك في أن للاستثمار الأجنبي دوراً كبيراً في دفع الاقتصادات النامية قدماً وربطها بالأسواق الأكبر حجماً^١.

وبنتيجة العرض السابق للاستثمار الأجنبي، يمكن القول إن غالبية الدول تفضل جذب الاستثمار الأجنبي المباشر لما له من مزايا تفيد الدولة المضيفة للاستثمار، كونه يزيد من تكوين رأس المال الذي تحتاجه الدول لتحقيق التنمية الاقتصادية، فضلاً عن نقل للتكنولوجيا وأساليب الإدارة وتخفيض البطالة نتيجة تشغيل العاملين في المشاريع الجديدة التي تقيمها هذه الاستثمارات، كما يعد استثماراً طويلاً الأجل في حال توفر المتطلبات

1Echandi, Roberto. Scronce, Erin.(2016), Three Key Ideas for Creating Effective Investment Policies, <http://www.worldbank.org/>.

اللازمة لبقائه في الدول المضيفة، والتي من أهمها الاستقرار السياسي، بالإضافة إلى وجود قوانين وتشريعات واضحة ومستقرة تفيد بقاءه في هذه الدول.

كما يضاف لما سبق دور السوق المالي في جذب هذه الاستثمارات، فالدول التي تملك أسواق مالية تتمتع بالكفاءة والسيولة تزيد من جاذبيتها للاستثمارات الأجنبية وخاصة المحفظة، فضلا عن كون السوق المالي يتمتع بوجود إطار تنظيمي وتشريعي يتضمن قانون واضح وموحد للاستثمار ويتوافق مع التنظيمات الدولية، مما يسمح له بالتكامل والاندماج مع الأسواق العالمية.

أما فيما يخص الدول العربية وكون غالبيتها تملك مقومات يرغبها الاستثمار الأجنبي مثل توفر الموارد الطبيعية والأيدي العاملة الرخيصة، فمن الممكن جذب الاستثمار الأجنبي عن طريق توفير مناخ مناسب لها، وخاصة فيما يتعلق بالاستقرار السياسي والاقتصادي، بالإضافة إلى وجود قوانين وتشريعات تسمح بهذه الاستثمارات، فضلا عن التسهيلات الإدارية والحوافز الضريبية.

المبحث الثاني

دور الاستثمار الأجنبي في تنمية الأسواق المالية

نظراً لأن السوق المالي من أهم أركان النظام الاقتصادي والمالي، ومن ثم فإن الأدوات والمتطلبات التي تساهم في تنميته، قد تساعد في تعزيز التنمية الاقتصادية المطلوبة، لذلك سيتم الحديث في البداية عن دور الاستثمار الأجنبي في التنمية الاقتصادية.

أولاً- دور الاستثمار الأجنبي في التنمية الاقتصادية:

يثير الاستثمار الأجنبي جدلاً كبيراً بين الاقتصاديين، وذلك من ناحية أثره على اقتصاد الدولة المضيفة ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية فيها، فمن وجهة نظر المؤيدين للاستثمار الأجنبي فإنهم يرون أن الاستثمار الأجنبي يسد العديد من الفجوات التي تعاني منها الدول النامية مثل رأس المال والتكنولوجيا والمعرفة الإدارية والتسويقية والتنظيمية وتدريب العمالة، أما من وجهة نظر المعارضين للاستثمار الأجنبي، فإنهم يعتبرونه أداة جديدة لمواصلة هدف استعماري للاستيلاء على خيرات الدول المضيفة، أي إنه حسب وجهة نظرهم فإن هذه الاستثمارات تأخذ أكثر مما تعطي، إذ إن هذه الاستثمارات تتجه نحو القطاعات الخدمية والقطاعات الاستخراجية، ولا تتجه إلى المجالات التي تريد الدول النامية دعمها والتي تتمثل بقطاع الصناعة والإنتاج^١.

أما وجهة النظر المعتدلة، فهي توفق بين وجهات النظر السابقة، إذ إن أغلب دول العالم تنتهج هذه السياسة، فتسعى إلى جذب الاستثمار الأجنبي للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والانتفاع بالآثار الإيجابية للاستثمار الأجنبي، وتجنب الآثار السلبية له قدر الإمكان، وذلك من خلال سياسات توجيهية ووقائية حكيمة، إذ إن غالبية الدول النامية أصبحت تدرك أن الاستثمار الأجنبي لا بد منه لتحقيق تنميتها الاقتصادية.

عموماً، قد يساهم الاستثمار الأجنبي في تعزيز التنمية الاقتصادية للدولة المضيفة، من خلال مساهمته في:

- (١) تكوين رأس المال المحلي: إذ تعاني الدول النامية من نقص رؤوس الأموال اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية، وذلك بسبب انخفاض دخلها القومي وصعوبة الادخار فيها.
- (٢) نقل التكنولوجيا ومهارات الإدارة الحديثة: يعتبر الاستثمار الأجنبي من أهم القنوات الناقلة للتكنولوجيا، والتي تتصف بتكلفتها العالية وأنها غير متاحة تجارياً، كما يساهم الاستثمار الأجنبي بتدريب العمالة ونقل طرق الإنتاج الحديثة، بالإضافة إلى أنه يساهم في تنمية أنشطة البحث والتطوير في الدولة المضيفة، كما يساهم في

تنفيذ برامج التدريب والتنمية الإدارية وإدخال أساليب إدارية حديثة متطورة، وخلق روح المنافسة لدى الشركات الوطنية^١.

٣) توفير فرص العمل: فهو يعد من المبررات الرئيسية لجذب الاستثمار الأجنبي، وذلك للحد من البطالة، فحسب تقرير الاستثمار العالمي الذي يفيد بأن دور الاستثمار الأجنبي في توفير فرص عمل، إذ يعتمد هذا التأثير على نوع الاستثمار وعلى مكان الشركات التابعة واستراتيجيات العمالة لديها^٢.

٤) دوره في التجارة الخارجية وميزان المدفوعات: يمكن للاستثمار الأجنبي أن يؤدي دوراً بارزاً في تعزيز الصادرات للدول المضيفة، خاصة النامية منها التي تحتاج إلى بناء قدرة تصديرية تنافسية وتتوسع صادراتها، وذلك في حال توفر العوامل المطلوبة لقيام هذه الاستثمارات بعملها، أما دور الاستثمار الأجنبي في طرفي ميزان المدفوعات فيتمثل في مقدار الوفر من النقد الأجنبي الناتج عن الوفر من الواردات من السلع والخدمات، بالإضافة لمقدار التدفق من النقد الأجنبي نتيجة التصدير، وغيرها من الآثار^٣.

ثانياً- دور الاستثمار الأجنبي في تنمية السوق المالي:

وجدنا في الفصل الأول أن عملية تنمية السوق المالي تتطلب العديد من الأمور مثل: الانتقال إلى نظام سوق قوي بشكل معقول، وذلك من خلال بناء مؤسسات السوق وإعادة تعيين القواعد واللوائح مع تطوير النظام، ووجدنا من العرض السابق لأهمية الاستثمار الأجنبي أنه يساهم في تطوير القواعد المحاسبية ونظم التقارير في سوق الأوراق المالية المحلي، كما يعمل على رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء الشركات، بالإضافة إلى أن الهدف من عملية التنمية للسوق المالي هو زيادة المنافسة والانفتاح والابتكار مع الحفاظ على الرقابة الكافية والحوافز المناسبة والقيود اللازمة، وهذا ما وجدناه سابقاً من أهمية الاستثمار الأجنبي للدولة المضيفة إذ إنه يقوم بخلق المنافسة بين المشاريع الوطنية والمشاريع المقامة داخل الدولة المستثمر فيها، بالإضافة إلى إمداد الدولة المضيفة من خلال الشركات المتعددة الجنسيات بعدد من الأصول المختلفة في طبيعتها، والنادرة في هذه الدول مثل رأس المال والتكنولوجيا والمهارات الإدارية، بالإضافة إلى أنها تعتبر قناة لتسويق المنتجات الدولية.

إن توفر أسواق مالية متطورة يساهم في تحفيز تدفق رؤوس الأموال الاستثمارية، أي إنه كلما زاد عمق الأسواق المالية وتنوعت الأدوات المالية تنوعت مصادر التمويل المتاحة أمام المستثمرين، فوجود أسواق مالية متطورة يتضمن سلسلة فعّالة وواضحة من القوانين التي تنظم عمل الأسواق المالية فضلاً عن توفير الحماية القانونية لكافة المتعاملين. كما يمكن القول بأن الأسواق المالية أصبحت أكبر وأكثر سيولة وأكثر تكاملاً دولياً، وذلك بعد إزالة القيود المفروضة على تدفقات رأس المال والأرباح، إذ إن سياسات التحرير المالي تزيل تشوهات الأسواق المالية وتجعل الأصول المالية المحلية أكثر جاذبية، ويمثل الاستثمار الأجنبي بنوعيه أحد أهم نتائج التحرير المالي، كما أنه يعزز تنمية السوق المالية من خلال القنوات التالية:

١ حاجي، أسماء، بن موفق، زروق. (٢٠١٧). ص: ١٤٤.

٢ بن عباس، حمودي: (٢٠١٢)، دور الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية الاقتصادية- دراسة حالة الصين، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر، ص: ٨٩.

٣ المصدر السابق، ص ٩٤- ٩٨.

(١) الاستثمار الأجنبي يشجع التطور المالي: أشار العديد من الباحثين إلى أن دخول المزيد من الاستثمارات الأجنبية سوف يؤدي إلى زيادة الأموال المتاحة في الاقتصاد مما يعني زيادة مصادر التمويل الأمر الذي يسهم في توسيع المشاريع القائمة فضلاً عن الشروع في تمويل مشاريع جديدة، أي إن دخول الاستثمارات الأجنبية يحفز النمو الاقتصادي. لذلك فإن دخول الاستثمارات الأجنبية سوف يولد ضغطاً على البلد المضيف مما يحفزها على اتخاذ سلسلة من الإجراءات والضوابط التي تسهم في تحديث وتطوير البنية المالية التحتية من مصارف، وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار، وبنوك الاستثمار، الأمر الذي يساهم في تطوير وتنمية الأسواق المالية المدرجة فيها.

(٢) دخول الاستثمارات الأجنبية يحفز على تطوير الأنظمة والقوانين المطبقة في البلد المضيف: فتدفع الاستثمارات الأجنبية سوف يخلق ضغطاً على الدولة المضيفة لتشريع الأنظمة والقوانين المناسبة التي تعزز تطور الأسواق المالية، ومن ثم سن تشريعات جديدة تأخذ بعين الاعتبار الأوضاع الجديدة بعد دخول الاستثمارات الأجنبية وزيادة الإنتاج والتصدير^١.

(٣) قد يمهد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الطريق لقيام سوق الأوراق المالية في بعض الدول النامية، وهذا بسبب الزيادة في التكنولوجيا والمعرفة والأساليب الإدارية التي يجلبها هذا الاستثمار للدولة المضيفة، مما يؤدي إلى صناعة أكثر كفاءة^٢، أي إن الاستثمار الأجنبي يساعد في قيام السوق المالي من خلال التكنولوجيا والمهارات الإدارية التي يحضرها معه للدولة المضيفة، ومن ثم فإنه يعد عاملاً مهماً في قيام وتطوير السوق المالي للدولة المضيفة.

(٤) إن التدفق الكبير للاستثمار الأجنبي المباشر من شأنه أن يزيد الأجور، ومن ثم يشجع على زيادة صافي المدخرات المحلية، وهذه المدخرات يمكن استثمارها في السوق المالي، ومن ثم زيادة في الرسطة السوقية والتي تعبر عن تنمية السوق المالي، وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار طبيعة الدولة المضيفة فيما إذا كانت نامية أو متقدمة^٣.

(٥) يميل الاستثمار الأجنبي المباشر إلى تشجيع الشركات على المشاركة في أسواق رأس المال، لأن بعض المستثمرين قد يرغبون في تمويل مشاريعهم الاستثمارية برأس مال خارجي، كما يعمل الاستثمار الأجنبي المباشر كمؤشر لتطور سوق الأوراق المالية، والحجة لذلك هي أنه عندما تدخل الشركات سوقاً جديداً، فإن إحدى طرق الشركة لزيادة رأس المال الإضافي هي المشاركة في سوق الأوراق المالية المحلية، مما سيؤدي إلى تطور كبير في سوق الأوراق المالية المحلية^٤، وذلك بسبب زيادة حجم التداولات.

١ خلف، عمار حمد، وعزيز، رفل جميل. (٢٠١٦). تحليل العلاقة السببية بين البنية المالية التحتية والاستثمارات الأجنبية في ماليزيا واندونيسيا للفترة من (١٩٩٠-٢٠١٣)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ٩١، المجلد ٢٢، ص ٣٢٢-٣٣٩.

2 Sekhri, V. Hague, M. (2015). "Impact of Foreign Investments on Indian Stock Market: An Empirical Study". Asian Journal of Research in Banking and Finance, 5(6): 168-185.

3 Rasmus, M., Mathias. P(2018), "The Impact of Foreign Direct Investment on the Stock Market Development in Sweden", university of Gothenburg, Bachelor thesis, p21.

4 Wendy M. Jeffus, (2004). "FDI AND STOCK MARKET DEVELOPMENT IN SELECTED LATIN AMERICAN COUNTRIES, International Finance Review. P42.

٦) يمكن للاستثمار الأجنبي المباشر أن يزيد من إجمالي القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية المحلية عندما يشتري المستثمرون الأجانب ويبيعون الأسهم الحالية^١، إذ إن زيادة القيمة السوقية من ناحية تعني زيادة عدد الشركات التي تشارك في سوق الأوراق المالية، ومن ناحية أخرى تعني تحسين المؤسسات من حيث الأرباح ورأس المال والإنتاجية والسيولة وما إلى ذلك، مما يزيد من القيمة الحقيقية للشركات، ويتطلب هذا التحسين (خاصة في الاقتصادات الناشئة) تدفق رأس مال جديد، ونقل التكنولوجيا والمهارات الجديدة، والمشاريع المبتكرة والتقنيات الإدارية الجديدة، وهذا ما يحصل نتيجة تدفق الاستثمارات الأجنبية للدول المضيفة.

٧) يمكن أن تؤدي الزيادة في تدفق رأس المال إلى زيادة مقابلة في رأس المال السوقي، أو معدل دوران السوق أو السيولة، وقيمة الأسهم المتداولة، وإدراج المزيد من الشركات لزيادة رأس المال، ومن ثمَّ النمو في مؤشر السوق، وستعزز هذه مجتمعة تنمية سوق الأوراق المالية، مما يشير إلى وجود ارتباط إيجابي لوجود الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان النامية^٢.

٨) أما فيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي غير المباشر، فعادة ما يكون له تأثير إيجابي طويل الأجل على أسواق رأس المال، فقد أشار بعض الباحثين إلى أن تدفقات الاستثمار المحفطي يمكن أن تقيد في كفاءة أسواق رأس المال المحلية، وذلك من خلال زيادة تحرير وتطوير أسواق الأسهم المحلية، ومن ثمَّ تحسين تعبئة الموارد المحلية وتخصيصها.

٩) كما يمكن أن تؤدي تدفقات الاستثمار غير المباشر إلى تحسين توزيع المخاطر بين المستثمرين الأجانب والمحليين، لأن عمليات السداد عادة ما ترتبط بأداء الشركات المعنية، الأمر الذي يسهم في تطوير هيكل رأس المال وتحسين الحوافز الإدارية، ومن ثمَّ يزيد من قيمة الشركات، أي زيادة الرسمة السوقية^٣.

١٠) يعمل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على تطوير سوق الأسهم في الدول المضيفة من خلال المنافسة مع المؤسسات المالية الأجنبية وهذه المنافسة تسهم في استيراد الخدمات المالية والتكنولوجيا المتقدمة وإضفاء الطابع المحلي على التكنولوجيا الجديدة أو تكييفها مع البيئة المحلية للبلدان المضيفة. الأمر الذي يؤدي إلى مزيد من الكفاءة في تخصيص رأس المال وتقاسم المخاطر، وإن عملية التدويل تجعل الأسواق المالية أكثر كفاءة وأكثر سيولة وعمقاً^٤.

1 Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2001). "How does foreign entry affect domestic banking markets?". *Journal of Banking & Finance*, 25(5): 891 –911.

2 Richard C. Osadume, Christopher O. Etugbo: (2018) " Foreign Direct Investment, Stock Market Development And Long-Run Growth: Evidence From Selected Sub-Sahara African Countries, 1984–2015, *International Journal of Innovative Finance and Economics Research*, p38.

3 Sin-Yu Ho, Bernard Njindan lyke, (2017) "Determinants of stock market development: a review of the literature", *Studies in Economics and Finance*, Vol. 34 Issue: 1, pp.143–164, p149.

٤ الضعيف، حسين، (٢٠١٩)، ص٩٤-٩٧.

ويمكن القول بأنه هناك وجهتا نظر حول العلاقة بين الاستثمار الأجنبي وتنمية سوق الأوراق المالية:

الرأي الأول: يرتبط الاستثمار الأجنبي ارتباطاً إيجابياً بتطور سوق الأوراق المالية، إذ يمكن القول بأن المستثمرين الأجانب ربما يرغبون على المدى الطويل في تمويل جزء من استثماراتهم برأس مال خارجي أو يرغبون في استرداد استثماراتهم عن طريق بيع الأسهم في أسواق رأس المال، ونظراً لأن هؤلاء المستثمرين يستثمرون جزئياً في شراء الأسهم الحالية، فمن المرجح أن ترتفع سيولة أسواق الأسهم، كما قد يستثمر هؤلاء المستثمرون في الغالب في الشركات التي تنتمي إلى قطاعات لها تأثير كبير في نمو الدولة وسوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك فإن هذا الإجراء يشجع النشاط الاستثماري في قطاعات الاقتصاد الأخرى سواء من الداخل أو الخارج، ويمكن تسمية هذه العلاقة بـ "نظرية الاستثمار الأجنبي طويل المدى"، ووفق هذه النظرية يبحث الاستثمار الأجنبي المباشر عن البلدان ذات الأساسيات الجيدة (مثل الاستقرار الكلي)، والإصلاحات الهيكلية (على سبيل المثال خصخصة الشركات المملوكة للدولة) وتغييرات سياسية محددة (مثل تحرير حساب رأس المال والحوافز الضريبية) والمساعدة في تطوير النظام المالي المحلي^١.

الرأي الثاني: هو أن الاستثمار الأجنبي يرتبط سلبياً بتطور أسواق الأوراق المالية، وتسمى هذه العلاقة بـ "نظرية الاستثمار الأجنبي قصير المدى"، إذ تشير هذه النظرية إلى أن الاستثمار الأجنبي يميل إلى أن يكون أكبر في البلدان المعرضة للخطر، والمتخلفة مالياً والضعيفة مؤسسياً، إذ يسعى الاستثمار الأجنبي للتغلب على صعوبات الاستثمار من خلال أسواق رأس المال حيث حقوق المساهمين ليست محمية، أي إنه يوجد الاستثمار الأجنبي حيث تحاول الشركات إيجاد بدائل للأسواق المالية الضعيفة لكل من الديون وحقوق الملكية، ومن ثم ووفقاً لوجهة النظر هذه يجب أن يرتبط الاستثمار الأجنبي المباشر ارتباطاً سلبياً بتطور أسواق الأوراق المالية^٢.

أي إنه حسب الرأي الأول فإن الاستثمار الأجنبي يبحث عن تحقيق الأمان لاستثماراته أكثر من الربحية، بينما يبحث عن الربحية بصرف النظر عن درجة المخاطرة للاستثمار، وذلك بناء على الرأي الثاني.

ومن جهة أخرى يمكن القول بأن السوق المالي المتطور يساعد على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، ومن ثم فالعلاقة بين الاستثمارات الأجنبية والسوق المالي علاقة ذات اتجاهين، فالأسواق المالية التي تعمل في ظل بيئة قائمة على اقتصاد السوق والتي تتمتع بدرجة عالية من الانفتاح المالي تسهم بشكل إيجابي في جذب الاستثمارات الأجنبية^٣.

أي إن كفاءة الإطار القانوني والتنظيمي للأسواق المالية وفعالية عمل آليات السوق المالي ومستوى التكنولوجيا المستخدمة والمدى الزمني لإنجاز الصفقات ومدى الانفتاح والتكامل مع الأسواق العالمية يلعب دوراً

1 Athanasios Tsagkanos, Costas Siriopoulos, Konstantina Vartholommatou, (2017), "Foreign Direct Investment and Stock Market Development: Evidence from a 'new' emerging market.", Journal of Economic Studies.

2 Wendy M. Jeffus, (2004). "FDI AND STOCK MARKET DEVELOPMENT IN SELECTED LATIN, p36.

3 Soumare, I, & Tchana, F., Causality between FDI and Financial Market Development: Evidence from Emerging Markets, MPRA Paper No. 31328, posted 9. June 2011 , p p5_6.

هاماً في تحديد حجم التدفقات الاستثمارية الداخلة إلى البلد. فضلاً عن أن تطور الأسواق المالية يسهم بشكل إيجابي في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة وكذلك تطوير سوق الأسهم مما يسهم في توفير السيولة ويخفض من كلفة رأس المال. كما تمارس الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة دوراً في زيادة عمق وسيولة أسواق رأس المال، يعود ذلك إلى أن قراراتها الاستثمارية تتصف بالأمد الطويل وتقوم على أسس رشيدة وفعالة، فضلاً عن سرعة اتخاذ القرار في حين تشكل خطورة في ذات الوقت التي تتضمن صعوبة الضبط والسيطرة على إيقاعاتها مما قد يؤدي إلى انتكاسات مفاجئة مما يسهم في حدوث الأزمات المالية.

مما سبق يمكن القول إن دور الاستثمار الأجنبي المباشر في السوق المالي يظهر من خلال إدراج الشركات الأجنبية في السوق الأولي، أما الاستثمار الأجنبي غير المباشر فيظهر من خلال السوق الثانوي، من خلال عمليات البيع والشراء للأدوات المالية الموجودة في السوق المالي، وكما هو معلوم فإن نشاط السوق الثانوي مهم لضمان استمرارية السوق الأولي.

ويتمثل دور الاستثمار الأجنبي في تنمية السوق المالي، من خلال نقل التكنولوجيا الحديثة والمتطورة ومهارات الإدارة، وكذلك جلب أدوات مالية قد لا تكون موجودة في السوق المالي المحلي، بالإضافة إلى أنه يساهم في تطوير القواعد المحاسبية ونظم التقارير في سوق الأوراق المالية المحلي، كما يعمل على زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية.

الفصل الثالث

اختبار أثر الاستثمار الأجنبي في تنمية سوق دبي المالي

نظراً للدور المهم الذي تقوم به السوق المالي في العصر الحالي، من تحويل المدخرات إلى استثمارات يستفيد منها جميع المتعاملين من المستثمر الذي يحتاج إلى تمويل والمدخر الذي يريد تحقيق أرباح، وصولاً إلى تحقيق الهدف العام وهو التنمية الاقتصادية في الدولة.

ونتيجة تزايد أهمية الاستثمارات الأجنبية وتحركات رؤوس الأموال بين الدول وإمكانية جذبها للدولة التي تحتاج إلى تمويل، وخاصة في الدول النامية، إذ تعد الاستثمارات الأجنبية أحد أهم محددات التنمية والنمو الاقتصادي، فإن معظم الدول تعمل على خلق مناخ مناسب لجذب الاستثمارات، ولا سيما تلك المرتبطة بنقل التكنولوجيا وتعزيز فرص التشغيل، أو استقطاب رؤوس الأموال الكبيرة جداً.

سيتم البحث في هذا الفصل في اختبار أثر الاستثمار الأجنبي في تنمية السوق المالي، وذلك بالتطبيق على سوق دبي المالي، وإمكانية معرفة نوع هذه العلاقة (قصيرة أم طويلة الأجل) وذلك من خلال تطبيق منهجية (ARDL) على متغيرات الدراسة.

ومن ثم فإن هذا الفصل سيتضمن المباحث الآتية:

المبحث الأول: سوق دبي المالي والاستثمارات الأجنبية فيه

المبحث الثاني: اختبار دور الاستثمار الأجنبي في تنمية سوق دبي المالي

المبحث الثالث: مدى الاستفادة من الدراسة في إطار سوق دمشق للأوراق المالية

المبحث الأول

سوق دبي المالي والاستثمارات الأجنبية فيه

أولاً- الأسواق المالية الموجودة في دولة الإمارات العربية المتحدة:

١- سوق أبوظبي للأوراق المالية (ADX): تأسس عام ٢٠٠٠ في إمارة أبو ظبي، بهدف إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية، وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي، ويتعامل السوق بصناديق الاستثمار، والأسهم العادية، والسندات.

٢- سوق دبي المالي (DFM): وهو شركة مساهمة عامة تأسس عام ٢٠٠٠، وهو يعتبر أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، وتتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات، [والصكوك الإسلامية](#)، [وصناديق الاستثمار المشترك](#).

٣- مركز دبي المالي العالمي (DIFC): وتأسس بهدف تعزيز مكانة دبي كمركز مالي عالمي رائد، وتنمية اقتصاد الإمارة، إذ يضم هذا المركز أكثر من ٨٠٠ شركة بما فيها ١٨ من أكبر ٢٥ مصرفاً عالمياً، وشركات إدارة الأصول، وشركات تأمين، وشركات استشارات مالية وقانونية.

٤- مركز دبي للسلع المتعددة (DMCC): باشر عملياته عام ٢٠٠٢ كجزء من المنطقة الحرة في أبراج بحيرة الجميرة، وبمبادرة من حكومة دبي، وذلك بهدف توفير البنية المالية والتحتية المناسبة لإنشاء سوق لتداول السلع في الإمارة، ويتم تداول أربع مجموعات للسلع في السوق وهي: الذهب، الألماس، اللؤلؤ، والشاي.

٥- بورصة دبي للؤلؤ (DPE): وتأسست بمبادرة من مركز دبي للسلع المتعددة، وذلك لدعم تجارة اللؤلؤ الطبيعي، والمصنع على مستوى العالم، وتستضيف البورصة عدداً من الفعاليات منها: منتدى اللؤلؤ العالمي، ومزاد دبي للؤلؤ، ومبادرة جواهر اللؤلؤ لتصميم المجوهرات اللؤلؤية.

٦- بورصة دبي للألماس (DDE): وتعد واحدة من أهم ثلاث بورصات عالمياً لتجارة الأحجار الكريمة، وهي الوحيدة على مستوى منطقة الشرق الأوسط المرتبطة بالاتحاد العالمي لبورصات الألماس، وتوجد في مبنى [برج الألماس](#) في إمارة دبي، وهي مقر لمكاتب أكثر من ٦٠٠ شركة إقليمية، ودولية تتعامل بالأحجار الكريمة، كما تضم سوقاً ومنصة فريدة من نوعها في المنطقة لتجارة وتداول الألماس، والأحجار الكريمة.

٧- بورصة دبي للذهب والسلع (DGCX): تأسست عام ٢٠٠٥، وهي اليوم البورصة الرائدة في مجال تداول المشتقات السلعية في منطقة الشرق الأوسط، وتعمل هذه البورصة من خلال منصة إلكترونية لتداول العملات والمشتقات بقاعدة تحوي ٢٦٧ عضواً من مختلف أنحاء العالم، ويتيح موقع دبي الاستراتيجي بين الشرق

الأقصى وأوروبا جذب المستثمرين الدوليين، ويسمح للبورصة بتقديم ساعات تداول موسعة للتجار العالميين، ودمج التجارة الإقليمية والدولية، وتتعامل البورصة بالمعادن، والعملات، والنفط، والغاز، والأسهم.

٨- **بورصة دبي للطاقة (DME):** وتأسست عام ٢٠٠٧ بهدف توفير سعر استكشافي عادل وشفاف، وإدارة فعالة للمخاطر في منطقة شرق السويس، وتعد العقود المستقبلية الخاصة بنفط عُمان الخام واحدة من العقود الرئيسية في البورصة، وهي بذلك توفر المقارنة الأكثر شفافية وقبولاً فيما يتعلق بالنفط الخام في المنطقة، وتقع البورصة في مركز دبي المالي العالمي، وتخضع لأنظمة سلطة الخدمات المالية في دبي، وتتعامل بعقود الطاقة الآجلة والسلع.

٩- **ناسداك دبي:** وتمثل منصة للتبادل المالي العالمي في منطقة الشرق الأوسط، فهي مكان لالتقاء رؤوس الأموال الإقليمية والعالمية، مما يجعلها مكاناً متميزاً لكل من الشركات التي تبحث عن تمويل، والمستثمرين الذين يودون توظيف أموالهم، ويمكن للمتعاملين من أنحاء العالم كافة التداول في ناسداك دبي مما يعطي الشركات المدرجة بها ميزة الانتشار عالمياً، وتتعامل بالأسهم والصكوك والسندات والصناديق المتداولة في البورصة والمشتقات والسلع وصناديق الاستثمار العقاري، ويوجد مقرها في مركز دبي المالي العالمي (DIFC)، وتخضع لسلطة دبي للخدمات المالية، إذ يحوز سوق دبي المالي على ثلثي أسهم ناسداك دبي، بينما تحوز بورصة دبي على ثلث الأسهم^١.

ثانياً- تطور سوق دبي المالي:

تقدم القول أن سوق دبي المالي شركة مساهمة عامة، تأسس عام ٢٠٠٠، وبعد عام واحد فقط حقق نمواً في قيمة التداول بنسبة ١٧٣%، كما أطلق أول خدمة للإبلاغ الإلكتروني في المنطقة في العام ٢٠٠٣، وفي العام ٢٠٠٥ أصبح سوق دبي البورصة الأسرع نمواً في العالم، مسجلاً نمواً غير مسبوق في القيمة السوقية بلغت نسبته ٢٠٨%، وفي العام ٢٠٠٦ أطلق برنامج التداول الإلكتروني الذي يعد الأول في المنطقة، وفي العام ٢٠٠٧ أصبح خامس أكبر بورصة في العالم من حيث القيمة السوقية، وذلك من خلال إدراج ١٦ ورقة مالية جديدة، كما يعتبر أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط^٢.

وفيما يلي عرض مختصر لأهم الإنجازات التي قام بها سوق دبي المالي:

- **في العام ٢٠٠٩:** شملت الابتكارات التقنية التي استهدفت مواكبة أفضل الممارسات وأكثرها تميزاً على المستوى الدولي وتعزيز الشفافية، إطلاق منصة التداول الجديدة عالية القدرة "X-Stream" ونظام رقابة التداول الجديد "SMARTS"، وقامت شركة سوق دبي المالي بتقديم عرض لشراء بورصة ناسداك دبي، والذي من شأنه تشكيل محور قوي في أسواق رأس المال بالمنطقة.

١البوابة الرسمية لحكومة دولة الإمارات العربية المتحدة، <https://u.ae>.

٢ موقع سوق دبي المالي <http://www.dfm.ae>.

- **في العام ٢٠١٠:** مَنَح الاستحواذ على بورصة ناسداك دبي في العام ٢٠١٠ سوق دبي المالي كفاءة وسهولة في التداول، حيث أدى إلى توحيد الوصاية والمقاصة وتوسيع محفظة الشركات المدرجة وفئات الأصول المعروضة على المستثمرين، كما أطلق السوق أول خدمة عالمية وهي بطاقة (آيفستر) الالكترونية المدفوعة مقدماً لتسديد أرباح الأسهم.
- **في العام ٢٠١١:** تم تطبيق آلية "التسليم مقابل الدفع"، كما تم إطلاق الخدمة الهاتفية للاستعلام عن محفظة الأسهم، بالإضافة إلى تكثيف السوق تواصله مع الشركات التي تتطلع لتنفيذ خطط للنمو والتحول إلى شركة مساهمة عامة من خلال تنظيم منتدى "الاكتتابات العامة- تحقيق النمو المستدام" شارك فيه العديد من رؤساء وأعضاء مجالس الإدارات والمسؤولين التنفيذيين يمثلون الشركات الإماراتية.
- **في العام ٢٠١٢:** وفر السوق خدمة التداول بالهامش عبر شركات الوساطة العاملة في السوق، ولحرصه على تحقيق أعلى مستويات الإفصاح والشفافية قام بإطلاق نظام الإفصاح الالكتروني "إفصاح"، بالإضافة إلى تطوير بطاقة آيفستر شباب الجديدة.
- **في العام ٢٠١٣:** حظيت جهود السوق التطويرية العديدة بتقدير كبير حيث قررت كل من مؤسسة (MSCI) ومؤسسة (اس & بي داو جونز) ترقية سوق الإمارات إلى فئة (الأسواق الناشئة). كما استمر السوق في تنفيذ خطته التطويرية ومنها تطبيق نظام (التعويض النقدي للمشتري)، وإعداد قواعد "إقراض واقتراض الأوراق المالية"، كما توسّع في توفير خدمة (التداول بالهامش).
- **في العام ٢٠١٤:** تم إطلاق النسخة التجريبية للموقع الإلكتروني الجديد، وإطلاق المنصة الالكترونية للاكتتابات الأولية، وإصدار قواعد إقراض واقتراض الأوراق المالية، وإصدار معيار إصدار وتملك وتداول الصكوك.
- **في العام ٢٠١٥:** تم انضمام ٧ شركات وساطة جديدة توفر خدمة التداول بالهامش، كما اعتمد السوق البنية التحتية الشبكية SDN FX من "أفايا" والتي تعد الأكثر تطوراً في مجال خدمة العملاء، وتم الإعلان عن استحداث آلية "الصفقات المباشرة" بما يمكن المستثمرين من إنجاز صفقات كبيرة عبر عرض الأسهم المراد بيعها من خلال نظام "البناء المتسارع لسجل الأوامر".
- **في العام ٢٠١٦:** حصل أول إدراج في "السوق الثانية" لدى سوق دبي المالي، وتم طرح مسودة معيار التحوط من مخاطر الاستثمار والتمويل، وكذلك ارتفع عدد شركات الوساطة التي توفر لعملائها خدمة تطبيقات التداول عبر الهواتف الذكية في سوق دبي المالي خلال هذا العام إلى ٢٦ شركة.
- **في العام ٢٠١٧:** حصل السوق على الجائزة العالمية للإسلامية للأعمال، كما تمت الصياغة النهائية لمعيار التحوط من مخاطر الاستثمار والتمويل، و شجعت ثقافة الإدراج على انضمام أربع شركات جديدة، كما تم إطلاق عقود آجلة مرتبطة بالمؤشر العام للسوق، وكذلك إطلاق خدمة توفير السيولة وخدمة إعادة الشراء (الريو) والمراجحة، وتم استكمال استعدادات خدمة البيع على المكشوف المنظم.

- في العام ٢٠١٨: أنجز السوق كافة الاستعدادات لإطلاق منصة متكاملة لتداول صناديق الاستثمار العقاري "REITS"، بالإضافة إلى إطلاق آلية حساب التخصيص لتلبية متطلبات صناديق الاستثمار العالمية. وفي إطار تعزيز خدمات ما بعد التداول فقد تم إطلاق خدمة إعادة الشراء "Repo" التي تتيح للمستثمرين الاستفادة مما بحوزتهم من أوراق مالية لتوفير سيولة دون البيع النهائي لتلك الأوراق المالية.

- في العام ٢٠١٩: تم إطلاق "المؤشر الإسلامي لسوق دبي المالي" الذي يوفر للمتعاملين أداة معيارية ترصد أداء أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة، بما يسهل عليهم اتخاذ قرارات التداول فيها، الأمر الذي يدعم مساعي السوق لجذب المزيد من الاستثمارات الإسلامية، كما أطلق السوق خدمة حسابي "myAccount"، وتُمكن هذه الخدمة المستثمرين من إجراء التحويلات النقدية من الحساب الإلكتروني الخاص بمبالغ التوزيعات إلى الحسابات المصرفية أو حساب بطاقة آيفستر، وكذلك إمكانية استخدام المبالغ المتوفرة للمشاركة في الاكتتابات العامة وإصدارات حقوق الاكتتاب^١.

يلاحظ مما سبق أن سوق دبي المالي يبذل جهوده لتنويع المنتجات وفئات الأصول، حيث تستهدف استراتيجية السوق توفير أدوات استثمارية جديدة للمستثمرين وتعزيز سيولة ونشاط السوق، بالإضافة إلى مواكبته للتطورات الحاصلة في مجال حوكمة الشركات، ووضع قوانين وتشريعات تزيد من كفاءته وتطويره، ومن ثمّ تقيد في جذب المزيد من الاستثمارات، وذلك في سبيل توفير السيولة المطلوبة، كما أنه مواكب للتطورات في مجال التقنيات التي تسهل وتيسر أعمال المتعاملين بالسوق المالي.

أما من ناحية تطور أداء سوق دبي المالي من حيث المؤشر العام والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة فيه والتي تعتبر مؤشراً لحجم سوق رأس المال، بالإضافة إلى قيمة وعدد الأسهم المتداولة والتي تعبر عن أحجام التداول، فكانت نسب (الانخفاض/ الارتفاع) على الشكل الآتي:

جدول 1: تطور أداء سوق دبي المالي خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٩) - التغيرات السنوية % -

العام	المؤشر العام للسوق ^٢	القيمة السوقية للأسهم	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الأسهم المتداولة
٢٠٠٩	10.2 +	8.4 -	43.2 -	45 +
٢٠١٠	9.6 -	6.6 -	59.8 -	65.3 -
٢٠١١	17 -	9.5 -	54 -	34.5 -
٢٠١٢	19.9 +	1 +	51.4 +	60.8 +
٢٠١٣	107.7 +	42.7 +	229.1 +	214.3 +
٢٠١٤	12 +	24.3 +	138.6 +	26.2 +

١ بتصرف الباحثة، التقارير السنوية لسوق دبي المالي خلال الأعوام ٢٠٠٩ حتى ٢٠١٩، <http://www.dfm.ae>.

٢ المؤشر العام لسوق دبي المالي: هو مؤشر القيمة السوقية المرجحة المعدل وهو مشابه لترجيح الرسملة مع فارق رئيسي واحد؛ وهو أن الأسهم الأعلى سعراً تتجاوز النسبة المئوية لوزن مؤشر الأسهم الإجمالي ويتم توزيع الوزن الزائد بالتساوي بين الأسهم التي تقل عن هذا السقف، <http://www.dfm.ae>.

٢٠١٥	- 16.5	- 4.5	- 60.3	- 38.8
٢٠١٦	+ 12.1	+ 12.3	- 12	+ 14.2
٢٠١٧	- 4.6	+ 16.7	- 13.4	- 22.1
٢٠١٨	- 24.9	- 13	- 48.1	- 45
٢٠١٩	+ 9.3	+ 9	- 11.1	- 11.9
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المنشورة في التقرير السنوي لسوق دبي المالي ^١				

يلاحظ من الجدول السابق أن أداء سوق دبي المالي تتأوب بين الارتفاع والانخفاض، ففي العام ٢٠٠٩ كان المؤشر العام مرتفعاً عن العام الذي يسبقه بنسبة ١٠.٢%، في حين سجلت القيمة السوقية للأسهم المدرجة فيه تراجعاً نسبته ٨.٤% ويعود السبب في ذلك إلى تراجع القيمة السوقية للشركات غير الإماراتية المدرجة فيه، وكذلك انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة ٣.٢% الذي يعود إلى انخفاض متوسط أسعار الأسهم خلال العام ٢٠٠٩ بالمقارنة مع متوسطها خلال العام السابق، ودليل ذلك ارتفاع عدد الأسهم المتداولة بنسبة ٤٥% عن عددها في العام السابق، ويعود السبب في ذلك إلى التأثير بالأزمة المالية العالمية.

أما في العامين (٢٠١٠-٢٠١١) فيلاحظ انخفاض في أداء سوق دبي المالي، يعزى إلى شح السيولة الأمر الذي انعكس سلباً على أحجام التداول وأسعار الأسهم على حد سواء، ويعود السبب في ذلك إلى استمرار حالة عدم الثقة في الأسواق المالية على مستوى العالم نتيجة الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى تركيز الشركات المدرجة في السوق في قطاعات المال والمصارف والتشييد والبناء والعقارات، وهي القطاعات التي تأثرت بالأزمة المالية العالمية أكثر من غيرها، مما جعل عودة هذه القطاعات إلى النمو أبطأ من غيرها، ومن ثم أثر ذلك في أداء الشركات العاملة فيها والمدرجة في السوق.

يعود أداء سوق دبي المالي للارتفاع في العام ٢٠١٢ وقد يعود السبب في ذلك إلى التوقعات المتفائلة بشأن معدل النمو في الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار النفط.

كما يلاحظ أن أكبر تغيير إيجابي في أداء السوق كان في العام ٢٠١٣، إذ ارتفع المؤشر العام بنسبة ١٧.٧%، كما سجلت قيمة الأسهم المتداولة ارتفاعاً نسبته ٢٢٩.١%، ويعود السبب في ذلك إلى التطورات الاقتصادية الإيجابية في الدولة (فقد التزمت الحكومة بالإنفاق الرأسمالي وخصوصاً على مشاريع البنية التحتية وفقاً للخطة والبرامج المرسومة سابقاً)، ومن ثم تعززت الثقة بالسوق وتزايدت السيولة الموجهة نحوه بشكل ملموس مما جعله من بين أفضل الأسواق المالية أداء على مستوى العالم، واستمرت هذه الحالة حتى العام ٢٠١٤ الذي ارتفعت فيه قيمة الأسهم المتداولة بنسبة ١٣٨.٦%.

١ التقارير السنوية للأعوام ٢٠٠٩ حتى ٢٠١٩، <http://www.dfm.ae>

أما في العام ٢٠١٥ فعاد أداء السوق إلى الانخفاض، حيث انخفض المؤشر العام بنسبة ١٦.٥%، كما انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة ٦٠.٣%، ويعود السبب في ذلك إلى التأثير بالانخفاض الحاد في أسعار النفط الخام وخصوصاً في الربع الأخير من العام.

ورغم ارتفاع المؤشر في العام ٢٠١٦ بنسبة ١٢.١% نتيجة استقرار السياسة الاقتصادية والبيئة الجاذبة للاستثمارات في جذب مستثمرين جدد وعدم انسحاب المستثمرين من السوق، إلا أن قيمة الأسهم المتداولة انخفضت بنسبة ١٢% وذلك نتيجة لتراجع السيولة الموجهة للأسواق المالية، ويعود السبب في ذلك إلى استمرار المستوى المتدني لأسعار النفط، وكذلك العوامل السياسية في منطقة الشرق الأوسط.

عاد أداء سوق دبي المالي للانخفاض في العامين (٢٠١٧-٢٠١٨) فقد خيمت عليه أجواء من عدم اليقين نتيجة لتكامله مع الأسواق الخارجية التي تأثرت بانخفاض أسعار النفط، وكذلك استمرار العوامل السياسية في المنطقة.

أما في العام ٢٠١٩ فقد غلب على أداء السوق الطابع الإيجابي، حيث ارتفع مؤشر السوق بنسبة ٩.٣% والقيمة السوقية بنسبة ٩%، مستفيداً من التحسن في حركة النشاط الاقتصادي ممثلاً بارتفاع طفيف في معدل النمو الاقتصادي.

ثالثاً - الاستثمار الأجنبي في الإمارات ودبي:

انتهجت دولة الإمارات العربية المتحدة سياسات اقتصادية تقوم على تنويع مصادر الاقتصاد الوطني، وتعزيز إسهام القطاعات غير النفطية في الناتج المحلي الإجمالي، وترسيخ مبادئ الانفتاح والمرونة وتقديم مزايا تحفيزية لكل القطاعات الحيوية، وخصوصاً ما يتعلق بأنشطة الاستثمارات وتأسيس الأعمال، الأمر الذي انعكس على تبوؤها مراتب متصدرة إقليمياً ومتقدمة عالمياً في مؤشرات التنافسية الخاصة بتلك الأنشطة والمجالات على مدى سنوات عدة، ونتيجة لذلك تبوأَت الدولة المركز الأول عربياً وإقليمياً، والـ ١٥ عالمياً في مؤشر «كيرني للثقة بالاستثمار الأجنبي المباشر» ٢٠٢١، تقدمت من خلاله ٤ مراتب مقارنة بالعام الماضي^١.

وتهدف سياسة جذب الاستثمارات الأجنبية إلى توسيع قاعدة الإنتاج وتنويعه، ونقل واستقطاب التكنولوجيا المتطورة، والمعرفة والتطوير، إذ يتيح قانون الاستثمار الأجنبي المباشر للشركات الأجنبية ملكية مباشرة تصل لنسبة ١٠٠% في قطاعات معينة مدرجة في "قائمة القطاعات الإيجابية" للمستثمر الأجنبي، إذ لا يوجد حاجة للمستثمر الأجنبي إلى شريك محلي (مواطن) في قطاعات معينة. وقبل صدور هذا القانون كان يحق للمستثمرين الأجانب تملك ٤٩% فقط من رأسمال الشركات المؤسسة داخل الإمارات.

ويتيح قانون الاستثمار الأجنبي المباشر عدة حوافز ومزايا تتضمن ما يلي:

١ مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية : <https://www.ecssr.ae>

١- عدم نزع الملكية إلا للمنفعة العامة مقابل تعويض عادل، وضمان عدم الحجز على أموال المشروع أو مصادرتها إلا بحكم قضائي.

٢- التعامل مع شركات الاستثمار الأجنبي المرخصة معاملة الشركات الوطنية، ونسبة تملك ١٠٠%، وضمان حق الانتفاع بالعقارات، وإجراء التحويلات المالية خارج الدولة، وضمان سرية المعلومات الفنية والاقتصادية والمالية والمبادرات الاستثمارية.

٣- إدخال شريك أو عدد من الشركاء، ونقل الملكية إلى مستثمر جديد، وتعديل عقد التأسيس أو النظام الأساسي، وتغيير الشكل القانوني للشركة، والاندماج أو الاستحواذ أو التصفية^١.

وبناء عليه قفزت دولة الإمارات ثلاثة مراكز في العام ٢٠١٨ عن ترتيبها في العام ٢٠١٧، لتحل في المرتبة ٢٧ عالمياً من حيث قدرتها على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدولة، حيث تطورت قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إليها إلى نحو ١٠,٣٨٥ مليار دولار عام ٢٠١٨، بعد أن كان ١٠,٣٥٤ مليار دولار عام ٢٠١٧ بنسبة نمو بلغت ٠.٣%، وبمتوسط معدل نمو خلال الفترة (٢٠١٤-٢٠١٨) نحو ١.٦%، وجاءت في المركز الأول عربياً مستحوذة على نحو ٣٣.٣% من إجمالي قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الدول العربية عام ٢٠١٨ والبالغ قيمته نحو ٣١.٢ مليار دولار، كما جاءت في المركز الثاني على مستوى منطقة غرب آسيا مستحوذة على ٣٥.٥% من إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى تلك المنطقة، ونحو ٢٢% من إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر السنوية الواردة إلى منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا^٢.

ويتميز الاستثمار الأجنبي المباشر في الدولة بالتنوع، ومن أهم القطاعات الاقتصادية المستحوذة على الاستثمارات الأجنبية المباشرة، هي: تجارة الجملة والتجزئة - والأنشطة العقارية - والخدمات المالية والتأمين - والصناعات التحويلية - والتعدين واستغلال المحاجر.

أما أهم الدول المستثمرة في دولة الإمارات فهي: سويسرا - والمملكة المتحدة - والهند - والولايات المتحدة - وفرنسا - والنمسا - واليابان - والسعودية - والكويت - وهولندا.

أما فيما يخص الاستثمار الأجنبي المباشر في دبي:

فتقدم مؤسسة دبي لتنمية الاستثمار المعلومات الجوهرية والدعم اللازم للشركات الأجنبية التي ترغب في الاستثمار في إمارة دبي، كما تزود المستثمرين بالإرشادات والاستشارات في كافة مسائل وقرارات الأعمال،

١ مرسوم بقانون اتحادي رقم (١٩)، ٢٠١٨، البوابة الرسمية لحكومة دولة الإمارات العربية المتحدة، <https://u.ae>.

٢ التقرير الاقتصادي السنوي لدولة الإمارات، ٢٠١٩، ص ٤٤.

وكيفية إدارتها بدءاً من تحديد أفضل الأشكال القانونية للشركات، وصولاً إلى التعرف على فرص الاستثمار، وشبكة واسعة من جهات الاتصال في القطاعين الحكومي والخاص^١.

رابعاً- تطور الاستثمار الأجنبي في سوق دبي المالي:

تمتاز دولة الإمارات العربية المتحدة بشكل عام وإمارة دبي بشكل خاص ببيئة محفزة وجاذبة للاستثمار، سواء من حيث توفر البيئة التشريعية الملائمة أو من حيث توفر البنية التحتية المتطورة التي تسهل من ممارسة الأعمال، وقد جاءت هذه البيئة الإيجابية نتيجة لجهود مكثفة ومتواصلة قامت بها الحكومة على مدى العقدين الأخيرين في مجال تطوير البنى التحتية والتشريعية لمواكبة مثيلتيهما في الدول المتقدمة.

ومن خلال دراسة تطور الاستثمار الأجنبي في سوق دبي المالي خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٩)، تبين أن عدد الشركات الأجنبية المدرجة في سوق دبي المالي بلغ ٢٢ شركة عام ٢٠١١، وأصبحت ٢٣ شركة واستقرت كذلك طيلة الفترة ٢٠١٢ وحتى ٢٠١٩، وكنسبة من إجمالي الشركات المدرجة في السوق تراوحت بين ٣٤ و ٤٠% وذلك حسب التغير في عدد الشركات الوطنية المدرجة، كما هو واضح في الجدول (٢)، وبالعودة إلى "إحصائيات صندوق النقد العربي" يلاحظ أن عدد الشركات الأجنبية المدرجة في كل سوق مالي في الدول العربية قليل جداً، وأن أعلى إدراج لها هو في سوق دبي المالي.

جدول (2): تطور الاستثمار الأجنبي في سوق دبي المالي خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٩)

العام	عدد الشركات الأجنبية	نسبة الشركات الأجنبية من إجمالي الشركات المدرجة في السوق (%)	صافي معاملات المستثمرين الأجانب (مليون دولار)	نسبة تعاملات الأجانب من التداول (%)
2011	22	35.48	44.7	47.3
2012	23	40.35	125.5	46
2013	22	40	463	42.6
2014	23	39.66	1088.7	43.8
2015	23	38.33	96.6	48.6
2016	23	37.7	98.1	45.3
2017	23	35.38	-326.6	44.3
2018	23	34.33	-383.8	44.9
2019	23	34.85	770	48.1

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات صندوق النقد الدولي^٢

١ الموقع الرسمي لمؤسسة دبي لتنمية الاستثمار www.dubaifdi.gov.ae.

٢ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، للفترة ٢٠١١-٢٠١٩، <https://www.amf.org>.

أما بالنسبة لصافي تعاملات المستثمرين الأجانب فقد بلغ تقريباً ٤٥ مليون دولار عام ٢٠١١ وما يعادل ٤٧.٣% كنسبة من إجمالي التداولات، وارتفع بشكل كبير في الأعوام اللاحقة (٢٠١٢ و ٢٠١٣) ليصل إلى ذروة ارتفاعه في العام ٢٠١٤ حيث بلغ صافي التعاملات ١٠٨٨.٧ مليون دولار، ويعود السبب في هذه الارتفاعات المطردة إلى انعكاس الأخبار الإيجابية ومنها ترقية سوق الإمارات إلى فئة الأسواق الناشئة في العام ٢٠١٣، وفوز دبي في تنظيم معرض "اكسبو ٢٠٢٠"، وارتفاع أسعار النفط في العام ٢٠١٢، بالإضافة إلى زيادة عمليات البيع من قبل المستثمرين الإماراتيين في العام ٢٠١٤، وبالمقابل زيادة عمليات الشراء من قبل المستثمرين الأجانب في السوق وذلك بسبب الأسعار المنخفضة التي تتمتع بها الأوراق المالية المدرجة في السوق.

وبدأ صافي تعاملات المستثمرين الأجانب بالانخفاض خلال العام ٢٠١٥ و ٢٠١٦ وبقيمة متقاربة (٩٦.٦ - ٩٨.١) مليون دولار على التوالي، وذلك بسبب التأثير بانخفاض أسعار النفط والعوامل السياسية في المنطقة، واستمر الحال كذلك حتى أصبح صافي التعاملات سالباً في العامين ٢٠١٧ و ٢٠١٨، ويعود السبب في ذلك إلى انخفاض جاذبية أسواق الدول النامية والاقتصاديات الناشئة بالنسبة للمستثمرين الأجانب في ضوء القرارات المتتالية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي برفع أسعار الفائدة الرئيسية خلال العام ٢٠١٧، بالإضافة إلى تأثر المستثمرين بالانخفاض الحاد في المؤشر العام للسوق حيث انخفض بنسبة ٢٤% (أكثر من أي مؤشر رئيسي آخر) وجاء ذلك تحت ضغط أسهم شركات التطوير العقاري والشركات العقارية.

ثم عاد صافي تعاملات الأجانب للارتفاع في العام ٢٠١٩ وبقيمة ٧٧٠ مليون دولار، ويعود السبب إلى مرسوم الاستثمار الجديد والذي سمح بملكية الأجانب بنسبة ١٠٠% في بعض القطاعات، بالإضافة إلى المحفزات الحكومية لقطاعات الأعمال.

مع ملاحظة أن نسبة تعاملات الأجانب من التداول كانت متقاربة خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٩)، وتتراوح بين (٤٢-٤٨%) وتمثل نسبة جيدة مقارنة ببقية الأسواق في المنطقة.

ومما سبق يمكن القول إن سوق دبي المالي سوق مفتوح للاستثمارات الأجنبية، ويعمل على جذب هذه الاستثمارات من خلال تقديم منتجات متنوعة تتناسب مع حاجات المستثمرين، بالإضافة إلى صدور العديد من التشريعات والأنظمة، كما أن توفير بنية تحتية جيدة يساهم في جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، ومن ثم زيادة السيولة في السوق المالي.

المبحث الثاني

اختبار دور الاستثمار الأجنبي في تنمية سوق دبي المالي

إن اختبار ومناقشة فرضيات الدراسة يستلزم القيام بإجراء الدراسة القياسية لدور الاستثمار الأجنبي بأنواعه في تنمية سوق دبي المالي، ولمعرفة فيما إذا كان هناك دور إيجابي أو سلبي لكل نوع من أنواع الاستثمار الأجنبي في تنمية سوق دبي المالي، سيتم تطبيق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع Auto Regressive Distributed Lag (ARDL)، وذلك بعد دراسة الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات.

أولاً- متغيرات الدراسة^١ وحدودها:

المتغيرات المستقلة وهي:

- الاستثمار الأجنبي المباشر: الذي سنرمز له (FDI)
- الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو المحفظي: وتمثل الاستثمارات في سندات الدين أو الملكية القابلة للتداول بين الكيانات المقيمة في اقتصاد وكيان آخر مقيم في اقتصاد آخر، وسنرمز له (FPI).
- الاستثمارات الأجنبية الأخرى: التي تمثل كافة الاستثمارات (عدا الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات الحافظة) مثل الودائع أو ائتمان تجاري أو قروض من قبل كيان غير مقيم في الدولة، وسنرمز لها بـ (OFI).

المتغير التابع وهو: مؤشر تنمية سوق دبي المالي الذي سنرمز له بـ (FMDINDEX).

ثانياً- مؤشر التنمية لسوق دبي المالي:

قبل البدء بدراسة دور الاستثمار الأجنبي في تنمية سوق دبي المالي، علينا تشكيل مؤشر يقيس مستوى التنمية في السوق المالي، وذلك بالاعتماد على المنهجية المتبعة من قبل صندوق النقد الدولي (IMF) ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، وذلك عن طريق تضمين أربعة أبعاد وهي (الحجم- وإمكانية الوصول للسوق- والكفاءة الاقتصادية- والاستقرارية).

١ تم الحصول على البيانات من موقع سوق دبي المالي، ومركز دبي للإحصاء، وإحصائيات صندوق النقد العربي، وسيتم أخذ اللوغاريتم للمتغيرات المستقلة في الدراسة (التي تمثل الاستثمار الأجنبي) وذلك بهدف الحصول على تجانس البيانات من خلال تقليص الفجوة بين القيم الكبيرة للاستثمارات الأجنبية، كما سيتم تحويل البيانات السنوية إلى ربعية عن طريق برنامج (Eviews10) وذلك لأن السلاسل الزمنية للمتغيرات قصيرة جداً، ولا يمكن تشكيل نموذج قياسي للدراسة باستخدامها.

وفيما يأتي شرح كيفية تشكيل كل بعد من مؤشرات تنمية السوق المالي، ومن ثم الخطوات التي تمّ اتباعها للحصول على مؤشر مركّب لكلّ بعد، بحيث يتضمن المؤشر المركّب جميع المؤشرات الجزئية المستخدمة في قياسه، وفق ما يأتي:

الخطوة الأولى: يتم احتساب قيمة المؤشرات الخاصة بكلّ بُعد وفق الآتي:

جدول (٣): المؤشرات الداخلة في حساب كل بعد

حجم السوق (Size):	إمكانية الوصول للسوق: (Access)
- عدد الأسهم المتداولة.	- إجمالي عدد الشركات المدرجة في نهاية العام.
- قيمة الأسهم المتداولة.	- عدد الشركات التي أدرجت خلال العام.
- رسملة السوق.	- مؤشر التركيز لأعلى ٥ شركات.
	- مؤشر HHI لقياس درجة الاحتكار ^١ .
الكفاءة الاقتصادية للسوق (Efficiency):	الاستقرار في السوق (Stability):
- معدل دوران الأسهم.	- انحراف مؤشر السوق: عن طريق أخذ Skewness
	المؤشر في كل سنة

الخطوة الثانية: معايرة المؤشرات: ويتم المعايرة من أجل الحصول على قيمة مركّبة لكلّ بُعد، تتضمن كافة مؤشرات قياسه، ونظراً لاختلاف وحدة القياس لكلّ مؤشر، إذ إنّ بعضها يقاس بعدد المرات مثل معدّل التداول، وبعضها يقاس بعدد الأسهم مثل حجم التداولات، وبعضها يقاس بالوحدات النقدية مثل قيمة التداولات أو الرسملة السوقية، لذلك تمّت معايرة المؤشرات من خلال تحويل قيمة المؤشرات الناتجة إلى درجات تتراوح بين (0 و 10)، وذلك باستخدام طريقة (Min-Max Normalization) وفق الآتي^٢:

$$I_{A,m} = \frac{(value_{A,m} - Min_A)}{(Max_A - Min_A)/10}$$

$I_{A,m}$	يمثل نسبة المؤشر A في السنة n	Max_A	أعلى قيمة للمؤشر A خلال الفترة المدروسة
$value_{A,m}$	تمثل قيمة المؤشر A في السنة n	Min_A	أدنى قيمة للمؤشر A خلال الفترة المدروسة
10	مجال الدرجات التي يمكن أن يأخذها المؤشر $I_{A,m}$ سنوياً.		

ملاحظة: تم التقسيم على (١٠) في مقام النسبة للحصول على مقياس تتراوح درجته بين (0 و 10).

١ وتجدر الإشارة إلى أنّه بالنسبة إلى المؤشرين الأول والثاني فإنّه كلما ارتفعت قيمتهما دلّ ذلك على إمكانية وصول للسوق مرتفعة، في حين أنّه بالنسبة إلى المؤشرين الآخرين فكّما ارتفعت قيمتهما دلّ ذلك على إمكانية وصول ضعيفة للسوق، ومن ثمّ فإنّه عند حساب المؤشر المركّب لهذا البعد سيتم أخذ مكمل مؤشر التركيز والاحتكار، أي (١- قيمة المؤشر)، وذلك لكي يتوافق في دلالته مع المؤشرات السابقة.

الخطوة الثالثة:

احتساب القيمة المركبة لكل بُعد، وذلك بأخذ متوسط المؤشرات المعتمدة لقياس كل بُعد من الأبعاد الأربعة، إذ تسمح أعلى قيمة للمتوسط بتحديد مدى تمتع السوق بميزة نسبية في بُعد ما لسنة معينة، وقد تم تحديد درجة ومستوى تطور كل بُعد وفقاً للجدول الآتي:

مقياس درجة ومستوى تطور السوق لكل بُعد سنوياً										
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
من 0 وأقل من 3		من 3 وأقل من 5		من 5 وأقل من 7		من 7 وأقل من 9		من 9 وحتى 10		
مستوى ضعيف جداً		مستوى ضعيف		مستوى متوسط		مستوى جيد		مستوى مرتفع		

الخطوة الرابعة:

احتساب مجموع المتوسطات الأربعة الناتجة، ويمثل ذلك درجة تطور السوق وتنميته وفقاً للأبعاد الأربعة، إذ يقابل أعلى رقم أفضل سنة لتطور السوق من حيث الأبعاد مجتمعة، وفق ما يأتي:

مقياس درجة ومستوى تطور السوق وفقاً لكافة الأبعاد					
0 وأقل من 7	7 وأقل من 13	13 وأقل من 21	21 وأقل من 27	27 وأقل من 34	34 وحتى 40
ضعيف جداً	ضعيف	متوسط	جيد	جيد جداً	مرتفع

مثال توضيحي حول كيفية تشكيل مؤشر التنمية بالتطبيق على العام ٢٠٠٨:

- بالنسبة لمؤشر حجم السوق الذي يضم (حجم التداول وقيمة التداول ورسملة السوق)، كان حجم التداول في العام ٢٠٠٨ (76,508,312,066) فنقوم بمعايرة القيمة بناء على الخطوة الثانية، فتصبح قيمة المؤشر لحجم التداول في هذا العام كالتالي:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{(76,508,312,066 - Min_A)}{(Max_A - Min_A)/10} = 0.0379$$

وهكذا بالنسبة لقيمة التداول فكانت قيمة المؤشر (0.0782) ورسملة السوق (0.0265)

ومن ثم يتم أخذ المتوسط للقيم الثلاثة لتصبح قيمة مؤشر حجم السوق (0.0475)

- بالنسبة لبعد الكفاءة الاقتصادية: يتم حساب معدل الدوران الناتج من قسمة قيمة التداول على القيمة السوقية، وعند احتساب قيمة مؤشر الكفاءة ومنعا لحدوث تشوه في المؤشر نتيجة معايرة البيانات، فقد

تم اعتبار القيمة الصغرى (٠) والقيمة العظمى (١٣)، وهي متوسط قيمة معدل الدوران في الأسواق المالية الأقل تطوراً^١.

وكان معدل الدوران في العام ٢٠٠٨ (1.2819)، لتصبح قيمة مؤشر بعد الكفاءة بعد المعايرة كالتالي:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{(1.2819 - 0)}{(13 - 0)/10} = 0.986$$

- بالنسبة لبعد الوصول: يتم حساب قيمة مؤشر عدد الشركات المدرجة وقيمة مؤشر الشركات المدرجة حديثاً بنفس طريقة حساب حجم التداول، أما بالنسبة لمؤشر التركيز (لأفضل ٥ شركات) ومؤشر HHI، يتم أخذ أعلى ٥ شركات من حيث القيمة السوقية، ونسبة هذه الشركات إلى القيمة السوقية الإجمالية للسوق، ففي العام ٢٠٠٨ كانت البيانات على الشكل التالي:

2008			
اسم الشركة	قيمة الشركة	النسبة إلى القيمة السوقية للسوق	النسبة إلى القيمة (HHI Σ (2) السوقية للسوق)
(ش.م.ع) بنك المشرق - MASQ	46,868,137,272	0.16206	0.051813242
الصناعات الوطنية القابضة مجموعة - NIND (ش.م.ك)	30,358,278,425	0.10497	
اتش المالية مجموعة جي اف - GFH ش.م.ب	25,810,586,296	0.08925	
الامارات دبي - EMIRATESNBD الوطني ش.م.ع	16,951,212,908	0.05861	
(ش.م.ع) إعمار العقارية - EMAAR	16,180,925,846	0.05595	
المجموع	136,169,140,7	0.47084	

ومنه كانت نسبة التركيز في العام ٢٠٠٨ = 0.47، لتصبح قيمة المؤشر

$$(1 - (0.47 - \text{MIN})) / ((\text{MAX} - \text{MIN}) * 10) = 6.84211$$

وكذلك الحال بالنسبة لحساب مؤشر HHI = 0.8.

ومن ثم يتم أخذ المتوسط للقيم الأربعة لتصبح قيمة مؤشر بعد الوصول (10+7.5+6.84+8/4=8.085)

- بالنسبة لبعد الاستقرار: تم أخذ skew لمؤشر السوق، فكانت قيمته في العام ٢٠٠٨ = -0.98، وبعد

معايرة القيمة أصبحت قيمة مؤشر الاستقرار = 0.01

وهكذا بعد الانتهاء من حساب قيمة مؤشر كل بعد من الأبعاد الأربعة يتم جمع هذه القيم للحصول على مستوى

التنمية في كل عام، ففي العام ٢٠٠٨ كانت النتيجة كالتالي: (4.7+0.99+8.085+1= 14.77)

¹ Beck T., A. Demirguc-Kunt, R. Levine, (2000), A new database on the structure and development of the financial sector The World Bank Economic Review, 14 (3), pp. 597-605.

وبالتطبيق على سوق دبي المالي وجدنا أن السوق يتمتع بمستوى جيد بشكل عام خلال الفترة المدروسة (٢٠٠٨ - ٢٠١٩)، إذ تراوح مستواه بين ٧.٨٧% في العام ٢٠١٢ والذي يعد أقل مستوى للتنمية خلال الفترة المدروسة ويعود السبب في ذلك إلى انخفاض مؤشر الكفاءة الاقتصادية ومؤشر الحجم وإمكانية الوصول لهذا العام، بينما كان أفضل مستوى للتنمية في العام ٢٠٠٩ وكان مستوى التنمية فيه ٢١.٨٥%، ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع مؤشر إمكانية الوصول للسوق حيث كانت أفضل ما تكون خلال هذا العام، بالإضافة إلى ارتفاع مؤشر الحجم والاستقرارية كذلك، كما هو واضح في الجدول (٤).

جدول (٤): مؤشر تنمية سوق دبي المالي للفترة المدروسة (٢٠٠٨ - ٢٠١٩)

المركب	الحجم	الكفاءة	إمكانية الوصول	الاستقرارية	مؤشر التنمية المركب
2008	4.7	0.99	8.085	1	14.77
2009	4	0.61	8.5425	8.09	21.2425
2010	1	0.27	6.89	8.39	16.55
2011	0	0.14	4.319	7.14	11.599
2012	0.6	0.2	1.68	6.07	8.55
2013	5	0.47	1.92	8.75	16.14
2014	9	0.9	3.58	5.71	19.19
2015	5	0.38	4.45	6.31	16.14
2016	5	0.3	4.48	0	9.78
2017	6	0.22	6.24	6.07	18.53
2018	3	0.13	5.41	8.57	17.11
2019	4	0.11	3.01	10	17.12

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (الملحق ١)

ويلاحظ من الجدول السابق أن مؤشر الحجم كان مساوياً للصفر في العام ٢٠١١، وذكرنا فيما سبق أن بعد الحجم يعتمد في تركيبه على قيم وأحجام التداول ورسملة السوق، أي إن قيم هذه المؤشرات كانت أقل ما يكون في العام ٢٠١١ لسوق دبي المالي، ويمكن أن يعزى ذلك إلى أثر عدوى الاضطرابات السياسية في الشرق الأوسط وأزمة الديون السيادية الأوروبية، فضلاً عن خسارة المؤشر ١٧% من قيمته وانخفاض قيم التداولات بنسبة ٥٤% في هذا العام، ليعاود هذا المؤشر الارتفاع في العام ٢٠١٢ بنسبة قليلة ٠.٦%، لتصل إلى أعلى قيمة خلال فترة الدراسة في العام ٢٠١٤ وذلك بنسبة ٩%، وسبق القول إن السبب يعود إلى تحسن المؤشرات الاقتصادية نتيجة التزام الحكومة بالإففاق الرأسمالي ومن ثمّ تعززت الثقة بالسوق.

أما بالنسبة لبعد الكفاءة الاقتصادية فكان مؤشره متقارباً خلال الفترة المدروسة ويتراوح بين ٠.١ و ٠.٩. أفضل ما يكون في العام ٢٠٠٨ و ٢٠١٤، ويمكن القول أن سوق دبي المالي يتمتع بمستوى جيد من الكفاءة نتيجة التزامه بمبادئ الحوكمة واهتمامه الكبير بها.

ثالثاً - الإحصاءات الوصفية للمتغيرات:

وتبين لنا التوصيف الإحصائي للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة والمتمثلة بالمتوسط الحسابي الوسيط، والانحراف المعياري، أعلى قيمة وأدنى قيمة، بالإضافة إلى اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات الذي يتم معرفته من خلال إحصائية (Jarque-Bera)، فالقيمة المعيارية لهذا الاختبار هي (٥.٩٩)، أي إن المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت إحصائية (Jarque-Bera < 5.99) والاحتمالية الخاصة بها (Probability > 0.05).

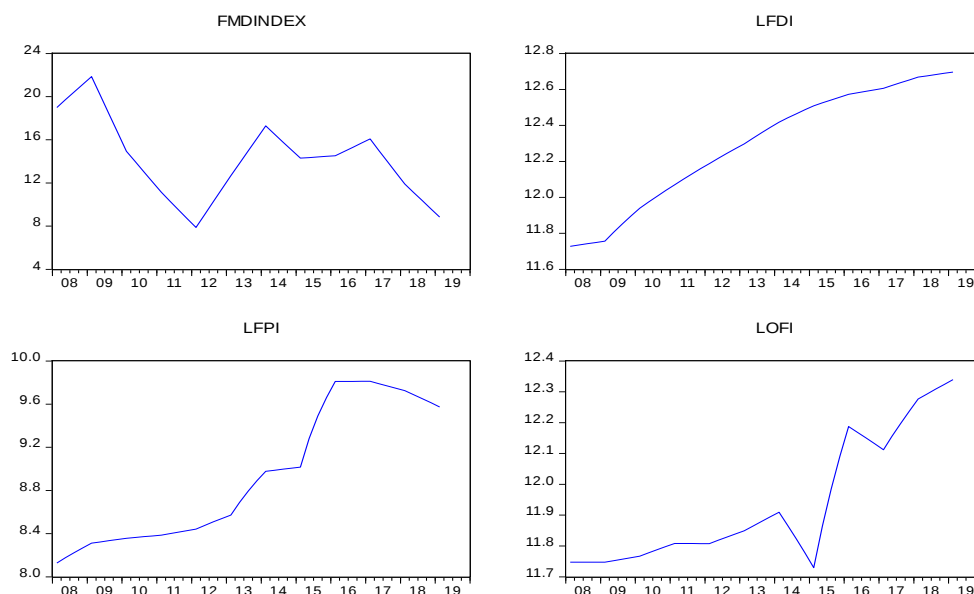
جدول ٥: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات خلال الفترة المدروسة (٢٠٠٨-٢٠١٩)

المتغيرات	الاحصاءات الوصفية	FMDINDEX	LFDI	LFPI	LOFI
Mean	15.56	12.29318	8.936992	11.93519	
Median	16.345	12.35942	8.795484	11.83895	
Maximum	21.2425	12.69643	9.811959	12.33951	
Minimum	8.55	11.72730	8.128290	11.72928	
Std. Dev.	3.809	0.321243	0.612679	0.199767	
Skewness	-0.573395	-0.430473	0.321614	0.808283	
Kurtosis	2.394178	1.826876	1.445943	2.081101	
Jarque-Bera	0.841075	3.970212	5.304071	6.483109	
Probability	0.0.656694	0.137366	0.070508	0.039103	
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10 (بالاعتماد على بيانات الملحق-٣)					

وما يهمنا من الجدول السابق هو إحصائية (Jarque-Bera) التي تبين لنا أن جميع المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي باستثناء المتغير المستقل (OFI) فهو لا يتبع التوزيع الطبيعي، فالاحتمالية الخاصة باختبار (Jarque-Bera) للمتغير تساوي ٠.٠٣ وهي أصغر من ٠.٠٥.

وبالنظر إلى الشكل (١) الخاص برسم مشاهدات المتغيرات عن طريق أخذ (Graph) ببرنامج (Eviews10) الذي يبين اتجاه السلسلة الزمنية لكل متغير، كما يعطي نظرة مبدئية عن استقرارية هذه السلاسل الزمنية، إذ تعتبر استقرارية المتغيرات المدروسة، كلٌّ منها على حدة، شرطاً لازماً من أجل إجراء الدراسة القياسية- يمكن ملاحظة أن جميع المتغيرات المستقلة والخاصة بالاستثمار الأجنبي لها اتجاه عام، وذلك يدل على أنها غير مستقرة، أما بالنسبة للمتغير التابع الذي يمثل مؤشر تنمية سوق دبي المالي، فيلاحظ أن ليس لديه اتجاه عام.

الشكل 1: الرسم البياني للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews10

رابعاً - دراسة استقرارية المتغيرات:

للتأكد إحصائياً من استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، يتم إجراء اختبار جذر الوحدة (Unitroot test) فوجود جذر الوحدة في السلسلة الزمنية يعني أنها تحوي حركة عشوائية، مما يدل على وجود أنماط منهجية غير قابلة للتنبؤ، أي لا يوجد استقرار في السلسلة ومن ثم غير قابلة للتنبؤ، ويتم ذلك عن طريق استخدام العديد من الاختبارات مثل اختبار Dickey-Fuller (DF)، أو Augmented Dickey-Fuller (ADF)، أو اختبار Phillips-Perron (PP)، أو اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS).

وسيتم اختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبار (KPSS) الذي تقول فرضية العدم فيه بعدم وجود جذر الوحدة (السلسلة الزمنية مستقرة : H_0)، إذ يعالج هذا الاختبار بعض أوجه الضعف في فعالية الاختبارين (ADF) و (PP) في حال وجود ارتباط ذاتي للتباين، ولكي تتحقق الفرضية الصفرية ويكون المتغير مستقراً يجب أن تكون قيمة (Critical value 5% > KPSS-Test statistic)

جدول (٦): استقرارية متغيرات الدراسة

الاستقرار	الفرق الأول (1 st difference)		المستوى (Level)		المتغيرات
	KPSS-Test statistic	القيم الحرجة عند مستوى 0.05	KPSS-Test statistic	القيم الحرجة عند مستوى 0.05	
مستقر عند I(0)			0.21	0.46	FMD INDEX
مستقر عند I(1)	0.134	0.146	0.215	0.146	LFDI
مستقر عند I(0)			0.115	0.146	LFPI
مستقر عند I(1)	0.062	0.146	0.186	0.146	LOFI
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews10					

بالنظر إلى الجدول (٦) يلاحظ أن المتغير التابع والمتمثل بمؤشر تنمية سوق دبي المالي (FMD INDEX) مستقر عند المستوى، وكذلك الأمر بالنسبة للمتغير المستقل (LFPI)، أما المتغيرات المستقلة الأخرى (LFDI, LOFI) فإنها غير مستقرة عند المستوى، بل تصبح مستقرة بعد أخذ الفرق الأول لكل منها.

بما أن سلاسل متغيرات الدراسة غير مستقرة عند المستوى، بالتالي لا يمكن استخدام نماذج الانحدار الخطية بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، لأن تطبيق طرق الاقتصاد القياسي التقليدية على متغيرات اقتصادية سلاسلها الزمنية غير مستقرة يقود إلى نتائج زائفة ومضللة، لذلك يتم اللجوء إلى استخدام منهجية الانحدار الذاتي، وكون المتغيرات مستقرة عند مستويات مختلفة، ومن ثم يتم تطبيق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL).

خامساً- تطبيق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع: Auto Regressive Distributed Lag (ARDL):

أو ما تسمى بمنهجية اختبار الحدود "للتكامل المشترك (Bounds Test) التي اقترحها (Pesaran) وآخرون، إذ تم الدمج فيها بين نماذج الانحدار الذاتي (AR) ونماذج فترات الإبطاء الموزعة (DL)، وفي هذه المنهجية تكون السلسلة الزمنية دالة في إبطاء قيمها، وتتميز منهجية ARDL عن غيرها من طرق اختبار التكامل المشترك بعدة مزايا من أهمها^٢:

- يمكن إجراؤها سواء أكانت درجة التكامل المشترك للمتغيرات $I(0)$ أو $I(1)$ أو خليطاً بينهما، إذ لا يشترط أن تكون المتغيرات متكاملة عند نفس الدرجة كما تشترط بقية طرق التكامل المشترك (انجل غرانجر، وجوهانسن).
- الشرط الوحيد ألا تكون أي من هذه المتغيرات متكاملة عند الفرق الثاني $I(2)$.
- تعطي هذه المنهجية نتائج ومقدرات كفؤة في حالة العينات الصغيرة (أقل من ٣٠).
- تكون السلسلة الزمنية للمتغير التابع- وفقاً لهذه المنهجية- دالة في إبطاء قيمتها وقيم المتغيرات المستقلة وإبطاءاتها بفترات زمنية مختلفة.
- تتيح هذه المنهجية تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع مع المتغيرات المستقلة في الأجلين القصير والطويل، بالإضافة إلى تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

١ التكامل المشترك: الذي قدم من قبل Engle-Granger (1987) هو أسلوب لمعالجة عدم الاستقرار في السلاسل الزمنية، و هو يعني أنه في حال وجدت سلسلتين زمنيتين أو أكثر غير مستقرتين فإن التركيب الخطي لهذه السلاسل الزمنية يمكن أن يكون مستقرًا، أي أن السلسلتين سوف يقتسمان اتجاه عشوائي مشترك Share a Common Stochastic Trend. كما يسمح التكامل المشترك بتعيين العلاقات الثابتة على المدى الطويل مع تحليل الديناميكية على المدى القصير للمتغيرات محل الدراسة.

ولتطبيق التكامل المشترك بين المتغيرات المستخدمة في الدراسة يجب أولاً تحديد رتبة التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية للمتغيرات باستخدام اختبار جذر الوحدة للتأكد من درجة استقرارها. للمزيد من التفصيل انظر:

الكسواني، ممدوح. (٢٠٠١). الطلب على النقود في سورية باستخدام نموذج تصحيح الخطأ والتكامل المشترك، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد ١، المجلد ١٧، ص ٣٧: ٣٨.

٢ للمزيد حول منهجية ARDL انظر في المرجع التالي:

الرشيد، طارق. (٢٠١٨). مهارات تحليل البيانات باستخدام نموذج EViews، الطبعة الأولى، دار جي تاون، الخرطوم، ص ٢٩٤.

- تتيح هذه المنهجية القدرة على قياس قدرة النموذج على العودة إلى وضع التوازن بعد حدوث خلل أو اضطراب بعد أمر طارئ.

وبالنسبة لهذه الدراسة فيمكن القول إنه يفضل تطبيق منهجية (ARDL) كون المتغيرات مستقرة عند المستوى وعند الفرق الأول وبذلك تحقق الشرط الأساسي لتطبيق هذه المنهجية، كما أن عدد المشاهدات هنا يعد صغيراً (بعد تقسيم السلسلة السنوية إلى ربعية، أصبحت ٤٨ مشاهدة)، مما يبرز الحاجة إلى منهجية تتسم بالكفاءة بالنسبة للعينات الصغيرة، وهو ما تتسم به الـ ARDL.

هذا ويتم تطبيق منهجية ARDL وفق المراحل التالية^١:

- ✓ التأكد من أن المتغيرات ليست متكاملة من الرتبة الثانية، وذلك باستخدام اختبارات جذر الوحدة.
- ✓ تحديد فترة التباطؤ المناسبة لـ نموذج الـ ARDL المقدر.
- ✓ تنفيذ اختبار الحدود لمعرفة ما إذا كان هنالك دليل على علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة.

- ✓ إجراء الاختبارات التشخيصية للنموذج.
- ✓ التأكد من أن النموذج مستقر ديناميكياً.
- ✓ صياغة نموذج تصحيح الخطأ لاختبار وجود علاقة قصيرة الأجل.
- ✓ تقدير معلمات الأجل القصير والطويل (في حال وجود علاقة).

وفي هذه الدراسة (بالعودة إلى الجدول (٦)) تم التحقق من أن المتغيرات كانت مستقرة عند المستوى وعند الفرق الأول، أي لا يوجد سلسلة مستقرة عند الفرق الثاني، ومن ثمّ يتم الانتقال إلى الخطوة الثانية وهي تحديد فترات التباطؤ المثلى لنموذج ARDL العام.

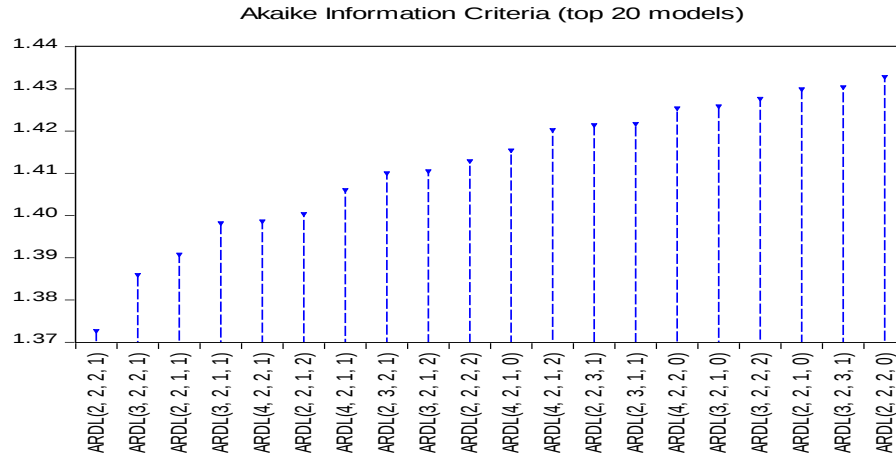
٥-١- تحديد فترة التباطؤ المثلى للنموذج:

ويتم تحديد فترات التباطؤ المثلى للنموذج بشكل تلقائي من قبل البرنامج بالاعتماد على معيار Akaike، بحيث يتم اختيار فترات التباطؤ المقابلة لأقل قيمة لهذا المعيار. ويوضح الشكل رقم (٢) فترة التباطؤ المثلى للنموذج :

١ تمت صياغة المراحل بالاستفادة من الأفكار الوارد في المرجع التالي:

بن عمرة، عبد الرزاق. (٢٠١٨). خطوات تطبيق تقنية ARDL باستخدام برنامج Eviews، ورقة عمل منشورة، ٣١ كانون الأول، ص: ١.

الشكل ٢: فترة التباطؤ المثلى لنموذج الدراسة (FMDINDEX, LFDI, LFPI, LOFI)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10)

وبالاعتماد على الشكل السابق، ونظراً لكون البرنامج يختار تلقائياً النموذج الذي يجعل قيمة معيار Akiake أقل، كانت فترة الإبطاء المثلى للنموذج هي (2,2,2,1)، والتي تعني درجتي إبطاء زمنية للمتغير التابع (FMDINDEX) أي إن مؤشر تنمية سوق دبي المالي يتأثر بنفسه بربعين سابقين (أي ٦ أشهر) وهذا يؤكد أن عملية تنمية السوق المالي تحتاج إلى فترة زمنية لتحديث، وبدرجتي إبطاء (٦ أشهر) لكل من المتغيرات المستقلة (LFDI, LFPI)، أما بالنسبة للمتغير المستقل (LOFI) فكان هناك فترة تأخر زمنية واحدة (٣ أشهر).

٥-٢- اختبار الحدود **Bounds Test**:

تتضمن منهجية ARDL اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج، وفي سبيل القيام بذلك يتم استخدام (اختبار الحدود)، الذي ينطلق بشكل أساسي من مقارنة قيم F المحسوبة مع الحد الأعلى والأدنى، فمن أجل أن يكون هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في نموذج ال ARDL يجب أن تكون قيمة F المحسوبة أكبر من الحد الأعلى للقيم الحرجة ($I(1)$) (أي عند رفض الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج). أما إذا كانت هذه القيمة أقل من الحد الأدنى للقيم الحرجة ($I(0)$) فلا يوجد تكامل مشترك، في حين أن وقوعها بين القيمتين يشير إلى كون النتيجة غير محسومة.

جدول 7: نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية اختبار الحدود

Null Hypothesis: No levels relationship			F-Bounds Test	
$I(1)$	$I(0)$	Signif.	Value	Test Statistic
3.2	2.37	10%	4.022275	F-statistic
3.67	2.79	5%	3	K
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10)				

وبالتطبيق على متغيرات الدراسة وبالنظر إلى الجدول (٧) نلاحظ أن قيمة ($F\text{-statistic} = 4.022$) وهي أكبر من الحد الأعلى للقيم الحرجة عند $5\% = 3.67$ ، ومن ثمَّ يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

٥-٣- اختبار سلامة توفيق النموذج:

إن اختبار سلامة توفيق النموذج يتطلب إجراء الاختبارات الخاصة بالبواقي وأهمها (الارتباط الذاتي، وثبات التباين)، واختبار مدى ملائمة تصميم النموذج، إضافة إلى اختبار الاستقرار الهيكلي، وهو ما سنقوم به فيما يلي:

٥-٣-١- الاختبارات التشخيصية:

أ- اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي: وذلك من خلال الاعتماد على اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test، إذ يتم النظر إلى الاحتمالية المقابلة لقيمة F الإحصائية فإذا كانت أكبر من 0.05 نقبل الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج. وبالتطبيق على متغيرات الدراسة وجدنا أن الاحتمالية الخاصة بالاختبار $= 0.5316$ وهي أكبر من 0.05، ومن ثمَّ فالنموذج خالٍ من مشكلة الارتباط الذاتي.

جدول 8: اختبار الارتباط الذاتي بين بواقي النموذج

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
0.5316	Prob. F(2,30)	0.645287	F-statistic
0.4120	Prob. Chi-Square(2)	1.773526	Obs*R-squared
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10			

ب- اختبار ثبات تباين بواقي النموذج: وذلك من خلال الاعتماد على اختبار Heteroskedasticity Test : ARCH، إذ يتم النظر إلى الاحتمالية المقابلة لقيمة F الإحصائية فإذا كانت أكبر من 0.05 نقبل الفرضية الصفرية القائلة بثبات تباين بواقي النموذج. وبالتطبيق على متغيرات الدراسة وجدنا أن النموذج خالٍ من مشكلة ثبات التباين، إذ إن $\text{Prob. F} = 0.5907$ وهي أكبر من 0.05.

جدول 9: اختبار ثبات التباين لبواقي النموذج

Heteroskedasticity Test: ARCH			
0.5907	Prob. F(1,40)	0.294015	F-statistic
0.5799	Prob. Chi-Square(1)	0.306463	Obs*R-squared
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10			

ت- اختبار مدى ملائمة تصميم النموذج (من حيث نوع الشكل الدالي للنموذج): وذلك من خلال الاعتماد على اختبار Ramsy Test، إذ يتم النظر إلى الاحتمالية المقابلة لقيمة F الاحصائية فإذا كانت أكبر من 0.05 نقبل الفرضية الصفرية القائلة بملاءمة تصميم النموذج. وبالتطبيق على متغيرات الدراسة نجد أن Prob. F=0.375616 وهي أكبر من 0.05، مما يعني ملائمة تصميم النموذج المقدر.

جدول 10: اختبار مدى ملائمة تصميم النموذج Ramsy Test

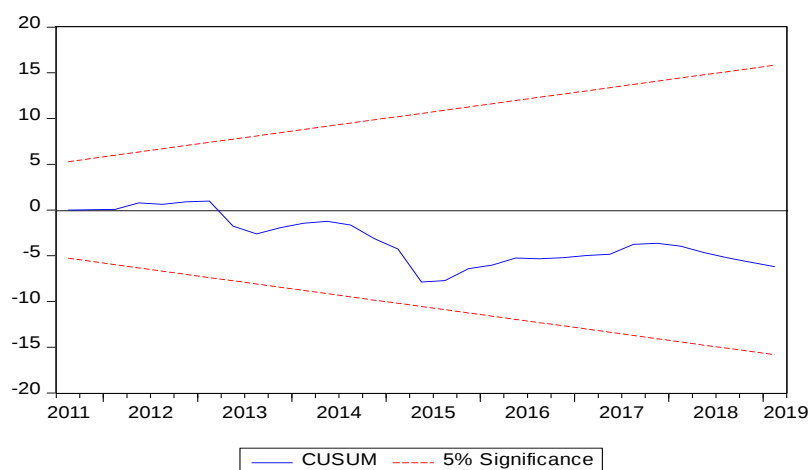
Ramsey RESET Test			
Probability	df	Value	
0.5444	31	0.612875	t-statistic
0.5444	(1, 31)	0.375616	F-statistic
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10			

٥-٣-٢- الاستقرار الهيكلي:

استكمالاً لخطوات التأكد من سلامة توفيق النماذج المقدرة، لا بد لنا من اختبار الاستقرار الهيكلي، وذلك من خلال استخدام اختبار المجموع التراكمي للبواقي (Cumulative Sum of Recursive Residual) (CUSUM)، ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة بصيغة UECM لنموذج ARDL إذا وقع الشكل البياني لإحصائية CUSUM داخل الحدود الحرجة عند ٥%، ومن ثم تكون هذه المعاملات غير مستقرة إذا انتقل الشكل البياني خارج الحدود تماماً.

وبالتطبيق على متغيرات الدراسة ومن خلال النظر إلى منحنى الشكل البياني نجد أنه يقع ضمن حدود الثقة، مما يدفعنا للتأكيد على الاستقرار الهيكلي للنموذج، مما يعني أن البيانات لا تعاني من تغيرات هيكلية، وهناك تجانس بين معلمات الأجلين القصير والطويل.

الشكل 3: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

وهكذا، بناءً على نتائج الاختبارات التشخيصية للنماذج المقدرة، يمكننا الحكم بصلاحية استخدام هذه النماذج في تقدير العلاقة في الأجلين الطويل والقصير.

٥-٤ - نموذج تصحيح الخطأ ECM:

بعد اختبار وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج، وبعد التأكد من سلامة توفيق النموذج، نقوم بتقدير العلاقة الديناميكية قصيرة الأجل بالاعتماد على نموذج تصحيح الخطأ في سبيل اختبار وجود هذه العلاقة، وتقدير معلماتها (في حال وجودها)، إضافة إلى ضرورة التعرف إلى قيمة ومعنوية معلمة تصحيح الخطأ $CointEq(-1)$ التي من شأنها أن تؤكد لنا وجود أو نفي وجود علاقة طويلة الأجل، إذ يجب أن تكون قيمة هذه المعلمة سالبة ومعنوية كي نحكم بوجود تكامل مشترك بين المتغيرات.

وبالتطبيق على متغيرات الدراسة تبين أن قيمة معلمة تصحيح الخطأ $(CointEq(-1) = -0.117422)$ سالبة ومعنوية حيث $(Prop_{CointEq(-1)} = 0)$ ، مما يؤكد النتيجة التي تم التوصل إليها سابقاً حول وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، وتشير القيمة المطلقة لمعامل تصحيح الخطأ (11.7%) إلى سرعة استعادة حالة التوازن.

جدول 11: نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل بالاعتماد على نموذج تصحيح الخطأ (ECM)

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(FMDINDEX)				
Selected Model: ARDL(2, 2, 2, 1)				
ECM Regression				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	8.582662	0.089547	0.768549	D(FMDINDEX(-1))
0.0000	-4.727895	9.131610	-43.17329	D(LFDI)
0.0021	3.347603	10.08214	33.75101	D(LFDI(-1))
0.0001	4.573168	2.091974	9.566947	D(LFPI)
0.0901	-1.747864	1.374743	-2.402864	D(LFPI(-1))
0.0109	-2.704200	2.834839	-7.665971	D(LOFI)
0.0002	-4.163994	0.028199	-0.117422	CointEq(-1)*
-0.253081	Mean dependent var	0.852352	R-squared	
0.946988	S.D. dependent var	0.827744	Adjusted R-squared	
1.118068	Akaike info criterion	0.393036	S.E. of regression	
1.404775	Schwarz criterion	5.561174	Sum squared resid	
1.223796	Hannan-Quinn criter.	-17.03845	Log likelihood	
		2.231705	Durbin-Watson stat	
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10				

بالنظر إلى الجدول السابق نجد أن قيمة معامل التحديد الخاصة بالنموذج $R^2 = 0.852352$ وهي تعني أن قيم المتغيرات المستقلة تستطيع أن تفسر حوالي 85% من التغيرات الحاصلة في قيم المتغير التابع (مؤشر تنمية سوق دبي المالي) في الأجل القصير؛ في حين أن النسبة المتبقية (15%) يمكن إرجاعها إلى عوامل أخرى، كما يلاحظ أن متغيرات الدراسة معنوية إحصائياً حيث $Prop < 0.05$ ، وذلك باستثناء المتغير $(1-LFPI)$.

أما بالنسبة لمعاملات المتغيرات؛ فيلاحظ أن قيمة المتغير التابع المتباطئ لفترة واحدة سابقة في الأجل القصير معنوية بلغت (0.768549) وذو إشارة موجبة، مما يعني وجود علاقة طردية بين مؤشر تنمية سوق دبي المالي في الفترة الحالية مع سابقتها، وبالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر فله علاقة عكسية مع مؤشر تنمية سوق دبي المالي في المدى القصير، وبلغ معامل هذا المتغير (-43.17329)، ولكن كانت العلاقة طردية بين الاستثمار الأجنبي في الفترة السابقة مع مؤشر تنمية سوق دبي المالي، وبالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر (LFPI) فيلاحظ وجود علاقة طردية في الأجل القصير بينه وبين مؤشر تنمية سوق دبي المالي، حيث بلغ معامل هذا المتغير (9.566947) وبإشارة موجبة، أما عد أخذ التأخر الزمني لهذا المتغير فقد كانت له علاقة عكسية مع المؤشر ولكن غير معنوية، أما الاستثمارات الأجنبية الأخرى (LOFI) فقد بلغت قيمة المعامل لها (7.665971) وبإشارة سالبة مما يعني وجود علاقة عكسية بين هذه الاستثمارات ومؤشر تنمية سوق دبي المالي.

٥-٥- تقدير معاملات الأجل الطويل:

مما سبق وجدنا أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، ويمثل الجدول (١٢) نتائج تقدير هذه العلاقة، فبالنظر إلى النتائج نجد أن معاملات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر معنويات وذات دلالة معنوية؛ حيث الاحتمالية الخاصة بكل منهما أصغر من 0.05، أما معلمة الاستثمارات الأجنبية الأخرى فهي غير معنوية ومن ثم ليس لها دلالة، وكذلك الأمر بالنسبة للثابت (فالاحتمالية الخاصة بكل واحد منهما أكبر من 0.05).

جدول 12: نتائج تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل للمتغيرات

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0023	-3.3189	5.540307	-18.3878	LFDI
0.0438	1.388327	4.594818	6.379108	LFPI
0.9704	0.459845	12.01703	5.525979	LOFI
0.1965	0.966175	121.5243	117.4137	C
EC = FMDINDEX - (-18.3878*LFDI + 6.3791*LFPI + 5.5260*LOFI + 117.4137)				
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10				

ومن الجدول السابق نلاحظ أن قيمة معلمة الاستثمار الأجنبي المباشر (18.3878-) ذات إشارة سالبة، مما يعني وجود علاقة عكسية بينه وبين مؤشر تنمية سوق دبي المالي في الأجل الطويل وهذا يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Rasmus Malcus, Mathias Persson) اللذين توصلا إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو بديل عن السوق المالي ومن ثمَّ يعد منافساً له.

أما الاستثمار الأجنبي غير المباشر فكانت قيمة معلمته (6.379108) وذات إشارة موجبة، الأمر الذي يدل على وجود علاقة طردية بينه وبين مؤشر تنمية السوق، وهذا يتوافق مع الكثير من الدراسات التي توصلت إلى أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يزيد من حجم وقيم التداول في السوق المالي وكذلك من إمكانية الوصول إليه.

ويمكننا صياغة المعادلة التوازنية طويلة الأجل لنموذج الدراسة على الشكل الآتي:

$$\text{LFMDINDEX} = 117.4137 - 18.3878 * \text{LFDI} + 6.3791 * \text{LFPI} + 5.5260 * \text{LOFI}$$

أي إنه وفي الأجل الطويل سيؤدي تغير الاستثمار الأجنبي المباشر بمقدار نسبة مئوية واحدة ، إلى تغير في الاتجاه المعاكس في مؤشر تنمية سوق دبي المالي بحوالي 18.39، أما الاستثمار الأجنبي غير المباشر فإذا تغير بمقدار نسبة مئوية واحدة فسيؤدي ذلك إلى تغير مؤشر تنمية سوق دبي المالي بنفس الاتجاه وبمقدار 6.3791.

٥-٦- المعنوية الكلية للنموذج:

نستطيع معرفة معنوية النموذج من خلال (F-statistic) فإذا كانت الاحتمالية الخاصة بها أقل من 0.05 عندئذ نقول إن النموذج معنوي.

جدول 13: اختبار المعنوية الكلية لنموذج الدراسة

0.988631	R-squared
278.2734	F-statistic
0.000000	Prob(F-statistic)
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10	

ويلاحظ من الجدول السابق أن (Prob(F-statistic)=0.00 < 0.05) مما يعني أنها دالة إحصائياً أي إن النموذج ككل معنوي، وهذا يؤكد مرة أخرى سلامة توفيق النموذج.

كما يلاحظ أن المتغيرات المستقلة الخاصة بالاستثمار الأجنبي تفسر حوالي ٩٩% من التغيرات الحاصلة في مؤشر تنمية سوق دبي المالي (FMDINDEX) وذلك على الأجل الطويل، أما النسبة المتبقية وهي ١% فتفسرها متغيرات أخرى.

سادساً - مناقشة فرضيات الدراسة:

بنيت الدراسة على الفرضيات التالية:

- الفرضية الفرعية الأولى: هناك دور إيجابي للاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية سوق دبي المالي.
- الفرضية الفرعية الثانية: هناك دور إيجابي للاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنمية سوق دبي المالي.
- الفرضية الفرعية الثالثة: هناك دور إيجابي للاستثمارات الأجنبية الأخرى في تنمية سوق دبي المالي.

وبناء على العرض السابق للدراسة الإحصائية للمتغيرات، وجدت الباحثة أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وأن هناك علاقة عكسية بين الاستثمار الأجنبي المباشر ومؤشر تنمية سوق دبي المالي على المدى الطويل، وهذا يخالف الفرضية الفرعية الأولى، أي أنه تُرفض الفرضية الفرعية الأولى، وتتوافق هذه النتيجة مع رأي كل من (Rasmus Malcus, Mathias Persson, 2018) اللذين يعتقدان أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو بديل عن السوق المالي ومن ثمَّ يعد منافساً له، وكذلك مع دراسة (Hausmann, Fernandez-Arias) اللذين أوضحا أنه قد يوجد الاستثمار الأجنبي المباشر حيث تحاول الشركات إيجاد بدائل للأسواق المالية الضعيفة لكل من الديون وحقوق الملكية، ومن ثمَّ ووفقاً لوجهة النظر هذه، يجب أن يرتبط الاستثمار الأجنبي المباشر ارتباطاً سلبياً بتنمية أسواق الأوراق المالية.

كما وجدت الباحثة أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر له علاقة طردية بمؤشر تنمية سوق دبي المالي على المدى الطويل والمدى القصير، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الثانية، ومن ثمَّ تُقبل الفرضية الفرعية الثانية، ويتوافق ذلك مع دراسة (Adewale Atanda Oyerinde) التي وجدت أن الاستثمار المحفّظي هو محرك رئيسي لتنمية سوق الأوراق المالية في نيجيريا، ودراسة (Malik, Saif Ullah) التي وجدت أن استثمار الحافظة الأجنبية يرتبط بشكل إيجابي مع تنمية سوق الأوراق المالية في الهند وباكستان، وتتوافق مع العديد من الدراسات الأخرى.

أما بالنسبة للاستثمارات الأجنبية الأخرى فلها علاقة عكسية بمؤشر التنمية في سوق دبي المالي على المدى الطويل والقصير، وهذا يخالف الفرضية الفرعية الثالثة (أي تُرفض الفرضية الفرعية الثالثة)، ولكن العلاقة غير معنوية وليس لها دلالة على المدى الطويل.

وبالنتيجة يمكن القول إن للاستثمار الأجنبي دوراً في تنمية سوق دبي المالي، ويتوقف هذا الدور على نوع هذا الاستثمار الأجنبي.

المبحث الثالث

مدى الاستفادة من الدراسة في إطار سوق دمشق للأوراق المالية

أولاً- نشأة سوق الأوراق المالية في سورية:

أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية، بموجب المرسوم التشريعي رقم ٥٥/ لعام ٢٠٠٦ ونص المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، وبحيث يكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق، وتم الافتتاح الرسمي للسوق في ٢٠٠٩/٠٣/١٠.

ويدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء، يسمون بقرار من رئيس مجلس الوزراء، بناءً على اقتراح من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية. كما يُعين مدير تنفيذي للسوق، ونائب له بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على توصية من مجلس مفوضي الهيئة، واقتراح من مجلس إدارة السوق. وتنقسم سوق دمشق للأوراق المالية إلى سوق نظامية وسوق موازية، ويعدان سوقين افتراضيين، إذ تجري التداولات على الأسهم المدرجة في كليهما ضمن سوق دمشق وعبر أجهزتها، أما فيما يخص أنواع الأوراق المالية التي يمكن إدراجها فتشمل:

- ١- أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.
- ٢- سندات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات المساهمة السورية.
- ٣- أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.
- ٤- الوحدات الاستثمارية السورية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.
- ٥- أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

وحالياً يتم فقط تداول أسهم الشركات المساهمة السورية مقسمة الى القطاعات التالية (قطاع البنوك- وقطاع التأمين- والقطاع الصناعي- والقطاع الزراعي- وقطاع الخدمات).

وأطلقت السوق المؤشر العام المنقل بالقيمة السوقية للأسهم المدرجة (DWX) في بداية عام 2010 حيث بدأ عرض المؤشر على شاشة التداول بشكل دوري ومنتظم في كل جلسة تداول بتاريخ 2010- 2- 15 ولغاية اليوم، وذلك وفقاً للمعايير العالمية المطبقة بقيمة أساس بلغت 1000 نقطة، إذ تم اعتماد تاريخ 2009-12-31 كسنة أساس لمعادلة المؤشر، بحيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وهذا يعني تجاوز العيب الأساسي في طريقة السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالشركة التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم طريقة

أساس القيمة هي: مؤشر بورصة نيويورك (NYSE) ومؤشر (S&P500) ومؤشر ناسداك (NASDAQ) ومؤشر بورصة مصر، إذ يتكون المؤشر من جميع الشركات المدرجة.

كما تم إطلاق مؤشر ثانٍ يدعى مؤشر الأسهم القيادية المثلث بالأسهم الحرة (DLX) خلال عام ٢٠١٩ باعتبار أن هذا المؤشر يعكس جانباً مهماً من نشاط التداول في السوق، وما يميز هذا المؤشر أنه يعتمد أسلوب التثقيف بالقيمة السوقية المثقلة بالأسهم الحرة (القابلة للتداول) للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تحتسب القيمة السوقية تبعاً للأسهم الحرة القابلة للتداول، بحيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل نسبة أسهمها الحرة من إجمالي الأسهم الحرة القابلة للتداول في السوق ككل^١.

ثانياً- أهداف سوق دمشق للأوراق المالية:

يهدف سوق دمشق للأوراق المالية إلى تحقيق الآتي:

- ١- دعم الاقتصاد الوطني من خلال إتاحة الفرص لتعبئة المدخرات المحلية وجذب الاستثمارات وتحفيز السوق الأولية التي يتم فيها إنشاء شركات مساهمة جديدة وزيادة رؤوس أموالها لدفع عملية التنمية الاقتصادية ورفع مستوى المعيشة لكافة فئات المجتمع.
- ٢- توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي.
- ٣- المحافظة على المعايير المعترف بها للشركات المدرجة، بطريقة تتناسب مع أهداف المستثمرين وتعزيز ثقة المستثمر في السوق.
- ٤- تنظيم وتسهيل إجراءات تسوية التعاملات بين شركات الوساطة والمستثمرين.
- ٥- المشاركة في البرامج التعليمية الاستثمارية، وذلك من أجل اطلاع المستثمرين على فرص الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
- ٦- جمع وتحليل ونشر إحصائيات التداول لإيصال كافة المعلومات للمستثمرين الحاليين أو الراغبين بالتداول في الفترات اللاحقة.
- ٧- التواصل مع أسواق الأوراق المالية لتنمية السوق المالية المحلية، والاستفادة من الخبرات والتجارب السابقة^٢.

ثالثاً- المعوقات التي تواجه سوق الأوراق المالية في سورية:

يمكن تقسيم المعوقات التي تواجه السوق إلى ما يأتي^٣:

- ١- المعوقات السياسية: التي تعد أهم عائق يمكن أن يواجه السوق المالي، فالمستثمر يبحث دائماً عن عامل الأمان والعائد بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار، فعادة ما تنفر

١ موقع سوق دمشق للأوراق المالية: <http://www.dse.gov.sy/>.

٢ المصدر السابق.

٣ فارس، ديمة. (٢٠١٨). سوق دمشق للأوراق المالية بين الواقع والمعوقات. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية. المجلد: ٤٠. العدد: ٥. ص: ٤٨٩ - ٤٩٠.

رؤوس الأموال من البلدان التي تعيش الحروب والاضطرابات والتغيرات المستمرة للسياسات والقوانين المتعامل بها.

٢- المعوقات الاقتصادية: ويأتي في مقدمتها مستوى التضخم الحالي في سورية، الذي يؤثر في الادخار لدى الأفراد، بل إلى عدم وجود مدخرات ومن ثم يكون الأفراد غير قادرين على التوجه للسوق المالي لاستثمار مدخراتهم والحصول على أرباح، ومن جهة أخرى يؤثر التضخم في المستثمر من خلال انخفاض العائد الذي يحصل عليه من استثماراته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية، كما يؤدي التضخم إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية، ويضاف إلى التضخم النظام الضريبي الذي يميزه إخضاع الشركات المدرجة إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلاً نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل ٢٢% من الأرباح، وهذه النسبة تؤدي إلى انخفاض الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، ويضاف لذلك الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين.

٣- المعوقات الاجتماعية والثقافية: قلة ثقافة الأفراد في سورية بالسوق المالي والتداول فيه، فإنهم يميلون إلى توجيه مدخراتهم نحو البنوك باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان، الأمر الذي يعيق عمل البورصة.

٤- المعوقات التنظيمية: وأهمها قلة المؤسسات المدرجة التي تعتبر المحرك الأساسي في البورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها، فكلما زاد عدد المؤسسات المدرجة زادت فعالية البورصة، ويلاحظ أن بورصة دمشق تحوي عدداً محدوداً من المؤسسات المدرجة، وذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جداً، الأمر الذي يعيق نمو البورصة، ومن المعوقات التنظيمية التي يمكن ملاحظتها في سوق دمشق للأوراق المالية عدم تنوع الأوراق المالية فيها، فمن المعروف أن تنوع الأدوات المالية الموجودة في السوق المالي يعد من الركائز الأساسية التي تقوم عليها هذه السوق، إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، مما يفسح المجال أمام المتعاملين بالسوق للاختيار من هذه الأوراق ما يلائم إمكانياتهم وأهدافهم وميولهم الشخصية.

رابعاً - مؤشر تنمية السوق لبورصة دمشق:

من خلال تطبيق مقياس مؤشر تنمية السوق المالي وفق المنهجية المتبعة من قبل صندوق النقد الدولي (IMF) ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) على سوق دمشق للأوراق المالية، يلاحظ من الجدول (١٤) عدم تمتع أي سنة من السنوات بمستوى عال من التنمية وفقاً لكل الأبعاد، فمثلاً كان أفضل أداء وفقاً لبعده حجم السوق في عام 2017، وهذا يعود إلى الارتفاع الكبير في القيمة السوقية مما جعله يتمتع بالمرتبة الأولى من حيث المؤشر التجميعي لتطور السوق، في حين تمتع عام 2010 بأفضل أداء وفقاً لبعدي إمكانية الوصول إلى السوق والاستقرار، ولكن انخفاض قيمة مؤشر حجم السوق بسبب انخفاض حجم التداولات بشكل رئيسي في هذا العام جعله يحتل مرتبة متأخرة عن كامل الفترة، وكان أسوأ أداء للسوق في عام 2012 بمستوى (ضعيف جداً) سواء من حيث المؤشر التجميعي أو من حيث أسوأ أداء من ناحية بعدي إمكانية الوصول والاستقرار، وهذا طبيعي في ظل الأزمة التي شهدتها سورية خلال الفترة.

جدول (١٤): مستوى تنمية سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٩ - ٢٠١٨)

العام	حجم السوق	إمكانية الوصول	الكفاءة	الاستقرارية	مجموع الأبعاد	المستوى
2009	0.22	5	0.02	7.14	12.37	ضعيف
2010	2.92	5.95	0.03	10	18.91	متوسط
2011	3.87	3.18	0.06	1.56	8.67	ضعيف
2012	1.01	2.28	0.01	0.75	4.04	ضعيف جداً
2013	2.99	3.59	0.01	3.55	10.15	ضعيف
2014	1.66	4.02	0	2.63	8.31	ضعيف
2015	1.20	2.82	0	3.54	7.56	ضعيف
2016	3.93	3.32	0.01	0	7.26	ضعيف
2017	9.14	5.05	0.01	6.86	21.05	متوسط
2018	8.87	4.97	0.01	6.86	20.71	متوسط
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel 2010 ^١						

ويلاحظ من الجدول السابق انخفاض إمكانية الوصول إلى السوق وفق مؤشر الاكتتابات الجديدة عن كامل الفترة وهذا يشير إلى تطور ضعيف جداً وعدم قدرة السوق على القيام بدوره في جذب الشركات ويفسر ذلك بتزامن انطلاقة سوق دمشق مع الأزمة الراهنة وتردد الشركات في طرح أسهمهما للاكتتاب، حيث بلغ عدد الشركات الجديدة التي دخلت السوق خلال سنوات الأزمة 6 شركات فقط. فيما يخص بقية المؤشرات فقد كان مستوى تطورها بين المتوسط والجيد.

كما أن متوسط مستوى تطور السوق وفقاً لبعدها الاستقراري بقي عند مستوى ضعيف خلال مرحلتي الدراسة، إذ تراوح المستوى بين ضعيف وضعيف جداً خلال معظم فترات الدراسة، فسجل عام 2016 أدنى قيمة وعام 2010 أعلى قيمة، هذا وقد تراجعت نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية منذ عام 2011 واستمر هذا الاتجاه بالهبوط حتى عام 2016 وذلك بالتزامن مع الأزمة وتراجع أسعار الأسهم، ومع بداية تحسن الأوضاع الأمنية أخذت النسبة بالتحسن في عام 2017.

مما سبق يمكن القول إن سوق دمشق للأوراق المالية وفق مؤشر التنمية المستخدم يعكس مستوى ضعيفاً له، وذلك بسبب التأثير بالحرب التي عاشتها سورية وما رافقها من تدمير للبنية التحتية ومقومات

١ منصور، منال. (٢٠١٩)، تطور سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠٠٩ - ٢٠١٨.

الاستثمار، ليعاود التحسن في عام ٢٠١٧ وذلك بسبب التأثير بالأحداث الإيجابية التي عاشتها سورية منذ ذلك الحين^١.

وعليه ترى الباحثة أنه يجب وضع استراتيجية من أجل زيادة المدخرات بداية لدى الأفراد ووضع آليات لجذبها للاستثمار في السوق المالي، والذي بدوره يوجهها نحو الاستثمارات التي تخدم عملية إعادة الإعمار في المرحلة الحالية، بالإضافة إلى ضرورة تشجيع رؤوس الأموال التي غادرت خلال فترة الحرب، وذلك عن طريق وضع قوانين وتشريعات في السوق المالي تمكنهم من التداول فيه، بالإضافة إلى المساهمة في توفير المناخ المناسب لجذب الاستثمارات الأجنبية، التي لها دور كبير في المرحلة الحالية نظراً للدور الذي تلعبه هذه الاستثمارات من سد الفجوة التمويلية، وكذلك من جلب للتكنولوجيا والمعدات والمهارات الإدارية.

كما يمكن الاستفادة من تجربة سوق دبي المالي من خلال متابعة إدارة السوق للتطورات الحاصلة في الأدوات المالية وإمكانية إدراجها في سوق دمشق للأوراق المالية، وتوفير بنية تحتية (تكنولوجية) متطورة لتسهيل عمليات التداول في السوق، فضلاً عن توفر قوانين وتشريعات واضحة ومستقرة وتساهم في تحويل الشركات إلى مساهمة عامة قادرة على إدراج أسهمها في البورصة، مما يزيد من أحجام وقيم التداول وبالتالي حجم السوق بشكل عام، فضلاً عن متابعة أنظمة الحوكمة وإمكانية تطبيقها في السوق من أجل زيادة كفاءة السوق، ومن ثم جذب الاستثمارات إليه.

خامساً- مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في سورية:

واصلت سورية خلال الأعوام الماضية وخاصة في الفترة ما قبل الحرب تطوير وتحديث التشريعات الخاصة بالاستثمار، لذلك يتمتع مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في سورية ببعض نقاط القوة كصدور قوانين منع الاحتكار وتشجيع المنافسة، وحماية الملكية الفكرية وضمان الاستثمار، وسوق محلية كبيرة فيها فرص استثمارية عديدة ومتنوعة، حيث بلغت قيمة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في عام ٢٠١٠ نحو ١.٥ مليار دولار أميركي. أما نقاط الضعف في مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في سورية فهي عديدة وكثيرة نذكر منها على سبيل المثال:

- ١- الحرب التي خاضتها معظم دول العالم على سورية.
- ٢- الحصار الاقتصادي والتجاري العالمي الخانق على سورية.
- ٣- بطء وتعثر شديد في تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي وتحسين مناخات الاستثمار.
- ٤- نقشي الفساد في مؤسسات الدولة بشكل خطير، ونمو البيروقراطية خدمة للفساد.
- ٥- بنية تحتية ضعيفة وغير حديثة.
- ٦- سوق الأوراق المالية صغير وجديد وضعيف.

١ منصور، منال. (٢٠١٩). تطور سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٨. رسالة ماجستير، المعهد العالي لإدارة الأعمال (HIBA)، دمشق، سورية. "بتصرف".

٧- عدم توفر قطع أجنبي بشكل كاف وكذلك عدم استقرار سعر الصرف لليرة السورية.

٨- ارتفاع معدلات التضخم.

٩- ضعف الأجور والرواتب وتدني القوة الشرائية للمواطن السوري.

يلاحظ أن مناخ الاستثمار في سورية كان وما زال ضعيفاً وغير جاذب بالرغم من كل الإصلاحات والتشريعات الجديدة الخاصة بالاستثمار، ولا بد من متابعة عملية الإصلاح والتطوير وتحسين مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في سورية، بالإضافة إلى تفعيل دور المغتربين السوريين في الاستثمار المباشر في سورية^١.

وبمعنى آخر فإن جذب الاستثمارات الأجنبية لأهميتها في سد الفجوة التمويلية التي تعاني منها سورية حالياً، عملية تحتاج إلى العديد من الإجراءات والقوانين والمزايا التحفيزية، ويعد من أهم الإجراءات التخفيف من الإجراءات الإدارية، بالإضافة إلى الإعفاءات الضريبية وخاصة في المراحل التأسيسية للمشاريع، والأهم من ذلك تحقيق الاستقرار النقدي وخاصة بما يتعلق بسعر الصرف.

بالإضافة إلى أن هناك علاقة تربط الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية من جهة، والاستثمارات الأجنبية من جهة أخرى، كما يمكن القول إن هناك علاقة تبادلية بين الاستثمار الأجنبي والسوق المالي في الدولة المضيفة، ومن ثمّ لتحقيق التنمية في سوق دمشق للأوراق المالية يتوجب تقديم حوافز وإجراءات تمكن من جذب الاستثمارات الأجنبية وخاصة غير المباشرة لما لها من تأثير إيجابي ومباشر في تنمية السوق.

١ الشامي، جهاد. (٢٠٢٠)، مقال منشور في مجلة البعث الأسبوعية.

النتائج

أ-النتائج النظرية:

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- ١) تتطوي عملية تنمية السوق المالي على تحسين قدرته لتلبية احتياجات المتعاملين فيه، وذلك عن طريق توفير أدوات مالية تتناسب مع كافة أنواع المتعاملين، وكذلك المواءمة بين استراتيجيات الشركات مع إمكانات الأعمال، وتدريب الموظفين والاستثمار في البنية التحتية، وتحسين أسواق المشتقات المالية، وتطوير أنظمة المعاشات التقاعدية والتقاعد، وزيادة التجارة عبر الحدود، بحيث ينعكس كل ذلك على تحسين مؤشرات العمق المالي، ومن ثم المساهمة في تحقيق الشمول المالي.
- ٢) تتأثر عملية تنمية السوق المالي بالتنمية الاقتصادية (نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومتوسط دخل الفرد)، وكذلك بالاستقرار الاقتصادي، بالإضافة إلى سعر الفائدة وسعر الصرف وتدفقات رأس المال، كما أن تحرير الأسواق المالية وتكاملها لها دور في تحقيق مستوى جيد لتنمية السوق المالي.
- ٣) تعتبر عملية تنمية السوق المالي عملية طويلة الأجل، إذ تتطلب الوقت والتسلسل المناسب فبعض الأسواق تحتاج بنية تحتية مالية أكثر تطوراً وحماية قانونية أقوى للنمو، بالإضافة لذلك يجب تطوير البيئة الاقتصادية والقانونية للبلد بشكل كاف.
- ٤) تواجه عملية تنمية السوق المالي العديد من التحديات، ولا سيما في الاقتصاديات النامية واقتصاديات الأسواق الناشئة، فغالباً ما يعيق عملية التنمية في هذه الأسواق حجم السوق الصغير والمؤسسات الضعيفة وسياسات الاقتصاد الكلي غير المستقرة، بالإضافة إلى العقبات السياسية والوقت اللازم للتغلب على هذه القيود.
- ٥) يعتبر مؤشر تنمية السوق المالي من المقاييس المركبة والمعاصرة، وقد تم تشكيل المؤشر بالاعتماد على أربعة أبعاد رئيسية تضم كافة المتغيرات التي تعبر عن حجم السوق والكفاءة الاقتصادية وإمكانية الوصول للسوق المالي والاستقرارية فيه.
- ٦) الاستثمار الأجنبي وتحويلات رأس المال بين الدول المصدرة والمضيفة تعد مصدراً للتمويل، يمكن الاستفادة منه في تحقيق المطلب الرئيسي لكل دولة وهو التنمية الاقتصادية.
- ٧) من فوائد الاستثمار الأجنبي جلب التكنولوجيا الحديثة والمهارات الإدارية، وكذلك زيادة مستوى دخل الأفراد.
- ٨) يتطلب جذب الاستثمارات الأجنبية توفر مناخ استثماري يتسم بالاستقرار السياسي فضلاً عن توفر الأنظمة التشريعية والقضائية، التي تمنح المستثمر حرية التملك للمشاريع وتحويل العوائد وتداول الأسهم وحصص الملكية ببسر وسهولة.
- ٩) تسهم الاستثمارات الأجنبية (غير المباشرة بشكل خاص) الواردة في زيادة مستوى تنمية السوق المالي فيها، من خلال زيادة أحجام التداول وقيمتها.

١٠) يمكن القول أن الاستثمار الأجنبي المباشر يؤثر في تنمية السوق المالي بشكل غير مباشر وتأثيره يكون إما سلبياً (بديل للسوق المالي) أو إيجابياً (مكمل للسوق المالي)، فمن خلال زيادة مستوى دخل الأفراد قد يتوجهون للاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في السوق المالية، ومن ثمَّ يزيد من قيم وأحجام التداول، أما الاستثمار الأجنبي المحفّظي فإن تأثيره مباشر في تنمية السوق المالي.

١١) هناك علاقة متبادلة بين الاستثمار الأجنبي وتنمية السوق المالي، فالاستثمار الأجنبي يجذب نحو الدول التي تكون أسواقها المالية متطورة وتعنى بتطوير قوانين حوكمة الشركات وتكون كفاءتها مرتفعة، ومن ناحية أخرى إذا توفرت في الدولة عوامل جذب للاستثمار الأجنبي المباشر مثل الاستقرار السياسي وتوفر قوانين وتشريعات تسهل عمل الشركات الأجنبية، وكذلك توفر مواد أولية وقوى عاملة رخيصة، فإن دخول هذه الاستثمارات إلى الدولة المضيفة التي تملك سوقاً مالياً يُسمح لها بالتداول فيه، سيؤدي إلى زيادة قيمة التداول وحجمه ومن ثمَّ تطوره.

ب- النتائج العملية:

١- لدى دراسة مؤشر تنمية السوق المالي في بورصة دبي، وجدنا أنه سوق على الرغم من حداثة إلا أنه يتمتع بمستوى تنمية جيد، وذلك نتيجة عمله المستمر في تقديم خدمات مبتكرة في مجال التداول وتسوية وإيداع الأوراق المالية، فضلاً عن تمتعه بالكفاءة نتيجة تقيده بمبادئ الحوكمة، بالإضافة إلى انفتاحه على الاستثمارات الأجنبية حيث كانت تعاملات الأجانب في السوق تمثل تقريباً النصف.

٢- باختبار العلاقة بين الاستثمار الأجنبي وتنمية سوق دبي المالي وجدنا أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، وذلك نتيجة تطبيق نموذج (ARDL).

٣- في اختبار العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر ومؤشر تنمية سوق دبي المالي وجدنا أنه هناك علاقة عكسية في المدى القصير، ولكن تصبح طردية بعد تأخر زمني واحد، مما يعني أن الاستثمار الأجنبي يزيد من تنمية سوق دبي المالي بشكل غير مباشر وذلك بعد فترة من الزمن (أي في حالة تحولت هذه الاستثمارات إلى استثمارات محفّظية في السوق المالي).

٤- وبنتيجة العلاقة العكسية في الأجل الطويل بين الاستثمار الأجنبي المباشر ومؤشر تنمية سوق دبي المالي تم رفض الفرضية الفرعية الأولى.

٥- على الرغم من أن الاستثمار الأجنبي له دور سلبى في تنمية سوق دبي المالي (إذ يعد بديلاً للسوق المالي) في الأجل الطويل، كان للاستثمار الأجنبي غير المباشر دور إيجابى وهذا يتوافق مع أغلب الدراسات التي ترى أن الاستثمار المحفّظي يسهم في زيادة أحجام وقيم التداول وفي إمكانية الوصول ومن ثمَّ يزيد من مستوى التنمية للسوق المالي، وبناء عليه تم قبول الفرضية الفرعية الثانية.

٦- استطاعت المتغيرات المستقلة (الاستثمار الأجنبي) أن تفسر ما نسبته 85% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (مؤشر تنمية سوق دبي المالي)، أي إن هناك ما نسبته 15% تعود لعوامل أخرى تؤثر في مستوى تنمية سوق دبي المالي، مثل الناتج المحلي وسعر الفائدة وسعر الصرف، وغيرها من محددات تنمية السوق المالي.

التوصيات:

١- من الأفضل جذب الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال اتخاذ خطوات مختلفة مثل: ضمان الاستقرار السياسي في البلاد، وتوفير البنية التحتية الكافية، وتقليل تقلب العملات الأجنبية ومعدل الفائدة من خلال سياسة نقدية مناسبة وفعالة، بالإضافة إلى تقديم حوافز مثل الإعفاء الضريبي وتحسين البنية التحتية في الدولة.

٢- يمكن للحكومة اتخاذ بعض الخطوات المناسبة لتحسين كفاءة وشفافية السوق الأولية، لأن ذلك سيؤدي إلى تعزيز الأوراق المالية الحكومية في سوق الأوراق المالية، كما سيؤدي أيضاً إلى تحسين كفاءة وتطوير السوق الثانوية، ويجب على الحكومة تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر في سوق الأوراق المالية، لتعزيز المنافسة وخلق فرص عمل جديدة عن طريق نقل التكنولوجيا والمهارات الجديدة.

٣- فيما يخص سوق دبي المالي، يفضل جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة بشكل أكبر لأنها تسهم بشكل مباشر وإيجابي في تنمية السوق (إذ تعد نسبتها قليلة جداً لا تتجاوز ٤٪، مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر الذي تصل نسبته إلى حوالي ٦٠٪، أو الاستثمارات الأجنبية الأخرى التي كانت نسبتها بحدود ٤٠٪).

٤- أما فيما يخص سورية فمن الممكن وضع استراتيجية من أجل زيادة المدخرات بداية لدى الأفراد ووضع آليات لجذبها للاستثمار في السوق المالي، والذي بدوره يوجهها نحو الاستثمارات التي تخدم عملية إعادة الإعمار في المرحلة الحالية، بالإضافة إلى ضرورة تشجيع رؤوس الأموال التي غادرت خلال فترة الحرب، وذلك عن طريق وضع قوانين وتشريعات في السوق المالي تمكنهم من التداول فيه.

٥- بالإضافة إلى المساهمة في توفير المناخ المناسب لجذب الاستثمارات الأجنبية، التي لها دور كبير في المرحلة الحالية نظراً للدور الذي تلعبه هذه الاستثمارات من سد الفجوة التمويلية، وكذلك من جلب للتكنولوجيا والمعدات والمهارات الإدارية.

٦- أما فيما يخص سوق دمشق للأوراق المالية فيمكن لإدارة السوق متابعة التطورات الحاصلة في الأدوات المالية وإمكانية إدراجها في سوق دمشق للأوراق المالية، وتوفير بنية تحتية (تكنولوجية) متطورة لتسهيل عمليات التداول في السوق، فضلاً عن توفر قوانين وتشريعات واضحة ومستقرة وتساهم في تحويل الشركات إلى مساهمة عامة قادرة على إدراج أسهمها في البورصة، مما يزيد من أحجام وقيم التداول وبالتالي حجم السوق بشكل عام، فضلاً عن متابعة أنظمة الحوكمة وإمكانية تطبيقها في السوق من أجل زيادة كفاءة السوق، ومن ثم جذب الاستثمارات إليه.

٧- إضافة متغيرات تفسيرية أخرى مثل الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة والتضخم، فهذه المتغيرات تؤثر في الاستثمار الأجنبي من جهة وفي مؤشر تنمية السوق المالي من جهة أخرى.

٨- في حال إجراء الدراسة بين متغير الاستثمار الأجنبي ومتغير تنمية السوق المالي، يفضل أخذ عدة دول والمقارنة بينها، للحصول على نتائج ونموذج أفضل للدراسة، ومن ثم تأكيد الدور الإيجابي أو السلبي للاستثمار الأجنبي على مستوى تنمية السوق المالي.

المصادر والمراجع:

المراجع العربية:

أ- الكتب:

١. ابراهيم، الغالي، وضيف، محمد عدنان. (٢٠١٩). الأسواق المالية الدولية- تقييم الأسهم والسندات. ط: ١. بسكرة: الجزائر. ص: ٢١٦.
٢. ابراهيم، نعمة الله نجيب. (٢٠٠٠). أسس علم الاقتصاد، مؤسسات شباب الجامعة، الاسكندرية: مصر. ص: ٢٧٩.
٣. أحمد، دريد محمد. (٢٠١٦). الاستثمار: قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات. ط: ١. دار أمجد للنشر والتوزيع. المملكة الأردنية الهاشمية. ص: ٢٠٥.
٤. أزهرى الطيب الفكي، أحمد. (٢٠١٧). أسواق المال، ط: ١. المملكة الأردنية الهاشمية. ص: ٢٠٨.
٥. إسماعيل، عبد الفتاح. (٢٠١٩). الأسواق والمؤسسات المالية. منشورات كلية التجارة. جامعة الاسكندرية: مصر. ص: ٣٢٢.
٦. الأعرج، طارق. الأسواق المالية. الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك. ص: ٨٣.
٧. آل شبيب، دريد كامل. (٢٠١٢). الاستثمار والتحليل الاستثماري. دار اليازوري العلمية. الأردن. ص: ٤٣١.
٨. الجميل، سرمد كوكب. (٢٠١٧). المدخل إلى الأسواق المالية. دار الأكاديميون للنشر والتوزيع. ص: ٣٤٨.
٩. حسن، محروس. (٢٠٠٦). الأسواق المالية والاستثمارات المالية. كلية التجارة. جامعة عين شمس. مصر. ص: ٢٠٨.
١٠. الحسنوي، سالم صلال. (٢٠١٧). الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية. ط: ١. القاهرة: مصر. الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات. ص: ٢١٩.
١١. الحويماني، فهد بن عبد الله. (٢٠٠٦). المال والاستثمار في الأسواق المالية. ط: ٢. الرياض: السعودية. ص: ٦٠٢.
١٢. الرشيد، طارق. (٢٠١٨). مهارات تحليل البيانات باستخدام نموذج EViews، الطبعة الأولى، دار جي تاون، الخرطوم، ص: ٢٩٤.
١٣. رضوان، سمير عبد الحميد. (١٩٩٦). أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية. ط: ١. القاهرة: مصر. المعهد العالي للفكر الإسلامي. ص: ٥٢٤.
١٤. الساعدي، أحمد كاظم. (٢٠٢٠). حماية الاستثمار الأجنبي في القانون الدولي العام. ط: ١. المركز العربي للدراسات والبحوث العلمية. مصر. ص: ٣٩٩.

١٥. السعد، أحمد. (٢٠١٢). الأسواق المالية المعاصرة دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي للنشر. ص: ١٧٥.
١٦. شفيق، محمد. (٢٠٠٠). التنمية الاجتماعية: دراسات في قضايا التنمية ومشكلات المجتمع. الاسكندرية: مصر. المكتب الجامعي الحديث. ص: ٣٨٤.
١٧. طوقان، عامر. (٢٠١٨). الاستثمار وأسواق المال ودراسات الجدوى. دار البيروني. الأردن. ص: ١٢٤.
١٨. عبد العال، نشأت علي. (٢٠١٢). الاستثمار والترابط الاقتصادي الدولي. الاسكندرية: مصر. دار الفكر الجامعي. ص: ٨٩٥.
١٩. العذاري، عدنان داود. (٢٠١٦). الاستثمار الأجنبي المباشر على التنمية والتنمية المستدامة في بعض الدول الإسلامية - استخدام طريقة تحويلات جونسون لتنقية البيانات وتقديرها لدولتي تركيا والباكستان للمدة ١٩٩١-٢٠١٠. ط: ١. الناشر: المنهل. ص: ٣٢٦.
٢٠. الفارس، عبد الرحيم فؤاد، والرفاعي، فراس أكرم. (٢٠١٣). مدخل إلى الأعمال الدولية. الناشر: المنهل. ص: ٢٨٢.
٢١. قاسم، خالد مصطفى. (٢٠٠٧). إدارة البيئة والتنمية المستدامة في ظل العولمة المعاصرة. الدار الجامعية للطباعة والنشر. الاسكندرية: مصر. ص: ٥٢٤.
٢٢. قاسم، عبد الرزاق، العلي، أحمد. (٢٠١٧). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. دمشق: سورية. منشورات جامعة دمشق. ص: ٣٨٧.
٢٣. كافي، مصطفى يوسف. (٢٠١٧). إدارة الأعمال الدولية. دار الأكاديميون، ص: ٥٠٤.
٢٤. كنعان، علي. (٢٠٠٨). الأسواق المالية. دمشق: سورية. منشورات جامعة دمشق. ص: ٣٦٠.
٢٥. محمد، مدحت. (٢٠٢٠). إدارة وتنمية الموارد البشرية (الاتجاهات المعاصرة). القاهرة: مصر. مجموعة النيل العربية. ص: ٢٥١.
٢٦. مطاوع، سعد عبد الحميد. (٢٠٠١). الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى للنشر. المنصورة: مصر. ص: ٣٣٢.
٢٧. مطر، محمد. (٢٠٠٩). إدارة الاستثمارات. ط: ٥. منشورات دار وائل. عمان: الأردن. ص: ٤٠٠.
٢٨. معروف، هوشيار. (٢٠٠٣). الاستثمارات والأسواق المالية. ط: ١. دار صفا للنشر والتوزيع. عمان: الأردن. ص: ٣٠٩.
٢٩. معروف، هوشيار. (٢٠٠٥). دراسات في التنمية الاقتصادية: استراتيجيات التصنيع والتحول الهيكلي، طروحات فكرية وحالات دراسية. دار صفاء للنشر: عمان: الأردن. ص: ٣٥٢.
٣٠. موصلي، سليمان، وسليمان، عدنان. (٢٠١٢). الأسواق المالية. دمشق: سورية. منشورات جامعة دمشق. ص: ٣٤٠.
٣١. نافع قوشجي، إبراهيم. (٢٠٠٨). الأسواق المالية (مفهومها - مكوناتها - أنواعها - مؤشراتهما - وتحليلها الأساسي والفني). حماة: سورية. دار الرضا للنشر والتوزيع. ص: ٢٨٨.

٣٢. نعيمة، أوعيل. (٢٠١٦). واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل التغيرات الاقتصادية في الجزائر (١٩٩٨-٢٠٠٥). مكتبة الوفاء القانونية للنشر. مصر. ص: ٢٦٤.

ب- الرسائل الجامعية:

١. بن عباس، حمودي. (٢٠١٢). دور الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية الاقتصادية - دراسة حالة الصين. رسالة ماجستير. جامعة محمد خيضر - بسكرة. الجزائر. ص: ٢٦٣.
٢. بوضياف، عبير. (٢٠٠٧). سوق الأوراق المالية في الجزائر. رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة: الجزائر. ص: ١٦٣.
٣. جوامع، ليبة: (٢٠١٥). أثر سياسات الاستثمار في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية - دراسة مقارنة: الجزائر، مصر والسعودية. أطروحة دكتوراه. جامعة محمد خيضر. بسكرة: الجزائر. ص: ٤٥٨.
٤. خضير، عقبة. (٢٠١٥). أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الدوحة-قطر للأوراق المالية (٢٠٠٨-٢٠١٣). رسالة ماجستير. جامعة محمد خيضر - بسكرة. الجزائر. ص: ٢٣٠.
٥. داودية، وهيبة. (٢٠٠٥). واقع وآفاق الاستثمار الأجنبي في دول شمال إفريقيا خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠٠٤) مع التركيز على الجزائر - مصر - المغرب - تونس. رسالة ماجستير. جامعة حسيبة بن بوعلي. ص: ١٧٠.
٦. سعيدي، يحيى. (٢٠٠٧). تقييم مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر. أطروحة دكتوراه. جامعة منتوري: قسنطينة. الجزائر. ص: ٣٣٥.
٧. الضعيف، حسين. (٢٠١٩). أثر الاستثمار على أسعار الأسهم - دراسة مقارنة بين سوق المال التركي وسوق المال المصري - خلال الفترة ٢٠٠١ - ٢٠١٦. رسالة دكتوراه، جامعة دمشق، ص: ٣٥٠.
٨. فرحي، كريمة. (٢٠١٣). أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية مع دراسة مقارنة بين الصين، تركيا، مصر والجزائر. أطروحة دكتوراه. جامعة الجزائر. ص: ٤٦٢.
٩. قرين، وفاء، وكعوش، أسماء. (٢٠٢٠). محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الصين - دراسة قياسية خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠١٧). رسالة ماجستير. المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة. معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. الجزائر. ص: ١٢٥.
١٠. لبيب، عامر أحمد. (٢٠١٩). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر على سوق رأس المال - دراسة حالة قطر. رسالة ماجستير. جامعة محمد خيضر - بسكرة. الجزائر. ص: ١٥٣.
١١. لعجال، ليلي. (٢٠١٠). واقع التنمية وفق مؤشرات الحكم الراشد في المغرب العربي. رسالة ماجستير. جامعة قسنطينة. منتوري. ص: ١٨٩.

١٢. محمد، نورية عبد. (٢٠١٢). أثر الاستثمار الأجنبي FDI في مستقبل الاستثمار المحلي العربي-دراسة تحليلية قياسية لبعض دول الخليج العربي للمدة ١٩٩٢-٢٠١٠. أطروحة دكتوراه. جامعة سانت كليمنتس، ص: ٢١٧.
١٣. منصور، منال. (٢٠١٩). تطور سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٨. رسالة ماجستير، المعهد العالي لإدارة الأعمال (HIBA)، دمشق، سورية.
١٤. نورة، بيري. (٢٠١٦). محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على التنمية الاقتصادية-دراسة قياسية مقارنة بين الجزائر-تونس والمغرب للفترة ١٩٩٦-٢٠١٤. أطروحة دكتوراه. جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي. الجزائر. ص: ٥٠٦.
١٥. وشاح، دارين. (٢٠٠٩). دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير. الجامعة الإسلامية. غزة. فلسطين. ص: ١٧٤.

ج-المقالات والأوراق البحثية:

١. أبو عمشة، محمد كمال. (٢٠١٣). الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية-دراسة حالة بورصة قطر. مجلة بحوث اقتصادية عربية. المجلد: ٢٠. العدد: ٦١-٦٢. ص-ص: ٦٩-١١٥.
٢. الإدارة العامة للدراسات والتطوير - هيئة سوق رأس المال الفلسطينية. (٢٠٠٨). الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية. الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية. دمشق: سورية. ص: ١٩.
٣. الأسرج، حسين عبد المطلب. (٢٠٠٥). كتاب سياسات تنمية الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، سلسلة رسائل البنك الصناعي. الكويت. العدد: ٨٣. ص-ص: ١٩-٣٦.
٤. اسماعيل، محمد، وحسن، جمال قاسم. (٢٠١٧). محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية، دراسات صندوق النقد العربي. ص: ٣١.
٥. بلقاسمي، سليم. (٢٠٢٠). ضمانات الاستثمار الأجنبي المباشر في الاتفاقيات الدولية الثنائية الاستثمار كعامل من عوامل تحسين مناخ الاستثمار في الجزائر. مجلة العلوم القانونية والاجتماعية. جامعة زيان عاشور. الجزائر. المجلد: ٥. العدد: ٤. ص-ص: ٥٠٩-٥٤١.
٦. بلوكاري، نادية، رعاد، علي. (٢٠١٥). التنمية المالية- الانفتاح التجاري والنمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة قياسية. مجلة مجاميع المعرفة. المجلد: ٢. العدد: ١. ص-ص: ١٦٥-١٧٤.
٧. بن عمرة، عبد الرزاق. (٢٠١٨). خطوات تطبيق تقنية ARDL باستخدام برنامج Eviews، ورقة عمل منشورة، ٣١ كانون الأول، ص: ٣٧.
٨. بولوي، عبد الوافي، وطاهر، حسين. (٢٠١٦). هروب رؤوس الموال العربية والفرص التنموية الضائعة (العالم العربي). مجلة التنظيم والعمل. العدد: ١. المجلد: ٥. ص-ص: ٦٣-٧٨.

٩. حاجي، أسماء، وموفق، زروق. (٢٠١٧). دور الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تحقيق التنمية الاقتصادية- دراسة حالة الجزائر ٢٠٠٦-٢٠١٥. مجلة اقتصاديات المال والأعمال، ص- ص: ١٣٨-١٥٨.
١٠. حسان، ظافر طاهر. (٢٠١٠). دور الاستثمار الأجنبي في تفعيل السياسة الخارجية العراقية. مجلة دراسات دولية. العدد: ٤٤. جامعة بغداد. العراق. ص-ص: ١٣٩-١٥٦.
١١. حسين، معاوية أحمد. (٢٠١٤). الاستثمار الأجنبي المباشر وأثره على النمو والتكامل الاقتصادي بمجلس التعاون لدول الخليج العربية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز. المجلد: ٢٨. العدد: ٢. ص-ص: ١٠٣-١٥٠.
١٢. خلف، عمار حمد، وعزيز، رفل جميل. (٢٠١٦). تحليل العلاقة السببية بين البنية المالية التحتية والاستثمارات الأجنبية في ماليزيا واندونيسيا للمدة من (١٩٩٠-٢٠١٣). مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد: ٩١. المجلد: ٢٢. ص: ٣٢٢-٣٣٩.
١٣. دعاس، زهير، ورقوب، نريمان. (٢٠١٩). قياس مدى كفاءة النظام المالي الجزائري على ضوء أبعاد ومؤشرات التنمية المالية. ورقة بحثية. الملتقى الوطني: النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية. جامعة المسيلة: الجزائر. ص: ٢٣.
١٤. السامرائي، نزهان محمد. (٢٠١٦). محددات ودوافع الاستثمار الأجنبي المباشر وعلاقتها بأهم مؤشرات مناخ الاستثمار - دراسة تحليلية للدول المضيفة والشركات المستثمرة - إشارة خاصة للعراق والدول العربية. مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية. المجلد: ١٢. العدد: ١٢، ص- ص: ٢٤٤-٢٧٣.
١٥. الشامي، جهاد. (٢٠٢٠)، مقال منشور في مجلة البحث الأسبوعية.
١٦. طارق، خاطر. (٢٠١٥). التنمية المالية والنمو الاقتصادي...مراجعة للفكر الاقتصادي. مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد: ٨، ص- ص: ١-١٤.
١٧. طرايش، ابراهيم، وبربري، محمد أمين. (٢٠١٩). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأوراق المالية بمصر ٢٠٠٤-٢٠١٧. مجلة التكامل الاقتصادي. العدد: ٢. ص- ص: ١٣٠-١٤٥.
١٨. عبد العال، علا عادل. (٢٠١٣). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية. مجلة البحوث الاقتصادية العربية. العددان: ٦٣-٦٤. ص- ص: ٧٥-١٠٤.
١٩. عواد، فاضل جويد. (٢٠١٦). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية (١٩٩٦-٢٠١٠). مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة. العدد: ٤٧، ص-ص: ١٠٥-١٣٠.
٢٠. فارس، ديمة. (٢٠١٨). سوق دمشق للأوراق المالية بين الواقع والمعوقات. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية. المجلد: ٤٠. العدد: ٥. ص- ص: ٤٨١-٤٩٥.

٢١. الكسواني، ممدوح. (٢٠٠١). الطلب على النقود في سورية باستخدام نموذج تصحيح الخطأ والتكامل المشترك، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد ١، المجلد ١٧.
٢٢. محمد، إياد طاهر، ومحمد، صلاح حسن. (٢٠١٣). الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الأسهم العادية، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية. بحث منشور. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية. ص - ص: ٩٩ - ١٢٦.

المراجع الأجنبية:

1. Adaramola A. Olugbenga, Obisesan O. Grace. (2015). **"Impact of foreign direct investment on Nigerian capital market development"**. Article, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences. Vol. 5. p-p: 103-108.
2. Ali Raza, Nasir Iqbal, Zeshan Ahmed, Mohammad Ahmed, Tanvir Ahmed. (2012). **"The Role of FDI on Stock Market Development: The Case of Pakistan"**. Article. Journal of Economics and Behavioral Studies. Vol. 4. P-p: 26-33.
3. Anokye M. Adam, George Tweneboah. (2008). **"Foreign direct investment and stock market development: Ghana's evidence"**. Article. international Research Journal of Finance and Economics. p: 13.
4. Athanasios Tsagkanos, Costas Siriopoulos, Konstantina Vartholomatou. (2017). **"Foreign Direct Investment and Stock Market Development: Evidence from, a 'new' emerging market."**, Journal of Economic Studies. p- p: 11-44.
5. Bekaert, G. and Harvey, C. (2000), **"Foreign speculators and emerging equity markets"**, Journal of Finance, Vol. 55 No. 2, pp. 565-614.
6. Braun, M. and Raddatz, C. (2005), **"Trade liberalization and the politics of financial development"**, World Bank Policy Research Working Papers 3517, World Bank, Washington, DC.
7. Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2001). **"How does foreign entry affect domestic banking markets?"**. Journal of Banking & Finance, 25(5). P: 891 -911.

8. Daniels, John D, Radebagy, LeeH. (2001). **"Internatricanl Business Environments and operations"**. the Edition Prentice Hall , Australia. P: .
9. De la Torre, Augusto, Juan Carlos Gozzi, and Sergio L. Schmukler, (2008). **"Capital market development: whither Latin America?" in Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets**, ed. by Sebastian Edwards & Marcio G. P. Garcia, NBER Books, Chapter 4, p: 121–153 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research).
- 10.Echandi, Roberto. Scronce, Erin.(2016). **Three Key Ideas for Creating Effective Investment Policies**, [http: //www.worldbank.org/](http://www.worldbank.org/) .
- 11.Gilson J. Ronald, Reiner Kraakman (2003). **"The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias,"** Journal of Corporation Law, (Summer), p: 715–742.
- 12.Henry, P.B. (2000a), **"Stock market liberalization, economic reforms and emerging market equity prices"**, Journal of Finance, Vol. 58 No. 2, pp: 529–563.
- 13.Hess, P. and C. Ross. (1997). **"Economic Development: Theories, Evidence and Policies"**, The Dryden Press, Harcourt Brace Collage Publishers, USA, p: .
- 14.Hoque et al., (2018). **"Revisiting endogeneity among foreign direct investment, economic growth and stock market development: Moderating role of political instability"**. Cogent Economics & Finance, p: 21.
- 15.Ihtisham Abdul Malik, Shehla Amjad, (2013) **"Foreign direct investment and stock market development in Pakistan"**, Journal of International Trade Law and Policy, Vol. 12 Issue: 3, p–p.226–242.
- 16.Jeevita Matadeen.(2019). **Stock Market Development: An Assessment of its Macroeconomic and Institutional Determinants in Mauritius.** International Journal of Economics and Financial Issues.9(4). P– p: 197–202.
- 17.John D. Radebaugh ,Lee H. (2013). **International Business Environments and Operations**.14th Edition, Prentice Hall, Australia. p: 792 .
- 18.Kamal, A. El–Wassal. (2013). **"The Development of Stock Markets: In Search of a Theory"**. International Journal of Economics and Financial Issues. Vol. 3. No. 3. P–p: 606–624.

19. Luc Laeven. (2014). **The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges**, IMF Working Paper.p: 25.
20. Malik, Saif Ullah. (2013). **Role of Foreign Private Investment and Remittance in Stock Market Development: Study of South Asia**. Newports Institute of Communications and Economics Karachi. P: 15.
21. Mishkin, F. (2001), **“Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries”**, NBER Working Paper No. 8087, NBER, Cambridge.
22. Muhammad Shahbaz, Hooi Hooi Lean & Rukhsana Kalim. (2013). **The Impact of Foreign Direct Investment on Stock Market Development: Evidence From Pakistan**. Economic Research–Ekonomiska Istraživanja, 26: 1,p-p:17–32.
23. Obstfeld, M. (1994), **“Risk taking, global diversification and growth”**, American Economic Review, Vol. 84, pp. 1310–1329.
24. Pariyada Sukcharoensin, Sorasart Sukcharoensin. (2013). **The Analysis of Stock Market Development Indicators: Evidence from the ASEAN–5 Equity Markets**, International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol: 4. P– p: 343– 347.
25. Paul A. Popiel. (1990). **Developing Financial Markets in Sub-Saharan Africa**. Economic development institute of the world bank. EDI working paper. p: 40 .
26. Rajan, R.G. and Zingales, L. (2003), **“The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century”**, Journal of Financial Economics, Vol. 69, pp. 5–50.
27. Ralph Chami, Connel Fullenkamp and Sunil Sharma. (2009). **A Framework for Financial Market Development**, IMF working paper, July. p: 60.
28. Rasmus Malcus, Mathias Persson.(2018). **“The Impact of Foreign Direct Investment on the Stock Market Development in Sweden”**. university of Gothenburg, Bachelor thesis, p: 35.
29. Richard C. Osadume, Christopher O. Etugbo.(2018). **“ Foreign Direct Investment, Stock Market Development And Long-Run Growth: Evidence From Selected Sub-Sahara African Countries, 1984–2015”**, International Journal of Innovative Finance and Economics Research. 6(4). P– p: 33–57.

30. Sekhri, V. Hague, M. (2015). **"Impact of Foreign Investments on Indian Stock Market: An Empirical Study"**. Asian Journal of Research in Banking and Finance, 5(6). p: 168–185.
31. Sin-Yu Ho, Bernard N. lyke. (2017). **"Determinants of stock market development: a review of the literature"**. Studies in Economics and Finance, Vol. 34 Issue: 1, p– p: 143–164.
32. Soumare, I, & Tchana, F. (2011). **Causality between FDI and Financial Market Development: Evidence from Emerging Markets**. MPRA Paper. posted 9. P: 37.
33. Stulz, R.M. (1999), **"International portfolio flows and security markets"**, in Feldstein, M. (Ed.), International Capital Flows, University of Chicago Press, Chicago, IL.
34. Svaleryd, H. Vlachos, J. (2002), **"Markets for risk and openness to trade: how are they related?"**, Journal of International Economics, Vol. 57, pp:369–395.
35. Wendy M. Jeffus. (2004). **"FDI AND STOCK MARKET DEVELOPMENT IN SELECTED LATIN AMERICAN COUNTRIES"**, International Finance Review. Volume: 5. P–p: 35–44.

المواقع الإلكترونية:

1. <https://trading-secrets.guru/>
2. <https://u.ae> البوابة الرسمية في الإمارات العربية المتحدة.
3. <https://www.investopedia.com/>.
4. <https://unctad.org/>
5. <http://econ.worldbank.org>
6. www.databank.worldbank.org
7. <https://www.albankaldawli.org>.
8. <http://www.dfm.ae>. سوق دبي المالي
9. <https://www.amf.org>. صندوق النقد العربي
10. <https://www.dsc.gov.ae> / مركز دبي للإحصاء
11. <http://www.dse.gov.sy> سوق دمشق للأوراق المالية

الملاحق:

الملحق 1: مؤشر تنمية سوق دبي المالي خلال الفترة (٢٠٠٨ - ٢٠١٩)

البعد	السنة	2008	2009	2010	2011
بعد الحجم	حجم التداول	76,508,312,066.	110,683,607,273	38,392,302,919.	25,163,682,372.
	قيمة المؤشر	0.0379	0.0632	0.0098	0.0000
	قيمة التداول	305,202,059,678	173,507,599,465	69,664,768,386.	32,088,192,170.
	قيمة المؤشر	0.0782	0.0405	0.0108	0.0000
	رسملة السوق	238,084,298,160	215,964,606,475	200,885,313,982	181,993,198,355
	قيمة المؤشر	0.0265	0.0160	0.0089	0.0000
	متوسط جميع المؤشرات	4.7	4	1	0
بعد الكفاءة الاقتصادية	معدل الدوران	1.2819	0.8034	0.3468	0.1763
	مؤشر الكفاءة	0.9861	0.6180	0.2668	0.1356
	عدد الشركات المدرجة	64	66	66	62
	قيمة المؤشر	0.0750	0.0917	0.0917	0.0583
	الشركات المدرجة حديثاً	9	2	0	-4
بعد الوصول	قيمة المؤشر	0.1000	0.0500	0.0357	0.0071
	نسبة التركيز	0.47	0.41	0.47	0.51
	١ - قيمة المؤشر	6.842105	10	6.842105	4.736842
	HHI	0.05	0.04	0.05	0.06
	١ - قيمة المؤشر	8	10	8	6
بعد الاستقرار	متوسط جميع المؤشرات	8.0855	8.5425	6.8955	4.319
	skew	-0.98	0.21	0.26	0.05
	قيمة المؤشر	1	8.09	8.39	7.14
	مؤشر التنمية المركب	14.77	21.2425	16.55	12

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
40,462,903,509.	127,180,363,657	160,532,685,484	98,231,148,623.	106,386,645,228	82,494,397,461.	45,439,814,468.
0.0113	0.0754	0.1000	0.0540	0.0600	0.0424	0.0150
48,774,352,853.	159,886,037,692	381,506,519,071	151,392,532,177	133,181,025,008	115,136,913,389	59,770,381,829.
0.0048	0.0366	0.1000	0.0341	0.0289	0.0238	0.0079
183,836,776,461	259,729,147,160	322,705,901,744	308,209,675,787	337,649,940,873	394,028,886,212	343,333,690,026
0.0009	0.0367	0.0664	0.0595	0.0734	0.1000	0.0761
0.6	5	9	5	5	6	3
0.2653	0.6156	1.1822	0.4912	0.3944	0.2922	0.1741
0.2041	0.4735	0.9094	0.3778	0.3034	0.2248	0.1339
57	55	58	60	61	65	67
0.0167	0.0000	0.0250	0.0417	0.0500	0.0833	0.1000
-5	-2	3	2	1	4	2
0.0000	0.0214	0.0571	0.0500	0.0429	0.0643	0.0500
0.58	0.57	0.56	0.55	0.55	0.52	0.55
1.052632	1.57894	2.105263	2.631579	2.631579	4.210526	2.631579
0.07	0.07	0.07	0.06	0.06	0.06	0.07
4	4	4	6	6	6	4
1.68065	1.9295	3.578815	4.45	4.48	6.2425	5.40789
-0.13	0.32	-0.19	-0.09	-1.15	-0.13	0.29
6.07	8.75	5.71	6.31	0	6.07	8.57
8.55	16.14	19.19	16.14	9.78	18.53	17.11

2019	40,044,761,982.	0.0110	53,097,037,075.	0.0060	374,453,369,422	0.0908	4	0.1418	0.1091	66	0.0917	-1	0.0286	0.6	0	0.09	0	3.0075	0.53	10	17.12
------	-----------------	--------	-----------------	--------	-----------------	--------	---	--------	--------	----	--------	----	--------	-----	---	------	---	--------	------	----	-------

الملحق 2: مؤشر التركيز (لأفضل ٥ شركات) و مؤشر HHI

2008			
HHI $\Sigma (i^2)$	النسبة إلى القيمة السوقية للسوق	قيمة الشركة	اسم الشركة
0.051813242	0.16206	46,868,137,272.00	(ش.م.ع) بنك المشرق - MASQ
	0.10497	30,358,278,425.10	(.الصناعات الوطنية القابضة (ش.م.ك مجموعة - NIND
	0.08925	25,810,586,296.30	اتش المالية ش.م.ب مجموعة جي اف - GFH
	0.05861	16,951,212,908.20	الامارات دبي الوطني ش.م.ع - EMIRATESNBD
	0.05595	16,180,925,846.52	(ش.م.ع) إعمار العقاريةEMAAR
	0.47084	136,169,140,748.12	المجموع
0.035181996	2009		
	0.1077	27,636,448,570	(العقارية (ش.م.ع إعمار- EMAAR
	0.10189	26,146,265,973	(.الصناعات الوطنية القابضة (ش.م.ك مجموعة - NIND
	0.0718	18,424,326,078	(.للمخازن العمومية (ش.م.ك شركة أجيليبي - AGLTY
	0.06389	16,395,435,436	الامارات دبي الوطني ش.م.ع - EMIRATESNBD
	0.06296	16,155,304,893	(ش.م.ع) بنك المشرق- MASQ
	0.41	104,757,780,950	المجموع
0.048381054	2010		
	0.148	34,490,818,944	(.الوطنية القابضة (ش.م.ك مجموعة الصناعات- NIND
	0.10907	25,416,941,042	(العقارية (ش.م.ع إعمار- EMAAR
	0.07906	18,424,326,078	(.للمخازن العمومية (ش.م.ك شركة أجيليبي-AGLTy
	0.06582	15,339,458,238	الامارات دبي الوطني ش.م.ع - EMIRATESNBD
	0.06323	14,735,058,309	(ش.م.ع) بنك المشرق- MASQ
	0.47	108,406,602,611	المجموع
0.056974252	2011		
	0.16601	34,490,818,943.70	(.الوطنية القابضة (ش.م.ك مجموعة الصناعات- NIND
	0.08868	18,424,326,078.40	(.للمخازن العمومية (ش.م.ك شركة أجيليبي-AGLTy
	0.08856	18,400,433,374.14	(العقارية (ش.م.ع إعمار- EMAAR
	0.08673	18,019,378,534.50	(بنك المشرق (ش.م.ع- MASQ
	0.07865	16,339,857,688.56	الامارات دبي الوطني ش.م.ع - EMIRATESNBD
	0.51	105,674,814,619	المجموع
0.073591565	2012		
	0.18503	34,490,818,943.70	(.الصناعات الوطنية القابضة (ش.م.ك مجموعة - NIND
	0.12264	22,861,230,000	(العقارية (ش.م.ع إعمار- EMAAR
	0.09884	18,424,326,078.40	(.للمخازن العمومية (ش.م.ك شركة أجيليبي-AGLTy
	0.08559	15,954,285,712.79	للاتصالات المتكاملة شركة الإمارات - DU
	0.08497	15,839,657,963	الامارات دبي الوطني ش.م.ع- EMIRATESNBD
	0.58	107,570,318,698	المجموع
0.070510149	2013		
	0.17182	46,575,945,920	(العقارية (ش.م.ع إعمار- EMAAR
	0.13019	35,291,869,497	الامارات دبي الوطني ش.م.ع - EMIRATESNBD
	0.11231	30,445,714,283	للاتصالات المتكاملة شركة الإمارات - DU
	0.07818	21,192,105,934	الإسلامي بنك دبي - DIB
	0.07289	19,760,000,000	(.ش.م.ع) سوق دبي المالي - DFM

	0.57	153,265,635,634	المجموع
0.068755718	2014		
	0.15599	51,979,434,357	EMAAR - EMAAR
	0.14827	49,408,617,296	EMIRATESNBD - Emirates NBD
	0.10467	34,878,324,000	EMAARMALLS - إعمار م.ش.ع
	0.08187	27,280,882,638	DIB - Dubai Islamic Bank
	0.06914	23,039,999,998	DU - DU
	0.56	186,587,258,289	المجموع
0.063174568	2015		
	0.13595	41,127,532,958	EMIRATESNBD - Emirates NBD
	0.13466	40,738,702,684	EMAAR - EMAAR
	0.11873	35,919,468,000	إعمار م.ش.ع - EMAARMALLS
	0.08077	24,434,181,841	DIB - Dubai Islamic Bank
	0.07706	23,314,285,712	DU - DU
	0.55	165,534,171,195	المجموع
0.064980614	2016		
	0.1497	51,048,673,135	EMAAR - EMAAR
	0.13837	47,185,507,407	EMIRATESNBD - Emirates NBD
	0.09999	34,097,466,000	إعمار م.ش.ع - EMAARMALLS
	0.08312	28,342,857,140	DU - DU
	0.08073	27,527,992,084	DIB - Dubai Islamic Bank
	0.55	188,202,495,766	المجموع
0.058483545	2017		
	0.13504	53,218,134,375	EIB - Emirates Islamic Bank
	0.12609	49,688,587,841	EMAAR - EMAAR
	0.11565	45,573,752,737	EMIRATESNBD - Emirates NBD
	0.07763	30,592,149,192	DIB - Dubai Islamic Bank
	0.07034	27,720,459,000	إعمار م.ش.ع - EMAARMALLS
	0.52475	206,793,083,145	المجموع
0.06584465	2018		
	0.15675	54,249,914,531	الإسلامي ش.م.ع مصرف الإمارات - EIB
	0.14276	49,408,617,296	الإمارات دبي الوطني ش.م.ع - EMIRATESNBD
	0.0952	32,947,925,895	الإسلامي بنك دبي - DIB
	0.08544	29,569,721,583	إعمار ش.م.ع - EMAAR
	0.06731	23,295,597,000	إعمار م.ش.ع - EMAARMALLS
	0.55	189,471,776,305	المجموع
0.087844252	2019		
	0.21795	82,115,777,289	EMIRATESNBD - Emirates NBD
	0.14399	54,249,914,531	EIB - Emirates Islamic Bank
	0.09637	36,308,614,336	DIB - Dubai Islamic Bank
	0.07639	28,782,150,306	EMAAR - EMAAR
	0.06698	25,234,285,712	DU - DU
	0.60	226,690,742,174	المجموع

الملحق ٣: مؤشر تنمية سوق دبي المالي والاستثمارات الأجنبية فيه

السنة	FMDINDEX	FDI	FPI	OFI
2008	14.77	123,908.6	3,389.0	126,405.8
2009	21.2425	127,605.8	4,071.8	126,445.3
2010	16.55	153,214.4	4,260.5	128,931.8
2011	11.599	174,433.0	4,384.4	134,357.1
2012	8.55	196,341.1	4,640.3	134,274.5
2013	16.14	219,038.4	5,284.2	139,968.4
2014	19.19	247,252.6	7,924.5	148,670.1
2015	16.14	270,783.7	8,233.0	124,154.4
2016	9.78	288,635.4	18,208.7	196,289.7
2017	18.53	298,386.5	18,250.7	182,048.7
2018	17.11	317,552.5	16,725.0	214,609.1
2019	17.12	326,581.3	14,369.7	228,549.1



Syrian Arab Republic

Damascus University

Faculty of Economics

Department: Banking and insurance

The role of foreign investment in the development of financial markets

(Dubai Financial Market Case Study)

**A thesis submitted for obtaining a master's degree in banking
and finance**

Preparation

Hala Al-Hassan Al-Hussein

Supervisor:

Dr. Abdul Razzaq Hassani

2021