

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة القادسية
كلية الادارة والاقتصاد
قسم الاقتصاد



(دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة : سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان أنموذجا)

رسالة تقدمت بها

حنان خالد حنش عيساوي

الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد - جامعة القادسية وهي جزء من
متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية

بإشراف الاستاذ الدكتور

نبيل مهدي كاظم سلطان الجنابي

٢٠١٦ م

٥١٤٣٨ هـ

الاهداء

الى
من هو ثقتي ورجائي وغايتي رضوانه وغفرانه
الهي رب

العالمين (جل جلاله)

الى
مصباح الهدى والعروة الوثقى والحجة على اهل الدنيا سيدنا
محمد صلى الله عليه وآله وسلم .

الى
من قال تعالى بحقهما (وقل ربي ارحمهما كما ربياني
صغيراً)

والدي - والدتي

فخراً واعتزازاً

الى
ينابيع الاخلاص والوفاء

اخوتي واخواتي

فخراً واعتزازاً

الى نصفي الثاني ... حباً وتقديراً

الى كل هؤلاء اهدي ثمرة جهدي

شكر وتقدير

الحمد لله الذي جعل الحمد مفتاحا لذكره وخلق الاشياء ناطقة بحمده وشكره والصلاة والسلام على نبيه محمد المشتق اسمه من اسمه المحمود وعلى آله الطاهرين .

أحمد الله الذي كان لي خير سند ومعين في انجاز دراستي هذه ويدعوني واجب الامتنان ان اسطر عظيم شكري وخالص دعواتي الى استاذي الفاضل الاستاذ الدكتور (نبيل مهدي كاظم الجنابي) الذي غمرني بعطفه الكريم وصبره الجميل وخبرته الدقيقة ومتابعته الطويلة فكان لي نعم الاستاذ الذي تحمل عناء الاشراف على رسالتي هذه سائلة الله تعالى ان يوفقه ويحفظه .


كما اتقدم بشكري الجزيل الى السادة رئيس واعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم مشكورين بالموافقة على مناقشة رسالتي ولكل ما يبذلون من ملاحظات قيمة تثري هذه الدراسة وتجعلها تبدو بصورة متكاملة ويقتضي واجب الشكر علي ان اتقدم الى السيد رئيس قسم الاقتصاد الاساتذة والتدريسيين كافة بالشكر على تعاونهم المتواصل داعية للجميع بالتوفيق .

كما لا يفوتني ان اشكر جميع زملائي في الدراسات العليا لدعمهم المستمر لي . كما اتقدم بالشكر الجزيل الى جميع العاملين في مكتبة كلية الادارة والاقتصاد والمكتبة المركزية في جامعة القادسية لما قدموه لي من مساعدة ولا انسى شكر كل من قدم لي المساعدة لانجاز هذا البحث متمنية من الله ان يوفق الجميع .

الباحثة

إقرار المشرف

أشهد أنّ إعداد هذه الرسالة الموسومة بـ (دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة-سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان انموذجاً) قد جرت تحت إشرافي في كلية الادارة والاقتصاد/ جامعة القادسية ، وهي جزء من متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية.


توقيع المشرف

الاسم : أ.د. نبيل مهدي الجنابي

التاريخ / / 2016

بناءً على التوصيات المتوافرة أرشح هذه الرسالة للمناقشة .


التوقيع

الاسم : أ.د. طاهر ريسان نخيل

رئيس قسم الاقتصاد

التاريخ / / 2016

توصية الخبير اللغوي

أشهد ان رسالة الماجستير الموسومة بـ (دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة - سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان انموذجاً)، التي تقدمت بها الطالبة (حنان خالد حنش) قد جرت مراجعتها من الناحية اللغوية تحت اشرافي واصبحت تتسم بأسلوب علمي وخالية من الاخطاء اللغوية ولأجله وقعت.



الاستاذ: ٢٠٢ عبد الحسن شريب الحمد

التاريخ: / ٢٠١٦

بسم الله الرحمن الرحيم

إقرار لجنة المناقشة

نحن رئيس وأعضاء لجنة المناقشة الموقعين أدناه، نشهد أننا أطلعنا على الرسالة الموسومة (دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة-سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان النموذجاً) للطالبة (حنان خالد حنش) وقد ناقشنا الطالبة في محتوياتها وفيما له علاقة بها، وجدنا أنها جديرة بالقبول لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية وبمقدير (جيد جداً).



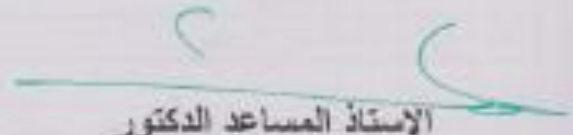
الاستاذ المساعد الدكتور
بافر كرجي حبيب
كلية الادارة والاقتصاد /جامعة القادسية
عضواً

2016/12/ < 0



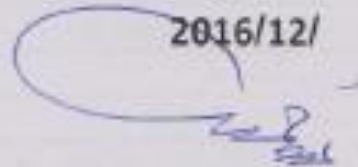
الاستاذ الدكتور
اديب قاسم شندي
كلية الادارة والاقتصاد /جامعة واسط
رئيساً

2016/12/



الاستاذ المساعد الدكتور
عدنان الشدود
كلية الادارة والاقتصاد /جامعة ذي قار
عضواً

2016/12/



الاستاذ الدكتور
نبيل مهدي الجنابي
كلية الادارة والاقتصاد /جامعة القادسية
عضواً ومشرفاً

2016/12/

صادق مجلس كلية الإدارة والاقتصاد على إقرار لجنة المناقشة

الأستاذ المساعد الدكتور

مجيد عبد الحسين هاتف

عميد كلية الإدارة والاقتصاد /جامعة القادسية

المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	الآية
ب	الاهداء
ج	شكر وتقدير
٦-١	المقدمة
٤٠-٧	الفصل الأول : الاستثمار الاجنبي غير المباشر وسوق الاوراق المالية (مدخل نظري)
٧	تمهيد
١٨-٧	المبحث الاول : اساسيات الاستثمار الاجنبي غير المباشر
٧	اولا : مفاهيم عامة حول الاستثمار
٩	ثانيا : الاستثمار الاجنبي
٩	ثالثا : انواع الاستثمار الاجنبي
١١	رابعا : مزايا وسلبيات الاستثمار الاجنبي غير المباشر
١٣	خامسا : مخاطر الاستثمار الاجنبي غير المباشر
١٦	سادسا : محددات الاستثمار الاجنبي غير المباشر
٣٧-١٩	المبحث الثاني : سوق الاوراق المالية (المفهوم – الانواع – النظريات)
١٩	اولا : الاطار المفاهيمي والمعرفي لسوق الاوراق المالية
٢٩	ثانيا : النظريات المفسرة لعمل السوق
٢٩	١- فرضية السوق الكفوءة
٣٣	٢- نظرية المحفظة الاستثمارية
٣٨	المبحث الثالث : تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر (المحفطي) على الاقتصاد
٣٨	اولا : توفير التمويل للبلد النامي
٣٨	ثانيا : زيادة كفاءة التخصيص من رأس المال
٣٨	ثالثا : تأثير الاستثمار المحفطي على الاقتصاد عن طريق سوق الاوراق المالية
٣٩	رابعا : اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على تطوير سوق الاسهم المحلية
٧٣-٤١	الفصل الثاني : واقع سوق العراق للاوراق المالية
٤١	تمهيد
٤٤-٤٢	المبحث الاول : سوق العراق للاوراق المالية (التأسيس – المفهوم – الاهداف)
٤٢	اولاً : تأسيس سوق العراق للاوراق المالية
٤٢	ثانيا : مفهوم سوق العراق للاوراق المالية
٤٢	ثالثا : اهداف سوق العراق للاوراق المالية
٤٣	رابعا : تنظيم سوق العراق للاوراق المالية
٤٤	خامسا : الهيكل المؤسسي لسوق العراق للاوراق المالية
٦٠-٤٥	المبحث الثاني : اداء المؤشرات العامة لسوق العراق للاوراق المالية
٤٥	اولا : المؤشر العام لاسعار الاسهم (isx)
٥٠	ثانيا : حجم التداول
٥٤	ثالثا : القيمة السوقية
٥٧	رابعا : عدد الشركات

٧٣-٦١	المبحث الثالث : مساهمة الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تفعيل مؤشرات السوق
٦١	اولا : بدايات الاستثمار الاجنبي غير المباشر
٦١	ثانيا : مؤشرات اداء الاستثمار الاجنبي غير المباشر
٧٠	ثالثا : الاهمية النسبية للاستثمار الاجنبي غير المباشر
٩٩-٧٤	الفصل الثالث : واقع سوق عمان للاوراق المالية
٩٩	تمهيد
٧٧-٧٥	المبحث الاول : نشأة وتطور سوق عمان للاوراق المالية
٧٥	اولا : نشأة سوق عمان للاوراق المالية
٧٦	ثانيا : الاداء المؤسسي لسوق عمان
٧٧	ثالثا : اهداف سوق عمان للاوراق المالية
٩١-٧٨	المبحث الثاني : مؤشرات اداء سوق عمان للاوراق المالية
٧٨	١- المؤشر العام لاسعار الاسهم (ISX)
٨٠	٢- حجم التداول
٨٢	٣- القيمة السوقية
٨٦	٤- عدد الشركات
٨٩	٥- عدد العقود المنفذة
٩٠	٦- عدد الاسهم المتداولة
٩٩-٩٢	المبحث الثالث : مؤشرات التداول الاجنبي في سوق عمان للاوراق المالية
٩٢	١- حجم التداول الاجنبي
٩٦	٢- صافي الاستثمار الاجنبي
٩٨	٣- مساهمة الاجانب في القيمة السوقية
١٢٤-١٠٠	الفصل الرابع : تقييم اداء سوق العراق للاوراق المالية وسوق عمان
١٠٠	تمهيد
١٠٩-١٠١	المبحث الاول : دور سوق العراق وسوق عمان للاوراق المالية في الاقتصاد
١٠١	اولا : دور سوق العراق للاوراق المالية في الاقتصاد العراقي
١٠٦	ثانيا : دور سوق عمان للاوراق المالية في الاقتصاد الاردني
١١٤-١١٠	المبحث الثاني : مساهمة الاستثمار الاجنبي غير المباشر في السوقين
١١٠	اولا : اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق العراق للاوراق المالية
١١٢	ثانيا : اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق عمان
١٢٤-١١٥	المبحث الثالث : تحليل وقياس أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر بمؤشرات السوقين
١١٥	اولاً : توصيف وصياغة الانموذج القياسي
١١٨	ثانياً : قياس وتحليل أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر في مؤشرات سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٤-٢٠٠٧
١٢١	ثالثاً : قياس وتحليل أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر في مؤشرات سوق عمان للاوراق المالية للمدة ٢٠١٤-٢٠٠٧
١٢٦-١٢٥	الاستنتاجات والتوصيات
١٣٣-١٢٧	المصادر
A	ملخص باللغة الانكليزية

ثبت الجداول

رقم الجدول	عنوان الشكل	الصفحة
١	مؤشر اسعار الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠٠٤-٢٠١٤	٤٧
٢	مؤشر اسعار الاسهم لسوق العراق للاوراق المالية لعام ٢٠١٤ (بيانات شهرية)	٤٩
٣	حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٥١-٥١
٤	حجم التداول قطاعيا في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٥٢
٥	القيمة السوقية في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠٠٤-٢٠١٤	٥٥
٦	القيمة السوقية لسوق العراق للاوراق المالية مقسمة قطاعيا للمدة ٢٠٠٤-٢٠١٤	٥٦
٧	تطور عدد الشركات في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠٠٤-٢٠١٤	٥٨
٨	الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية مقسمة قطاعيا للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٦٠
٩	حجم التداول الاجنبي الاجمالي في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)	٦٢
١٠	حجم التداول للاجانب (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠٠٧-٢٠١٤	٦٣
١١	عدد الشركات الاجنبية (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)	٦٤
١٢	الشركات العشرة الكبرى من حيث حجم التداول الاجنبي في سوق العراق للاوراق المالية (شراء) لعام ٢٠١٤	٦٥
١٣	الشركات العشرة الكبرى من حيث حجم التداول الاجنبي (بيع) لعام ٢٠١٤	٦٦
١٤	عدد الاسهم المتداولة للاجانب (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)	٦٧
١٥	عدد العقود الاجنبية المنفذة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)	٦٨
١٦	صافي الاستثمار الاجنبي في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)	٦٩
١٧	الاهمية النسبية لحجم التداول الاجنبي (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)	٧١
١٨	الاهمية النسبية للشركات المتداولة (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية (٢٠٠٧-٢٠١٤)	٧٢
١٩	الاهمية النسبية للعقود المنفذة للاجانب (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)	٧٣
٢٠	المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٧٩
٢١	حجم التداول في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)	٨١

٨٢	حجم التداول موزع قطاعيا في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٢٢
٨٣	القيمة السوقية في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٢٣
٨٥	القيمة السوقية موزعة قطاعيا في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٢٤
٨٨	عدد الشركات المدرجة والمتداولة في سوق عمان للاوراق المالية (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٢٥
٩٠	عدد العقود المنفذة في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٢٦
٩١	عدد الاسهم المتداولة في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٢٧
٩٤	حجم التداول الاجنبي الاجمالي في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٢٨
٩٥	حجم التداول الاجنبي (بيع وشراء) في سوق عمان للاوراق المالية للمدة ٢٠١٤-٢٠٠٤	٢٩
٩٧	صافي الاستثمار الاجنبي في سوق عمان للاوراق المالية للمدة ٢٠١٤-٢٠٠٤	٣٠
٩٩	نسبة مساهمة الاجانب في القيمة السوقية في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٣١
١٠٢	حجم الناتج المحلي الاجمالي GDP بالاسعار الثابتة في الاقتصاد العراقي للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤) بالاسعار الثابتة	٣٢
١٠٣	نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي الاجمالي GDP في الاقتصاد العراقي للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٣٣
١٠٥	نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي GDP بالاسعار الثابتة في الاقتصاد العراقي للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٣٤
١٠٧	حجم الناتج المحلي الاجمالي GDP بالاسعار الثابتة في الاقتصاد الاردني للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٣٥
١٠٨	حجم التداول الى الناتج المحلي الاجمالي GDP بالاسعار الثابتة في الاقتصاد الاردني للمدة ٢٠١٤-٢٠٠٤	٣٦
١٠٩	نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي GDP بالاسعار الثابتة في الاقتصاد الاردني للمدة ٢٠١٤-٢٠٠٤	٣٧
١١١	اهمية حجم التداول الاجنبي (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)	٣٨
١١٢	مساهمة صافي الاستثمار الاجنبي في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)	٣٩
١١٣	الاهمية النسبية لحجم التداول الاجنبي (بيع وشراء) في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٤٠
١١٤	مساهمة صافي الاستثمار الاجنبي في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٤١

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
٢٣	تقسيمات الاسواق المالية حسب الدور الذي تقوم به	١
٣٢	مستويات كفاءة السوق	٢
٣٤	رأس مال المحفظة الاستثمارية	٣
٣٥	التنوع التقليدي لمحفظة الاوراق المالية	٤
٣٧	التنوع الساذج وتنوع ماركوتز	٥
٤٠	مخطط توضيحي عن كيفية تشجيع رأس المال الاجنبي في السوق المالية الرئيسية والثانوية	٦
٤٨	المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٧
٤٩	المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية بيانات شهرية لعام ٢٠١٤	٨
٥١	حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٩
٥٣	حجم التداول قطاعيا في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	١٠
٥٥	القيمة السوقية في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	١١
٥٨	عدد الشركات المدرجة والمتداولة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	١٢
٦٥	عدد الشركات الاجنبية المتداولة (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)	١٣
٧٠	صافي الاستثمار الاجنبي في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)	١٤
٧٩	المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	١٥
٨١	حجم التداول في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	١٦
٨٤	القيمة السوقية لسوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	١٧
٨٦	القيمة السوقية الموزعة قطاعيا في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	١٨
٨٨	عدد الشركات المدرجة والمتداولة في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	١٩
٩٥	حجم التداول الاجنبي (بيع وشراء) في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٢٠
٩٧	صافي الاستثمار الاجنبي في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٢١
١٠٣	نسبة حجم التداول الى GDP بالاسعار الثابتة في الاقتصاد العراقي للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٢٢
١٠٥	نسبة القيمة السوقية الى GDP بالاسعار الثابتة في الاقتصاد العراقي للمدة ٢٠٠٤-٢٠١٤	٢٣
١٠٨	نسبة حجم التداول الى GDP بالاسعار الثابتة في الاقتصاد الاردني للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)	٢٤

٢٥	نسبة القيمة السوقية الى GDP بالاسعار الثابتة في الاقتصاد الاردني للمدة ٢٠٠٤-٢٠١٤	١٠٩
----	--	-----

الاهداء

الى
من هو ثقتي ورجائي وغايتي رضوانه وغفرانه
الهي رب

العالمين (جل جلاله)

الى
مصباح الهدى والعروة الوثقى والحجة على اهل الدنيا سيدنا
محمد صلى الله عليه وآله وسلم .

الى
من قال تعالى بحقهما (وقل ربي ارحمهما كما ربياني
صغيراً)

والدي - والدي

فخراً واعتزازاً

الى
ينابيع الاخلاص والوفاء

اخوتي واخواتي

فخراً واعتزازاً

الى نصفي الثاني ... حباً وتقديراً

الى كل هؤلاء اهدي ثمرة جهدي

شكر وتقدير

الحمد لله الذي جعل الحمد مفتاحا لذكره وخلق الاشياء ناطقة بحمده وشكره والصلاة والسلام على نبيه محمد المشتق اسمه من اسمه المحمود وعلى آله الطاهرين .

أحمد الله الذي كان لي خير سند ومعين في انجاز دراستي هذه ويدعوني واجب الامتنان ان اسطر عظيم شكري وخالص دعواتي الى استاذي الفاضل الاستاذ الدكتور (نبيل مهدي كاظم الجنابي) الذي غمرني بعطفه الكريم وصبره الجميل وخبرته الدقيقة ومتابعته الطويلة فكان لي نعم الاستاذ الذي تحمل عناء الاشراف على رسالتي هذه سائلة الله تعالى ان يوفقه ويحفظه .

كما اتقدم بشكري الجزيل الى السادة رئيس واعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم مشكورين بالموافقة على مناقشة رسالتي ولكل ما يبذلون من ملاحظات قيمة تثري هذه الدراسة وتجعلها تبدو بصورة متكاملة ويقتضي واجب الشكر علي ان اتقدم الى السيد رئيس قسم الاقتصاد الاساتذة والتدريسيين كافة بالشكر على تعاونهم المتواصل داعية للجميع بالتوفيق .

كما لا يفوتني ان اشكر جميع زملائي في الدراسات العليا لدعمهم المستمر لي . كما اتقدم بالشكر الجزيل الى جميع العاملين في مكتبة كلية الادارة والاقتصاد والمكتبة المركزية في جامعة القادسية لما قدموه لي من مساعدة ولا انسى شكر كل من قدم لي المساعدة لانجاز هذا البحث متمنية من الله ان يوفق الجميع .

الباحثة

المقدمة

تؤدي اسواق الاوراق المالية دوراً مهماً في توفير الموارد اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية وكذلك ايجاد فرص التوظيف الفاعل لأصحاب الفوائض المالية فهي اداة مهمة لتعبئة مدخرات الاشخاص وتوجه هذه المدخرات من الوحدات ذات الفوائض الى الوحدات التي تعاني من العجز المالي بتلبية احتياجاتها الفردية من الموارد المالية واقامة المشاريع الاستثمارية عن طريق جذب رؤوس الاموال المحلية والاجنبية لذا فان تنشيط وتطوير سوق الاوراق المالية مرتبط بشكل مباشر بتسريع عملية النمو الاقتصادي ولاسيما في ظل العولمة المالية التي ادت الى اتجاه اغلب الدول لربط اسواقها بالاسواق المالية الدولية ومنها البلدان النامية مما ادى الى زيادة التدفقات المالية الى هذه البلدان وكانت اغلب تلك التدفقات في صورة استثمارات في الاوراق المالية ومن هنا برز مفهوم الاستثمار المحفظي (غير المباشر) القائم على شراء الاسهم والسندات في البلد الحقيقي بقصد المضاربة والاستفادة من فروقات الاسعار بشرط ان لا يكون للمستثمر دور في ادارة المشروع او الاشراف عليه . كما تمارس اسواق الاوراق المالية دوراً كبيراً في جذب الاستثمارات الاجنبية او الاستثمارات المالية للجانِب مما يساهم في توفير الاموال اللازمة للشركات المحلية لتوسيع انشطتها الانتاجية وهو ما ينعكس على زيادة الدخل والتوظيف من ثم تحسين المستوى المعيشي في البلد فضلاً عن ذلك فان اسواق الاوراق المالية ومن خلال الية التسعير تعمل على توجيه الاستثمارات نحو الشركات الاكثر كفاءة وربحية في الامد البعيد وعلية فان سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان من الاسواق التي تهتم بجذب الاستثمارات الاجنبية عبر المباشرة التي تكون عرضة للتقلبات والتذبذبات الناتجة عن قرارات المستثمرين الاجانب والتي تؤثر بشكل كبير على اداء هذه الاسواق وعلية نحاول في هذه الدراسة بيان اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اداء السوقين .

- أهمية الدراسة :

تكمن اهمية البحث فيما يأتي :

١- تتبع اهمية الاسواق المالية من خلال الدور الذي تقوم به وهو تهيئة المدخرات وتوظيفها من خلال الاستثمار كذلك تعتبر اداة فعالة للاقتصاد الوطني من خلال التأثير في مختلف جوانب الاقتصاد مما يخلق اثار جديدة فضلاً عن اثرها فهي تقوم بتوفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات عن طريق اعادة بيع الاسهم والسندات التي تم طرحها .

٢- ان الاستثمار الاجنبي غير المباشر من العوامل التي اسهمت في تطوير الاسواق المالية ونالت اهتمام كثير من الدول بجذب رؤوس الاموال الاجنبية الى تلك الدول بغية تسريع عجلة التنمية الاقتصادية

المنشودة لذا قمنا بالبحث في اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر ودراسة ما اذا كانت التداولات الاجنبية للاسهم في سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان تؤثر على اداء السوق .

٣- يوضح البحث اهم المحددات التي توفر جذب الاستثمارات الاجنبية غير المباشر وهذا يدعو الى بذل مزيد من الاهتمام بتلك الجوانب التي من شأنها ان تساعد في جذب رؤوس الاموال الاجنبية وتنشيط سوق الاوراق المالية .

٢- مشكلة الدراسة :

تتمثل مشكلة الدراسة بمدى تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اداء سوق العراق وسوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) من خلال الاجابة على التساؤلات الآتية:

١- هل يعتبر سوق العراق وسوق عمان للأوراق المالية اسواقاً جاذبة للاستثمارات الاجنبية غير المباشرة .

٢- هل كان للاستثمار الاجنبي غير المباشر دور فاعل في مؤشرات السوقيين (العراق وعمان)

٣- هدف الدراسة :

تهدف الدراسة الى تحقيق الاهداف المترابطة والتي يمكن ايجازها فيما يأتي :

١- توضيح مفهوم الاستثمار الاجنبي غير المباشر والتعرف على اهميته .

٢- ابراز سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان منذ نشأتها ولحد الان .

٣- التركيز على دور السوق في جذب الاستثمارات الاجنبية من خلال دراسة تحليلية لاهم الشركات المتعاملة في السوق والتوصل الى اهمية الدور الذي يلعبه الاستثمار الاجنبي مستقبلاً .

٤- فرضية الدراسة :

تقوم الدراسة على فرضية مفادها ((للشركات الاجنبية العاملة (المدرجة والمتداولة) في سوق العراق وسوق عمان للأوراق المالية دور مهم في تنشيط البورصة)) .

٥- منهجية الدراسة :

حاولت الدراسة الجمع بين منهجين هما :

١- المنهج الاستنباطي : ويتم الاعتماد عليه في الجانب النظري من الدراسة .

٢- المنهج الاستقرائي : يتم الاعتماد عليه في الجانب التطبيقي في الدراسة ويتم فيه اعتماد البيانات الاحصائية وتحليل الجداول ذات العلاقة من اجل التوصل الى النتائج المطلوبة.

٦- حدود الدراسة :

أ- الحدود الزمانية : (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) .

ب- الحدود المكانية (سوق العراق وسوق عمان) .

٧- هيكلية الدراسة :

في مسعى البحث لتحقيق اهدافه فقد قسمت الدراسة على اربعة فصول تناول الاول الاستثمار الاجنبي غير المباشر وسوق الاوراق المالية (مدخل نظري) وتضم ثلاثة مباحث ركز الاول على اساسيات الاستثمار الاجنبي غير المباشر والثاني على الاطار المفاهيمي لسوق الاوراق المالية ، والثالث على تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر على الاقتصاد .

وجاء الفصل الثاني لبيان اداء سوق العراق للأوراق المالية وجاء ثلاثة مباحث ، الاول يركز على نشأة وتأسيس سوق العراق للأوراق المالية والثاني ركز على اداء المؤشرات الرئيسية لسوق العراق للأوراق المالية والثالث سلط الضوء على مساهمة الاجانب في تفعيل مؤشرات السوق .

اما الفصل الثالث فقد خصص لدراسة اداء سوق عمان للأوراق المالية ونظم تحت ثلاث مباحث ركز الاول على نشأة وتطور سوق عمان للأوراق المالية فيما ركز الثاني على مؤشرات اداء سوق عمان للأوراق المالية اما الثالث فقد تطرق الى مؤشرات التداول الاجنبي في سوق عمان للأوراق المالية بينما خصص الفصل الرابع لتقييم اداء سوق العراق وعمان للأوراق المالية ونظم تحت ثلاثة مباحث تناول الاول دور سوق العراق وعمان للأوراق المالية في الاقتصاد وركز الثاني على اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر في السوقين وركز الثالث على تحليل وقياس أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر بمؤشرات السوقين .

٨-الدراسات السابقة

أ- دراسة احمد الحسيني ٢٠٠٦ (١)

سعت هذه الدراسة الى توضيح مفهوم الاستثمار الاجنبي غير المباشر وابرار سوق العراق للأوراق المالية ومدى مساهمة السوق في تشجيع الاستثمار من خلال اجراء دراسة تحليلية للتوصل الى اهمية هذا الدور مستقبلاً واستنتجت الدراسة ان الجانب الامني وعدم الاستقرار انعكس سلباً على اداء سوق العراق للأوراق المالية لاسيما ان السوق ولدت في ظروف غير طبيعية ونمت في ظل ظروف اكثر تشوها وتوصلت نتائج الدراسة الى ضرورة تهيئة المناخ الاقتصادي الملائم لعمل السوق بشكل كفوء وهذا لا يمكن توفيره اذا لم يتم توفير بيئة امنة ومستقرة تمهد لقيام سوق العراق للأوراق المالية بدور ناشط وكفوء .

(١) احمد حمدي احمد الحسيني ، دور سوق العراق للأوراق المالية في تشجيع الاستثمار ، رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة المستنصرية ، ٢٠٠٦ .

ب- دراسة عمار صايفي ٢٠٠٩

من الاهداف التي سعت اليها الدراسة هي محاولة ابراز اهم الخصائص التي تميز الاستثمار المحفظي وابرار مدى مساهمة الاستثمار المحفظي في تطوير سوق الاوراق المالية فضلا عن معرفة اهم المحددات التي تحكم تدفق الاستثمار المحفظي وشملت الدراسة ثلاث دول عربية (مصر وتونس والجزائر) كعينة للمقارنة فيما يتعلق بواقع الاستثمار غير المباشر المحفظي في الدول العربية واثاره على اسواقها وشملت الدراسة الفترة الممتدة من سنة ٢٠٠٢ وسنة ٢٠٠٧ فيما يتعلق بالاحصاءات المتعلقة بالدول الثلاث المعنية وتمثلت مشكلة الدراسة بالسؤال الرئيس الاتي ما هي المحددات التي تحكم تدفقات الاستثمار المحفظي؟ وما هي اثارها على اسواق الاوراق المالية؟ وما هو واقعها واثارها في اسواق مصر وتونس والجزائر؟ وكانت فرضية الدراسة ان الاستثمار المحفظي يساعد على تطوير وتنشيط سوق الاوراق المالية وان هناك تعاوناً كبيراً بين الدول الثلاث فيما يتعلق بحصة كل منها من تدفقات الاستثمار المحفظي ويرجع ذلك الى التباين الموجود في درجة تطور اسواق الاوراق المالية في تلك الدول ومن اهم ما توصلت اليه الدراسة من استنتاجات ان مساهمة الاستثمار المحفظي في اسواق الاوراق المالية للدول الثلاث كانت ضعيفة كما ان درجة مساهمتها في رسملة السوق وحجم التداول مساهمة واضحة في كل من البورصة المصرية والتونسية مع غيابه بشكل تام في البورصة الجزائرية .

ج- دراسة حسين وكاظم ٢٠١٢ (٢)

ركزت هذه الدراسة على قياس اثر تدفقات الاستثمار الاجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية في البلدان النامية في دولة الهند وتمثلت مشكلة البحث بان الكثير من البلدان النامية ومنها الهند تعاني من تراجع مستوى الادخار المحلي مما يزيد حجم الفجوة الداخلية بين الادخار والاستثمار والذي ينعكس على جهود التنمية مما يجبر البلدان النامية الى الاتجاه نحو التمويل الخارجي لردم الفجوة الداخلية ولمواجهة المتطلبات المتزايدة لسكانها ويمثل الاستثمار الاجنبي غير المباشر احد القنوات التمويلية التي تعتمد عليها هذه البلدان وجاءت فرضية البحث بان تدفق الاستثمار الاجنبي غير المباشر له اثار سلبية وايجابية على البلدان المضيفة لهذا النوع من الاستثمارات التي تختلف بحسب درجة التطور الاقتصادي والمالي واهم ما توصلت اليه الدراسة من استنتاجات وجود علاقة طردية بين مستوى الاسعار ومستوى الاستثمار المحفظي .

(١) عبد الرزاق احمد حسين ، عامر عمران كاظم ، قياس اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في البلدان النامية (الهند حالة دراسية) بحث منشور في مجلة جامعة كركوك للعلوم الاقتصادية والادارية ، المجلد ٢ ، العدد ١ ، ٢٠١٢ .

د- دراسة محمد وأحمد ٢٠١٣ (٣)

تبحث الدراسة في تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر في كل من حجم التداول وعوائد الاسهم العادية في سوق العراق للأوراق المالية وكان هدف الدراسة هو بيان مفهوم الاستثمار الاجنبي غير المباشر واهميته في تشجيع هذا النوع من الاستثمارات لجذب رؤوس الاموال الاجنبية بغية تطوير وتنشيط سوق العراق للأوراق المالية ، وتوضيح اهم العوامل التي تؤثر في جذب المستثمرين الاجانب سواء المتعلقة بسوق الاوراق المالية او التي تتعلق بالسياسات والظروف الاقتصادية الكلية واهم ما توصلت اليه الدراسة وجوب اطلاق معنوي ذو دلالة احصائية بين متوسط عوائد الاسهم قبل وبعد دخول الاستثمار الاجنبي غير المباشر .

ه- دراسة عبد العال ٢٠١٣ (٤)

تهدف الدراسة الى البحث عن المزايا التي يوفرها الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الدول التي تبحث عنه ومدى مساهمته في نمو وتنشيط سوق الاوراق المالية في مصر وكان مجال تطبيق الدراسة هو البيانات السنوية لتحليل صافي حركة المستثمرين مالم تتجه تدفقات رؤوس الاموال العربية والاجنبية في البورصة الى الاكتتاب في زيادة رؤوس الاموال وتصب في تمويل التوسع في نشاط المشروعات ورفع معدلات الاستثمار فان الاثر المتوقع لتلك التدفقات سينصرف بالدرجة الاولى الى رفع قيمة العملة المحلية وليس الى رفع معدلات النمو الاقتصادي.

و- دراسة خضير ٢٠١٤ (٥)

سعت هذه الدراسة الى تحليل اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اداء سوق البورصة للأوراق المالية وهدفت الدراسة الى بيان اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اداء السوق من خلال اجراء التحليل القياسي للسلاسل الزمنية وقد استخدمت بيانات شهرية غطت المدة (٢٠٠٨-٢٠١٣) لمتغيرات مؤشر السوق (DMS) الاستثمار الاجنبي في قطاع البنوك والمؤسسات المالية ، الاستثمار

(١) اياد طاهر محمد ، صلاح حسن احمد ، الاستثمار الاجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الاسهم العادية ، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية بحث منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، ٢٠١٣ .

(٤) علا عبد العال ، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية ، بحوث اقتصادية عربية منشورة ، العدد ٦٣-٦٤ ، ٢٠١٣ .

(٣) عقبة خضير ، اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اداء سوق الاوراق المالية ، دراسة حالة سوق الدوحة ، قطر للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٨-٢٠١٣) رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى جامعة محمد خضير سبكرة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير ، ٢٠١٤ .

الاجنبي في قطاع الصناعة ، الاستثمار الاجنبي في قطاع التأمين ، الاستثمار الاجنبي في قطاع الخدمات ، وقد تم اختبار المتغيرات بواسطة اختبار تحليل الارتباط (Correlation analysis) وتحليل الانحدار (Regression Anylysis) واختبار معنوية المعالم المقدرة واختبار جودة التوظيف واختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر) وأشارت نتائج الدراسة ان سلسلة اسعار الاسهم للشركات المدرجة في السوق والمعبر عنها بمؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للاسهم القابلة للتداول وذلك خلال الفترة الممتدة من (٢٠٠٨-٢٠١٣) تتميز بوجود جذر وحدوي أي ان السلسلة مستقرة وبالنتيجة فان الاسعار تتحرك عشوائيا وان السوق كفوء عند المستوى الضعيف وما هو ما يثبت صحة الفرضية .

ز- دراسة محمد رحمن حسين ٢٠١٥ (٦)

تركزت مشكلة الدراسة في البحث عن وجود علاقة واثر بين حجم الاستثمار الاجنبي غير المباشر واداء سوق العراق للأوراق المالية وهدفت الى قياس وتحليل اثر الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة في سوق العراق للأوراق المالية وجاءت الدراسة تحت فرضية وجود اثر ذو دلالة معنوية لحجم التداول لغير العراقيين لكل قطاع في حجم التداول في السوق واهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة ان للاستثمارات الاجنبية غير المباشرة اثارا إذ إنها تزيد من سيولة اسواق الاوراق المالية مما يؤدي الى تطوير كفاءة السوق ويجعلها اوسع واكثر عمقا كما تعمل على خفض تكلفة الاستثمارات المباشرة وتشجع قيامها فضلا عن انها تتيح اصدار ادوات تمويل طويلة الاجل واقل كلفة من القروض المصرفية مما يزيد في تحويل قروض طويلة الاجل واقل كلفة من القروض المصرفية مما يزيد من ربحية الشركات ويزيد من معدلات النمو الاقتصادي بشكل عام.

(١) محمد رحمن حسين ، اثر الاستثمار الاجنبي على مؤشرات اداء سوق العراق للأوراق المالية ، دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠٠٧-٢٠١٣ ، رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة المستنصرية ، ٢٠١٥ .

الفصل الأول

الاستثمار الاجنبي غير المباشر وسوق الاوراق المالية (مدخل نظري)

تمهيد :

يتطرق هذا الفصل الى الجانب النظري للدراسة من خلال التعرض الى الاطر المفاهيمية للاستثمار الاجنبي غير المباشر وسوق الأوراق المالية وما هي العلاقة بينهما وذلك لان استقرار الاسواق المالية يعد مقياسا مهما لجذب رؤوس الاموال الاجنبية للبلد فضلا عن عرض اهم المحددات التي يتمتع بها الاستثمار الاجنبي غير المباشر وعلى اساس ذلك تم تقسيم الفصل الى على ثلاث مباحث :

المبحث الاول : اساسيات الاستثمار الاجنبي غير المباشر .

المبحث الثالث : الاطار المفاهيمي والمعرفي لسوق الاوراق المالية

المبحث الثالث : اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على الاقتصاد

المبحث الأول

أساسيات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

أولاً : مفاهيم عامة حول الاستثمار .

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى بعض المفاهيم الخاصة بالاستثمار .

أ- الاستثمار لغة : مصدر استثمر يستثمر وهو للطلب بمعنى طلب الاستثمار واصله من اثمر وهو حمل الشجر وأنواع المال والولد : ثمرة القلب والثمر الشجر : خرج ثمره اين سيده وثمر الشجر وثمر : صار فيه الثمر وقيل الثامر الذي بلغ أمران أن يثمر والمثمر الذي فيه ثمر وقيل ثمر مثمر لم ينضج وثمر قد نضج (٧) .

ب- الاستثمار اصطلاحاً : يعرف الاستثمار على انه التخلي عن اموال يمتلكها الفرد في لحظة ولفترة معينة من الزمن قد تطول او تقصر وربطها بأصل او اكثر من الاصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية لتلك الاموال التي تخلى عنها وعلى النقص في قدرة تلك الاموال الشرائية بفعل التضخم والمخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها (٨) .

ويعرف ايضا بانه ((امتلاك اصل حقيقي او اصل مالي على أمل تحقيق عائد مرضي مستقبلا من خلال المفاضلة بين تحقيق اقصى عائد وتخفيض اقل مستويات المخاطر (٩) .

ومن خلال التعريفين السابقين يمكن ان نميز بين نوعين من الاستثمار هما الاستثمار الحقيقي المتمثل بالاستثمار بالأراضي والمباني وتجهيزات الانتاج والذي يساهم في زيادة الدخل والنواتج القومي ويكون استثمار في سلع رأسمالية يشار اليها بأنها تخصيص الدخل للاستهلاك المستقبلي بدل الاستهلاك الجاري وتشكل هذه السلع للاشتراك مع العنصر البشري ادوات مهمة لتوليد الدخل المستقبلي (١٠) .

(١) ابن منظور ، لسان العرب ، ط ٤ ، ج ٣ ، بيروت ، دار صادر ، ٢٠٠٣ ، ص ٣٨ .

(٢) زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار (المالي والحقيقي) ، ط ٤ ، عمان ، دار وائل للنشر ، ٢٠٠٧ ، ص ١٣ .

(٣) محمد ابراهيم عبد الرحيم ، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي ، الاسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، ٢٠٠٨ ، ص ٥٣ .

(٤) طاهر حيدر حردان ، مبادئ الاستثمار ، ط ١ ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ١٩٩٧ ، ص ١٤ .

اما الاستثمار المالي فيعرف بأنه قيام المؤسسات والافراد بشراء احد الاصول المالية والتي تنتج عوائد معينة في فترة زمنية معينة وذلك بأقل الاخطار الممكنة^(١١) .

يتضح ان هناك ارتباطاً مهماً بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي إذ إن الاستثمارات التي تكون على شكل مضاربات في البورصة من خلال شراء الاوراق المالي وبيعها للحصول على الارباح السريعة دون ان يساهم ذلك في عملية استثمار حقيقي فان هذه الاستثمارات ليست ذات اهمية اقتصادية للبلد بل في اغلب الاحيان تشكل اعباءً ثقيلةً على كاهل الاستثمارات الحقيقية للبلد المعني .

ثانياً : الاستثمار الاجنبي : Foreign Investment

يعرف الاستثمار الاجنبي بأنه كل استثمار يتم خارج موطنه بحثاً عن دولة مضيضة سعياً وراء تحقيق حزمة من الاهداف الاقتصادية والمالية والسياسية سواء لهدف مؤقت او لاجل محدد او لاجيال طويلة الامد^(١٢) .

كما يعرف بأنه تملك الاصول والممتلكات الاجنبية مقابل الحصول على عائدٍ مالي معين مثل الفوائد والارباح^(١٣) .

وعرفه آخرون بأنه استخدام الاموال الفائضة في الادوات الاستثمارية والفرص المتاحة في الاسواق الاجنبية أي إنه استثمار يتم خارج الحدود الاقليمية لدولة المستثمر المقيم مهما كانت طبيعة هذه الاستثمارات فردية او جماعية او بصورة مباشرة او غير مباشرة^(١٤) .

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

ثالثاً:- انواع الاستثمار الأجنبي

Foreign Direct Investment (FDI)

١- الاستثمار الأجنبي المباشر :

(٥) محمد صالح جابر ، الاستثمار بالاسهم والسندات وتحليل الاوراق المالية ، ط ١ ، مؤسسة الخليج للطباعة والنشر ، الكويت ، ١٩٨٢ ، ص ٢٨ .

(١) د. فريد النجار ، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، ٢٠٠٠ ، ص ٢٣ .

(٢) Daniels , John D , Radebagy , LeeH , " Internatricanl Business Environments and operations " th Edition Prentice Hall , Australia , ٢٠٠١ , p ١١ .

(٣) د. دريد كامل آل شبيب ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٩ ، ص ٥٠ .

يعد الاستثمار الاجنبي المباشر واحدا من اكثر اشكال الاستثمار اثارة للجدل وذلك لانه يلاقي اهتماما وتفضيلاً كبيراً من قبل الدولة المضيفة له نظراً للأثار الناشئة من تحقيقه للنتائج المرغوبة للبلد المضيف له وتحريك عجلة التنمية الاقتصادية ، ويمكن تعريف الاستثمار الاجنبي بأنه الاستثمار الذي يسمح للمستثمرين من خارج الدولة لتملك اصول ثابتة وقصيرة بغرض التوظيف الاقتصادي في المشروعات المختلفة أي تأسيس شركات او دخول شركاء في شركات لتحقيق عدد من الاهداف الاقتصادية المختلفة^(١٥).

وعرفه اخرون بأنه الاستثمار الذي يستلزم السيطرة (الاشراف) على المشروع بأخذ هذا المشروع شكل انشاء مؤسسة من قبل المستثمر وحده او بالمشاركة المتساوية او الغير متساوية كما انه يأخذ ايضا شكل اعادة شراء كلي او جزئي لمشروع قائم^(١٦) ويعرف كذلك بأنه: الاستثمارات التي يمتلكها ويديرها المستثمر الاجنبي اما بسبب ملكيته الكاملة لها او لملكيته لنصيب منها يكفل له حق الادارة^(١٧). ويعرف كذلك بأنه توظيف الاموال الاجنبية غير الوطنية في موجودات رأسمالية ثابتة في دولة معينة وهذا الاستثمار ينطوي على علاقة طويلة الاجل تعكس منفعة المستثمر الاجنبي يكون له الحق في ادارة موجوداته والرقابة عليها من بلده الاجنبي او بلد الاقامة الذي هو فيه وقد يكون المستثمر فردا او شركة او مؤسسة^(١٨).

وبناء على ما تقدم نستنتج ان الاستثمار الاجنبي المباشر هو استثمار حقيقي طويل الاجل يقوم به شخص طبيعي او معنوي يقيم في بلد ما ويستثمر امواله في بلد اخر وقد يكون هذا المستثمر فردا او مؤسسات وهذا يعني ان المستثمر الاجنبي يمارس درجة مهمة وذات تأثير مباشر على ادارة المشروع المقام في البلد المضيف للاستثمار والذي يتميز بدرجة عالية من الاستقرار الاقتصادي والسياسي من اجل نجاح الهدف الرئيس للاستثمار وهو تحقيق أقصى الإرباح .

٢- الاستثمار الأجنبي غير المباشر :

Foreign in Direct Investment (FPI)

ان موضوع الاستثمار الأجنبي غير المباشر من الموضوعات التي نالت اهتماماً واسعاً من قبل الباحثين إذ تمثل احدى الإشكال الرئيسة لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم ويدعى هذا النوع ايضا بالاستثمار الأجنبي المحفظي (Foreign Portfolio Investment FPI) والمشتقة من الاستثمار

(١) د. فريد النجار ، مصدر سابق ، ص ٢٤.

(٢) جيل برتان ، عن ترجمة مقلد علي ، الاستثمار الدولي ، منشورات عويدات ، بيروت ، ط ٢ ، ١٩٨٢ ، ص ١١.

(٣) نزيه عبد المقصود مبروك ، الاثار الاقتصادية للاستثمارات الاجنبية ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، ٢٠٠٧ ، ص ٣١.

(٤) د. سمر كوكب الجميل ، الاستثمار الاجنبي المباشر في الاقطار العربية ، التحديات والخيارات ، دراسات اقتصادية معاصرة ، مركز البحوث الاقتصادية ، العدد ١ ، جامعة الموصل ، ٢٠٠١ ، ص ٣.

الأجنبي في المحافظ الاستثمارية فالاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية يتعلق بتحركات رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل بين دول العالم المختلفة ويعني شراء بعض الأوراق المالية من اسهم وسندات لمؤسسات وطنية في دولة ما عن طريق مقيمي دولة اخرى ويعطي هذا الاستثمار للمستثمر الحق في نصيب من ارباح الشركات التي قامت باصدار الاسهم الا انه لا يترتب عليه - وخلافا للاستثمار المباشر - حقوقاً للرقابة او المشاركة في ادارة هذه الشركات^(١٩) .

ويعرف كذلك بأنه الاستثمار الذي يتخذ احد شكلين اما شراء الأجنب لاسهم الشركة او اعطاء قروض للشركة او الحكومة على سندات او اذونات الخزينة التي يقوم المستثمر الاجنبي بشرائها^(٢٠) ويعرف كذلك بانه قيام المستثمر الاجنبي بالتعامل في انواع مختلفة من الاوراق المالية سواء كانت حقوق ملكية (اسهم) او حقوق دين (سندات)^(٢١) .

وعرفه آخرون بأنه الاستثمار الذي يقوم على شراء الاجانب للاسهم والسندات الخاصة او الحكومة في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من فروقات الاسعار التي تدرها الاوراق المالية بشرط ان لا يكون في حوزة الاجانب من الاسهم ما يمكنهم من حق ادارة المشروع او الاشراف عليه^(٢٢) .
ومما سبق نستخلص ان الاستثمار الاجنبي غير المباشر يمكن تعريفه على انه تملك الاجانب اوراقاً مالية وعلى وجه الخصوص اسهماً وسندات في السوق المحلي وذلك بهدف تحقيق عائد معين ويقتصر دور المستثمر الاجنبي فيه على تقديم رأس المال الى جهة معينة دون ان يكون للمستثمر أي نوع من الرقابة او الاشراف او المشاركة في ادارة المشروع الاستثماري .

رابعاً : مزايا وسلبيات الاستثمار الاجنبي غير المباشر :

تتجسد اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر من خلال تحديد اهم المزايا التي تتمتع بها الدول المضيفة له والوسائل التي تتبعها في سبيل جذب رؤوس الاموال الاجنبية وخاصة نحو الدول النامية ومنها الدولة العربية حيث ازدادت حركة الاستثمارات الاجنبية (غير المباشرة) في السنوات الاخيرة بسبب عولمة الاسواق المالية والنمو السريع لحركة الاستثمارات والتي اثرت على اقتصاديات الدول

(١) د. اياد طاهر محمد ، صلاح حسن احمد ، الاستثمار الاجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الاسهم العادية ، دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية ، بحث منشور ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، ٢٠١٣ ، ص ١٠٥ .

(٢) Daniels & Radebuh " International Business " ... op cit . p .١٢

(٣) اميرة حسب الله محمد ، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية ، دراسة مقارنة ، تركيا ، كوريا الجنوبية ، مصر ، الدار الجامعية ، مصر ، ٢٠٠٥ ، ص ٤٤ .

(٤) جيل رتان ، الاستثمار الدولي ، ترجمة : علي مقلد وعلي زلعور ، ط ١ ، منشورات عويدات ، مركز دراسات الوحدة العربية ، بيروت ، ١٩٨٨ ، ص ٦٠ .

المختلفة وعلى النظام النقدي العالمي وكذلك اثرت على قدرة الدول في الحصول على مصادر التمويل في اسواق التمويل الدولية ويمكن توضيح اهم المزايا التي ساهمت في زيادة الاقبال على الاستثمار المحفظي وخاصة في الدولة النامية منها .

٤-١ المزايا :

١- تعمل الاستثمارات المحفظية على زيادة سيولة اسواق الاوراق المالية المحلية وتساعد ايضاً في تطوير كفاءة الاسواق اذ تجعل الاسواق المالية اكثر عمقا وسيولة (٢٣) ، والمقصود بالسيولة هنا السهولة التي يتم بها تحويل الاستثمارات الى سيولة نقدية او التي يمكن للمستثمرين من خلالها شراء الاوراق المالية دون تأثير كبير على المستوى العام للأسعار وفي سوق الاوراق المالية يعتبر وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين للاوراق المالية يضمن توفر السيولة النقدية بشكل اكبر (٢٤).

٢- ان توجيه الاستثمارات الاجنبية الى اسواق الاوراق المالية المحلية يعني زيادة حركة رؤوس الاموال الى ذلك البلد وهذا من مزاياه انه يزيد من الطلب على العملة التي تتجه اليها العملات ويرفع سعرها في الاسواق ويؤدي الى زيادة عرض العملات التي تخرج منها رؤوس الاموال وبالنتيجة هبوط اسعارها (٢٥) .

٣- يشير الاقتصاديون ان الاستثمار الاجنبي غير المباشر يعود بالنفع على القطاع الحقيقي للاقتصاد اذ يمكن لتدفق الاستثمار الاجنبي المحفظي توفير مصدر للاستثمارات الاجنبية ولاسيما في البلدان النامية ذات الشحة في رؤوس الاموال ، لذا فانه يمكنها ان تكون مكملة للدخار المحلي لتحسين معدل الاستثمار من خلال توفير النقد الاجنبي في البلدان النامية كما انها تقلل ايضاً من ضغط فجوة العملات الاجنبية لاقبل البلدان نمو مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية اللازمة سهلة بالنسبة للسهم ، لذا فان تحرر تدفقات رأس مال المحفظة العالمية قد يقود الى معدلات اعلى من النمو الاقتصادي لانه يميل الى تسريع اسواق الاسهم العالمية وتلك تقوم بدورها في زيادة انتاجية العامل المحلي.

٤-٢ سلبياته : (٢٦)

(١) Evnas , Kimberly " Foreign Portfolio and Direct Investment complete tavity , Differences and Integration " International Economist , office of International Investment US. Department of the Trashy , Shanghai , ٢٠٠٢ , p.٢

(٢) د. أمين السيد أحمد لطفي ، التحليل المالي لاغراض تقييم ومراجعة لأداء الاستثمار في البورصة ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٧ ، ص ٤٧٥ .

(٣) أياد ظاهر محمد ، صلاح حسن احمد ، مصدر سابق ، ص ١٠٦ .

(٤) د. محمد كمال أبو عمشة ، الاستثمار في اسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الاجنبية ، دراسة حالة بورصة قطر ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العدد - ٦١-٦٢ ، ٢٠١٣ ، ص ٧٥ .

من ابرز سلبيات الاستثمار المحفظي هو صعوبة التحكم في الاسواق المالية المضيفة لهذه الاستثمارات وضبط ايقاعها اذ قد تنسحب هذه الاستثمارات بصورة مفاجئة وفي شكل موجات بيع نتيجة عدة عوامل مما يؤثر سلباً في استقرار سوق الاوراق المالية في البلد المضيف كما حصل في الازمة العالمية الاخيرة فضلاً عن ذلك فان هذا النوع من الاستثمارات الاجنبية قد لا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني من خلال تخفيض معدلات البطالة ورفع الطاقة الانتاجية وزيادة معدلات النمو وذلك لانه يتمثل باستثمار الادوات المالية المدرجة في سوق الاوراق المالية ولا يأخذ بالضرورة الأولويات الاقتصادية الكلية .

خامساً : مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر

Risk of Forgn Indirect Investment

تعرف المخاطر بانها حالة عدم التأكد من ان الاستثمار يحقق المعدل المتوقع من العائد على تلك الاستثمارات ولذلك فإنه كلما اتسع مدى تذبذب العوائد المتوقعة اصبح الاستثمار اكثر مخاطر^(٢٧) ، كما تعرف المخاطرة بالاستثمار بأنها تذبذب العائد المتولد او عدم التأكد من حتمية حصول العائد او من حتمية حجمه او وزنه او انتظامه او من جميع هذه الامور مجتمعة^(٢٨) .

ومما تقدم يتبين بأن مخاطر الاستثمار في الاوراق المالية مجتمعة تكون اكبر وقد تؤدي الى الفشل في تحقيق العائد المنظم من الاستثمار فلذلك يلجأ المستثمرون الى التنويع في الاستثمار ، ويمكن تصنيف مخاطر الاستثمار على قسمين:

أ- المخاطر المنظمة : وهي المخاطر التي تتعلق بالنظام نفسه ولذلك فان تأثيرها يشمل عوائد وارباح جميع الاسهم التي يتم تداولها في البورصة وتحدث المخاطر النظامية عادة عند وقوع حادث كبير تتأثر معه السوق باكملها مثل حدوث حرب او تغير في النظام السياسي ... الخ^(٢٩) ، لذا فان هذا النوع من المخاطر لا يمكن تجنبه بالتنوع لانها مخاطر عامة وشاملة .

ب- المخاطر غير المنظمة : وتسمى ايضا بالمخاطر الخاصة القابلة للتنويع وهي المخاطر الناتجة عن عوامل خاصة بالشركات المراد الاستثمار بها وتكون مستقلة عن العوامل التي تؤثر في النشاط الاقتصادي ككل وتعتبر هذه المخاطر عشوائية يصعب التنبؤ بها ولكن يمكن الحد منها عن طريق التنويع أي تنويع المحفظة بأصول مختلفة ولكي ينجح التنوع

(١) Reilly , Frank k. Brown , Keith C. " Investment Analysis and Portfolio management " , ٦th Edition south – western , U.K . ١٩٩٦ . P١٠ .

(٢) زياد رمضان ، مصدر سابق ، ص ٢٨٦ .

(٣) محمد صالح جابر ، الاستثمار بالاسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية ، ط ٣ ، دار وائل للنشر ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٥ ، ص ٨٢ .

يجب ان يكون معامل الارتباط سالبا وقويا بين هذه الاصول^(٣٠) ، وان الاستثمار الاجنبي غير المباشر لا يخلو من المخاطر وهذه المخاطر عديدة ومتنوعة منها ما يتعلق بالمخاطر السياسية التي يتعرض لها المستثمر الاجنبي او ما يتعلق بالمخاطر الاقتصادية كمخاطر اسعار الصرف وغيرها من المخاطر المتعلقة بتلك الاستثمارات ويمكن توضيح اهم تلك المخاطر كما يأتي :

١ - المخاطر السياسية : " Political Risk "

تعد المخاطر السياسية احد انواع المخاطر النظامية بالنسبة للمستثمر الاجنبي اذ ترتبط بدولة معينة ويمكن تجنبها من خلال الاستثمار في مجموعة متنوعة من الاسواق المالية في بلاد العالم المختلفة^(٣١) ، وتعزى المخاطر السياسية الى التغيرات في الظروف السياسية والتي تؤثر في اسهم الشركات وسنداتها فمثلا عند تدخل الدولة في القطاع الخاص واعادة تقويم العملة وتغير الحكومة والضرائب على الدخل فلكل جانب من هذه الجوانب تأثيره على ارباح الشركة وبصفة عامة فانه من السهل تجنب الاستثمار في الشركات التي توجد في الدول المضطربة سياسيا ولكن يكون من الصعب التنبؤ بالإحداث السياسية التي تحدث ان تؤثر على اسعار الاسهم^(٣٢) .

٢ - مخاطر التضخم (Inflation Risk)

تتأثر الاصول المالية جميعا بالتضخم المتمثل بالارتفاع المستمر في الاسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود اذ تنخفض قيمتها الحقيقية ونظرا لان العائد يتحقق في المستقبل فان القيمة الزمنية للنقود تتغير لصالح الحاضر لذلك على المستثمر الاجنبي تحديد العائد الذي يمكنه من حماية امواله ازاء مخاطر التضخم فضلا عن تحقيق ارباح مناسبة^(٣٣) .

٣ - مخاطر سعر الفائدة (Interest Rate Risk)

تتمثل مخاطر اسعار الفائدة بالتغير في معدل الفائدة السوقي فهو يؤثر على كل الاستثمارات إذ يؤثر على اسعار الاسهم العادية ولكن بدرجة اقل من التأثير على الاوراق المالية ذات الدخل الثابت إذ إن ارتفاع معدلات الفائدة السوقية يؤثر ايجابيا على اسعار الاسهم في معدلات الفائدة ويدفع الكثير من

-
- (٤) د. فايز سليم حداد ، الادارة المالية ، ط ٢ ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٩ ، ص ١٤٩ .
- (١) د. محمد الحسناوي ، ونهال فريد مصطفى ، مبادئ وأساسات الاستثمار ، المكتب الجامعي الحديث ، ٢٠٠٦ ، ص ٢٤٣ .
- (٢) د. عبد الغفار حنفي ، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، أسهم سندات ، وثائق الاستثمار - الخيارات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٧ ، ص ٢٠٤ .
- (٣) محمود محمد الداغر ، الاسواق المالية ، مؤسسات - اوراق - بورصات ، ط ١ ، دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٥ ، ص ١٨٩ .

المستثمرين الى بيع الاسهم والاتجاه نحو سوق السندات للاستفادة من ارتفاع معدل الفائدة للسندات وعندما تتجه معدلات الفائدة الى الانخفاض فان الكثير من المستثمرين يتجهون الى سوق الاسهم أي التحول من سوق السندات واسواق النقد الى سوق الاسهم^(٣٤) .

٤- مخاطر سعر الصرف (Exchange Rate Risks)

يتمثل سعر الصرف بأنه مبلغ احدى العملات التي يمكن تبادلها للحصول على عملة اخرى او بمعنى اخر هو سعر عملة مقابل عملة اخرى وعادة ما تتأثر عوائد الاستثمار في الاوراق المالية في الدول الاجنبية بالتغير في قيمة الاوراق المالية وكذلك التغير في قيمة العملة التي يتم تسعير الاوراق المالية بموجبها فاذا كان من المتوقع تعزيز عملة البلد الاصلي فان المستثمرين الاجانب قد يكونون على استعداد للاستثمار في الاوراق المالية للبلد للاستفادة من حركة العملة وعلى العكس اذا كان المتوقع انخفاض قيمة عملة البلد الاصلي يمكن للمستثمرين الاجانب ان يقرروا شراء الاوراق المالية في بلدان اخرى وان العائد على الاستثمار في اسواق راس المال الاجنبية يشمل العائد المتحقق نتيجة التغير في سعر صرف العملة الاجنبية ومن ثم فان الازياح الرأسمالية التي يحققها المستثمر تتأثر بالتغيرات في اسعار العملة مما يعني ان علاوة المخاطرة التي يحصل عليها هذا المستثمر يكون جزء منها مقابل المخاطر العامة ، اما الجزء الاخر فيعطى لمخاطر سعر الصرف^(٣٥) .

٥- مخاطر نقص المعلومات Risk of alack of information

صعوبة الاحاطة بافاق المشروع الاجنبي والحصول على المعلومات واختلاف المعلومات من بلد الى اخر يطرح مشكلات في تفسيرها^(٣٦) كل ذلك في الوقت الذي يرتفع فيه متوسط عمولة السمسرة على الاوامر المنفذة في اسواق اجنبية بشكل قد يقف حائلاً دون ابرام الصفقات ففي الولايات المتحدة يحصل بيت السمسرة على عمولة من التعامل في الاسواق الاجنبية تفوق ضعف عمولة السمسرة في السوق المحلي^(٣٧) .

٦- مخاطر الضرائب (Tax Risks)

(٤) د. عبد الغافر حنفي ، مصدر سابق ، ٢٠٣ .
(١) د. اياد طاهر محمد وصلاح حسن احمد ، مصدر سابق ، ص ١٠٧ .
(٢) د. وسام ملاك، البورصات والاسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، بيروت، ٢٠٠٣، ص ٢٣٩ .
(٣) منير ابراهيم هندي ، اساسيات الاستثمار وتحليل الاوراق المالية ، (الاسهم والسندات) ، ط٢ ، المكتب العربي الحديث ، الاسكندرية ، ٢٠٠٦ ، ص ٤٢٣ .

المستثمرون على الاغلب يفضلون الاستثمار في البلد الذي تكون فيها الضرائب على ايرادات الفوائد أو توزيعات الارباح من الاستثمارات منخفضة نسبياً وذلك بتقييم الارباح المحتملة بعد الضريبة من الاستثمارات في الاوراق الاجنبية اذ يلاحظ ان الضرائب تستقطع جزءاً من الدخل ، إذ تخضع توزيعات الارباح والفوائد التي يحصل عليها المستثمر للضرائب عند حصول المستثمر عليها بينما تخضع الارباح الرأسمالية لمعدل ضريبة اقل مقارنة بالعوائد الاخرى للاستثمارات فمثلاً في الولايات المتحدة الامريكية فان اكبر معدل للضريبة على الدخل الشخصي يساوي ٣٩,٦% بينما معدل الضريبة على الارباح الرأسمالية ٢٠% (٣٨).

سادساً : محددات الاستثمار الاجنبي غير المباشر

Determinates of Foreign Indirect Investment

ان قابلية الدول وقدرتها على جذب رؤوس الاموال الاجنبية نحو السوق المحلية يعتمد على وجود مجموعة عوامل تساعد على تسهيل تدفق هذه الاموال الاجنبية وخاصة في الدول الناشئة والدول العربية على وجه الخصوص ونجد ان تنوع الاستثمارات في هذه الاسواق الناشئة يرجع الى عوامل الجذب والطرده لهذا النوع من الاستثمارات في اسواق الأوراق المالية ويمكن توضيح هذه العوامل كما يأتي :

١ العوامل الداخلية (عوامل الجذب) :

وتشمل مجموعة من العوامل داخل البلدان والتي من شأنها ان تشجع المستثمر الاجنبي وتقسّم على مجموعتين عوامل تتعلق بالسياسات الاقتصادية الكلية وعوامل تتعلق بهيكل سوق الاوراق المالية.

أ-السياسات الاقتصادية الكلية **The Macro – economic policy**

تتمثل السياسات الاقتصادية الكلية في معدل النمو الاقتصادي والحوافز الضريبية وسعر الصرف.

أ- ١ النمو الاقتصادي **The Economic growth**

يعتبر تحقيق معدلات النمو المرتفعة في حجم الناتج القومي في بعض الدول النامية ذو تأثير ايجابي في سوق الاوراق المالية حيث يعمل على بعث التفاؤل في المستقبل مما يزيد من حركة التعامل والاستثمار في الاوراق المالية ويشير صندوق النقد الدولي ان الاسواق الناشئة تحقق افضل اداء في الاسواق المتقدمة بسبب معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة ، وحققت بعض هذه الاسواق عائداً على الاستثمار اعلى من اسواق الاوراق المالية في الدول المتقدمة ويتوقع ان يستمر هذا الاتجاه نحو الارتفاع مستقبلاً(٣٩).

أ-٢ الحوافز الضريبية **The tax incentives**

(٤) د. اياد ظاهر محمد ، صلاح حسن أحمد ، مصدر سابق ، ص ١٠٩.

(١) علا عادل علي عبد العال ، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية ، بحوث اقتصادية عربية ، العدد ، ٦٣ - ٦٤ ، ٢٠١٣ ، ص ٨٤.

لقد استخدمت غالبية الدول الحوافز الضريبية لتشجيع الاستثمار الاجنبي سواء بتخفيض نسبة الضريبة او الاعفاء الكامل منها كذلك اتجهت هذه السياسات الى اجراء التخفيف من القيود المفروضة على الملكية بتخفيف الاجراءات وتبسيطها والسماح للاجانب بالتملك للمشروعات بنسبة ١٠٠% لجذب الاستثمارات الاجنبية^(٤٠).

أ- ٣ سعر الصرف Exchange Rate

يعتبر سعر الصرف حافظاً جيداً للاستثمار الاجنبي إذ يزداد نصيب الدولة من الاستثمار الاجنبي غير المباشر عندما تكون عملة الدولة المضيفة ضعيفة نسبياً بالمقارنة بعملة الدولة الام التي ينتمي اليها المستثمر الاجنبي سواءً كان شركةً او فرداً وذلك لان تخفيض عملة الدولة المضيفة يؤثر ايجابياً على تدفق الاستثمار الاجنبي غير المباشر فتخفيض قيمة العملة يخفض من تكاليف الاستثمار اذا ما قورنت بالتكاليف في الدولة الام مما يجعل الاستثمار اكثر ربحية للمستثمر .

ب- هيكل سوق راس المال.

ان من العوامل التي لها تأثير بارز في جذب المستثمر الاجنبي هو ما يتعلق بهيكل سوق الاوراق المالية من خلال تنظيم السوق والعمل بمبدأ الافصاح والشفافية وتنوع الادوات والاوراق المالية المتوفرة في السوق فضلاً عن وجود قطاع الوسطاء الماليين وقد خطت الكثير من الدول وخاصة بعض الدول النامية خطوات ايجابية فيما يتعلق بتطوير اسواقها المالية وتحسين آليات عمل تلك الاسواق^(٤١).

٢- العوامل الخارجية (عوامل الدفع) .

٢-١ اتجاه الاسواق المالية الى التكامل :

ان اتجاهات التكامل الاقتصادي وتشكيل التكتلات الاقتصادية وانتهاج هذه التكتلات سياسة تحرير التجارة والاستثمار محاولة لتفعيل هذه التكتلات في ظل المنافسة الدولية وقد ازدادت اهمية التكتلات عقب توقيع اتفاقية جولة اورجواي لجنة الجات وهو ما ادى الى زيادة المنافسة في الاسواق الدولية والتسابق على جذب المزيد من الاستثمارات الاجنبية فضلاً عن ان تطوير الاسواق المالية وتكاملها مع ارتفاع رسملة الاسواق في العالم ادى الى اتساع اسواق المال وذلك بوصول الخدمات المالية والمصرفية الى الاسواق الدولية المختلفة ومن ثم زيادة نشاط المضاربات المالية ودخول الاستثمارات المالية مرحلة انتشار واتساع اكبر إذ مكنت الكثير من الافراد من الاستثمار المالي في شبكة البورصات

(٢) د. نشأت عبد العال ، الاستثمار والترابط الاقتصادي الدولي ، الاسكندرية ، مصر ، دار الفكر الجامعي ، ٢٠١٢ ،

(١) د. أياد ظاهر محمد ، صلاح حسن احمد ، مصدر سابق ، ص ١١١ .

العالمية بسهولة ومن ثم تكوين مدخرات عالمية تتفاعل يومياً داخل هذه البورصات وهو ما جعل نشأة المضاربات المالية له أهمية كبيرة للاقتصاديات الدولية واصبحت البورصات مركز ثقل له أهميته (٤٢) .

٢-٢ الدورات الاقتصادية The Economic Cycles .

ان الدورات الاقتصادية التي تحدث في الدول المتقدمة والتي تترافق مع بعض الحالات مع حدوث انخفاض في معدلات الفائدة القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل مما يؤدي الى دفع المستثمرين في تلك الدول الى البحث عن فرصة بديلة ذات عوائد مرتفعة لتوظيف اموالهم ، إذ إنه عندما تكون معدلات الفائدة او معدلات العوائد على الاوراق المالية الاجنبية اكثر منها في الاوراق المالية المحلية للمستثمر فان ذلك سيدفع هذا الاخير الى توجيه امواله للاستثمار في الموجودات المالية للدول الاجنبية اذ تعد معدلات الفائدة السائدة اهم محددات الدول التي تتمتع بمعدلات فائدة مرتفعة اذ ان الزيادة في معدلات الفائدة الحقيقية وهي المعدلات التي تتكيف مع معدل التضخم المتوقع (سوق تجذب رأس المال الاجنبي) ، كما ان البيئة الانكماشية في الدول الصناعية ولاسيما في الولايات المتحدة كانت بمثابة المحددات الاساسية لزيادة تدفقات رؤوس الاموال الخاصة الى الدول النامية ولاسيما الاستثمار في المحفظة (٤٣) .

٢-٣ الاتجاه نحو الاستثمار في الاسواق العالمية .

ان الاتجاه نحو الاستثمار في الاسواق العالمية احد اهم الاتجاهات الحديثة في مجال الاستثمار فقد ظهرت فرصة الاستثمار على مدار اليوم في اسواق مالية تقع في دول مختلفة ولم يعد المستثمر محصور في السوق المحلي فقط اذ شهدت اسواق المال الاجنبية نمواً سريعاً اتاح للمستثمرين فرصة زيادة العائد وتقليل المخاطرة من خلال الاستثمار الدولي (٤٤) .

(٢) نشأت عبد العال ، مصدر سابق ، ص ٢٥٤ .

(١) أياد ظاهر محمد ، صلاح حسن احمد ، مصدر سابق ، ص ١١٥ .

(٢) د. محمد الحساوي وآخرون ، الاستثمار في الاوراق المالية وادارة المخاطر ، المكتب الجامعي الحديث ، الاسكندرية ،

المبحث الثاني

سوق الأوراق المالية : المفهوم ، الأنواع ، النظريات

أولاً : الإطار المفاهيمي والمعرفي لسوق الأوراق المالية :

١ - لمحة تاريخية عن نشأة البورصات وتطورها :

نشأت البورصة من تطور التجارة في المحاصيل الزراعية وغيرها إذ وجد التجار في القرون الوسطى فوائد عديدة من اعتماد وسائل الائتمان من سحبات او سندات مالية^(٤٥) ، فمنذ حوالي (٤٠٠٠) عام قبل الميلاد عرفت حضارة وادي الرافدين أقدم اشكال التمويل والصيرفة من خلال شريعة حمورابي التي تضمنت مواد قانونية لتنظيم التجارة واعمال الصيرفة بعد ان تطورت التجارة وظهرت اشكال اخرى من التعامل المالي والنقدي من اهمها بيوت المال وعمليات الاقتراض والتمويل وتسوية المدفوعات وغيرها من اعمال الصيرفة^(٤٦) ، ويمكن ارجاع نشوء بورصة الاوراق المالية الى عام ١٥٣٦ عندما اصدر الملك (هنري الثامن) الأمر الملكي الذي بموجبه انشأ بورصة (تولوز) ويرى البعض ان كلمة بورصة ترجع الى اللقب الذي كان يطلق على تاجر كان يملك فندقا في مدينة بروج البلجيكية وكان يعرف باسم (van Bourse) وكان هذا الفندق ملتقى التجار في هذه المدينة في القرن الخامس عشر^(٤٧) ، وان انتشار الشركات المساهمة واقبال الحكومات على الاقتراض خلقت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية وهذا بدوره ادى الى ظهور بورصات الاوراق المالية وكان التعامل بالصكوك في بادىء الامر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى مثل فرنسا وانكلترا وامريكا ثم استقر التعامل بعد ذلك في ابنية خاصة باسواق الاوراق المالية وظهرت في فرنسا اول بورصة للاوراق المالية عام ١٤٢٧ وفي انكلترا استقرت اعمال بورصات الاوراق المالية في اوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص اطلق عليه

(١) محمد صالح جابر ، مصدر سابق ، ص ٣٧.

(٢) عباس كاظم الدعوي ، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الاوراق المالية ، ط١ ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠١٠ ، ص ١١٥.

(٣) محمد الصيرفي ، البورصات ، ط١ ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ٧٣.

Royal Exchange^(٤٨) ، أما في أمريكا فتم انشاء البورصة عام ١٨٢١ في الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه المعاملات وهو وول ستريت *^(٤٩) .

٢- مفهوم سوق الأوراق المالية Stock Market

هناك عدة تعريفات لسوق الاوراق المالية نستعرض منها ما يأتي :

تعرف سوق الاوراق المالية بأنها ((السوق التي تتعامل بالاوراق المالية من اسهم وسندات وقد تكون منظمة او غير منظمة ففي الاولى تتم صفقات بيع وشراء الاوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة . اما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماصرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب ، كما ان هذه الاسواق قد تكون محلية او عالمية ففي الاولى تتداول الاوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية ، اما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الاجانب وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول اجنبية^(٥٠) ، في حين عرفها آخرون بانها عبارة عن المكان الذي يتم من خلاله التعامل بالاوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل عن طريق وسطاء ومتخصصين وفي أوقات محددة^(٥١) .

وتعرف ايضا بانها عبارة عن اطار يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق او لأجل مادي معين^(٥٢) .

وبناءً على ما تقدم نستنتج ان سوق الاوراق المالية عبارة عن مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الاجل مثل الاسهم والسندات إذ يتم بيع وشراء هذه الاوراق من قبل المتخصصين في هذا النوع من المعاملات وبالتالي فان هذه السوق تكون مكان لارتقاء رغبات البائع والمشتري وتحدد الاسعار وفقا لقانون الطلب والعرض .

٣- وظائف سوق الاوراق المالية :

يمكن تلخيص وظائف سوق الاوراق المالية فيما يأتي :

(٤) د. رسمية قرياقص ، أسواق المال : (أسواق - رأس المال - المؤسسات) ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، ١٩٩٩ ، ص٣٤ .

(٥) د. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية ، الاسكندرية ، ١٩٩٩ ، ص٤٣٧ .
* سمي ذلك المكان بشارع الحائط (well Street) نسبة الى الحائط الذي بناه الهولنديين آنذاك لحماية قطعانهم اذ كان يجتمع خلفه المستوردون الهولنديون للعناية بقطعانهم والذي شهد بعد ذلك اهتماما وتركيزا سياسيا واقتصاديا كبيرا للمزيد أنظر الى : د. محمد صالح جابر ، الاستثمار بالاسهم والسندات وتحليل الاوراق المالية ، ط١ ، مطبعة الخليج للنشر والتوزيع ، الكويت ، ١٩٨٢ ، ص٦٧-٦٨ .

(١) د. ضياء مجيد موسوي ، البورصات (اسواق المال وادواتها) ، الاسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، ٢٠٠٥ ، ص٦-٧ .

(٢) حسن النجفي ، سوق الاوراق المالية (البورصة) ، مكتبة النجفي ، بغداد ، ١٩٩٢ ، ص٢٠ .

(٣) رسمية أبو موسى ، الاسواق المالية والنقدية ، دار المعزز للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٥ ، ص١٠ .

أ- ايجاد حلقة اتصال بين البائعين والمشتريين الأمر الذي يسهل سبل الاستثمار وتمويل الاقتراض .

ب- تشجيع الادخار وذلك عن طريق فتح المجالات الواسعة لصغار المدخرين لاجاد فرص استثمارية ملائمة .

ت- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وانتاجية ، الأمر الذي يضمن عائدا ملائما للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي .

ث- وجود السوق المالية يساعد رسمي السياسة النقدية والمالية على تحقيق اهداف تلك السياسات في الرفاهية والتنمية الاقتصادية .

ج- توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن اختيار وسائله الاستثمارية وتمكينه من اعادة النظر في استثماراته لما يعود عليه بالنفع والفائدة^(٥٣) .

٤- تقسيمات سوق الأوراق المالية :

أ- السوق الأولي Primary Market (سوق الإصدار) :

تختص هذه السوق في التعامل مع الاصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة او التوسع في مشروع قائم ، وذلك من خلال زيادة رأسمالها وهذا يعني ان المنشآت تحتاج الى أموال يمكنها اصدار عدد من الاوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء كان في اكتتاب عام او خاص وهذا يعطي فرصة لجميع الافراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الاموال^(٥٤) .

ب- (السوق الثانوي) سوق التداول Secondary Market

سوق التداول او السوق الثانوية تعبر عن المكان الذي تتم فيه جميع التعاملات المالية بيعاً وشراءً والتي يترتب عليها نقل ملكية الاوراق المالية (الاسهم والسندات) من البائع الى المشتري بعد مرحلة اصدارها في السوق الاولية وتقوم السوق الثانوية بتوفير المكان والقوانين لتنظيم تبادل الاوراق المالية بين المستثمرين وايجاد السيولة اللازمة لتحويل الاوراق المالية الى نقد^(٥٥) ، وللسوق الثانوية شكلان

اولا: السوق المنظمة Organized Market

وهي السوق التي يتم فيها تداول الاوراق المالية المدرجة فيها وبمواعيد دورية وتتميز هذه السوق بوجود موقع او مكان محدد لتداول الاوراق المالية المختلفة وبموجب اجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقييات محددة بقانون السوق ومحاط بشفافية للافصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر

(١) د. جمال جويدان الجمل ، الاسواق المالية والنقدية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٢ ، ص ٣٨ .

(٢) عصران جلال عصران ، الاستثمار غير المباشر في محافظ الاوراق المالية ، دار التعليم الجامعي ، الاسكندرية ، مصر ، ٢٠١٠ ، ص ٢٧٦ .

(٣) بشير هادي وآخرون ، الأسواق المالية : الاطار العام ومقومات النجاح ، مجلة الادارة والاقتصاد ، جامعة البصرة ، المجلد ٢ ، العدد ٤ ، ٢٠٠٨ ، ص ١٦٦ - ١٦٩ .

(٥٦) ، ويمتاز هذا السوق بهيكلة التنظيمي والمؤسسي المنظم ويدار السوق من قبل لجنة تسمى لجنة البورصة او لجنة السوق وتتكون من اعضاء وممثلين عن الشركات المسجلة في السوق والوسطاء مثل بورصة نيويورك ، بورصة لندن ، وبورصة طوكيو ... وغيرها

ثانياً: السوق غير المنظمة **Unorganized Exchange Market**

وهي سوق عُرفية ليس لها اطار مؤسسي او هيكل تنظيمي محدد وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً (حدود السوق) وتتداول فيها الاوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري اساس آلية السعر (٥٧) ، وتدار السوق المنظمة من قبل مجموعة من التجار يرتبطون بشبكة اتصالات قوية (هاتفية او حاسوب وغيرها) تمكنهم من تحديد افضل الاسعار ويعتبر هؤلاء التجار بمثابة صناع السوق (Market Maker) للجملة او المفرد وغالبا ما ينظم المتعاملون في هذه السوق بجمعية او رابطة تسمى بالجمعية الوطنية لتجارة الاوراق المالية (NasD) كما هو الحال في امريكا (٥٨) ، وهي تنقسم بدورها الى

أ- السوق الثالثة (Third Market)

تمثل السوق الثالثة جزءاً من السوق غير المنظمة وتكون من بيوت السمسرة غير الاعضاء المسجلين في الاسواق المنظمة وتكون لهذه السوق حق المتاجرة في الاسهم المنظمة مهما كبر حجم الصفقة مع امكانية التفاوض على عمولة السمسرة وهذا لا يمكن حصوله في الاسواق المنظمة التي يلتزم فيها بتحديد حد ادنى للعمولة (٥٩) .

ب- السوق الرابعة (Fourth Market)

وهي اسواق غير منظمة ايضاً تقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة عن طريق التعامل المباشر بين المشترين وليس من خلال السماسرة ويتم التعامل فيها بين المستثمرين على كافة الاوراق المالية وتمتاز هذه السوق بانخفاض التكاليف والبساطة في الاجراءات ويتم التعامل بين المستثمرين في هذه السوق عن

(٤) محمود محمد الداغر ، الاسواق المالية ، مصدر سابق ، ٢٠٠٥ ، ص ٢٤١ .

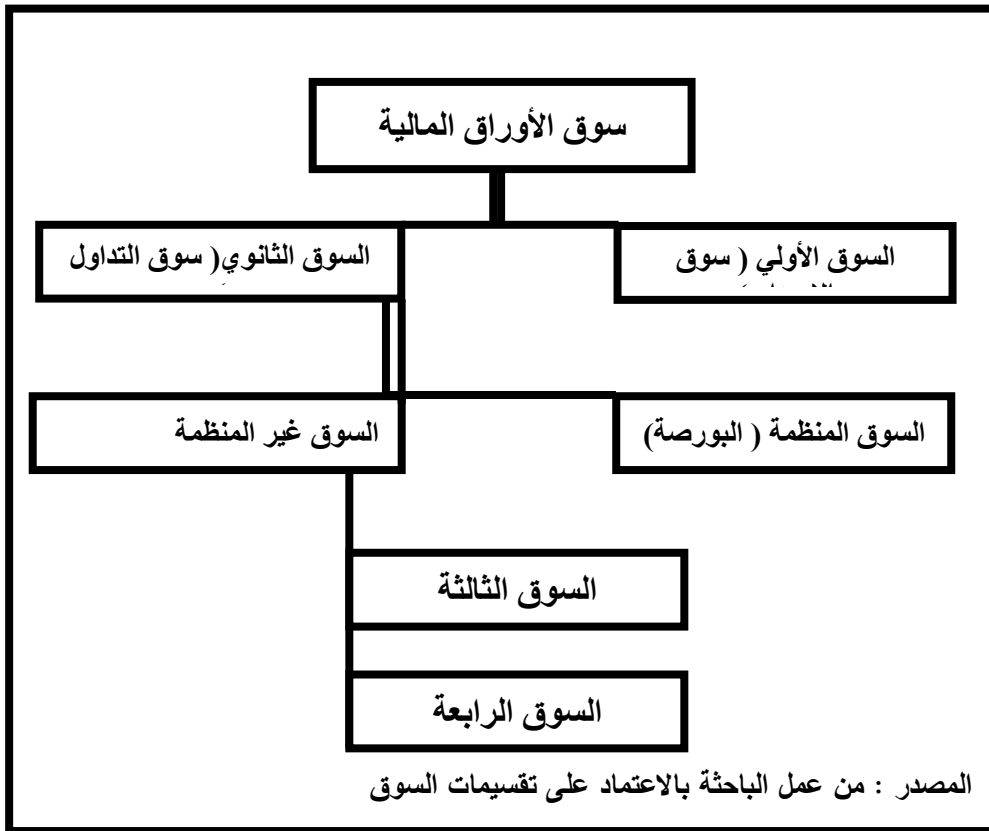
(١) فيصل محمود الشاورة ، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية (الأسس النظرية والعملية) ، ط ١ ، دار وائل للنشر ، ٢٠٠٨ ، ص ٥٧ .

(٢) محمد صالح الحسناوي وجمال ابراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ، الاسكندرية ، ٢٠٠٥ ، ص ٦٠ - ٧٠ .

(٣) رسمية قرياقص ، مصدر سابق ، ص ٥٥ .

طريق شبكة الاتصال الالكتروني التي تعرف باسم (Instinct) إذ يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الاسعار وفقاً لحجم التعامل^(١٠).

ويوضح الشكل (١) تقسيمات الاسواق المالية حسب الدور الذي تقوم به



٥- أنواع الأدوات المالية المتداولة :

تعد الاوراق المالية التي تصدرها الشركات في الصناعات الاقتصادية المختلفة وخاصة الاسهم والسندات السلع الرئيسية التي يتم تداولها في السوق المالية وتمثل الورقة المالية صكاً يعطي كامل الحق

(٤) عباس الدعمي ، مصدر سابق ، ص ١٥٠ .

في الحصول على عائد او جزء من اصول الشركة او الحقين معاً^(٦١) ، وتصنف الاوراق المالية حسب ماهية الورقة وعندئذ يمكن التمييز بين الاوراق المالية التي تمثل صك مديونية مثل السندات واوراق مالية مختلفة مثل الاسهم الممتازة^(٦٢) ، ويمكن ان نوضح اهم الادوات المالية التي يتم تداولها في السوق كما يأتي :

١ - الاسهم العادية Comment Stocks :

تتمثل اداة الملكية في الشركات المساهمة العامة وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة الدفترية للتداول في بورصة الاوراق المالية بالطرق التجارية إذ تمثل مشاركة في رأس مال احدى الشركات ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي ساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموعة من الحصص سواء كانت حصة نقدية او عينية وتمر الاسهم العادية بمرحلتين في التعامل ، في المرحلة الاولى يجري الاكتتاب العام عليها في الاسواق الاولية ولذلك فإنها تعد اضافة حقيقية الى رأسمال الشركة وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الاسهم كأى اداة استثمارية تعرض في الاسواق الثانوية وباسعار تخضع لقوى العرض والطلب ، ومن ثم فان هذه المرحلة لا تمثل اي اضافة الى رأسمال الشركة ، بل هي مجرد عملية تداول بين البائعين والمشتريين والوسطاء ونقل حقوق الملكية من شخص الى اخر وبذلك فان المستثمر يحصل على اسهم الشركات في كل من الاسواق الاولية والاسواق الثانوية^(٦٣) ، ويتمتع حامل الاسهم العادية بمجموعة من الحقوق من اهمها^(٦٤) .

- ١- الحق في الحصول على حصة من اصول الشركة بقيمة (نسبة) ما يملكه من السهم .
- ٢- الحق في تحويل ملكية الاسهم من شخص الى اخر .
- ٣- الحق في الحصول على الارباح التي يتقرر توزيعها .
- ٤- الحق في الاطلاع على دفاتر الشركة .
- ٥- الحق في حضور الجمعيات العمومية للمساهمين .

(٦١) د. منير ابراهيم هندي ، ادوات الاشجار في اسواق رأس المال ، الاوراق المالية وصناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٣ ، ص ٥ .

(٦٢) محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد ، مصدر سابق ، ٢٠٠٥ ، ص ٣١ .

(٦٣) محمد عوض عبد الجواد ، وعلي ابراهيم الشريقات ، الاستثمار في البورصة (اسم - سندات - اوراق مالية) ، ط ١ ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٦ ، ص ٨٨ - ٨٩ .

(٦٤) محمد صالح الحناوي وآخرون ، اسواق المال والمؤسسات المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٤ ، ص ١٠ .

- ٦- الحق في اقتسام اصول الشركة عند التصفية وذلك على قدم المساواة مع المساهمين الاخرين .
٧- حق التصويت في الجمعيات بنسبة ما يملكه من اسهم .

٢- الأسهم الممتازة Preferred Stocks

وهي ادوات مالية تجمع بين سمات الاسهم العادية والسندات وهي تمثل حقوق ملكية في الشركات التي تصدرها ، لكن لا يشارك اصحاب هذه الاسهم في الارباح الزائدة عن النسبة المقررة كما لا يشاركون في الادارة وتدفع ارباح الاسهم الممتازة بغض النظر عن نتائج الاعمال وعادة ما تؤخذ بنسبة يتفق عليها مسبقاً^(٦٥) وللأسهم الممتازة مجموعة خصائص وكان تميزها عن غيرها من الاسهم اهمها .

- أ- تصدر الاسهم الممتازة بقيمة اسمية مثبتة بشهادة السهم وهي قيمة ملزمة على اساسها بحسب مفهوم الارباح الممتازة وليس هناك قيمة اسمية محددة او قد يصدر السهم الممتاز بفئات .
ب- للأسهم الممتازة أسبقية في موجودات الجهة المصدرة له عند التصفية قبل حملة الاسهم العادية .
ت- يجب ان يحصل السهم الممتاز على حصته من توزيع الارباح قبل حملة الأسهم العادية وقد يتراكم هذا المقسوم للسنوات اللاحقة في حال عدم دفعه الا اذا نص على خلاف ذلك.
ث- يعتبر السهم الممتاز من ادوات الملكية فليس له تاريخ استحقاق معين الا اذا تضمن شروط إضافية قبل الاستدعاء او الإخفاء^(٦٦) .

٣- السندات Bonds

هي صكوك مديونية تصدرها الشركات او الحكومة تدفع قيمتها مع الفوائد في موعد لاحق محدد مسبقاً والسند قابل للتداول ويتميز بدرجة عالية من السيولة ويقوم البنك المركزي في أي دولة بالتحكم في السيولة النقدية عن طريق الموافقة على اصدار السندات الحكومية^(٦٧) ، والسندات هي جزء من المديونية بمعنى ان من يشتري سنداً فهو دائن للشركة ويجعل على القيمة الاسمية للسند في تاريخ محدد مسبقاً بغض النظر عن اداء الشركة لذا فان حملة السندات يحصلون على عائد بسيط ومخاطر بسيطة^(٦٨) .

٤- المشتقات المالية :

- (٣) فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، مصر ، ١٩٩٩ ، ص ١٥١ .
(١) أرشد فؤاد التميمي واسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية ، ط ١ ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ص ٦٧ .
(٢) د. فريد النجار ، مصدر سابق ، ص ١٥١ .
(٦٨) د. محمد محمود عبد ربه ، مخاطر الاعتماد وعلى البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الاوراق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٠ ، ص ٨ .

(تعرف المشتقات المالية على انها تلك الادوات التي تشتق قيمتها من الاوراق المالية محل التعاقد او من السلع او مؤشرات الاسعار ويمكن استخدامها للتحوط او المضاربة الا إنها قد تؤدي الى زيادة مخاطر الائتمان واساليب الاحتيال فضلا تكمن المخاطر السوقية^(٦٩) .

وهناك العديد من المشتقات ولكن معظم المستثمرين يركزون على نوعين من المشتقات المالية عقود الخيار (الخيارات المالية) والعقود المستقبلية فضلاً عن هذين النوعين فهناك ايضا مشتقات اخرى مقل عقود المبادلة وسوف يتم التطرق لهذه المشتقات المالية كالاتي :

أ- عقود الخيار (Option Contracts)

تمثل عقود الخيار احد الادوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير اسعار الاوراق المالية التي يمتلكها او التي يعزم على شرائها او بيعها في المستقبل وتعرف عقود الخيار بأنها عقد بين طرفين احدهما مشتري الخيار واخر بائع الخيار او محرر الخيار وبموجبه يكون للطرف الاول أي المشتري الحق في ان يشتري ما يرغب من الطرف الثاني أي المحرر او ان يبيع ما يرغب للطرف الثاني اصلاً معيناً وفي تاريخ معين او خلال فترة معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل ان يقوم الطرف الاول المشتري بدفع علاوة او مكافأة معينة للطرف الثاني^(٧٠) .

ب- العقود المستقبلية Future Contract

تعرف العقود المستقبلية بأنها عقود تعطي لحاملها الحق في شراء او بيع كمية من اصل معين قد يكون سلعة او ورقة مالية بسعر محدد مسبقاً على ان يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل اذ ما يلتزم كل من الطرفين بايداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه وذلك اما بصورة نقدية او في صورة اوراق مالية وسبب ذلك حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الاخر بالوفاء بالتزاماته تجاهه .

(٦٩) د. سمير عبد الحميد الرضوان ، المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها

، دار الشرق للجامعات ، القاهرة ، ٢٠٠٤ ، ص ٥٨ .

(٧٠) عصران جلال عصران ، مصدر سابق ، ص ٢٤٦ .

ويرى البعض ان العقود المستقبلية تتفق مع عقود الخيار في ان كل منها يعتبر نوعاً من المشتقات التي توفر للمستثمر فيها درجة عالية من الدفع المالي تتيح له استخدامها بشكل واسع في اغراض المضاربة والتحوط الهادف لتخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي عادة تشمل مخاطر تقلب اسعار صرف العملات الاجنبية ، مخاطر تقلب اسعار الاوراق المالية ومخاطر تقلب اسعار الفائدة ومخاطر تقلب اسعار السلع^(٧١) .

ج- عقود المبادلة Swap Contract

تعرف عقود المبادلة بانها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ إذ يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية ، ربع سنوية ، نصف سنوية) ، وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار كما ان المتحصلات او المدفوعات (الارباح والخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية وفضلاً عن ذلك ان عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ^(٧٢) .

وعقود المبادلات ليست عقود نمطية و هي من ادوات السوق الموازية لذلك فان الطرفين المتعاقدين عادة هم من المتعاملين وهي عادة المؤسسات المالية التي تصنع اسواق المبادلات ، اما المستخدم الاخير فهو اما زبون للوسيط او قد يكون شركة او صندوق تقاعد او بعض المنظمات والمبادلات بين الوسطاء وهي الشائعة وقد تتم عقود المبادلات بين المصارف وبين الحكومات الراغبة باستبدال عملتها بعملة اخرى لمدة محددة دون تحمل مخاطر اسعار الصرف وكل نوع من انواع المبادلات يتحدد بكمية من النقود تدعى الاساس الافتراضي^(٧٣) .

٦- مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية :

أ- المؤشر العام لأسعار الأسهم (Stock Prices Index)

مؤشر احصائي يستخدم لقياس الاداء الكلي للسوق^(٧٤) ، والذي يتكون من معدل اسعار مجموعة من الاسهم يفترض انها تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق^(٧٥) ، ويكسب المؤشر العام لاسعار الاسهم اهمية كبيرة للمتعاملين في السوق المالية اذ جرت العادة في تقييم نشاط السوق ولاسيما من المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات الاسواق مما يساعدهم في تحديد قراراتهم الاستثمارية الخاصة بالبيع والشراء

(٢) عصران جلال عصران ، مصدر سابق ، ص ٢٥٥ - ٢٥٦ .

(٣) محمد صالح الحناوي وآخرون ، تقييم الاسهم والندوات مدخل الهندسة المالية ، المكتب الجامعي الحديث ، الاسكندرية ، ٢٠٠٧ ، ص ٤٠١ .

(١) حاكم الربيعي وآخرون ، المشتقات المالية ، دار اليازوري ، عمان ، الاردن ، ٢٠١١ ، ص ٣٦٥ .

(٢) د. محمد ابراهيم الشبلي وطارق ابراهيم الشبلي ، مقدمة في الاسواق المالية والنقدية ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٠ ، ص ١٤٨ .

(٣) محمد صالح جابر ، مصدر سابق ، ص ٢١٥ .

والى ابعد من ذلك اصبحت المقارنة بين كفاءة الاسواق تتم من خلال هذه المؤشرات بصورة يومية والتي تعمل على نشر التطورات الطارئة على اسعار الاسهم الامر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن اوضاع استثماراتهم ومن ثم سياستهم في زيادة قدرتهم في توجيه اموالهم نحو الاسواق الاكثر كفاءة واستقراراً^(٧٦).

ب- مؤشر القيمة السوقية Market Capitalization Index

يقصد بالقيمة السوقية او رسملة السوق (Capitalization) مجموع الاسهم المدرجة في السوق في متوسط اسعارها في نهاية المدة او انها تمثل قيمة اسهم الشركات المدرجة في السوق تبعا لاسعار سوق الاوراق المالية^(٧٧)، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة قيمة الاوراق المالية في السوق على الناتج المحلي الاجمالي^(٧٨)، وكذلك يستخدم هذا المؤشر من لدن العديد من المراقبين للاسواق بوصفه مؤشرا لتطورات نشاط السوق فكلما ارتفعت القيمة السوقية دلت على ارتفاع النشاط الاقتصادي سواء من خلال زيادة عدد الاسهم المدرجة في السوق او زيادة عدد الشركات المدرجة فيها او من حيث ارتفاع اسعار السوق الذي يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية في السوق او الاثنين معاً^(٧٩).

ج- مؤشر حجم التداول Trading Volume Index

يشمل حجم التداول قيمة الاسهم التي يتم تداولها في قاعة السوق خلال مدة زمنية، ويتم حساب هذا المؤشر من خلال قسمة قيمة الاوراق المالية المتداولة في السوق على الناتج المحلي الاجمالي^(٨٠)، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لاسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي فهذا المؤشر يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق اذ يعكس الاخير حجم السوق على الرغم من ان السوق قد تكون كبيرة الا ان حجم التداول قد يكون صغيرا ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك لامكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الاوراق المالية المحلية^(٨١).

د. مؤشر معدل دوران السهم Share Turnover Ration

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول اسهم لشركات معينة ومجموعة من الشركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الاسهم في السوق خلال مدة محددة ويمكن استخراج معدل الدوران من

(٤) د. عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، اندماج الاسواق المالية الدولية (اسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي

(١)، ١٠، بيت الحكمة، بغداد، ٢٠٠٢، ص ٥٧ - ٥٨.

(٥) د. عماد العاني، نفس المصدر، ص ٦٠.

(٦) عباس الدعمي، مصدر سابق، ص ١٧٧.

(١) عماد محمد العاني، مصدر سابق، ص ٦١.

(٢) اميرة حسب الله محمد، مصدر سابق، ص ٦٥.

(٨١) عباس الدعمي، مصدر سابق، ص ١٧٩.

خلال قسمة اجمالي الاسهم المتداولة في السوق على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام او خلال أي مدة زمنية وكما يأتي : (٨٢) .

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{اجمالي الاسهم المتداولة} - \text{حجم التداول}}{\text{رسملة السوق} - \text{القيمة السوقية}}$$

ويستخدم هذا المؤشر في الغالب لقياس انخفاض تكلفة المعاملات كما إنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه إذ إنه من الممكن ان يكون هناك سوق كبيرة ولكن تكون غير نشطة اذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران لها يكون منخفض (٨٣) .

هـ- مؤشر عدد الشركات Number of Companies

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق المالية والتي يتم تداولها في السوق المنظمة (البورصة) ويمكن استخدام مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية بوصفه مؤشراً اضافياً للدلالة على حجم السوق وغالبا ما تشير الزيادة في عدد الشركات المسجلة في السوق المالية الى تطور السوق المالي في البلد المعني (٨٤) ، غير ان هذا المؤشر يفقد دلالاته اذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية كبيرا ولكن اجمالي القيمة السوقية للاسهم في تلك الشركات صغيرا (٨٥) .

ثانياً : النظريات المفسرة لعمل السوق .

١ - فرضية السوق الكفوءة .

أ- مفهوم السوق المالية الكفوءة

(٨٢) د. عبد الغافر حنفي ، رسمية فرياقص ، اسواق المال وتمويل الشركات ، مصدر سابق ، ص ٣١٣ .

(٨٣) عباس الدعمي ، السياسات النقدية والمالية ، مصدر سابق ، ص ١٨٠ .

(٨٤) اميرة حسب الله محمد ، مصدر سابق ، ص ٦٥ .

(٨٥) عاطف وليم اندرواس ، السياسة المالية واسواق الاوراق المالية ، خلال فترة التمويل لاقتصاد السوق ، مؤسسة شباب

الجامعة ، الاسكندرية ، ٢٠٠٥ ، ص ٩٥ .

تعني السوق الكفاءة ان سعر السوق يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الاوراق المالية في السوق بسرعة ودقة^(٨٦) ، وبحسب هذا المفهوم فمن المتوقع ان تعكس القيمة السوقية للسهم جميع المعلومات ومن ثم فان السعر الحالي للسهم هو سعر عادل لانه يعكس قيمته الحقيقية^(*) . ويعرف (Delkaoui) السوق الكفاءة بانها السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون اسعار الاسهم فيها مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون امكانية السيطرة عليها^(٨٧) ، ويتضمن هذا المفهوم ان الاسعار تعكس باستمرار كل المعلومات^(*) المتعلقة عن الاوراق المالية كما ان السوق تعكس من دون تمييز اثر المعلومات الجديدة بطريقة سريعة تكاد تكون لحظية . أما (Mark Hirschey) فبين ان في أي سوق مالية كفاءة فان اسعار الاسهم تمثل القيمة الحالية والمتوقعة لتلك الارباح المستقبلية^(٨٨) ويفترض مفهوم الكفاءة بان المستثمر سوف يستوعب كافة المعلومات لاتخاذ قرارات البيع والشراء بشكل يعكس اسعار الاسهم جميع المعلومات المؤثرة فيها . ويعد مفهوم كفاءة السوق المالية امتداداً للنظرية الكلاسيكية في الاقتصاد والتي تقوم على فرض انه في ظل المنافسة التامة فان الافراد غير قادرين على تحقيق ارباح اقتصادية فاذا كانت هناك مجموعة من البيانات مثل البيانات المنشورة في القوائم المالية للشركات المصدرة للسهم والتي تكون معروفة لدى جميع المتعاملين في السوق المالية وفي ظل ظروف المنافسة فان معدل العائد الذي يحققه المستثمرون سوف يكون قريباً من معدل العائد المتوقع أي ان المستثمرين سوف يحصلون على القدر نفسه من المعلومات التي يحصل عليها الجميع ومن ثم سوف تتساوى الفرص في تحقيق الارباح عند مستوى معين من المخاطرة وهذا يعني تحقيق العدالة في سوق الاوراق المالية وذلك بتخفيض العائد غير العادي الناتج عن عدم تماثل المعلومات إذ تنعكس المعلومات بصورة كاملة وبسرعة في السوق المالية الكفاءة^(٨٩) ، وفي ظل السوق الكفاءة فان اسعار الاسهم الحالية سوف تكون في افضل تقدير غير متحيز من خلال

(^{٨٦}) Charles , P. Jones , " Investment Analysis and Management ٥th Jon willy Rsons , Inc , New York , ١٩٩٦ , p. ٢٤٥ .

لمزيد من التفاصيل راجع :

- حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الاوراق المالية ، ط١ ، مؤسسة العراق ، عمان ، ٢٠٠١ ، ١٢٠ - ١٢٣ .
* يقصد بالمعلومات هنا مجموعة الإعلانات (Announcements) والتعليمات (Instructions) والأنظمة والقوانين والإحداث الاقتصادية ذات الأثر على اسعار الأسهم .

(^{٨٧}) A.Delkaui , " Capital Market theory , Harcourt Brace Jaramorich , Inc . New York , ١٩٨١ , p. ٤٨ .

(^{٨٨})Mark Hirschey , " Investment : theory and Applications " Harcourt college publishers forth worth , ٢٠٠١ , p. ٨٤ .

(^{٨٩}) حمزة محمود الزبيدي ، مصدر سابق ، ص ١٢٢ - ١٢٣ .

قيمة الاستثمار وان أي فرق بين سعر السهم الحالي والقيمة الحالية للسهم تكون فيه السوق غير كفاءة^(٩٠).

ب- شروط فرضية السوق الكفاءة :

هناك مجموعة من الشروط التي لا بد من توفرها في السوق المالية الكفاءة من أهمها^(٩١) :

- ١- ان تكون جميع المعلومات متاحة لجميع المستثمرين وبكلفت زهيدة ومن دون كلفة .
- ٢- وجود عدد كافٍ من المستثمرين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية يقومون بتحليل المعلومات واتخاذ القرارات المناسبة في عمليات البيع والشراء .
- ٣- وصول المعلومات بسرعة وانعكاسها في اللحظة نفسها على اسعار الاسهم أي عدم وجود فارق زمني بين وصول المعلومة وانعكاسها على اسعار الاسهم

ج- مستويات كفاءة السوق

بحسب مفهوم كفاءة السوق بانها السوق التي عكس فيها اسعار الاسهم جميع المعلومات المتاحة وفي الحقيقة هناك معلومات تؤكد باسعار الاسهم بشكل اسرع من غيرها من المعلومات وقد تم تقسيم المعلومات الى ثلاثة مجاميع .

١- المعلومات السابقة (التاريخية)

٢- المعلومات العامة .

٣- جميع المعلومات (الخاصة والعامة)

وكل مجموعة من هذه المعلومات تكون مرتبطة ارتباطا خاصا بمستويات كفاءة السوق وقام (Fama) بتقسيم كفاءة السوق على ثلاثة مستويات هي^(٩٢) :

أولاً : **فرضية مستوى الكفاءة الضعيف** (weak form Efficiency) تقوم فرضية مستوى الكفاءة الضعيف على اساس ان كل المعلومات السابقة (التاريخية) والخاصة باسعار الاسهم انعكست بالكامل على الاسعار الحالية للأسهم^(٩٣) ، وبحسب هذه الفرضية فان استخدام ادوات التحليل المالي والتحليل الفني للمعلومات التاريخية لن ينفع المستثمرين في تحقيق ارباح اقتصادية وذلك لان هذه المعلومات تكون

^(٩٠) محمد صالح الحناوي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية ، ط٢ ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، ١٩٩٧ ، ص ١١٣ .

^(٩١) نفسه ، ص ١١١ .

(١) Mark Hirschey , " Investment theory and Application op. cit " p . ٤٨٩ .

(٢) Hendriks . Houthakler and peters J . Williams " The Economics of financial markets " Oxford university press , New York , ١٩٩٦ , p . ١٣٢

منعكسة بالكامل على اسعار الاسهم ، لذا فان أي محاولة للتنبؤ بسعر السهم بالاعتماد على دراسة التغيرات التي حدثت على سعره في الايام او الشهور او السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى . وبناءً على ما تقدم فان سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف تكون عندما تعكس اسعار الاسهم جميع المعلومات التاريخية مثل اسعار الأسهم وإرباحها ونشاط الشركة المصدرة للسهم والتي لا يمكن استخدامها في رسم استراتيجيات الاستثمار بالاسهم^(٩٤) .

واستخدمت الدراسات الميدانية مداخل مختلفة لاختيار فرضية الصفة الضعيفة مثل سلاسل الارتباط وقواعد التصفية وكان الهدف من استخدام هذه النماذج الاحصائية هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الاسعار ولقد توصلت هذه الدراسات الى تأكيد فرضية السوق الكفوء بالمستوى الضعيف مما يعني رفض الفكرة التي تقوم عليها مدرسة التحليل الفني والتي ترى انه يمكن دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة سابقة بهدف التنبؤ بحركة السهم في المستقبل.

ثانياً : فرضية مستوى الكفاءة الشبه القوي **Semi- Strong from Efficiency Hypothesis**

تقتضي هذه الفرضية ان اسعار الاسهم الحالية لا تعكس المعلومات التاريخية فقط وانما تعكس ايضا كل المعلومات المتوفرة للعامة وتتفي هذه المعلومات تقارير الشركات السنوية وبيانات اللجان الاستشارية والبيانات التي تنشرها الصحف بشكل دوري وكذلك المعلومات المنشورة من السلطة المالية والنقدية والتي تتعلق بالسياسات الاقتصادية وتأثيرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية وفي ظل هذا المستوى يتوقع ان تستجيب اسعار الاسهم لما يتاح من تلك المعلومات سواء كانت هذه المعلومات سيئة او جيدة وقد لا تكون هذه الاستجابة صحيحة في بداية الامر ولكن بعد مضي وقت قصير سوف ينعكس اثر هذه المعلومات بالكامل على اسعار الاسهم إذ تكون القيمة الحالية للسهم مساوية لقيمتها الحقيقية الامر الذي يؤدي الى منع المستثمرين من الحصول على ارباح اضافية باستخدام هذه المعلومات^(٩٥) .

ثالثاً : فرضية مستوى الكفاءة القوي **Strong from Efficiency Hypothesis**

تقتضي فرضية مستوى الكفاءة القوي بان المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي صيغ المعلومات المتاحة للعامة والخاصة أي ان المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور فضلاً عن تلك المعلومات المتاحة لفئة معينة منه مثل ادارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها وتلك التي يمكن ان يصل اليها المحللين السياسيين من خلال ما يمتلكونه من ادوات تحليل ومهارة عاليتين^(٩٦) .

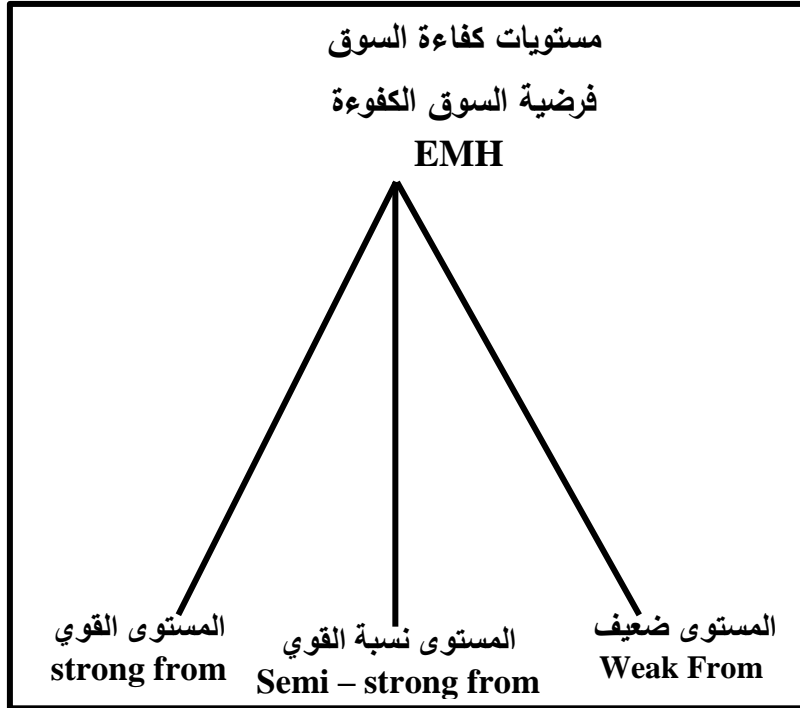
(٣) Huwai Han Vivian " Review of literature Application of Efficient Market Hypothesis in Horse Betting " International Review of Business Research Papers vol . ٣ , No . ٤ . ٢٠٠٧ , p.٣٣٧

(١) Hendrike S. Houthakler and Peter J . William son , " The Economic of financial ... op.cit " , ١٩٩٦ , p ١٣٧.

(٢) منير ابراهيم هندي ، ، مصدر سابق ، ٢٠٠٣ ، ص ٥٠٣.

ويمكن القول ان هذا المستوى من الكفاءة يوفر للمتعاملين فيه جميع المعلومات المتاحة سواء كان مصدرها البيانات المالية المنشورة ام غيرها من المصادر بما فيها المعلومات التاريخية عن اسعار الاسهم واي معلومات اخرى خاصة بمعنى اخر تكون جميع المعلومات في السوق عامة ، بحيث لا تتوفر الفرصة لنشوء ما يعرف بظاهرة احتكار المعلومات من قبل فئة معينة تمكنها من تحقيق ارباح استثنائية او غير عادية .

شكل (٢)



المصدر: من عمل الباحثة

٢- نظرية المحفظة الاستثمارية .

أ- مفهوم المحفظة الاستثمارية

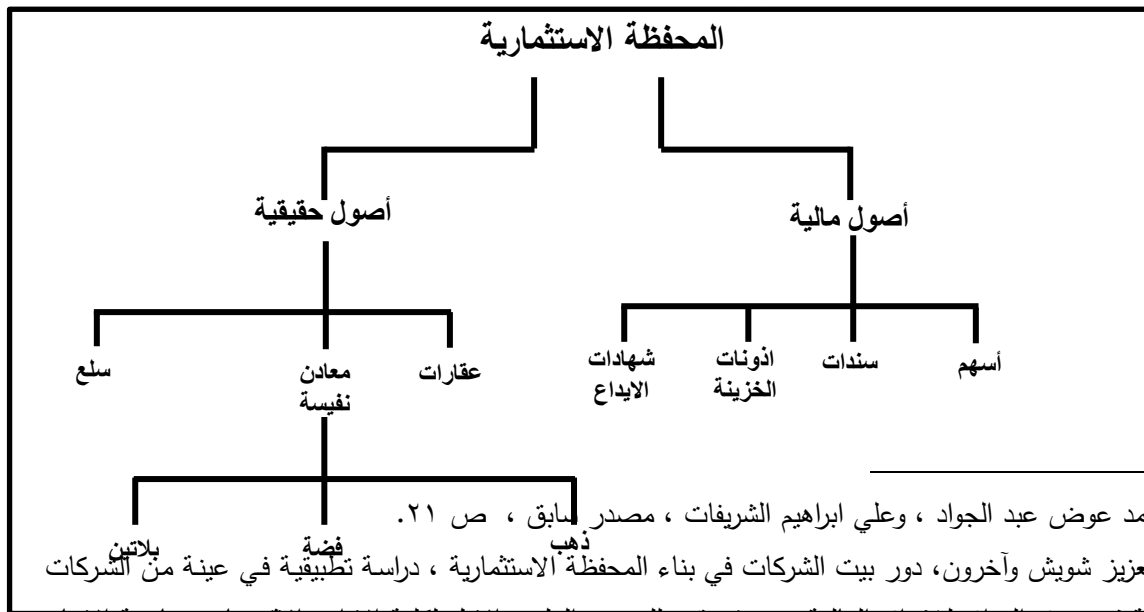
ان مفهوم المحفظة الاستثمارية جاء كرد فعل على الاعتقاد السائد بان تخفيض مستوى المخاطر يتحدد من خلال الاحتفاظ بعدد كبير من الاوراق المالية بغض النظر عن جودة هذه الاوراق الا ان المحاولات التي اقرت هذا الاعتقاد اطرت بشكل سليم مفهوم المحفظة الاستثمارية وهناك عدة تعريفات للمحفظة الاستثمارية منها انها اداة مركبة من ادوات الاستثمار لانها تتركب من اصلين او اكثر يتم استثمار الاموال بها (٩٧) .

(١) زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، مصدر سابق ، ص ٧٥.

وتعرف ايضا بأنها : توليفة من الادوات الاستثمارية التي تنظم ادوات مالية مثل الاسهم والسندات والاذونات ... الخ ، وادوات حقيقية مثل العقارات والمعادن النفيسة والنتاجات الفنية ... الخ (٩٨) ، وتعرف كذلك بانها مجموعة الاستثمارات التي يمتلكها الفرد أي مجموعة الموجودات التي يوظف فيها امواله بهدف الحصول على عوائد منها وهي تشمل العقارات والاراضي والموجودات الثمينة كالذهب والمعادن النفيسة وغيرها فضلاً عن الاوراق المالية من الاسهم والسندات (٩٩) .

ونستنتج من التعريفات السابقة بأن المحفظة الاستثمارية هي اداة مالية مركبة من خليط من الموجودات المالية الغرض او الهدف الاساسي منها هو تغطية الفوائد وتدنية التكاليف . وتختلف المحافظ الاستثمارية عن بعضها في تنوع اصولها فقد تكون جميع اصول المحفظة حقيقية مثل الذهب والعقارات والسلع او قد تكون جميع اصولها مالية مثل الاسهم والسندات والخيارات ولكن في اغلب الاحيان تكون اصول المحفظة من النوع المختلط ما بين الاصول الحقيقية والمالية ، ويمكن توضيح رأس مال المحفظة في المخطط الآتي :

شكل (٣) رأس مال المحفظة الاستثمارية



(٢) د. محمد عوض عبد الجواد ، وعلي ابراهيم الشريفات ، مصدر سابق ، ص ٢١ .
(٣) عبد العزيز شويش وآخرون، دور بيت الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية ، دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الاول لكلية الادارة والاقتصاد ، جامعة الانبار للفترة من ٢٨-٢٩/١٠/٢٠٠٩ ، ص ٣ .

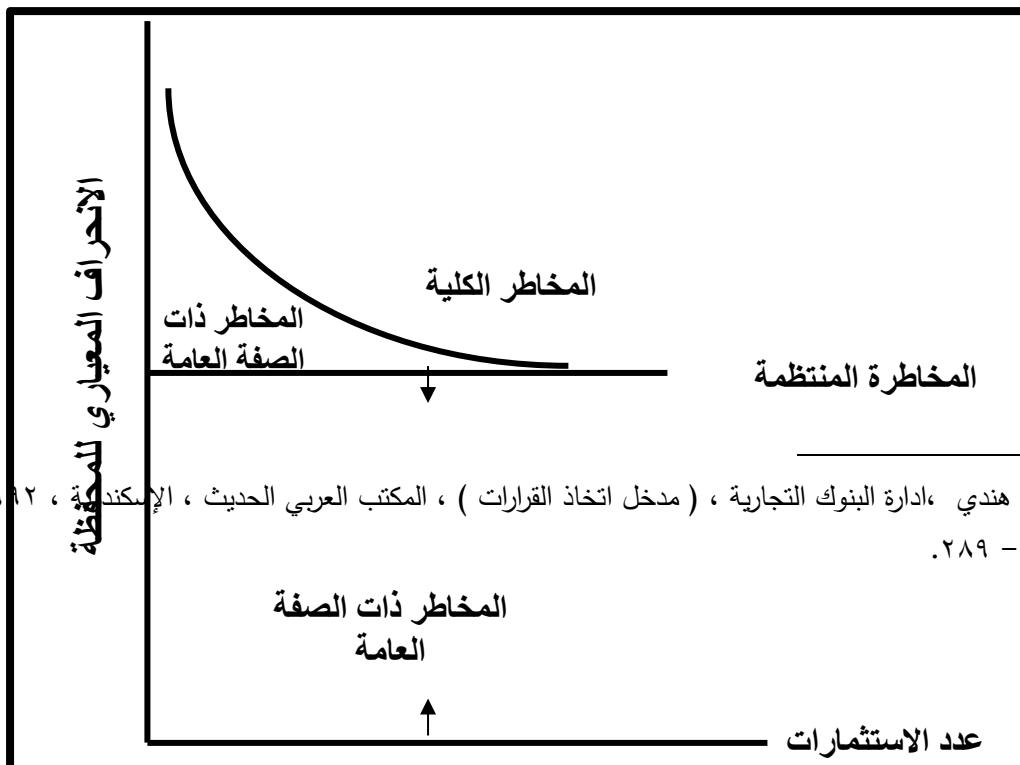
المصدر : نوازذ الهيبي ، مقدمة في الأسواق المالية ، الجامعية للدراسات العليا والبحوث الاقتصادية ، ليبيا، ١٩٩٨ ، ص ٨١ .

ب- انواع المحفظة الاستثمارية

١- نظرية المحفظة التقليدية (التنوع التقليدي)

يقوم هذا الاسلوب على الاختيار العشوائي للاوراق المالية لغرض تكوين المحفظة ويعتمد على فكرة اساسية هي انه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تضمها المحفظة انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها فمحفظة الاوراق المالية التي تتكون من سندات اصدرتها ثلاث مؤسسات يتعرض عائدها لمخاطر اقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة اخرى تتكون من سندات اصدرتها مؤسستان وكذلك المحفظة التي تتكون من اربع مؤسسات تعد افضل (من وجهة نظر المخاطر) من المحفظة التي تتكون من سندات اصدرتها ثلاث مؤسسات وهكذا^(١٠٠).

شكل (٤) التنوع التقليدي لمحفظة الأوراق المالية



(١) منير صالح هندي ، ادارة البنوك التجارية ، (مدخل اتخاذ القرارات) ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، ١٩٨٢ ، ص ٢٨٨ - ٢٨٩ .

المصدر : منير صالح هندي ، إدارة البنوك التجارية ، (مدخل اتخاذ القرارات) ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، ١٩٩٢ ، ص ٢٩٠ .

ويتضح من الشكل اعلاه اتجاه المخاطر الخاصة بالورقة (المخاطر غير المنتظمة) الى الانخفاض كلما زاد عدد الاوراق N الداخلة في تكوين المحفظة حتى نصل الى حد معين من المخاطر يظل ثابتا ولا يمكن التخلص منه بالتنوع وهو ما يعرف بالمخاطر المنتظمة.

٢ -نظرية المحفظة الحديثة (تنوع ماركوتز او التنوع الكفوء)

وهي نظرية معيارية تُعنى بالقرارات المالية الرشيدة من خلال الموازنة بين المخاطرة والعائد وان فكرة التوازن بين العائد والمخاطرة قد قدمها لأول مرة وليم شارب (William Sharpe) عام ١٩٦٤ لاستخدام ذلك اساسا لتقييم الاستثمار في الاوراق المالية غير ان جهودا رائدة اخرى بذلها كلا من لانتر (Lintner) وربيرت حماده (Hamada) وروبينستين (Rubinnstien) وهاري ماركوتنز (Markowits) وغيرهم اكدت ضرورة الاهتمام بمتغير المخاطر كأساس للاستثمار في الاوراق المالية بالمقارنة مع عوائد المحفظة منه اذ استقرت تلك الجهود على نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة التي تقوم على خمسة فروض اساسية هي : (١٠١)

١- ان المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من ذلك الاستثمار عبر الزمن .

٢- ان المستثمر يهدف الى تعظيم المنفعة المتوقعة (Expected Utility) مرة واحدة (one Period) وان منحنى المنفعة له يعكس تناقص المنفعة الحدية للثروة .

٣- ينظر المستثمر للمخاطر على اساس كونها التقليل في العائد المتوقع .

٤- ان القرار الاستثماري يقوم فقط على متغيرين اساسيين هما العائد والمخاطرة وبعبارة اخرى ان منحنى المنفعة هو دالة للعائد المتوقع والتباين الانحراف المعياري لذلك العائد).

٥- ان المستثمر ببعض المخاطر (Risk Aversion) أي انه اذا كان عليه المفاضلة بين بدلين استثماريين يتولد عنهما العائد نفسه فانه سوف يختار اقلها مخاطرة وفي الوقت نفسه اذا كان يفاضل بين استثمارين لهما المستوى نفسه من المخاطر فانه يسوف يختار الاعلى عائد .

ويقوم تنويع (ماركوتز) على فكرة اساسية مفادها ان مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات بمعنى اخر عند اختيار الاستثمارات التي تتكون منها المحافظ التي تشتمل عليها بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط بين عوائد تلك الاستثمارات التي تتكون منها المحافظ ، لابد من مراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها وهذا يدل على وجود عنصر مفقود في مقياس مخاطر المحفظة وهو العنصر الذي يعكس العلاقة بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة أي يقيس مدى التلازم الذي يربط بين عوائد الاستثمار وبلا شك فان هذا العنصر هو (التغاير) وبحسب العلاقة الآتية : (١٠٢).

$$COV (a , b) = Sa * Sb * Pab \dots\dots\dots (1)$$

حيث :

Sa الانحراف المعياري لعائد الاستثمار a

Sb الانحراف المعياري لعائد الاستثمار b

Pab معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارين

والتغاير (Covariance (Cov) يقيس مدى واتجاه التلازم الذي يربط بين عوائد الاستثمارات المكونة للمحفظة وبالتالي فإنه محدد اساسي لحجم مخاطر المحفظة واتجاهها فاذا اقترب معامل الارتباط من (١ +) فان العلاقة طردية بين عائد الاستثمارين فان انخفض احدهما انخفض الاخر والعكس صحيح وهذا يعني ان أي من الاستثمارين لا يسهم في تحقيق الاستقرار في عائد المحفظة اما عندما يقترب الارتباط من (- ١) فان العلاقة عكسية بين عائد الاستثمارين فان تحرك احدهما في اتجاه يتحرك الاخر في الاتجاه المعاكس وهذه الحركة العكسية من شأنها ان تحقق الاستقرار في عائد المحفظة وعلى هذا الاساس فان المعادلة التي اقترحها ماركوتز لقياس مخاطر المحفظة هي :

$$S = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{m=1}^n \{X_i X_m Cov(i, m)\}} \dots\dots\dots (2)$$

إذ إن :

S الانحراف المعياري لعائد المحفظة .

N عدد الاستثمارات داخل المحفظة .

X_i نسبة الموارد الموجهة الى الاستثمار n

(١) منير صالح هندي ، الفكر الحديث في الاستثمار ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٤ ، ص ٨٧ .

للمزيد انظر :

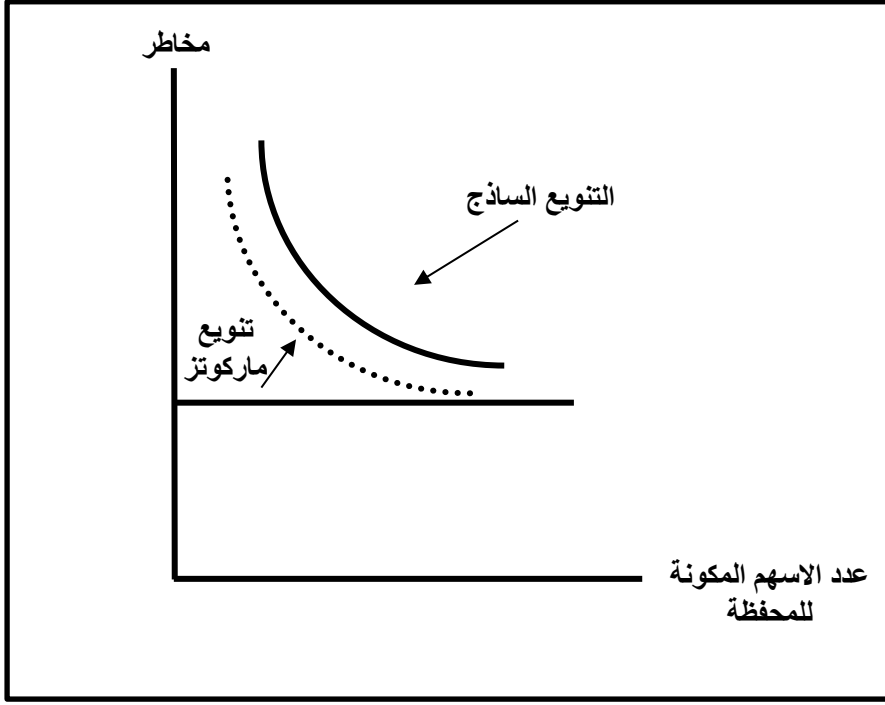
- إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق والمنشآت المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٢ ، ص ٢١٢ .

X_m نسبة الموارد الموجهة الى الاستثمار m

m, I سلسلة لا نهائية من ثنائيات استثمارية

والشكل البياني ادناه يوضح تنويع (ماركوتز) والتنويع الساذج اذ نلاحظ من الشكل البياني ان تنويع ماركوتز هو اكثر كفاءة من التنويع الساذج من خلال امكانية تخفيض المخاطر غير المنظمة .

شكل (٥) التنويع الساذج وتنويع ماركوتز



المصدر : منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في الاستثمار ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، ٢٠٠٤ ، ص ٨٥٢

المبحث الثالث

تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر (المحفظي) على الاقتصاد

يشير اغلب الاقتصاديين إلى ان الاستثمار الاجنبي (المحفظي FPI) يمكن ان يؤثر على الاقتصاد ويستفيد منه القطاع الحقيقي في ثلاثة مجالات واسعة .

اولا : توفير التمويل للبلد النامي

ان تدفق الاستثمار الاجنبي غير المباشر (FPI) يمكن ان يوفر للبلد النامي مصدراً مهماً للتمويل غير الديون من خلال الاستثمار الاجنبي فالبلدان النامية تعاني من ندرة رأس المال وظهور المحفظة

الاستثمارية يمكن ان تكمل الادخار المحلي لتحسين معدل الاستثمار وذلك من خلال توفير النقد الاجنبي الى البلدان النامية فضلا عن ان الاستثمار الاجنبي غير المباشر يقلل ضغط الفجوة لصرف العملات الاجنبية لاقبل البلدان نمواً مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية اللازمة سهلة بالنسبة لهم .

ثانياً : زيادة كفاءة التخصيص من رأس المال

يقترح الاقتصاديون التقليديون ان زيادة الاستثمار الاجنبي غير المباشر يمكن ان يعمل على زيادة كفاءة التخصيص من رأس المال في بلد ما ووفقا لهذا الرأي فان (FPI) مثل الاستثمار الاجنبي المباشر يمكن ان يحفز الموارد المالية لتدفق من البلدان ذات الوفرة في رأس المال إذ ان العوائد المتوقعة تكون منخفضة في البلدان ذات الندرة في رأس المال حيث العوائد المتوقعة تكون مرتفعة وان تدفق الموارد في البلدان ذات رأس المال النادر يقلل تكلفة رأس المال على زيادة الاستثمارات ومع ذلك ووفقا لرأي اخر لا يؤدي الاستثمار في المحفظة الى زيادة كفاءة تخصيص رأس المال لان تدفقات رأس المال الدولية ليس لها علاقة بالنشاط الاقتصادي الحقيقي ونتيجة لذلك فان محفظة الاستثمار ليس لها أي تأثير على الاستثمار والنتاج او أي متغير حقيقي اخر (١٠٣) .

ثالثاً : تأثير الاستثمار المحفزي على الاقتصاد عن طريق سوق الاوراق المالية :

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

الاثر الاول هو ان زيادة سعر السهم بدلا من التدفق لاموال الشركات التي ترغب في زيادة الاستثمار وان زيادة الثروة من المستثمرين المحليين قد تزيد في الواقع الاستهلاك وبهذه الطريقة فان تدفق رأس المال يمكن ان يكون توجه نحو الاستهلاك وهذه الميزات السلبية للاستثمار الاجنبي غير المباشر يمكن تقليلها الى ضعيفة ، ان عادة ما يكون هناك جزء كبير من الاستثمار يأخذ شكل ارباح رأس المال بدلا من ان تكون عبء على الاجانب على المدى القصير وعلى المدى المتوسط .

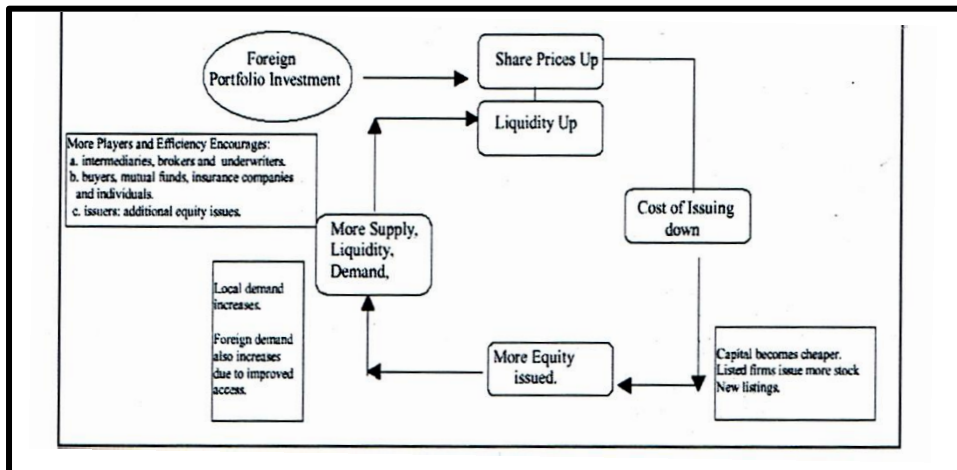
رابعا : اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر (FPI) على تطوير سوق الاسهم المحلية

(١٠٣) Parthapratimepal " foreign portfolio investment stock market and Economic Development A case study of India " Draft paper submitted for the Annual conference on Development and change mission : promoting Development in a Globalize world , Sao Paulo , Brazil , November ١٨-٢٠-٢٠٠٦ , p ٢-٥

يعمل الاستثمار الاجنبي غير المباشر على تطوير سوق الاسهم المحلية من خلال المنافسة مع المؤسسات المالية الاجنبية وهذه المنافسة تحتم استيراد التكنولوجيا المالية الاكثر تطوراً والتكيف مع التكنولوجيا في البيئة المحلية وزيادة الاستثمار في معالجة المعلومات والخدمات المالية وكانت النتائج مزيد من الكفاءة في تخصيص رأس المال وتقاسم المخاطر وان تقرير كفاءة رأس المال يجعل السوق المالية اكثر سيولة الامر الذي يؤدي الى انخفاض تكلفة رأس المال الاجنبي لان المحافظ الاجنبية تكون اكثر تنوعاً من الوطنية وهي بذلك تكون اكثر كفاءة في تقليل المخاطر الخاصة بكل بلد مما ادى الى انخفاض علاوة المخاطر . وان وجود سوق اسهم منظورة يؤثر على جانب الطلب ايضاً إذ يوفر للمستثمرين مجموعة واسعة من الاصول ودرجات متفاوتة من المخاطر والعائد والسيولة وهذه الزيادة في الاصول ووجود سوق للأوراق المالية توفر للمدخرين المزيد من السيولة والخيارات ومن ثم تحملها المزيد من المدخرات ادى الى زيادة المنافسة من المؤسسات المالية الاجنبية مما مهد الطريق ايضاً لسوق المشتقات كل هذا جاء وفقاً للاعتقاد السائد في تشجيع المدخرات في صكوك ذات الصلة بالأسهم يؤدي بدوره الى زيادة معدل الادخار المحلي ويحسن تكوين رأس المال ويوضح المخطط الآتي كيف تؤثر استثمارات المحافظ الاجنبية على الاقتصاد من خلال اسواق الاسهم .

شكل (٦)

مخطط توضيحي عن كيفية تشجيع رأس المال الأجنبي في السوق المالية الرئيسية والثانوية



Source : Adapted from " Investment funds in Emerging market" IFC lesson of Experiiece series July ١٩٩٦. International Finance corporation , washing

ويوضح الشكل اعلاه ان المحفظة الاستثمارية الاجنبية يمكن ان تؤثر على الاقتصاد من خلال تأثيره عن طريق سوق الاوراق المالية وكذلك يمكن ان يكون لاجمالي تدفق رأس المال الاجنبي تأثير مهم على الاقتصاد الكلي للبلد ويمكن ان يؤثر على سعر الصرف والاحتياطات الدولية والسياسية النقدية والادخار والسلوك الاستثماري للبلد بشكل كبير^(١٠٤) .

^(١) Parthapratimepal " foreign portfolio investment stock market and Economic Development A case study of India " O.P cit.P.٤-٥.

الفصل الثاني واقع سوق العراق للأوراق المالية

تمهيد .

يحاول هذا الفصل التعرف على واقع سوق العراق للأوراق المالية وأداء المؤشرات العامة للسوق من خلال توضيح أهم المؤشرات المالية في السوق وتحليلها فضلاً عن أهمية ومساهمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر في السوق ، وعلى هذا الأساس قسم هذا الفصل على ثلاثة مباحث :

المبحث الأول : سوق العراق للأوراق المالية (التأسيس والمفهوم والاهداف) .

المبحث الثاني : أداء المؤشرات العامة لسوق العراق للأوراق المالية .

المبحث الثالث : مساهمة الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تفضيل مؤشرات السوق

المبحث الأول

سوق العراق للأوراق المالية (التأسيس والمفهوم والأهداف) .

أولاً : تأسيس سوق العراق للأوراق المالية :

تأسس سوق العراق للأوراق المالية بموجب القانون المؤقت المرقم (٧٤) الذي اصدرته سلطة الائتلاف المؤقتة في ١٨ نيسان عام ٢٠٠٤ وبأشر نشاطه في اول جلسة تداول في ٢٤ حزيران ٢٠٠٤^(١٠٥) ، وقد جاء هذا القانون بهيكله جديدة لسوق المال ذات كيانين مستقلين هما :

١- الهيئة العامة للأوراق المالية .

٢- سوق العراق للأوراق المالية .

ويقوم سوق العراق على الأسس والاساليب والتعليمات نفسها التي كانت مستخدمة في سوق بغداد وبالكوادر نفسها بالاستناد على القانون الجديد (٧٤) وفق المادة(٦) الذي اعتمد اجازات الوطاء الصادرة في سوق بغداد للأوراق المالية وبلغ عدد الشركات ومكاتب الوساطة المالية (٥١) شركة ومكتب منها ٢٩ مصرفاً^(١٠٦) .

ثانياً : مفهوم سوق العراق للأوراق المالية :

((هو مؤسسة ذات نفع عام لا تستهدف الربح في اعمالها تمويل ذاتيا ويتولى ادارتها مجلس المحافظين الذي يمثل مختلف الشرائح الاقتصادية في البلد وتعتبر الاعمال التي يقوم بها السوق في علاقته مع غير التجارية فيما لا يتعارض مع احكام سوق العراق للأوراق المالية))^(١٠٧) .

ثالثاً : أهداف سوق العراق للأوراق المالية^(١٠٨) .

يهدف سوق العراق للأوراق المالية الى تحقيق الاهداف الآتية :

- ١- تنظيم وتدريب اعضائه والشركات المدرجة بطريقة تتناسب مع هدف حماية وتعزيز ثقة المستثمرين به.
- ٢- تعزيز مصالح المستثمرين بسوق حرة يوثق بها ، أمانة ، فعالة ، تنافسية وتتسم بالشفافية .
- ٣- تنظيم وتبسيط تعاملات الاوراق المالية بصورة عادلة وفعالة ومنظمة وبضمنها عمليات المقاصة والتسوية لهذه المعاملات .

(١) سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الثالث ، ٢٠٠٦ ، ص ٧.

(٢) سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الأول ، ٢٠٠٤ ، ص ٢.

(٣) نفس المصدر ، ص ٢.

(٤) سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الخامس ، مصدر سابق ، ٢٠٠٨ ، ص ٧-٨ .

- ٤- تنظيم تعاملات اعضائه بكل ما له صلة بشراء وبيع الاوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الاطراف ووسائل حماية مصالحهم المشروعة .
- ٥- تطوير سوق المال في العراق بما يخدم الاقتصاد الوطني ويساعد الشركات في بناء رؤوس الاموال اللازمة للاستثمار .
- ٦- توعية المستثمرين العراقيين والاجانب بشأن فرص الاستثمار في السوق .
- ٧- جمع وتحليل ونشر الاحصاءات والمعلومات الضرورية لتحقيق الاهداف المنصوص عليها في النظام.
- ٨- التواصل مع اسواق الاوراق المالية في العالم العربي والاسواق العالمية بهدف تطوير السوق.
- ٩- القيام بخدمات ونشاطات ضرورية اخرى لدعم اهدافه .

رابعاً : تنظيم سوق العراق للأوراق المالية (١٠٩) .

- ١- يكون المركز الرئيس للسوق في بغداد وله الحق في فتح فروع له في مدن عراقية اخرى .
- ٢- لن يكون السوق مسؤولاً عن أي التزامات تترتب او قد تترتب على سوق بغداد او الاوراق المالية.
- ٣- تكون مسؤولية السوق محدودة بالأصول المملوكة ولا تشمل الاصول المملوكة للأعضاء .
- ٤- للسوق شخصية معنوية مستقلة مالياً وادارياً عن الحكومة العراقية ولن تكون هناك سلطة اشرافية لمسجل الشركات في وزارة التجارة على السوق ولا يتطلب الأمر ان يسجل بالنسبة لتنظيم الرقابة مع ما ينسجم مع التعليمات اتجاء هيئة الاوراق المالية وله الحق في تملك الاموال المنقولة وغير المنقولة ومن ضمنها العقارات.
- ٥- للسوق الحق في رفع الدعاوى القضائية امام المحاكم او الهيئات التحقيقية او امام اي سلطة اخرى على ان يمثل بواسطة رئيس مجلس المحافظين او بواسطة شخص مخول من قبله .
- ٦- السوق مؤسسة منظمة تنظيمياً ذاتياً مستقلاً عن الحكومة ووزارة المالية لا تستهدف الغير بطريقة تجارية ولا تتناقض مع القانون المؤقت والدائم والنظام الداخلي والتعليمات الاخرى في السوق او الهيئات .

خامساً : الهيكل المؤسسي لسوق العراق

يتكون سوق العراق للأوراق المالية من ثلاث مؤسسات رئيسية هي (١١٠) :

أ- الهيئة العامة للأوراق المالية العراقية .

ب- بورصة الأوراق المالية

ت- مركز الإيداع العراقي

يقع على عاتق الهيئة العامة للأوراق المالية مسؤولية الاشراف ومراقبة وتنظيم السوق المالية كما تعمل على ضمان وتوفير الشفافية وحماية المستثمرين من خلال اشرافها على توفير المعلومات وضمان تدفقها للمستثمرين والتأكد من ان العمل في السوق يقوم على اسس سليمة بعيدة عن الاستغلال والمضاربات الوهمية ، اما بورصة الاوراق المالية فهي بمثابة السوق المنتظمة للأوراق المالية تمثل سوق العراق للأوراق المالية كياناً مستقلاً وكذلك يرتبط مركز الايداع العراقي مع سوق العراق للأوراق المالية حيث يقوم باستلام عقود التمويل المنفذة من قبل الوسطاء وادخالها الى قاعدة بيانات المركز أي انه مركز تسجيل عمليات نقل ملكية الاوراق المالية .

(١) شيماء فاضل محمد حسين الزبيدي ، كفاءة سوق العراق للأوراق المالية ، دراسة تطبيقية على اسهم الشركات القطاع

المصرفي ، رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد ،جامعة القادسية، ٢٠٠٨ ، ص

المبحث الثاني

أداء المؤشرات العامة لسوق العراق للأوراق المالية

أولاً : المؤشر العام للسوق (ISX)

يعتبر المؤشر العام لاسعار الاسهم ذا اهمية كبيرة لمختلف المهتمين بالأسواق المالية وذلك لأنه احد اهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون في اسواق الاوراق المالية وتحديد قراراتهم الاستثمارية فضلا عن استخدامه في التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للبلد فالأوضاع الاقتصادية تؤثر على ارباح الشركات وبما ان ربحية الشركة هي المحدد الرئيس للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره وهذا يعني ان الاوضاع الاقتصادية هي التي تؤثر في السعر الذي يباع به السهم في السوق^(١١١) ، ويطلق على المؤشر لقياس حركة التغيير في اسعار الاسهم المتداولة اسم (مؤشر سوق العراق للاوراق المالية) (stock price Index) *^(١١٢) :

أ- طريقة حساب المؤشر :

اعتمد السوق على طريقتين في احتساب المؤشر :

الطريقة الأولى : امتدت منذ التأسيس والى عام (٢٠١٣) استخدم فيها السوق طريقة حساب المؤشر بالاعتماد على عينة من الشركات المساهمة التي تتداول اسسها بانتظام وعددها (٤٠) شركة وتعتمد طريقة القياس على اساس ثابت هو اول جلسة في بداية العام لقياس قيمته وايضا على اساس متحرك يعتمد مقارنة قيمته في الجلسة الحالية بقيمته في الجلسة التي سبقتها^(١١٣) .

الطريقة الثانية : امتدت من ٢٠١٣ ولحد الان واعتمدت هذه الطريقة بعد اطلاق السوق المؤشر الجديد هو مؤشر ٣٧ ISX Price Index ويعتمد على قياس حركة التغيير في اسعار اسهم عينية من الشركات المساهمة التي تتداول اسهمها بانتظام وعددها ٣٧ شركة تمثل قطاعات السوق يتم تثبيت أوزان جلسة الأساس وقياسها على أنها ١٠٠% يجري بعدها قياس المؤشر في كل جلسة استنادا إلى مقارنة قيمته بتلك القيمة ومن ثم مقارنة قيمته في جلسة اليوم بقيمته في الجلسة التي بعدها لتحديد نسبته وقيمة التغيير بالنقاط^(١١٤) .

(١) شيماء فاضل الزبيدي ، مصدر سابق ، ص ٧٠

* هو أداة احصائية مهمة لقياس التغيرات والنقلات السعرية للاسهم ويعبر عنه بنسبة مئوية بين جلسيتين .

(٢) سوق العراق للاوراق المالية ، مؤشر سوق العراق للاوراق المالية ، قسم البحوث والدراسات ، العدد ١٨ ، ٢٠٠٦ ، ص ٤ .

(٣) سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي السابع ، ٢٠١٠ ، ص ١٠ .

(٤) سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي العاشر ، ٢٠١٣ ، ص ١١ .

وقد اعتمد سوق العراق طريقة جديدة في احتساب المؤشر العام لأسعار الأسهم بعد مباشرة السوق بالتداول الالكتروني في جلسة ٢٠٠٩/٩/٣ لإدراج ٩٠% من الشركات المساهمة في السوق وتداول معظمها بشكل منظم وقرر السوق ما يأتي^(١٥) :

- ١- احتساب نسبة جديدة تضم على الأقل ٤٠ شركة مستقرة في التداول .
- ٢- اختبار جلسة تكون فيها اسعار الاسهم مستقرة واعتبارها جلسة الأساس
- ٣- يتم قياس المؤشر وفقا لنسبة ١٠٠٠ وليست ١٠٠ حتى تصبح الاجزاء النقطة أهمية في التعبير عن قيمة المؤشر ويكون أي تغير في الاسعار واضح ومتحسس .
- ٤- حتى يتمكن السوق من اظهار المؤشرات القطاعية التي لم تظهر مع الشركة وعلى هذا الاساس تكون صيغة المؤشر كما يأتي :

$$\text{مؤشر السوق} = \frac{\text{مجموع الحالي (وزن الشركة * سعر التداول)}}{\text{مجموع الاساس (وزن الشركة * سعر التداول)}} * ١٠٠٠$$

أذن ان :

$$\text{وزن الشركة} = \frac{\text{رأس مال الشركة}}{\text{مجموع رؤوس أموال الشركات}} * ١٠٠٠$$

لكي يكون وزن الشركة اصغر رقم صحيح وكذلك يمكن ايجاد نسبة التغير في قيمة المؤشر من

خلال المعادلة الآتية :

$$\text{نسبة التغير \%} = \left[1 - \frac{\text{المؤشر العام الحالي}}{\text{المؤشر العام السابق}} \right] * ١٠٠$$

ب- أداء المؤشر العام للسوق (ISX)

يتضح من جدول (١) ان المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية اتسم بالتذبذب والتقلب خلال مدة الدراسة اذ بلغت قيمة المؤشر في عام (٢٠٠٤) (٦٦٩ ، ٦٤) نقطة وانخفضت هذه القيمة في عامي ٢٠٠٥ و ٢٠٠٦ لتصل الى (٤٥,٦٤٤) و (٢٥,٢٨٨) نقطة على التوالي وجاء هذا الانخفاض في قيمة المؤشر نتيجة لإنخفاض معظم المؤشرات القطاعية التي يتم احتسابها لقياس تغيرات اسعار الاسهم فضلاً عن تلاكأ عدد من الشركات المساهمة في ادائها وفي عام(٢٠٠٧) ارتفع مؤشر السوق ليصل الى (٣٤,٥٤) نقطة ونسبة تغير بلغت ٣٦,٧% وجاء هذا الارتفاع نتيجة تحسن الأوضاع الأمنية

(١) فوزي حسين صاحب محمد الطرقي ، تأثير السياسة النقدية على عوائد اسهم دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية للمدة من ٢٠٠٤- ٢٠١٤ ، رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة القادسية ، ٢٠١٠ ، ص ٨١.

وارتفاع معظم المؤشرات القطاعية وفي عام (٢٠٠٩) وبعد العمل بنظام التداول الالكتروني بدل التداول اليدوي شهد سوق العراق احتساب المؤشر إلكترونياً وبلغت قيمة المؤشر ١٠٠,٨٦ نقطة واستمر الارتفاع في قيمة المؤشر في السنوات ٢٠١٠-٢٠١١ إذ بلغت قيمة المؤشر (١٠٠,٩٨ - ١٣٦,٠٣) نقطة على التوالي وهذا الارتفاع يعكس تحسن نشاط السوق المالية وانخفضت قيمة المؤشر في عامي (٢٠١٢-٢٠١٣) وبلغت (١٢٥,٢) (١١٣,١٥) نقطة على التوالي، وشهد عام(٢٠١٣) انطلاق رقم قياس جديد تمثل بمؤشر السوق stock Price Index^{٣٧} وهو رقم قياسي مؤي يعتمد على قياس حركة التغير في اسعار اسهم عينة من الشركات المساهمة التي تتداول أسهمها بانتظام وعدد ٣٧ شركة تمثل قطاعات السوق يتم تثبيت اوزان جلسة الاساس وقياسها على انها ١٠٠% يجري بعدها قياس المؤشر في كل جلسة استنادا الى مقارنة قيمته في جلسة اليوم بقيمته في الجلسة التي بعدها لتحديد نسبة وقيمة التغير بالنقاط وتم اطلاق هذا المؤشر في شهر شباط (٢٠١٣) واعتمد على استبعاد الشركات المشطوبة وضعيفة التداول التي كانت في العينة السابقة وازافة شركة جديدة تمثل قطاع الاتصالات^(١١٦)، وانخفض مؤشر السوق بشكل ملحوظ في عام(٢٠١٤) إذ بلغت قيمته ٩٢ نقطة وجاء هذا الانخفاض نتيجة عدم استقرار الوضع الامني وانخفاض معظم المؤشرات القطاعية .

جدول (١) مؤشر اسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

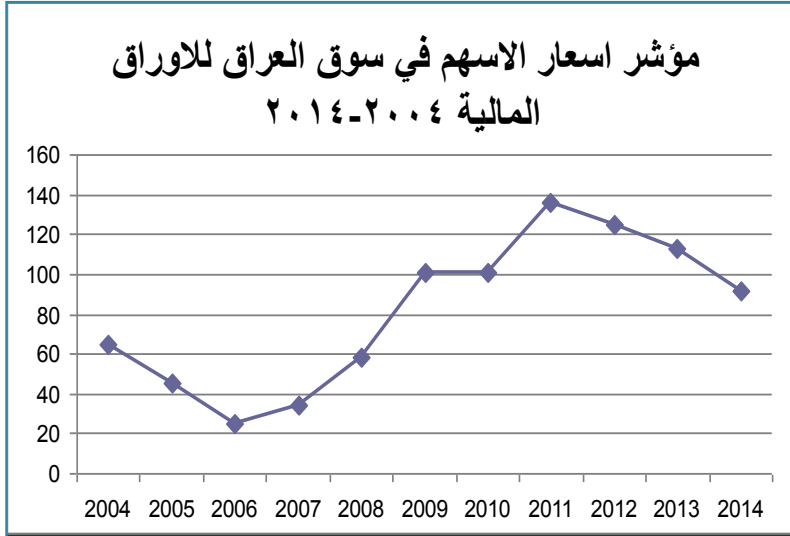
المدة	المؤشر العام لأسعار الأسهم	نسبة التغير%
٢٠٠٤	٦٤,٦٦٩	-
٢٠٠٥	٤٥,٦٤٤	-٢٩,٤١
٢٠٠٦	٢٥,٢٨٨	-٤٤,٥٩
٢٠٠٧	٣٤,٥٥	٣٦,٧٨
٢٠٠٨	٥٨,٣٦	٦٨,٧١
٢٠٠٩	١٠٠,٨٦	٧٢,٨٢
٢٠١٠	١٠٠,٩٨	٠,١٢
٢٠١١	١٣٦,٠٣	٣٤,٧٠
٢٠١٢	١٢٥,٠٢	-٨,٠٩
٢٠١٣	١١٣,١٥	-٩,٤٨
٢٠١٤	٩٢	-١٨,٦٩

المصدر : سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي لسنوات متفرقة

- نسبة التغير من أعداد الباحثة .

شكل رقم (٧)

المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠٠٤ - ٢٠١٤



المصدر : بالاعتماد على جدول رقم (١)

ويوضح جدول (٢) اداء مؤشر السوق لعام (٢٠١٤) حيث شهدت قيمة المؤشر تذبذباً واضحاً بين الارتفاع والانخفاض فبعد ان كانت قيمة المؤشر ١١٢,٥٦ نقطة في شهر كانون الثاني تراجعت هذه القيمة في شهر شباط لتصل الى (١٠٩,٣٧) نقطة ثم استمرت قيمة المؤشر بالتراجع حتى وصلت في شهر اذار ١٠٧,٣٦ نقطة واستمرت قيمة المؤشر بالتذبذب حتى وصلت ادنى مستوى لها في شهر كانون الاول وسجلت قيمة المؤشر انخفاضاً بلغت نسبته ١٥% مقارنة بشهر تشرين الثاني ويرجع هذا الانخفاض الكبير في قيمة مؤشر السوق الى تدهور الوضع الامني السياسي والاقتصادي متمثلاً بالاعتداءات الارهابية التي شهدتها البلد في هذا العام وتهديدها للأمن الوطني والقومي ونشاط التداول في السوق وعلى مجمل النشاط الاقتصادي الامر الذي انعكس بشكل واضح على تراجع المؤشرات في نهاية الفصل الثاني والثالث فضلاً عن تراجع اسعار النفط عالمياً في نهاية الفصل الرابع من عام ٢٠١٤^(١٧).

(١) سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي ودليل الشركات لعام ٢٠١٤ ، ص ١٧.

جدول (٢) مؤشر اسعار الاسهم لسوق العراق للاوراق المالية لعام ٢٠١٤ (بيانات شهرية)

الشهر	مؤشر اسعار الاسهم	نسبة التغير * %
كانون الثاني	١١٢,٥٦	-
شباط	١٠٩,٣٧	-٢,٨٣
اذار	١٠٧,٣٦	-١,٨٣
نيسان	١١٠,٥٨	٢,٩٩
ايار	١١٠,٨٨	٠,٢٧
حزيران	٩٥,٤٨	-١٣,٨٨
تموز	٩٣,٦٦	-١,٩٠
أب	١٠٠,١٤	٦,٩١
ايلول	١٠٠,٢٠	٠,٠٥
تشرين الاول	٩٩,٩١	-٠,٢٨
تشرين الثاني	١٠٧,٩٣	٨,٠٢
كانون الاول	٩٢,٠٠	-١٤,٧٥

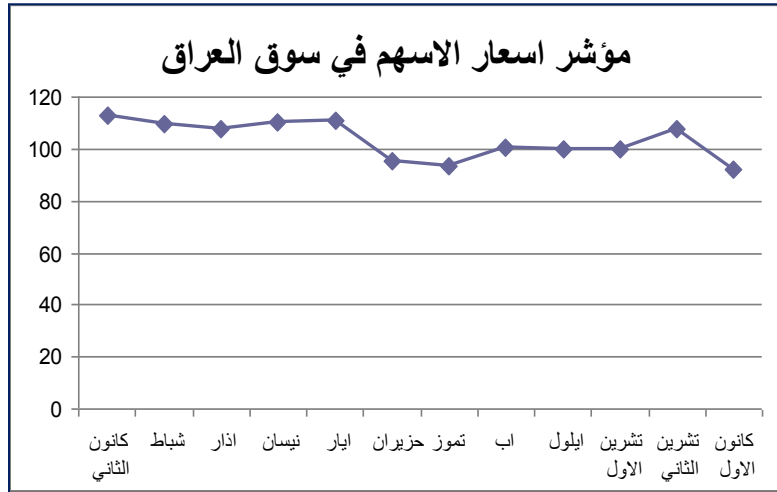
التغير بين نهاية العام وبداية العام ١٨,٢٦% -

المصدر : سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي ، ٢٠١٤

* نسبة التغير من اعداد الباحثة

شكل رقم (٨)

المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية بيانات شهرية لعام ٢٠١٤



المصدر : بالاعتماد على جدول رقم (٢)

ثانياً : حجم التداول (Trading Valuem).

يقصد بحجم التداول قيمة الاسهم المتداولة في قاعة السوق ويساوي عدد الاسهم المتداولة مضروبة بأسعارها خلال فترة زمنية معينة^(١١٨) ، ويلاحظ من جدول (٣) ان حجم التداول بلغ (١٢٧٩٥٠) مليون دينار عراقي في عام ٢٠٠٤ وارتفع الى (٣٦٦٨٠٩) مليون دينار في عام ٢٠٠٥ وبنسبة تغير بلغت ١٨٦٪. ويعود هذا الارتفاع الى التطورات في البيئة الاقتصادية في العراق ومنها اصدار قانون الاستثمار في النصف الاول من عام ٢٠٠٥ والذي هدف الى تشجيع الاستثمار من خلال جذب رؤوس الاموال الاجنبية والمحلية من خلال التسهيلات التي وفرتها الحكومة والاعفاءات الضريبية ومختلف التسهيلات التي ساعدت على تشجيع الشركات الاجنبية للاستثمار في العراق وشهد عام ٢٠٠٦ انخفاضاً في حجم التداول بلغت نسبة ٥٩,٩ % مقارنة بالعام السابق ويعود هذا التراجع الى اسباب سياسية تتعلق بعدم الاستقرار الامني فضلاً عن اسباب اقتصادية ممثلة بزيادة معدلات البطالة والتضخم اذ بلغ معدل التضخم (٥٣,٢ %) في العام نفسه^(١١٩) ، وعاود حجم التداول الارتفاع في عام ٢٠٠٧ وبلغت قيمته (٤٢٧٣٦٧) مليون دينار عراقي وبنسبة تغير بلغت ١٩٠,٩٤ % وجاء هذا الارتفاع نتيجة تحسين الوضع الامني فضلاً عن تطبيق قانون الاستثمار بعد اقراره وبلغ حجم التداول في عام ٢٠٠٨ (٣٠١٣٥٠) مليون عراقي ونسبة انخفاض بلغت ٢٩ % وجاء هذا التراجع في حجم التداول نتيجة تدهور الوضع الاقتصادي العالمي اثر حدوث الازمة العالمية والتي اثرت بشكل كبير على حجم الاستثمارات في السوق وبعد انطلاق نظام التداول الالكتروني في عام ٢٠٠٩ ارتفع حجم التداول وبلغ (٤١١٩٢٨) مليون دينار عراقي وبنسبة تغير بلغت ٣٦,٦ % وشهد حجم التداول في عام (٢٠١٢) انخفاضا مقداره (٥,٠٣ %) ، وبلغ حجم التداول في عام ٢٠١٣ (٢٨٤٠٢٢٠) مليون دينار عراقي وبنسبة تغير بلغت ٢١٧,٧٦ % وهو اعلى معدل يصل اليه السوق ويعود سبب هذا الارتفاع الى ادراج شركات قطاع جديد متمثل بقطاع الاتصالات فضلاً عن انطلاق رقم قياسي جديد الذي استبعد الشركات الضعيفة والمشطوبة من التداول وفي عام ٢٠١٤ بلغ حجم التداول (٨٩٨٣١٥) مليون دينار وبنسبة تغير بلغت (٦٨,٣٧-) وجاء هذا الانخفاض نتيجة تدهور الوضع الامني والاقتصادي في البلد .

جدول (٣) حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المدة	حجم التداول (مليون) د.ع	نسبة التغير* %
٢٠٠٤	١٢٧٩٥٠	-
٢٠٠٥	٣٦٦٨٠٩	١٨٦,٧
٢٠٠٦	١٤٦٨٩١	- ٥٩,٩
٢٠٠٧	٤٢٧٣٦٧	١٩٠,٩٤

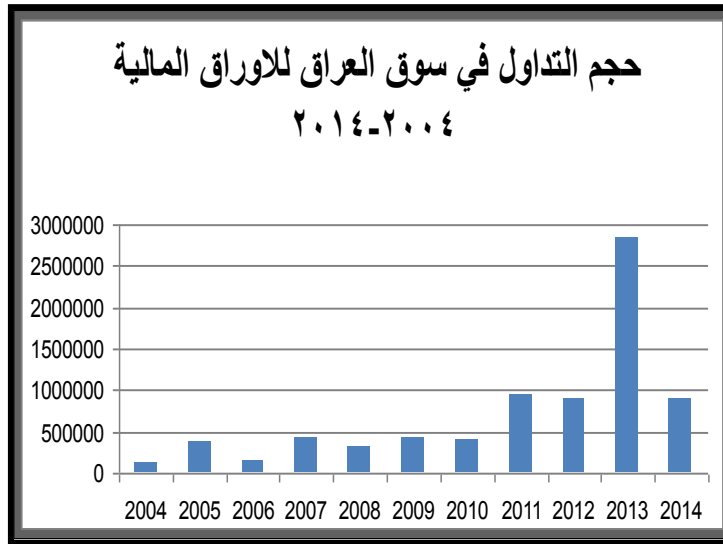
(١) سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير الشهري التاسع ، ايلول ، ٢٠٠٥ ، ص ٣ .
(٢) وزارة التخطيط والتعاون الانمائي ، الجهاز المركزي للحصاء وتكنولوجيا المعلومات .

٢٠٠٨	٣٠١٣٥٠	- ٢٩,٥
٢٠٠٩	٤١١٩٢٨	٣٦,٦٩
٢٠١٠	٤٠٠٣٥٩	- ٢,٨
٢٠١١	٩٤١١٩٨	١٣٥,٠٨
٢٠١٢	٨٩٣٨٢٥	- ٥,٠٣
٢٠١٣	٢٨٤٠٢٢٠	٢١٧,٧٦
٢٠١٤	٨٩٨٣١٥	- ٦٨,٣٧

المصدر : سوق العراق للاوراق المالية ، التقارير السنوية (٢٠١٤ - ٢٠٠٤)

* نسبة التغير من اعداد الباحثة .

شكل رقم (٩) حجم التداول في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠٠٤ - ٢٠١٤



المصدر : بالاعتماد على الجدول رقم (٣)

وعلى المستوى القطاعي نلاحظ من جدول (٤) ان قطاع المصارف يحتل المرتبة الأولى من حيث حجم التداول ونسبة بلغت ٧١% في عام ٢٠٠٤ ويليه قطاع الصناعة بنسبة ١٣,٦% والفنادق بنسبة ١٢,٥% والخدمات بنسبة ١,٥% اما قطاع الاستثمار والتأمين والزراعة فقد حققت نسبة (٠,٣) (٠,٢) و (٠,١) على التوالي وعلى الرغم من الزيادة الحاصلة في حجم التداول خلال مدة الدراسة وان كانت بشكل طفيف ومتذبذب ولكن حافظ قطاع المصارف على اعلى نسبة بينما حققت القطاعات الاخرى ارتفاعات بسيطة وبعد ادراج قطاع الاتصالات في عام ٢٠١٣ حققت اعلى نسبة بين القطاعات الاقتصادية الاخرى وبلغت نسبته ٦١,٧% ويأتي بعده قطاع المصارف بنسبة ٣٣,٦% وعاود قطاع المصارف الارتفاع في عام ٢٠١٤ وبلغت نسبته ٨٥% وبلغ حجم التداول للمستثمرين غير العراقيين في هذا العام ١١٢٥٤٨ مليون دينار مقسم قطاعياً على ٦٧ شركة متداولة محققاً انخفاضاً مقداره ٩٠%

عن عام ٢٠١٣ الذي شهد حجم تداولٍ مقداره ١١٤٩٨٠٨ مليون دينار عراقي موزعة قطاعياً على ٦٦ شركة متداولة في السوق (١٢٠)

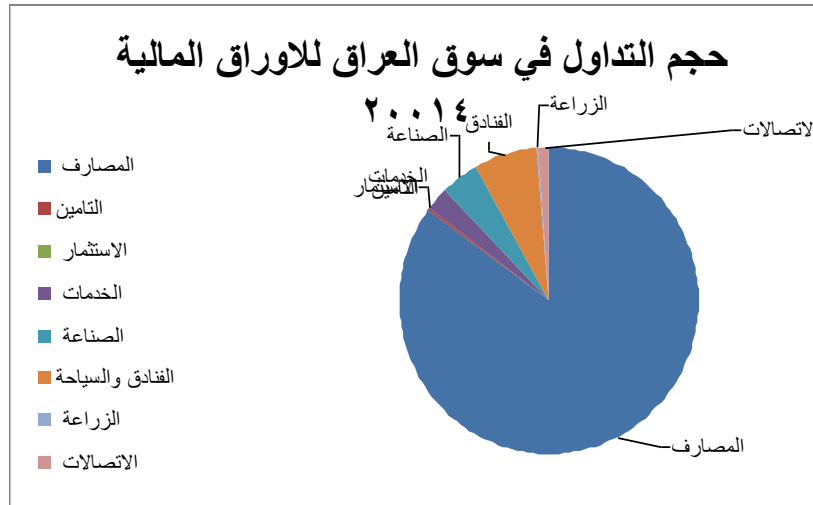
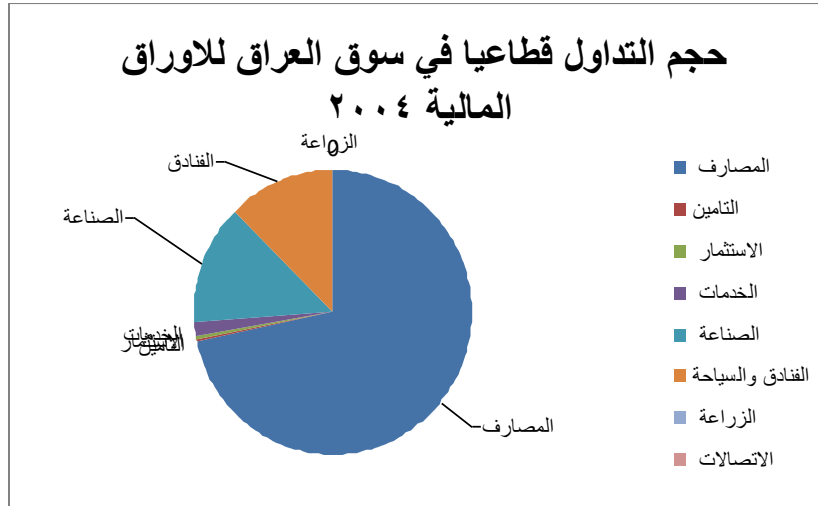
جدول رقم (٤) حجم التداول قطاعياً في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المجموع	قطاع الاتصالات	قطاع الزراعة	قطاع الفنادق السياحية	قطاع الصناعة	قطاع الخدمات	قطاع الاستثمار	قطاع التأمين	قطاع المصارف	القطاعات السنوات
١٢٧,٩٤٥	-	١٧٩	١٦,٢٥	١٧٣٧٩	١٩٠٢	٣٨٤	١٩٤	٩١,٨٧٢	٢٠٠٤
١٠٠	-	٠,١	١٢,٥	١٣,٦	١,٥	٠,٣	٠,٢	٧١,٨	الاهمية النسبية %
٣٦٦,٨٠٩	-	٦١٢	٨٩٦٨	٦١,٢٢١٠	١٤,٥٥١	١,٣٦٨	٣٧٣	٢٧٩,٦٩٦	٢٠٠٥
١٠٠	-	٠,٢	٢,٢	١٦,٧	٣,٩٦	٠,٤	٠,١	٧٦,٣	الاهمية النسبية %
١٤٦٨٩١	-	٦٩٧	٣٣٠٤	١٨١٩١	٥٩٦٨	٢٢٢٠	٥٢٣	١١٥٩٨٨	٢٠٠٦
١٠٠	-	٠,٥	٢,٢	١٢,٤	٤,١	١,٥	٠,٤	٧٩	الاهمية النسبية %
٤٢٧٣٦٧٠,٥	-	٦١٩	٤٩٤٩,٤	٩٧٧٤	٣٣٦٠,٦	١٢٨٥,٤	٢٠٣,٧	٤٠٧١٧٥,٤	٢٠٠٧
١٠٠	-	٠,١	١,٢	٢,٣	٠,٨	٠,٣	٠,٠٥	٩٥,٣	الاهمية النسبية %
٣٠١٣٥٠,٣	-	٥٤٠,٧	١٣٦٦٩,٣	١٦١٤٧,٣	٢٦٨٣,٨	٦٥١,٣	٥٠٣,٨	٢٦٧١٥٦,١	٢٠٠٨
١٠٠	-	٠,٢	٤,٥	٥,٤	٠,٩	٠,٢	٠,٢	٨٨,٧	الاهمية النسبية %
٤١١٩٢٨٤	-	١٠٩٣,٠	٤٢٦٣٥,١	٢٩٩٣٤,٤	١٤٥٤٣,٧	٣٤٦١,٨	١٠٢٥,٥	٣١٩,٢٣٥,٤	٢٠٠٩
١٠٠	-	٠,٣	١٠,٤	٧,٣	٣,٥	٠,٨	٠,٢	٧٧,٥	الاهمية النسبية %
٤٠٠٣٥٩٩	-	١١٥٨,١	٥٠٢١٧,٨	٦٥٥٣٠,٦	٢٠٦٠٦,٥	١١٤١,٦	٢٢٩٣,٥	٢٥٩٤١,٨	٢٠١٠
١٠٠	-	٠,٣	١٢,٥	١٦,٤	٥,١	٠,٣	٠,٦	٦٤,٨	الاهمية النسبية %
٩٤١١٩٨,١	-	٧٠٣٣,١	٤٢٢٦٠,٥	١٢٦٢٢,١	٤٨٩٤٦,٥	٣١٤٩,٩	٧٨٣٠,١	٧٠٥٤٥٥٩	٢٠١١
١٠٠	-	٠,٧	٤,٥	١٣,٤	٥,٢	٠,٣	٠,٨	٧٥	الاهمية النسبية %
٨٩٣٨٢٥,٣	-	٦٢٤٧٣,٦	٢٩٢٥٤,٠	٩٤٧٢٦,٩	٢٧٠٦٥,١	٩٤٢,٠	٢٠٣١,٣	٦٧٧٣٣٢,٤	٢٠١٢
١٠٠	-	٧,٠	٣,٣	١٠,٦	٣,٠	٠,١	٠,٢	٧٥,٨	الاهمية النسبية %
٢٨٤٠٢٢٠,٣	١٧٥٢ ٦٥٦	١٠٠٥٣,٤	٢٥٠٠٥,٢	٧٠٠٣٥,٤	٢٥٩٨٠,٠	١٥٤٨,٧	١١٥٧,٨	٩٥٣٨٧٤,٣	٢٠١٣
١٠٠	٦١,٧	٠,٤	٠,٩	٢,٥	٠,٩	٠,١	٠,٠٤	٣٣,٦	الاهمية النسبية %
٨٩٨٣١٣,٠	١٠٩٧ ١,٢	٣٠٨٨,٠	٥٩٩٨,٢	٣٧٩١٦,٥	٢١٥٠٣,٥	١٧,٦	٢٢١٨,٣	٧٦٣٥٨٢,٧	٢٠١٤
١٠٠	١,٢	٠,٣	٦,٦	٤,٢	٢,٤	٠,٠٠٢	٠,٢	٨٥,٠	الاهمية النسبية %

(١) سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي العاشر ، ٢٠١٣ و ٢٠١٤ .

المصدر : بالاعتماد على بيانات سوق العراق للاوراق المالية لسنوات متفرقة .

شكل (١٠) حجم التداول قطاعياً في سوق العراق للأوراق المالية



المصدر : بالاعتماد على بيانات جدول رقم (٤)

ثالثاً : القيمة السوقية (Market Value)

يقصد بالقيمة السوقية (رسملة السوق) وهي عبارة عن مجموع الاسهم المدرجة في السوق مضروبة بالمتوسط اسعارها في نهاية المدة ويشير ايضا الى اجمالي قيمة الاوراق المدرجة في السوق^(١٢١)

ويستخدم هذا المؤشر من قبل العديد من المراقبين للسوق المالية بوصفه مؤشراً لتطور نشاط السوق فكلما ارتفعت القيمة السوقية دل ذلك على ارتفاع مستوى النشاط الاقتصادي سواء من حيث زيادة عدد الاسهم او زيادة عدد الشركات المدرجة فيها او من حيث ارتفاع اسعار السوق الذي يكون انعكاساً لاتساع حجم المعاملات المالية في السوق او الاثنين معاً .

ويتضح من بيانات جدول (٥) الذي يوضح القيمة السوقية لسوق العراق للاوراق المالية ارتفاع القيمة السوقية من (١٧١٥٣٠٣) مليون دينار في عام ٢٠٠٤ الى (٣١٦٠١٠٤) مليون دينار في عام ٢٠٠٥ وبنسبة زيادة مقدارها ٨٤ % ويرجع سبب هذه الزيادة نتيجة قيام الحكومة العراقية باصدار مجموعة من القوانين والتشريعات الاقتصادية والمالية التي تهدف الى خلق ويجاد البيئة الملائمة لتطوير الاقتصاد الوطني فضلاً عن ارتفاع اسعار الاسهم وخاصة بعد قيام الشركات برسملة ارباحها وزيادة رؤوس اموالها وفي عام ٢٠٠٦ انخفضت القيمة السوقية للاسهم وبلغت نسبة الانخفاض ٣٨% مقارنة بعام ٢٠٠٥ نتيجة سوء الاوضاع الامنية وانخفاض الاستثمار نتيجة هجرة رؤوس الاموال والخبرات الى الخارج اما عام ٢٠٠٧ فقد ارتفعت القيمة السوقية بنسبة ٩,٢ % حيث بلغت قيمتها (٢١٢٨٨٦٨) مليون دينار ويرجع سبب الارتفاع الى اقرار قانون الاستثمار وزيادة رؤوس الاموال المستثمرة الاجنبية في السوق اما الاعوام من (٢٠٠٨ - ٢٠١٣) فقد شهدت ارتفاعاً ملحوظاً في القيمة السوقية وبنسب متفاوتة وبلغت نسبة الارتفاع ما بين (٧,٢) و (١٠٥,٠) ويعود سبب الارتفاع الى عوامل عديدة منها تحسن الاوضاع الامنية وتطبيق قانون الاستثمار فضلاً عن تنفيذ نظام التداول الالكتروني في عام ٢٠٠٩ وازدحام قطاع جديد في التداول متمثلاً بقطاع الاتصالات في عام ٢٠١٣ كل هذه الاسباب ادت الى زيادة القيمة السوقية وقد شهد عام ٢٠١٤ انخفاضاً كبيراً في القيمة السوقية حيث بلغت القيمة السوقية ٩٥٢٦٦٢٦ مليون دينار وهو ما يعادل ٧,٩ مليار دولار وبلغت نسبة الانخفاض بحدود ١٦% ويعود هذا الانخفاض الى الظروف والاوضاع الاقتصادية والسياسية غير المستقرة في البلاد .

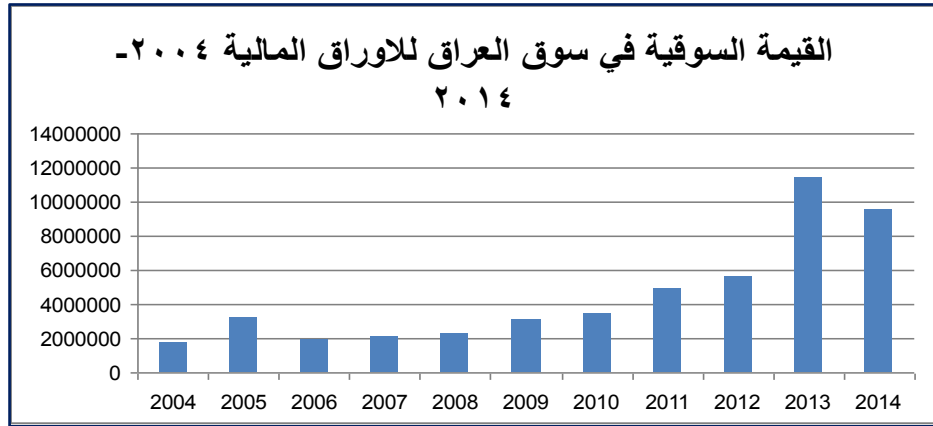
(١) د. عماد محمد العاني ، مصدر سابق ، ص ٦٠ .

جدول (٥) القيمة السوقية في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المدة	القيمة السوقية مليون(د.ع)	نسبة التغير * %
٢٠٠٤	١٧١٥٥٠٣	-
٢٠٠٥	٣١٦٠١٠٤	٨٤,٢
٢٠٠٦	١٩٤٨٥٤٨	- ٣٨,٣
٢٠٠٧	٢١٢٨٨٦٨	٩,٢٥
٢٠٠٨	٢٢٨٢٩٨٣	٧,٢
٢٠٠٩	٣١٢٥٩٢١	٣٦,٨
٢٠١٠	٣٤٤٦٧١٣	١٠,٣
٢٠١١	٤٩٣٠٢٣٢	٤٣,٠٤
٢٠١٢	٥٥٩٧٣٦٣	١٣,٥
٢٠١٣	١١٤٥١٣٦٨	١٠٥,٠
٢٠١٤	٩٥٢٠٦٢٦	- ١٦,٨

المصدر : سوق العراق للاوراق المالية ، التقارير السنوية (٢٠١٤ - ٢٠٠٤)
* نسبة التغير من اعداد الباحثة .

شكل رقم(١١) القيمة السوقية في سوق العراق للاوراق المالية ٢٠٠٤ - ٢٠١٤



المصدر : بالاعتماد على جدول رقم (٥)

ويعكس جدول (٦) توزيع القيمة السوقية قطاعيا خلال مدة الدراسة إذ ان القطاع المصرفي والقطاع الصناعي يشكلان النسبة الاكبر من اجمالي القيمة السوقية في سوق العراق للاوراق المالية فبلغت نسبتها (٣٦,٥) % (٤٢,٤) % في عام ٢٠٠٤ بينما شكلت القطاعات الاخرى نسبة ١٨,٣ % لقطاع السياحة والفنادق ١,٧ % لقطاع الخدمات وقطاع الزراعة نسبة ٠,٦ % ونسبة ٠,٢ % لكل من قطاع التأمين والاستثمار وقد ازادت الاهمية النسبية لهذه القطاعات في السنوات اللاحقة فقد شهدت معظم القطاعات تذبذباً وارتفاعاً وانخفاضاً ودرجات متفاوتة وارتفعت نسبة القطاع المصرفي بشكل كبير وملحوظ في عام ٢٠١٠ لتبلغ ٦٩,٩ % وانخفضت نسبة قطاع الصناعة الى ١٠,٩ % وشهد عام ٢٠١٣

ارتفاع القيمة السوقية لقطاع الاتصالات بعد ادراج اسهم شركة اسياسيل وبلغت نسبة ٤٣,٥ % وجاء بعد قطاع المصارف الذي احتل المرتبة الاولى وبنسبة ٤٥,٦ % اما في عام ٢٠١٤ فقد حقق قطاع المصارف اهمية كبرى وبنسبة بلغت (٥٠,٣) % من اجمالي القيمة السوقية لسوق العراق للاوراق المالية وحقت القطاعات الاخرى نسبة (٣٦,٨ %) لقطاع الاتصالات و ٥,٣ قطاع الفنادق والسياحة و (٤,٩ %) لقطاع الصناعة و (١,٦ %) لقطاع الخدمات و (٠,٨ %) و (٠,٣ %) و (٠,١ %) على التوالي لكل من قطاع لزراعة والاستثمار والتأمين .

جدول رقم(٦) القيمة السوقية لسوق العراق للاوراق المالية مقسمة قطاعيا

للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المجموع	قطاع الاتصالات	قطاع الزراعة	قطاع الفنادق السياحية	قطاع الصناعة	قطاع الخدمات	قطاع الاستثمار	قطاع التأمين	قطاع المصارف	القطاعات المدة
١٧١٥	-	٩,٨٧٧	٦١٤	٧٢٧	٢٩,٠٧٦	٣,٢٥٥	٣,٥٥	٦٢٧	٢٠٠٤
١٠٠	-	٠,٦	١٨,٣	٤٢,٤	١,٧	٠,٣	٠,٢	٦٣,٥	الاهمية النسبية %
٣١٦٠	-	٢٢,٤٥٢	٢٣٤,١١	٣٧٦,٣١	٢٥,٤٥٣	١٤,٩٥	٧,٢٥	٢٤٥٢	٢٠٠٥
١٠٠	-	٠,٧	٧,٤	١١,٩	١,٧	٠,٥	٠,٢	٧٧,٦	الاهمية النسبية
١٩٤٩	-	١٩,٤٢	٢١١,٦٠٩	٢٠٧,٣٤٤	٣٩,٦٣٧	١٣,٩٠٥	٦١٠٥	١٤٥٠	٢٠٠٦
١٠٠	-	٠,٩٩	١٠,٩	١٠,٦	٢,٠٣	٠,٧	٠,٣	٧٤,٤	الاهمية النسبية %
٢١٢٩	-	١٩,٠٤٤	١٨٧,٠٢٨	٢٣٢,٥١٨	٤٩,٣٨١	١٢,٢٥	٦,٨	١٦٢١	٢٠٠٧
١٠٠	-	٠,٩	٨,٨	١٠,٩	٢,٣	٠,٦	٠,٣	٧٦,١	الاهمية النسبية %
٢٢٨٣	-	١٦,٧٦٥	٢١٩,٨٠٨	٢٥٣,٤٨٣	٥٠,١٢٨	١٢,٥	٧,٩٨٥	١٧٢٢	٢٠٠٨
١٠٠	-	٠,٧	٩,٦	١١,١	٢,٢	٠,٥	٠,٣	٧٥,٤	الاهمية النسبية %
٣١٢,٥	-	١٩,٤٢	٢١١	٢٠٧,٣٤	٣٩,٦٣٧	١٣,٩٠٥	٩,٤٣٦	٢٢٦٥	٢٠٠٩
١٠٠	-	٠,٦	٦,٨	٦,٧	١,٣	٠,٤	٠,٣	٧٢,٥	الاهمية النسبية %
٣٤٤٦	-	٣٥,٠٩٥	٤٥٥	٣٧٨	١٤١	١٠,٩٧	١٦,٣١٤	٢٤٠٨	٢٠١٠
١٠٠	-	١,٠١	١٣,٢	١٠,٩	٤,١	٠,٣	٠,٥	٦٩,٩	الاهمية النسبية %
٤٩٣٠	-	٥٤,٨٩٥	٤١٣	٤٥٠	١٦٨	١٣,٤٤٩	١٧,٤٣١	٣٨١١	٢٠١١
١٠٠	-	١,١	٨,٤	٩,١	٣,٤	٠,٣	٠,٣	٧٧,٣	الاهمية النسبية %
٥٥٩٧	-	٦١,٨٠٧	٣٩٠	٣٩٢	١٦٣	٩,٨٠٧	١٤,٧١٧	٧٢٩٣	٢٠١٢
١٠٠	-	١,١	٦,٩	٧,٠٠٣	٢,٩	٠,٢	٠,٣	٧٦,٧	الاهمية النسبية %
١١٤٧٦	٤٩٩٥	٧٩,٤٢٢	٤٢٧	٥٥٨	١٤٤	٤,١٥٠	١٣,٧٧٣	٥٢٢٨	٢٠١٣
١٠٠	٤٣,٥	٠,٧	٣,٧	٤,٩	١,٣	٠,٠٣	٠,١	٤٥,٦	الاهمية النسبية %
٩٥٤٦	٣٥١٠	٧٦,٧٥٥	٥٠٢	٤٦٥	١٤٨	٣,١٨٥	١٣,٥٥٤	٤٨٠١	٢٠١٤
١٠٠	٣٦,٨	٠,٠٨	٥,٣	٤,٩	١,٦	٠,٠٣	٠,١	٥٠,٣	الاهمية النسبية %

المصدر : بالاعتماد على بيانات سوق العراق للاوراق المالية لسنوات متفرقة

رابعاً : عدد الشركات :

ويقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية والتي يتم تداول اوراقها المالية في البورصة (السوق المنظمة) ويستخدم مؤشر عدد الشركات للدلالة على حجم السوق وغالبا ما تشير الزيادة في عدد الشركات الى تطور سوق الاوراق المالية غير ان هذا المؤشر يفقد دلالاته اذا لم يستخدم معه مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية كبيرا ولكن اجمالي القيمة السوقية لاسهم تلك الشركات يكون صغيرا^(١٢٢) .

وبلاحظ من بيانات جدول رقم (٧) تطور عدد الشركات في سوق العراق للاوراق المالية خلال مدة الدراسة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) حيث نلاحظ وجود تطور ايجابي في عدد الشركات المدرجة في السوق فبعد ان كان عدد الشركات المدرجة في السوق (٨٠ شركة) في عام ٢٠٠٤ ارتفع هذا العدد ليصل الى ٨٥ شركة في عام ٢٠٠٥ واستمر هذا الارتفاع في عدد الشركات ليصل في عام ٢٠٠٦ الى (٩٤ شركة) وبنسبة زيادة مقدارها (١,٠٧ %) مقارنة بعام ٢٠٠٧ ويعود سبب هذا الارتفاع الى تطبيق قانون الاستثمار الذي ادى الى جذب الاستثمارات الاجنبية وكذلك تطبيق نموذج الخاص بالمستثمرين للحصول على رقم الاستثمار الخاص (Investor Number) لغرض بناء قاعدة بيانات للمستثمرين وتحميلها على الانشطة الالكترونية فضلاً عن تحسن الوضع الامني والاستقرار السياسي في العراق ثم انخفاض عدد الشركات في السنوات اللاحقة (٢٠٠٨ - ٢٠١٠) بسبب تداعيات الازمة العالمية في عام ٢٠٠٨ التي استمرت اثارها حتى عام ٢٠٠٩ والتي ادت الى نقص السيولة والثقة وبنسبة انخفاض بلغت (٣,٢ %) مقارنة بالعام السابق اما عام ٢٠١٠ قد بلغت نسبة الانخفاض ٦,٦ % ويعود سبب هذا الانخفاض الى الاضطرابات السياسية التي حدثت جراء الانتخابات الديمقراطية والتي استمرت حتى النصف الثاني من العام وكذلك الحال بالنسبة للشركات المتداولة حيث بلغ عددها ٨٣ شركة وبنسبة انخفاض بلغت (٦,٧ %) واستمر هذا الانخفاض للشركات حتى عام ٢٠١٤ حيث بلغت ٨٣ شركة مدرجة وبلغت الشركات المتداولة ٧٨ شركة متداولة ويعود سبب الانخفاض الى الظروف الامنية والسياسية والاقتصادية غير المستقرة في البلد .

وقسمت الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية على (٧) قطاعات مختلفة هي^(١٢٣) :

- ١- القطاع المصرفي .
- ٢- شركات قطاع التأمين .

(١) عاطف وليم اندرواس ، مصدر سابق ، ص ٩٥ .

(٢) سوق العراق للأوراق المالية ، دليل الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ، ٢٠٠٦ ، ص ١ .

- ٣- شركات قطاع الخدمات .
٤- شركات قطاع الاستثمار
٥- شركات قطاع الصناعة
٦- شركات قطاع الفنادق والسياحة
٧- شركات قطاع الزراعة

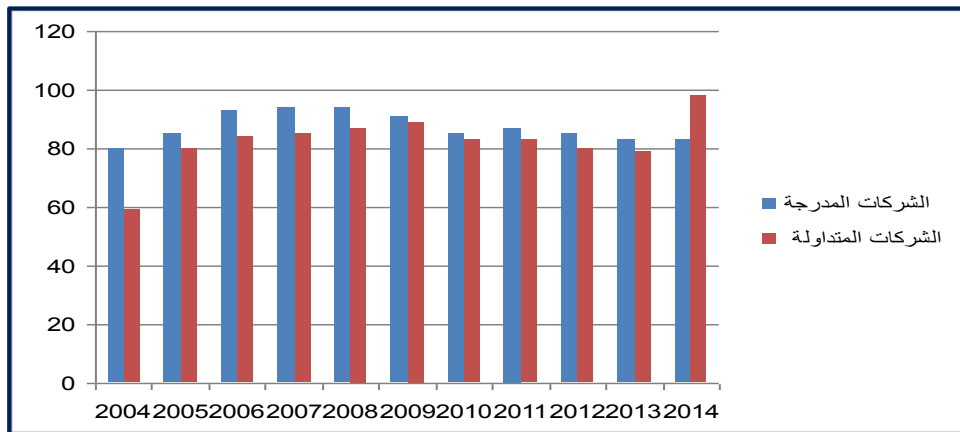
جدول (٧) تطور عدد الشركات (المدرجة والمتداولة) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المدة	الشركات المدرجة	نسبة التغير %	الشركات المتداولة	نسبة التغير %	نسبة المتداولة /المدرجة
٢٠٠٤	٨٠	-	٥٩	-	٧٣,٧٥
٢٠٠٥	٨٥	٦,٢٥	٨٠	٣٥,٦	٩٤,١
٢٠٠٦	٩٣	٩,٤	٨٤	٥	٩٠,٣٢
٢٠٠٧	٩٤	١,٠٧	٨٥	١,٢	٩٠,٤٢
٢٠٠٨	٩٤	-	٨٧	٢,٤	٩٢,٥
٢٠٠٩	٩١	-٣,٢	٨٩	٢,٣	٩٧,٨
٢٠١٠	٨٥	-٦,٦	٨٣	-٦,٧	٩٧,٦
٢٠١١	٨٧	٢,٣	٨٣	-	٩٥,٤
٢٠١٢	٨٥	-٢,٣	٨٠	-٣,٦	٩٤,١
٢٠١٣	٨٣	-٢,٤	٧٩	-١,٢٥	٩٥,١
٢٠١٤	٨٣	-	٧٨	-١,٣	٩٣,٩

المصدر : بالاعتماد على بيانات وتقارير سوق العراق للاوراق المالية لسنوات متفرقة

* نسبة التغير من اعداد الباحثة .

شكل (١٢) عدد الشركات المدرجة والمتداولة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)



المصدر : بالاعتماد على جدول رقم (٧)

ويعكس جدول (٨) عدد الشركات حسب التوزيع القطاعي حيث نلاحظ ان شركات قطاع الصناعة تأتي في المرتبة الاولى اذ بلغت عدد الشركات (٢٩) شركة بنسبة (٣٦,٣ %) في عام ٢٠٠٤ ثم يأتي بعده قطاع المصارف بنسبة (١٧,٥ %) وقطاع الخدمات بنسبة (١٥%) وقطاع الزراعة بنسبة (١٣,٧٥ %) وقطاع الفنادق والسياحة بنسبة (٨,٧٥ %) وقطاع الاستثمار بنسبة ٥% واخيرا قطاع التأمين (٣,٧٥ %) وبالرغم من ان القطاع الصناعي احتل المرتبة الاولى خلال مدة الدراسة الا ان هذه النسبة انخفضت تدريجيا حيث بلغت في عام ٢٠٠٧ (٣٠,٨%) والحال نفسه ينطبق على القطاعات الاخرى ما عدا القطاع المصرفي الذي ارتفعت نسبته في عام ٢٠٠٧ الى (٢٠,٢%) ويرجع سبب الزيادة الى ان معظم شركات القطاع الصناعي والقطاعات الاخرى تعرضت خلال الحرب وبعدها الى عمليات تخريب وهذا لم يحدث مع شركات القطاع المصرفي فضلا عن عدم قدرة السلع ومنتجات القطاع الصناعي على منافسة المنتجات الاجنبية التي كانت تتميز بانخفاض اسعارها علماً ان معظم شركات القطاع الصناعي مولت نشاطها بزيادة رؤوس اموالها بالصفة الاسمية (ديناراً واحد للسهم) ، وادى هذا الى انخفاض ربحية السهم الواحد وانخفاض مقسوم الارباح بشكل لا يشجع المستثمرين على اقتناء اسهمها (١٢٤).

وتم اضافة قطاع جديد في عام ٢٠١٣ تمثل بقطاع الاتصالات ليصبح عدد القطاعات المدرجة في السوق ٨ قطاعات ومع هذا بقي القطاع الصناعي محافظاً على المرتبة الاولى من حيث الاهمية إذ بلغت نسبة القطاع الصناعي في عام ٢٠١٣ (٣٠%) بالنسبة نفسها مع القطاع المصرفي واحتل قطاع الفنادق بنسبة (١٢,٨٥)% وقطاع الخدمات بنسبة ١٥% وقطاع الزراعة بنسبة (٧,١ %) وقطاع التأمين (٥,٧ %) وقطاع الاتصالات بنسبة (١,٤ %) وفي عام ٢٠١٤ احتل القطاع المصرفي الاهمية الاعلى وبنسبة (٢٩,٦ %) يأتي بعده القطاع الصناعي بنسبة (٢٨,١%) وقطاع الفنادق بنسبة ١٤,٠٨% وقطاع الخدمات بنسبة (٩,٩ %) وقطاع الزراعة (٨,٥%) وقطاع التأمين (٥,٦ %) وقطاع الاستثمار (٢,٨ %) وقطاع الاتصالات (١,٤ %).

(١) طه احمد عبد السلام ، دراسة تحليلية في اسهم القطاعين المصرفي والصناعي ، سوق العراق للاوراق المالية ، العدد

جدول رقم (٨) الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية مقسمة قطاعيا
للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المجموع	قطاع الاتصالات	قطاع الزراعة	قطاع الفنادق السياحية	قطاع الصناعة	قطاع الخدمات	قطاع الاستثمار	قطاع التأمين	قطاع المصارف	القطاعات المدة
٨٠	-	١١	٧	٢٩	١٢	٤	٣	١٤	٢٠٠٤
١٠٠	-	١٣,٧٥	٨,٧٥	٣٦,٣	١٥	٥	٣,٧٥	١٧,٥	الاهمية النسبية %
٨٥	-	١١	٧	٣١	١٢	٥	٣	١٦	٢٠٠٥
١٠٠	-	١٢,٩	٨,٢	٣٦,٥	١٤,١	٥,٩	٣,٥	١٨,٨	الاهمية النسبية
٩٣	-	١٠	١٠	٢٩	١٣	٩	٤	١٨	٢٠٠٦
١٠٠	-	١٠,٨	١٠,٨	٣١,٢	١٣,٩٧	٩,٧	٤,٣	١٩,٤	الاهمية النسبية %
٩٤	-	٩	١٠	٢٩	١٤	٩	٤	١٩	٢٠٠٧
١٠٠	-	٩,٦	١٠,٦	٣٠,٩	١٤,٩	٩,٦	٤,٣	٢٠,٢	الاهمية النسبية %
٩٤	-	٩	١٠	٢٨	١٣	٩	٥	٢٠	٢٠٠٨
١٠٠	-	٩,٦	١٠,٦	٢٩,٨	١٣,٨	٩,٦	٥,٣	٢١,٣	الاهمية النسبية %
٨٩	-	٧	١٠	٢٩	١٠	٩	٥	٢١	٢٠٠٩
١٠٠	-	٧,٩	١١,٢	٣٠,٣	١١,٢	١٠,١	٥,٦	٢٣,٦	الاهمية النسبية %
٨٣	-	٦	١٠	٢٣	٩	٩	٥	٢١	٢٠١٠
١٠٠	-	٧,٢	١٢,٠٤	٢٧,٧	١٠,٨	١٠,٨	٦,٠٢	٢٥,٣	الاهمية النسبية %
٨٣	-	٦	١٠	٢٣	٩	٩	٥	٢١	٢٠١١
٩٠,١٦	-	١,١	٧,٢	١٢,٠٤	٢٧,٧	١٠,٨	٦,٠٢	٢٥,٣	الاهمية النسبية %
٨٠	-	٦	٩	٢٣	٩	٨	٥	٢٠	٢٠١٢
١٠٠	-	٧,٥	١١,٢٥	٢٨,٧٥	١١,٢٥	١٠	٦,٢٥	٢٥	الاهمية النسبية %
٧٠	١	٥	٩	٢١	٧	٢	٤	٢١	٢٠١٣
١٠٠	١,٤	٧,١	١٢,٨٥	٣٠	١٠	٢,٩	٥,٧	٣٠	الاهمية النسبية %
٧١	١	٦	١٠	٢٠	٧	٢	٤	٢١	٢٠١٤
١٠٠	١,٤	٨,٥	١٤,٠٨	٢٨,١	٩,٩	٢,٨	٥,٦	٢٩,٦	الاهمية النسبية %

المبحث الثالث

مساهمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل مؤشرات السوق

أولاً : بدايات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

تعود بداية الاستثمار الأجنبي في سوق العراق للأوراق المالية إلى عام ٢٠٠٧ وتحديدًا في شهر آب الذي شهد أولى خطوات الاستثمار الأجنبي في العراق بعد تفعيل قانون الاستثمار رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٦ الذي سمح لغير العراقيين بالتداول بالأسهم ببيعاً وشراءً في السوق المالية وشهد هذا العالم تداول (٧) مليار سهماً وبحجم تداول بلغ (١٧) مليار دينار خلال فترة خمسة أشهر فقط^(١٢٥) ، بعد تفعيل القانون الذي كان من أبرز أهدافه تشجيع الاستثمارات ونقل التقنيات الحديثة والمساهمة في عملية التنمية وتشجيع القطاع الخاص العراقي والأجنبي للاستثمار في العراق من خلال توفير التسهيلات اللازمة لتأسيس المشاريع الاستثمارية وتوفير القدرة التنافسية للمشاريع وكذلك العمل على حماية حقوق وممتلكات المستثمرين وتنمية الموارد البشرية حسب متطلبات السوق وتوفير فرص العمل للعراقيين فضلاً عن توسيع الصادرات وتعزيز ميزان المدفوعات والميزان التجاري فضلاً عن المزايا والضمانات التي قدمها القانون والتي سمحت للمستثمرين الاجانب بالتداول في السوق العراقية بالاسهم والسندات المدرجة فيه ويعطي القانون للمستثمر الاجنبي الحق في امتلاك الاراضي اللازمة للمشروع وكذلك السماح للمستثمر الاجنبي بحق الإقامة في العراق وتسهيل دخولهم وخروجهم من العراق وإليه كما قدم القانون ضمان بعدم مصادرة أو تأميم المشروع الاستثماري المشمول باحكام هذا القانون باستثناء ما يصدر من حكم قضائي^(١٢٦) ومن خلال هذه الاهداف والضمانات التي قدمها قانون الاستثمار رقم(١٣) لسنة ٢٠٠٦ فانه ساهم بشكل كبير في تنشيط البيئة الاستثمارية في العراق بما يتناسب مع حاجات العراق الاستثمارية في المجالات المالية والصناعية كافة للنهوض بالواقع الاقتصادي في العراق وتطويره وفتح المجالات المختلفة لتقدير وتحسين الموارد المالية والعمل على الارتقاء بالسوق العراقية بما يضاهاى الاسواق العالمية .

ثانياً : مؤشرات اداء الاستثمار الأجنبي غير المباشر

١ - حجم التداول

يتضح من جدول (٩) ان حجم التداول الاجنبي بلغ (١٧١٢١) مليون دينار عراقي في عام ٢٠٠٧ وكان هذا العام بداية تداول الاجانب في سوق العراق بعد تفعيل قانون الاستثمار الاجنبي رقم ١٣

(١) سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الرابع، ٢٠٠٧، ص ١٢ .

(٢) د. موفق احمد وحلا سامي خضير ، الاستثمار الأجنبي واثره في البيئة الاقتصادية (نظرة تقويمية) لقانون الاستثمار العراقي ، مجلة الإدارة والاقتصاد ، العدد ٨٠ ، ٢٠١٠ ، ص ١٤٩ - ١٥١ .

لسنة ٢٠٠٦ والذي سمح بدخول رؤوس الاموال الاجنبية الى البلد وتداول اسهم مختلف الشركات الاجنبية وارتفع حجم التداول في عام ٢٠٠٨ وبلغ (٢٤٧٢٨) مليون دينار عراقي وبنسبة تغير بلغت ٤٤,٤% وبعد ان تم العمل بنظام التداول الالكتروني بدل التداول اليدوي في عام ٢٠٠٩ ارتفع حجم التداول الاجنبي بشكل ملحوظ وبلغت القيمة الاجمالية للاسهم المشتراة من قبل الاجانب (١٠٥٧١٠) مليون دينار عراقي فيما بلغت القيمة الاجمالية للاسهم المباعة من قبل الاجانب (٨٢٢٦٢) مليون دينار عراقي وانخفض حجم التداول للأسهم المشتراة للاجانب في عام ٢٠١٠ بنسبة ٤٠,٥% في حين ارتفعت القيمة الاجمالية للاسهم المباعة بنسبة ١٠% وقد ادى تحسن الظروف والاضاع الامنية في عام ٢٠١١ الى زيادة حجم الاستثمار الاجنبي حيث بلغ حجم التداول المشتراة للاجانب (١٧٦٤٩٩) مليون دينار وبنسبة ارتفاع بلغت ١٨٠% في حين انخفضت القيمة الاجمالية للاسهم المباعة بنسبة ٤١,٣% وارتفعت القيمة الاجمالية للاسهم المباعة للاجانب في عام ٢٠١٢ بنسبة ١٤,٨% بينما انخفضت القيمة الاجمالية للاسهم المشتراة بنسبة (٦٩,٤-) وجاء هذا الانخفاض نتيجة عدم استقرار الوضع الاقتصادي في البلد ، وشهد عام ٢٠١٣ تداول اجنبي مقداره (١١٤٩٨٠٩) مليون دينار للاسهم المشتراة وبنسبة تغير بلغت (٢٥٨٢,٤%) وهو اعلى مستوى من التداول يصل اليه السوق وذلك نتيجة تداول اسهم شركة اسياسيل للاتصالات التي تم ادراجها في هذا العام بينما بلغت نسبة ارتفاع قيمة الاسهم المباعة ٢٠,٢% وانخفضت هذه النسبة في عام ٢٠١٤ بنسبة ٥١,٤% نتيجة الظروف غير المستقرة في البلاد وعدم استقرار الوضع الاقتصادي بسبب انخفاض اسعار النفط عالميا مما اثر على حجم الاستثمارات الاجنبية في السوق بينما بلغ الانخفاض في حجم التداول المشتراة للأجانب (١١٢٥٤٨) مليون دينار عراقي وبنسبة انخفاض بلغت ٩٠,٢% وهو ما يوضحه جدول (١٠)

جدول (٩) حجم التداول الأجنبي الإجمالي في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)

النسبة الى الكلي %	نسبة التغير %	حجم التداول الاجنبي مليون (ع.د)	المدة
٤٠,٠٥	-	١٧١٢١	٢٠٠٧
٨,٢٠	٤٤,٤	٢٤٧٢٨	٢٠٠٨
٤٥,٦	-٢٣,٩	١٨٧٩٧٢	٢٠٠٩
٣٦,٤	-٢٢,٣	١٤٦٠٨١	٢٠١٠
٢٣,٩	٥٤,٣	٢٢٥٣٤٧	٢٠١١
١٢,٣	-٥١,١٢	١١٠١٣٣	٢٠١٢
٤,٦٤	١٩,٨	١٣١٩٤٦	٢٠١٣
٢١,٧	٤٧,٨	١٩٥٠٣١	٢٠١٤

المصدر : من عمل الباحثة بالاعتماد على بيانات وتقارير السوق لسنوات متفرقة .
* نسبة التغير من عمل الباحثة .

جدول (١٠) حجم التداول للأجانب (بيع وشراء) في سوق العراق للأوراق المالية للمدة
(٢٠٠٧-٢٠١٤)

المدة	حجم التداول المشترأة مليون (ع.د)	نسبة التغير %	حجم التداول المباع مليون(د.ع)	نسبة التغير %
٢٠٠٧	١٠١١٠	-	٧٠١١	-
٢٠٠٨	١٤٤٨٩	٤٣,٣	١٠٢٣٩	٤٦,٠٤
٢٠٠٩	١٠٥٧١٠	٦٢,٩	٨٢٢٦٢	٧٠,٣,٤
٢٠١٠	٦٢٨٨٨	-٤٠,٥	٨٣١٩٣	١,١٣
٢٠١١	١٧٦٤٩٩	١٨٠,٦	٤٨٨٤٨	-٤١,٢
٢٠١٢	٥٤٠٤٨	-٦٩,٤	٥٦٠٨٥	١٤,٨
٢٠١٣	١١٤٩٨٠٩	٢٥٨٢,٤	١٦٩٦٥٥	٢٠٢,٥
٢٠١٤	١١٢٥٤٨	-٩٠,٢	٨٢٤٨٣	-٥١,٤

المصدر : من عمل الباحثة بالاعتماد على بيانات وتقارير السوق لسنوات متفرقة .

٢- عدد الشركات .

يوضح جدول(١١) ان عدد الشركات الاجنبية المدرجة والمتداولة في السوق العراقية للأوراق المالية بتناقص مستمرٍ ابتداءً من عام ٢٠٠٧ بعد تفعيل قانون الاستثمار الاجنبي حيث تم في هذا العام ادراج ٩٤ شركة اجنبية تداول منها ٤٠ شركة في السوق وكان للقطاع المصرفي الاهمية الكبرى من نصيب هذه الشركات وبواقع ١٧ شركة يأتي بعدها القطاع الصناعي بواقع ١٤ شركة متداولة في السوق (١٢٧) وفي عام ٢٠٠٨ ولم يحدث أي تغير في عدد الشركات المدرجة وبلغ عدد الشركات المتداولة ٤٠ شركة وبنسبة تغير بلغت ٦٠% وشهد عام ٢٠٠٩ تداول ٧٦ شركة اجنبية من اصل ٩٠ شركة مدرجة في السوق للشراء بعد ان نشر السوق بيانات البيع والشراء للأجانب وبلغت الشركات المتداولة في حالة البيع ٤٤ شركة من اصل ٩٠ شركة مدرجة في السوق وقد ساهم نظام التداول الالكتروني الذي بدأ العمل به في هذا العام في زيادة اقبال الشركات الاجنبية لتداول اسهمها في سوق العراق وشهد عام ٢٠١٠ تداول ٧٣ شركة اجنبية في حالة الشراء وبنسبة تغير بلغت ٨,٩٥% من اصل ٨٥ شركة مدرجة في السوق حيث بلغ عدد الشركات المتداولة للبيع ٦٠ شركة واستمر عدد الشركات الاجنبية بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض في السنوات اللاحقة حيث انخفض العدد في عام ٢٠١٢ بسبب خروج بعض الشركات من التداول لعدم التزامها بالقوانين والتعليمات حيث بلغ عدد الشركات المتداولة لشراء الاجانب ٦٦ شركة من اصل ٨٥ شركة مدرجة وبنسبة انخفاض بلغت ١٢,٧ بينما انخفضت نسبة الشركات

(١) سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الرابع ، ٢٠٠٧ ، ص ١٥.

الشركات المتداولة لبيع الاجانب الى ٩,٦ % وبعد انطلاق مؤشر السوق ٣٧ isx Price Index الذي استبعد الشركات الضعيفة والمشطوبة من التداول انخفض عدد الشركات المتداولة لبيع الاجانب الى ٦٠ شركة من اصل ٧٣ شركة مدرجة ونسبة انخفاض بلغت ٩,٠٩ % فيما بلغ عدد الشركات المتداولة لشراء الاجانب ٦٦ شركة ونسبة انخفاض بلغت ٤,٣ % وارتفعت هذه النسبة في عالم ٢٠١٤ الذي شهد تداول ٦٧ شركة من اصل ٧٤ شركة مدرجة ونسبة ارتفاع بلغت ١,٥ % يقابلها تداولها ٦٣ شركة لبيع الاجانب ونسبة ارتفاع بلغت ١,٤ % ويمكن توضيح الشركات العشرة الاولى في حجم شراء غير العراقيين نسبة الى حجم التداول الكلي العام ٢٠١٤ كما في الجدول (١٢) حيث يلاحظ ان هذه الشركات حققت اعلى قيمة اجمالية في السوق وبلغت القيمة الاجمالي لشركة المعمورة العقارية ٨٣٢٠,٩ مليون دينار ونسبة اهمية بلغت ٦٨,٥ % تليها شركة بغداد غازية ١٤٠٣٥٠ مليون دينار ونسبة اهمية بلغت ٦٥,٠ % وحقق مصرف الائتمان تداولاً اجنياً مقدار ١٦١٤٥,٦٠ مليون دينار ونسبة اهميته بلغت ٥٧,٤ % في حين حققت شركات القطاع المصرفي المراتب الاولى لتداول الاجانب واحتل مصرف الائتمان المرتبة الاولى لبيع الاجانب من حجم التداول الاجنبي لجميع الاجانب وبلغت ١٧٩,٧٥٠ مليون دينار عراقي ومن بعده شركة مصرف المنصور كما موضح في جدول (١٣) .

جدول (١١) عدد الشركات الاجنبية (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة

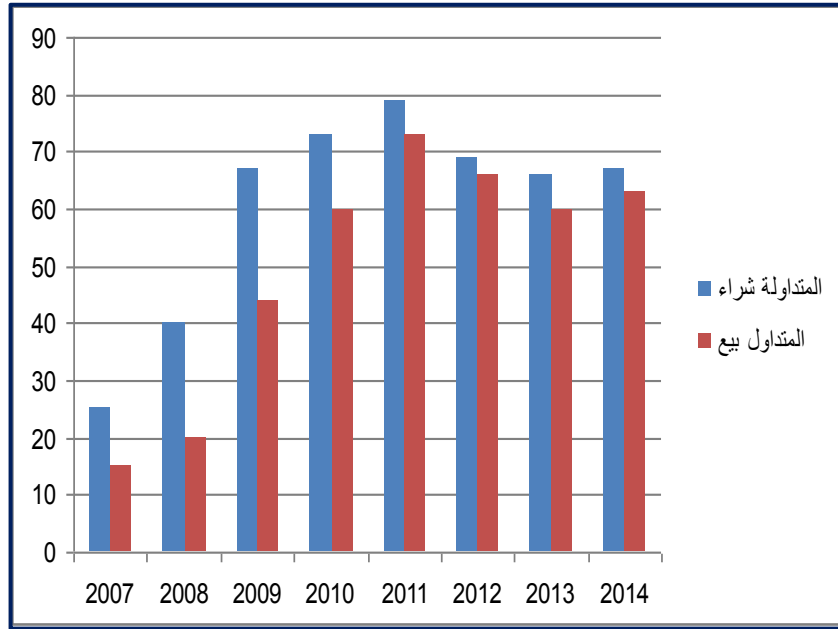
(٢٠١٤ - ٢٠٠٧)

عدد الشركات المدرجة بيع وشراء		عدد الشركات المتداولة				المدة
		نسبة التغير %	الشراء	نسبة التغير %	البيع	
نسبة التغير %	الشركات المدرجة					
-	٩٤	-	* ٢٥	-	* ١٥	٢٠٠٧
-	٩٤	٦٠	* ٤٠	٣٣,٣	* ٢٠	٢٠٠٨
-٤,٣	٩٠	٦٧,٥	٦٧	١٢٠	٤٤	٢٠٠٩
-٥,٦	٨٥	٩,٩٥	٧٣	٣٦,٤	٦٠	٢٠١٠
٢,٤	٨٧	٨,٢	٧٩	٢١,٧	٧٣	٢٠١١
-٢,٣	٨٥	-١٢,٧	٦٩	-٩,٦	٦٦	٢٠١٢
-١٤,١	٧٣	-٤,٣	٦٦	-٩,٠٩	٦٠	٢٠١٣
١,٤	٧٤	١,٥	٦٧	٥	٦٣	٢٠١٤

المصدر : بالاعتماد على بيانات وتقارير السوق لسنوات متفرقة

- ثم تقدير نسبة الشراء والبيع في عامي (٢٠٠٧ - ٢٠٠٨) لعدم وجود البيانات المنشورة من قبل السوق وعموما كانت تداولات الاجانب في هذه الاعوام شراء اكثر منها ببيع .
- نسبة التغير من اعداد الباحثنة .

شكل (١٣) عدد الشركات الاجنبية المتداولة بيع وشراء في سوق العراق للاوراق المالية
(٢٠٠٧-٢٠١٤)



المصدر : بالاعتماد على جدول رقم (١١)

جدول (١٢) الشركات العشرة الكبرى من حيث حجم التداول الاجنبي (شراء لعام ٢٠١٤)

اسم الشركة	حجم التداول الكلي مليون (ع.د.)	حجم التداول الاجنبي (شراء) مليون (ع.د.)	النسبة إلى الكلي %
المعمورة العقارية	١٢١٤٦	٨٣٢٠,٩	٦٨,٥
بغداد الغازية	٢١٥٩٣,٠	١٤٠٣٥,٠	٦٥,٠
مصرف الائتمان	٢٨١٤٩,٠	١٦١٤٥,٦	٥٧,٤
مصرف بغداد	٥٣٨٨٠,٠	٢٢٩٦٦,٩	٤٢,٦
المصرف الأهلي	٢٥٧٢٠,٠	٨٤٨٩,٠	٣٣,٠
المصرف الاسلامي	٧٥٣٠١,٠	٢٤٤٤٢,٩	٣٢,٥
فندق بابل	١١٣٧٩,٠	٢٦٦٢,٥	٢٣,٤
مصرف المنصور	١٢٤٢٢,٠	٢٥٧٣,٠	٢٠,٧
مصرف الخليج	١٤٩٨٠,٩٠	٤٢٤٧,٤	٢,٨
مصرف كردستان	٩٥٣٩٠,٠	١٥٤٦,٥	١,٦

المصدر: التقرير السنوي ودليل الشركات لعام ٢٠١٤.

جدول (١٣) الشركات العشرة الكبرى من حيث حجم التداول الاجنبي (بيع لعام ٢٠١٤)

اسم الشركة	حجم التداول الكلي مليون (ع.د.)	حجم التداول الاجنبي (شراء) مليون (ع.د.)	النسبة إلى الكلي
مصرف الائتمان	٢٨١٤٩,٠	١٧٩٠٧,٥	٦٣,٦
مصرف المنصور	١٢٤٤,٠	٧٠٧٤,٤	٥٧,٠
بغداد الغازية	٢١٥٩٣,٠	٨٥١٦,٥	٣٩,٤
المعمورة العقارية	١٢١٤٦,٠	٣٨٠٤,٣	٣١,٣
اسياسيل	١٠٩٧١,٠	٣٢٣١,٧	٢٩,٥
مصرف الشمال	٣٢١٩٥,٠	٧١٢٠,٨	٢٢,١
المصرف الاهلي	٢٥٧٢٠,٠	٥٥٢٤,١	٢١,٥
مصرف بغداد	٥٣٨٨٠,٠	٧٢١٠,٠	١٣,٤
مصرف الخليج	١٤٩٨٠٩,٠	٨٢٤٨,٨	٥,٥
مصرف كردستان	٩٥٣٩٠,٠	٢٢٤٩,٥	٢,٤

المصدر: التقرير السنوي ودليل الشركات لعام ٢٠١٤

٣- عدد الاسهم المتداولة.

هو عدد الاسهم التي يتم تداولها في قاعة السوق ويتضح من جدول (١٤) ان عدد الاسهم المتداولة من قبل الاجانب في عام ٢٠٠٧ بلغ (٤١٥٢) مليون سهم للشراء وبلغ عدد الاسهم المباعة (٢٨١١) مليون سهم وارتفع بشكل طفيف في عام ٢٠٠٨ وبلغ عدد الاسهم المشتراة للأجانب (٩٢٥١) مليون سهم وبلغ عدد الاسهم المباعة من قبل الاجانب (٦١٢٠) مليون سهم .

وبعد العمل بنظام التداول الالكتروني في عام ٢٠٠٩ اصبحت عملية التداول اكثر سهولة واكثر شفافية مما ادى الى زيادة اقبال المستثمرين الاجانب على شراء الاسهم العراقية وبلغ عددها (٤٦١٠٧) مليون سهم ونسبة تغير بلغت (٣٩٨,٤ %) وبلغ عدد الاسهم المباعة للاجانب (٣٢٦١٩) مليون سهم وانخفض عدد الاسهم المشتراة في عام ٢٠١٠ وبلغ عددها (٣٦٦٩٠) مليون سهم وبنسبة انخفاض بلغت (٢٠,٤-) بينما انخفضت نسبة عدد الاسهم الاجنبية المباعة الى (١٥١ %) وجاء هذا الانخفاض الى تدهور الوضع الاقتصادي في البلاد ، وشهدت السنوات اللاحقة تذبذب وتقلب في هذه النسبة ما بين الارتفاع والانخفاض ووصلت اعلى مستوى لها في عام ٢٠١٣ حيث بلغ عدد الاسهم المشتراة من قبل الاجانب (١٠٠٢٤٩) مليون دينار وبنسبة تغير بلغت (٢٥٢%) بينما بلغ عدد الاسهم المباعة (٤٠٥٥٥) مليون دينار وبنسبة ارتفاع بلغت (١٢%) وجاء هذا الارتفاع نتيجة تداول اسهم شركة اسياسيل بعد ادراجها في السوق النظامي وزيادة الاقبال على شراء اسهمها بعد طرحها للاكتتاب في السوق ، وانخفض هذا العدد في عام ٢٠١٤ حيث بلغ عدد الاسهم المشتراة (٦٧٥٧٥) مليون دينار عراقي وبنسبة انخفاض بلغت ٣٢,٦- % ، وجاء هذا الانخفاض نتيجة تدهور الوضع الامني في البلد

بسبب حروب الارهاب التي تعرض لها العراق فضلاً عن الاوضاع الاقتصادية المتدهورة بينما شهد عدد الاسهم المباعة ارتفاع طفيف بلغ ٣٨,٩ % .

جول (١٤) عدد الاسهم المتداولة للاجانب (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧ - ٢٠١٤)

المدة	(١) عدد الاسهم المشتراة من قبل غير العراقيين (مليون)	نسبة التغير %	(٢) عدد الاسهم المباعة من قبل غير العراقيين مليون	نسبة التغير %	نسبة التغير % (٢-١)*
٢٠٠٧	٤١٥٢	-	٢٨١١	-	١٤٧,٧
٢٠٠٨	٩٢٥١	١٢٢,٨	٦١٢٠	١١٧,٧	١٥١,١
٢٠٠٩	٤٦١٠,٧	٣٩٨,٤	٣٢٦١٩	٤٣٢,٩	١٤١,٣
٢٠١٠	٣٦٦٩٠	-٢٠,٤	٥٨٥٠,١	٧٩,٣	٦٢,٧١
٢٠١١	٨٢٧٢٣	١٢٥,٥	١٨٧٢٣	-٦٧,٩	٤٤١,٨
٢٠١٢	٢٨٤٧٦	-٦٥,٦	٣٦٠٨٦	٩٢,٧	٧٨,٩
٢٠١٣	١٠٠٢٤٩	٢٥٢,٠٤	٤٠٥٥٤	١٢,٣	٢٤٧,٢
٢٠١٤	٦٧٥٧٥	- ٣٢,٦	٥٦٢٩١٢	٣٨,٨	١٢٠,٠

المصدر : سوق العراق للاوراق المالية ، التقارير السنوية (٢٠٠٧ - ٢٠١٤)
* نسبة التغير من اعداد الباحثة .

٤- عدد العقود المنفذة .

وهي القيود التي تنفذها الشركات المدرجة في السوق سواءً كانت عقود بيع او شراء ، ويلاحظ من خلال بيانات جدول (١٥) الخاص بالعقود الاجنبية المنفذة في السوق المالية العراقية ان عدد العقود الاجنبية لعام ٢٠٠٧ بلغت (٣٣٧) عقداً وكانت اول تجربة استثمار للأجانب في العراق بعد تفعيل قانون الاستثمار العراقي رقم ١٣ لسنة ٢٠٠٦ والذي سمح للمستثمرين الاجانب العمل في العراق من خلال منح التسهيلات والضمانات للمستثمرين العرب والاجانب وبعد اقرار العمل بنظام التداول الالكتروني في عام ٢٠٠٩ بلغت العقود المنفذة الاجنبية بيعاً ما يقارب (٣٠٠) عقداً وبنسبة تغير بلغت ٧٧,٦ % مقابل تنفيذ (٥٠٧٢) عقداً شراء وبنسبة تغير مقدارها ١٩١,١ % عن العام السابق وشهد عام ٢٠١٠ ارتفاعاً في عدد العقود المنفذة في السوق حيث بلغت عقود الشراء (٦١٢١) عقداً وبنسبة مقدارها ٢٠,٧ % يقابلها تنفيذ (٧٩٢) عقداً بيع فيما شهد عام ٢٠١١ تنفيذ (٢٢٥٤٩) عقداً شراء و (٣٩٨٥) عقداً بيع ويعود هذا الارتفاع في عدد العقود الاجنبية المنفذة في السوق الى تحسن الوضع الامني والاقتصادي في البلاد مما له دور كبير في تشجيع المستثمر الاجنبي للعمل في الاستثمارات العراقية وفي عام ٢٠١٢ بلغت العقود الاجنبية المنفذة (١٠٦٥٨) عقداً شراء و (٦٧٨٠) عقداً بيع وبنسبة تغير بلغت ٧٠,١ % عن العام السابق وشهد عام ٢٠١٣ ارتفاع كبير في عدد العقود المنفذة من قبل الاجانب حيث بلغت

عقود الشراء (١٦٥٨٠) عقداً ويقابلها تنفيذ (٧٩٨١) عقداً بيع ويرجع هذا الارتفاع الكبير في عدد العقود المنفذة الى اضافة قطاع جديد في السوق ممثل قطاع الاتصالات الذي ساهم في زيادة حجم الاستثمارات الاجنبية في العراق اما عام ٢٠١٤ شهد تنفيذ (١٠٢٢٩) عقداً شراء وبنسبة غير مقدارها (٣٨,٣ -) ويعود هذا الانخفاض في عدد عقود الشراء الاجانب بسبب تدهور الاوضاع السياسية والامنية في البلاد وزيادة مخاطر الاستثمار في السوق العراقية بينما شهدت عقود البيع تغير بسيط وبلغت (٩٠٢٧) عقداً وبنسبة تغير مقدارها ١٣,١% مقارنة بالعام السابق.

جدول رقم (١٥) عدد العقود الاجنبية المنفذة في سوق العراق للأوراق المالية

للمدة (٢٠٠٧ - ٢٠١٤)

المدة	عدد العقود المنفذة الكلية	نسبة التغير %	عدد العقود الاجنبية المشتراة	نسبة التغير %	عدد العقود الاجنبية المباعة	نسبة التغير %
٢٠٠٧	٣٠٨٨٥	-	١٨٩	-	١٤٨	-
٢٠٠٨	٣١١٠٨	٠,٧٢	١٧٤٢	٨٢١,٧	١٣٤٢	٨٠٦,٧
٢٠٠٩	٤٩٣٣٩	٥٨,٦٠	٥٠٧٢	١٩١,١	٣٠٠	-٧٧,٦
٢٠١٠	٧١٧٢٢	٤٥,٤	٦١٢١	٢٠,٧	٧٩٢	١٦٤
٢٠١١	١٣٢٥٧٤	٨٤,٨	٢٢٥٤٩	٢٦٨,٤	٣٩٨٥	٤٠٣,١
٢٠١٢	١٣٦٠٣٩	٢,٦	١٠٦٥٨	-٥٢,٧	٦٧٨٠	٧٠,١
٢٠١٣	١٢٦٥٧٠	-٦,٩٦	١٦٥٨٠	٥٥,٥	٧٩٨١	١٧,٧
٢٠١٤	١٠٤٥٦٦	-١٧,٤	١٠٢٢٩	-٣٨,٣	٩٠٢٧	١٣,١

المصدر:- بالاعتماد على بيانات سوق العراق للأوراق المالية لسنوات متفرقة

٥- صافي الاستثمار الأجنبي .

يعد صافي الاستثمار احد المؤشرات المهمة المستخدمة في السوق لقياس حجم التعاملات الأجنبية ويقاس من خلال طرح حجم التداول المباع من حجم التداول المشتراة ونلاحظ من بيانات جدول (١٦) ان صافي الاستثمار الأجنبي لعام ٢٠٠٧ بلغ (٣٠٩٩) مليون دينار وارتفعت نسبة صافي الاستثمار في عام ٢٠٠٥ الى (٨٦,٦ %) وبلغ صافي الاستثمار الاجنبي في عام ٢٠٠٩ (٢٣٤٤٩) مليون دينار عراقي وبنسبة تغير بلغت (٣٧,١ %) وجاء هذا التحسن في حجم الاستثمارات الاجنبية بعد العمل بنظام التداول الالكتروني الذي ساهم في تنشيط حركة الاستثمارات بشكل واسع واستمر صافي الاستثمار الاجنبي بالارتفاع وبلغ في عامي (٢٠١٠ - ٢٠١١) (٥٤٥٦٩) مليون دينار عراقي و(١٢٧٦٥٢) مليون دينار عراقي وبنسبة ارتفاع بلغت ١٣٢,٧ و ١٣٣,٩ % على التوالي وانخفض صافي الاستثمار الاجنبي في عام ٢٠١٢ وبلغ قيمة سالبة مقدارها ٢٠٣٨ - مليون دينار عراقي وبنسبة انخفاض بلغت (١٠١,٥ %) وجاء هذا الانخفاض نتيجة خروج واضح للمستثمرين الاجانب من السوق

وخاصة شركة مصرف كردستان مصرف المنصور ، مما اثر سلباً على صافي الاستثمار الاجنبي (١٢٨) وبلغ صافي الاستثمار في القطاع المصرفي ما يقارب ٨٢٧٥,٨ مليون دينار عراقي وشهد عام ٢٠١٣٦ ارتفاعاً ملحوظاً في صافي الاستثمار الاجنبي حيث بلغت قيمته (٩٨٠١٥٤) مليون دينار عراقي يحث شهد هذا العام ارتفاعاً كبيراً في مشتريات الاجانب للاسهم العراقية وخاصة بعد ادراج شركة اسياسيل للاتصالات في السوق المالية مما ساهم بزيادة نسبة صافي الاستثمار الاجنبي وفي عام ٢٠١٤ وبسبب الظروف الامنية غير المستقرة والظروف الاقتصادية المتدهورة انخفض صافي الاستثمار الاجنبي الى (٣٠٠٦٥) مليون دينار عراقي وبنسبة انخفاض بلغت ٩٦,٩% وتركز هذا الانخفاض بشكل واضح في قطاع المصارف حيث انخفض شراء الاسهم من قبل الاجانب وكان هناك خروج واضح للمستثمرين من مصرف الشمال ومصرف المنصور ومصرف الخليج فضلاً عن انخفاض شراء اسهم شركة اسياسيل للاتصالات(١٢٩) .

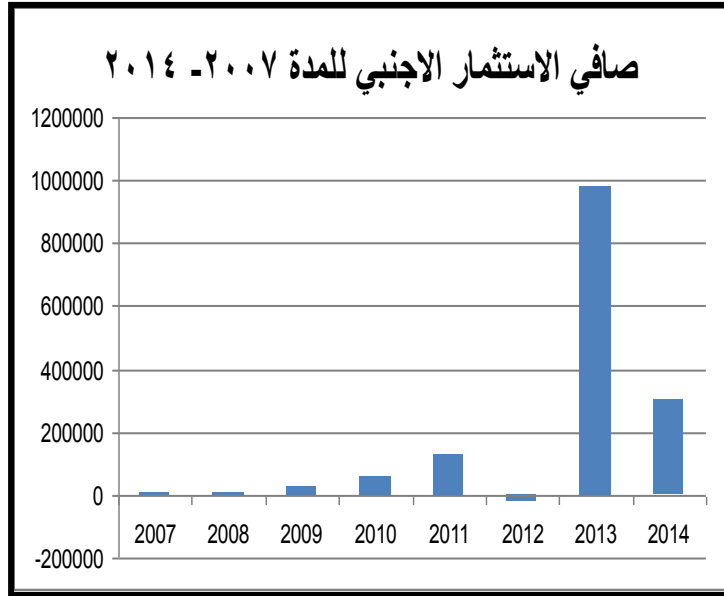
**جدول (١٦) صافي الاستثمار الاجنبي في سوق العراق للأوراق المالية
للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤)**

المدة	صافي الاستثمار مليون (د.ع)	نسبة التغير * %
٢٠٠٧	٣٠٩٩	-
٢٠٠٨	٤٢٥٠	٨٦,٣
٢٠٠٩	٢٣٤٤٩	٥٤١٧,٤
٢٠١٠	٥٤٥٦٩	١٣٢,٧
٢٠١١	١٢٧٦٥١	١٣٣,٩
٢٠١٢	- ٢٠٣٨	١٠١,٥
٢٠١٣	٩٨٠١٥٤	- ٤٨,٢٢
٢٠١٤	٣٠٠٦٥	-٩٦,٩

المصدر : بالاعتماد على تقارير سوق العراق للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤) * نسبة التغير من اعداد الباحثة .

(١) سوق العراق للأوراق المالية ، تقرير تداول غير العراقيين ، ٢٠١٢ ، ص٧ .
(١) سوق العراق للأوراق المالية ، تقرير تداول غير العراقيين ، ٢٠١٤ ، ص٧ .

شكل (١٤) صافي الاستثمار الاجنبي في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠٠٧ - ٢٠١٤



المصدر : بالاعتماد على جدول رقم (١٦)

ثالثاً : الأهمية النسبية للاستثمار الأجنبي غير المباشر .

١- الأهمية النسبية لحجم التداول

يتضح من جدول (١٧) ان الأهمية النسبية لحجم التداول الاجنبي في سوق العراق للأوراق المالية متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض فبعد أن كانت أهمية التداول المشتراة للأجانب في عام ٢٠٠٧ (٢,٣٠%) ارتفعت هذه النسبة في عام ٢٠٠٨ الى ٤,٦% بينما بلغت الأهمية النسبية لحجم التداول المباع (١,٦٠%) و (٣,٣٩%) للسنوات نفسه وارتفعت هذه النسبة بشكل ملحوظ في عام ٢٠٠٩ حيث بلغت الأهمية النسبية لقيمة التداول المشتراة للأجانب (٢٥,٦%) و (١٩,٩%) لقيمة التداول المباع للأجانب وجاءت هذه الأهمية بعد تحسن الظروف واجراء العديد من التعديلات والتشريعات ومنها استبدال التداول اليدوي بالتداول الالكتروني في هذا العام ، وفي عام ٢٠١٠ بلغت أهمية التداول الاجنبي المشتراة (١٥,٧%) وكانت أهمية التداولات المباعه بلغت (٢,٠٧%) ونلاحظ ارتفاع أهمية حجم التداولات الاجنبية (بيع وشراء) بشكل واضح في عام ٢٠١٣ حيث بلغت الأهمية النسبية لقيمة التداولات المشتراة (٤٠,٤%) بينما بلغت أهمية التداولات المباعه (٥,٩%) وجاءت هذه الأهمية المرتفعة نتيجة زيادة حجم الاستثمارات الاجنبية في القطاعات الاقتصادية المختلفة وبشكل خاص قطاع الاتصالات الذي تم ادراجه في هذا العام وزيادة اقبال المستثمرين على شراء اسهم شركة اسياسيل وبلغت

اهمية التداولات الاجنبية المشتراة في عام ٢٠١٤ (١٢,٥) في حين كانت اهمية التداولات المباعة (٩,١٨ %) .

جدول (١٧) الاهمية النسبية لحجم التداول الاجنبي (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٧ - ٢٠١٤)

المدة	حجم التداول شراء	الاهمية النسبية %	حجم التداول بيع	الاهمية النسبية %
٢٠٠٧	* ١٠١١٠	٢,٣٦	٧٠١١	١,٦٤
٢٠٠٨	* ١٤٤٨٩	٤,٦	١٠٢٣٩	٣,٣٩
٢٠٠٩	١٠٥٧١٠	٢٥,٦	٨٢٢٦٢	١٩,٩٦
٢٠١٠	٦٢٨٨٨	١٥,٧	٨٣١٩٣	٢,٠٧
٢٠١١	١٧٦٤٩٩	١٨,٧	٤٨٨٤٨	٥,١٨
٢٠١٢	٥٤٠٤٨	٦,٠٤	٥٦٠٨٥	٦,٢٧
٢٠١٣	١١٤٩٨٠	٤٠,٤٨	١٦٩٦٥٥	٥,٩
٢٠١٤	١١٢٥٤٨	١٢,٥٢	٨٢٤٨٣٢	٩,١٨

المصدر : سوق العراق للاوراق المالية ، التقارير السنوية لسنوات متفرقة
 * تم تقدير بيانات البيع والشراء لسنة ٢٠٠٧ ، ٢٠٠٨ ، لعدم نشر البيانات المتعلقة بالبيع والشراء من قبل السوق .
 * نسبة التغير من اعداد الباحث .

٢- عدد الشركات .

يتضح من جدول (١٨) ان اهمية الشركات المدرجة والمتداولة للاجانب في السوق اخذت بالارتفاع التدريجي خلال مدة الدراسة حيث بلغت في عام ٢٠٠٧ (١٧,٦ %) لشركات البيع ٢٩,٤ % لشركات الشراء وفي عام ٢٠٠٨ بلغت اهمية الشركات المتداولة لشراء الاجانب (٤٥,٩ %) بينما بلغت اهمية الشركات المتداولة لبيع (٢٢,٩ %) وحققت الشركات المتداولة للاجانب ارتفاعا ملحوظا في عام (٢٠١٠ - ٢٠٠٩) إذ شكلت الاهمية النسبية للشركات المتداولة (بيع وشراء) (٤٥,٤) % (٧٥,٢) على التوالي بسبب تحسن ظروف البلاد الامنية والاقتصادية وزيادة الافصاح عن المعلومات والشفافية في التعاملات وفي عام ٢٠١١ بلغت اهمية الشركات المتداولة لبيع (٧٢,٢ %) (٨٧,٩ %) شراء ونلاحظ انخفاض عدد الشركات المتداولة (بيع وشراء) في عام (٢٠١٣) إذ بلغت الاهمية النسبية لشركات البيع (٧٥,٩ %) بعد ان كانت (٨٢,٥ %) في العام السابق وذلك نتيجة شطب وابعاد الشركات الضعيفة التداول بعد اطلاق مؤشر السوق isx price I(ndex في حين بلغت اهمية الشركات المتداولة لشراء الاجانب (٨٣,٥ %) بعد ان كانت (٨٦,٢ %) في العام ٢٠١٢ وارتفعت هذه النسبة بشكل طفيف في عام ٢٠١٤ وبلغت اهمية الشركات المتداولة (بيع وشراء) (٨٠,٧ %) و (٨٥,٨ %) على التوالي .

جدول (١٨) الأهمية النسبية للشركات المتداولة (بيع وشراء) في سوق العراق للأوراق المالية (٢٠٠٧ - ٢٠١٤)

المدة	الشركات المتداولة (بيع)	الأهمية النسبية * %	الشركات المتداولة (شراء)	الأهمية النسبية * %
٢٠٠٧ *	* ١٥	١٧,٦٤	٢٥	٢٩,٤١
٢٠٠٨ *	* ٢٠	٢٢,٩	٤٠	٤٥,٩٧
٢٠٠٩	٤٤	٤٩,٤	٦٧	٧٥,٢
٢٠١٠	٦٠	٧٢,٢٨	٧٣	٨٧,٩٥
٢٠١١	٧٣	٨٧,٩٥	٧٩	٩٥,٢
٢٠١٢	٦٦	٨٢,٥	٦٩	٨٦,٣
٢٠١٣	٦٠	٧٥,٩	٦٦	٨٣,٥
٢٠١٤	٦٣	٨٠,٨	٦٧	٨٥,٨٩

* تم تقدير عدد الشركات المتداولة (بيع وشراء) في عامي ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨ لعدم توفر بيانات خاصة بالبيع والشراء في السوق .
المصدر : بالاعتماد على تقارير وبيانات سوق العراق للأوراق المالية لسنوات متفرقة .
* الأهمية النسبية من اعداد الباحثة .

٣- عدد العقود المنفذة .

يلاحظ من جدول (١٩) ان عدد العقود التي نفذتها الشركات الاجنبية في سوق العراق للأوراق المالية في عام ٢٠٠٧ بلغ ١٨٩ الف عقد شراء و ١٤٨ عقد بيع وبلغت الأهمية النسبية لعقود الشراء ٠,٦١% في حين شكلت عقود البيع (٠,٠٥%) وشهد عام ٢٠٠٥ تنفيذ ١٧٤٢ الف عقد وبلغت الأهمية النسبية لعقود الشراء (٥,٦%) وكانت الأهمية النسبية لعقود البيع (٤,٣%) وشكلت أهمية العقود المنفذة للاجانب (بيع وشراء) نسبة (٠,١٠%) (٠,٠٦%) في عام ٢٠٠٩ واستمرت أهمية العقود المنفذة من قبل الاجانب بالارتفاع والانخفاض في السنوات (٢٠١٠ - ٢٠١٢) إذ بلغت أهمية عقود الشراء (٠,٠٨%) (٠,١٧%) (٠,٠٧%) على التوالي بينما بلغت أهمية عقود البيع المنفذة من قبل الاجانب (٠,٠١%) (٠,٠٣%) على التوالي وجاء هذا الارتفاع نتيجة لتحسن نشاط سوق العراق للأوراق المالية وشهد عام ٢٠١٣ أهمية نسبية كبرى لعقود الشراء إذ بلغت أهمية عقود الشراء المنفذة (٠,١٣%) و (٠,٠٦%) لعقود البيع وجاء هذا الارتفاع نتيجة اقبال المستثمرين على شراء اسهم شركة اسياسيل للاتصالات بشكل كبير في حين بلغت أهمية العقود المنفذة لشراء الاجانب (٠,٩%) وبلغت أهمية عقود البيع (٠,٠٨%) في عام ٢٠١٤ .

جدول (١٩) الأهمية النسبية للعقود المنفذة للأجانب (بيع وشراء) في سوق العراق للأوراق المالية
للمدة (٢٠٠٧ - ٢٠١٤)

المدة	العقود المنفذة (شراء)	الأهمية النسبية * %	العقود المنفذة (بيع)	الأهمية النسبية * %
٢٠٠٧	* ١٨٩	٠,٦١	١٤٨	٠,٥
٢٠٠٨	* ١٧٤٢	٥,٦	١٣٤٢	٤,٣
٢٠٠٩	٥٠٧٢	١٠,٢	٣٠٠	٠,٦٠
٢٠١٠	٦١٢١	٨,٥	٧٩٢	١,١٠
٢٠١١	٢٢٥٤٩	١٧,٠	٣٩٨٥	٣,٠٤
٢٠١٢	١٠٦٥٨	٧,٨	٦٧٨٠	٤,٩
٢٠١٣	١٦٥٨٠	١٣,٠	٧٩٨١	٦,٣
٢٠١٤	١٠٢٢٩	٩,٧	٩٠٢٧	٨,٦

* تم تقدير عقود البيع والشراء لسنة (٢٠٠٧ - ٢٠٠٨) لعدم وجود بيانات خاصة بالبيع والشراء من قبل السوق .
المصدر : بالاعتماد على بيانات وتقارير سوق العراق للأوراق المالية لسنوات متفرقة .
* الأهمية النسبية من اعداد الباحثة .

الفصل الثالث واقع سوق عمان للأوراق المالية

تمهيد

يعد سوق عمان للأوراق المالية من الاسواق الناشئة في المنطقة العربية حيث يعود تأسيسه الى عام ١٩٧٦ بالتعاون مع البنك المركزي الاردني والمؤسسة الدولية للتمويل وقد ساهمت الحكومة الاردنية بشكل واسع وكبير في عملية تطوير السوق من خلال تبنيها سياسة اصلاح شاملة لبورصة عمان من اجل تعزيز وتوسيع قاعدة الاقتصاد الاردني وتويعها سعياً نحو الارتقاء الى المعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الاوراق المالية وقد عملت في عام ١٩٩٤ على وضع عدد من المعايير والضوابط التي تهدف الى زيادة عدد الشركات المساهمة والعاملة في سوق الاوراق المالية من اجل تحديث السوق وخلق ادوات استثمارية جديدة وقد كان لصدور قانون الاوراق المالية رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧ دور مهم في نقل الاقتصاد الاردني من مرحلة الى اخرى إذ عمل هذا القانون على ازالة جميع معوقات الاستثمار ورفع سقف الملكية الاجنبية واعادة هيكلة وتنظيم بورصة عمان بما يناسبها مع الانفتاح على العالم الخارجي وبناءً على ما تقدم قسم هذا الفصل على النحو الاتي :

المبحث الأول : نشأة السوق وتطور مؤشرات الاداء المالي

المبحث الثاني : مؤشرات التداول الاجنبي في سوق عمان للاوراق المالية

المبحث الثالث: مؤشرات التداول الاجنبي في سوق عمان للاوراق المالية

المبحث الأول

نشأة وتطور سوق عمان للأوراق المالية

أولاً : نشأة سوق عمان للأوراق المالية :

إن التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية الأردنية يمكن ان نرصده باستعراض مراحل مسيرته على مرحلتين هما :

(١) **المرحلة الأولى** : وهي ما قبل عام ١٩٧٨ أي قبل تأسيس السوق المالية الأردنية اذ لم يكن هناك سوق مالية بالمعنى الحقيقي لها وكان التعامل بأسهم الشركات يتم من خلال المكاتب العقارية الصغيرة المنتشرة في مدن المملكة الأردنية ولم تكن هناك أسعار معلنة أو أسعار موحدة لهذه التعاملات حيث كان التعامل يتم عشوائيا وتشبه الأردن في هذه المرحلة العديد من الدول النامية والتي هي مرحلة ما قبل تنظيم القطاع المالي فيها .

(٢) **المرحلة الثانية** : وهي مرحلة ما بعد عام ١٩٧٨ وحتى الان أي منذ تأسيس سوق عمان المالي الذي كان تأسيسه استجابة للظروف التي كانت تعيشها المملكة الأردنية وللعشوائية التي كانت تتم بها عمليات بيع وشراء الاسهم المختلفة والتكاليف المرتفعة لها فجاءت السوق المالية لتضع حدا لهذه الممارسات ونتيجة لذلك تم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم ٣١ لسنة ١٩٧٦ بعد دراسات وجهود مكثفة قام بها البنك المركزي الاردني خلال عامي ١٩٧٥ - ١٩٧٦ وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) ^(١٣٠) وقد جاء الهدف المحدد من هذا القانون هو تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الاوراق المالية وتنظيم اصدار وتداول الاوراق المالية وذلك بما يضمن شفافية التعامل ، وسلامته ، وعدالته، وسهولته وسرعته وقد صدرت قوانين وقرارات عديدة بشأن تأسيس سوق عمان للاوراق المالية وتطويرها اهمها في عام (١٩٧٦ - ١٩٩٠ - ١٩٩٧) وبموجب القانون الاخير لعام ١٩٩٧ (قانون الاوراق المالية) تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسيه تتمتع باستقلال مالي واداري وذلك للقيام بتنظيم وتوجيه ورقابة وتوثيق التعاملات في الاوراق المالية وفي اطار تم من خلاله فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي ومن ثم الدور التوثيقي بعد ان كان السوق يمارس هذه الادوار معاً وهذه المؤسسات هي ^(١٣١) :

(١) د. إبراهيم رسول هاني عباس الحناوي ، اثر أسواق رأس المال في النمو الاقتصادي دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة ، أطروحة دكتوراه غير منشورة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة القادسية ، ٢٠٠٥ ، ص ١٥١ .

(٢) د. محمد عوض عبد الجواد ، علي إبراهيم ، الاستثمار في البورصة ، مصدر سابق ٢٠٠٦ ، ص ٢٠٠ - ٢٠١ .

- (١) هيئة الأوراق المالية .
 - (٢) سوق الأوراق المالية (البورصة) .
 - (٣) مركز ايداع الأوراق المالية .
- ثانياً : الأداء المؤسسي لسوق عمان .

١- هيئة الأوراق المالية :

وهي مؤسسة رقابية ترتبط مباشرة برئيس الوزراء تتمتع بالاستقلال المالي والاداري عن دوائر الدولة تعمل على توفير المناخ الملائم لضمان سلامة التعامل في الأوراق المالية وتنظيم سوق الأوراق المالية وحماية المستثمرين في السوق من الغش والخداع^(١٣٢)، كما تهدف الهيئة الى مراقبة اصدار الأوراق المالية وتنظيم اعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة ومركز الايداع ومعتمدي المهن المالية فضلاً عن تنظيم ومراقبة الافصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الاشخاص المطلعين وكبار المساهمين^(١٣٣) .

٢- بورصة الأوراق المالية^(١٣٤) :

تأسست بورصة عمان للأوراق المالية في ١١ آذار ١٩٩٩ كمؤسسة مستقلة مصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة بموجب قانون الأوراق المالية وتعديلاته رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧ وتتمتع البورصة بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وأداري وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وإشرافها ، ورسالتها تتمثل بتوفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية لزيادة الثقة بسوق الأوراق المالية، وخدمة الاقتصاد الوطني.

٣- مركز إيداع الأوراق المالية :

وهو مؤسسة ذات نفع عام أنشأت بموجب قانون الأوراق المالية رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧ وباشرت أعمالها في ايار (١٩٩٩) ويتمتع المركز بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وأداري كما يخضع لرقابة الهيئة وإشرافها ويدرار المركز من قبل مجلس إدارة ومدير تنفيذي مجرد من أي علاقات مالية مع أي وسيط او عضو من أعضاء المركز كما وليس له الحق بالتملك والتصرف بأي ورقة مالية صادرة من قبلهم^(١٣٥) ويتولى المركز مهام تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية بين الوسطاء الماليين كما يعمل على تهيئة المناخ الملائم للاستثمارات المالية فضلاً عن دوره بتخفيض تكلفة الاستثمار ورفع كفاءة تسوية

(١) د. جميل الزيدانين ، اساسيات في الجهاز المالي ، ط ١ ، دار وائل للنشر والطباعة ، عمان ، الاردن ، ١٩٩٩ ، ص ٢٣٣ .

(٢) أرشد فؤاد التميمي واسامة عزمي سلام ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مصدر سابق ، ٢٠٠٤ ، ص ١٥٧ .

(٣) سوق عمان للأوراق المالية ، التقرير السنوي السادس عشر ، ٢٠١٤ ، ص ٧ .

(٤) د. ارشد فؤاد التميمي ، الاسواق المالية (اطار في التنظيم وتقييم الأدوات ، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠١٢ ، ص ١٣١ .

الائتمان^(١٣٦) كما يتولى الاشراف والرقابة على الأنشطة المهنية ذات العلاقة بعمل المركز فضلاً عن ابداء الرأي في التشريعات وتعديلاتها ذات العلاقة بعمل المركز واقتراح التشريعات والإجراءات الكفيلة بحماية المستثمرين ومالكي الأوراق المالية وإصدار التقارير ونشر المعلومات والإحصاءات عن نشاط المركز^(١٣٧)

ثالثاً : أهداف سوق عمان للأوراق المالية^(١٣٨) :

يهدف سوق عمان للأوراق المالية الى تحقيق ما يأتي :

- (١) ايجاد بيئة استثمارية جاذبة وآمنة ومنافسة تتسم بالشفافية والمصداقية .
- (٢) تطوير عمليات وأساليب وأنظمة تداول الأوراق المالية وفق احدث الطرق المتبعة عالمياً .
- (٣) تطوير العمل في البورصة والتميز في الخدمات التي تقدمها للجهات ذات العلاقة .
- (٤) إيصال معلومات التداول الى اكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين .
- (٥) تنمية الوعي الاستثماري لفئات المجتمع كافة وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية .
- (٦) زيادة عمق وشفافية السوق وتنويع الادوات المالية المتاحة للمستثمرين .
- (٧) تعزيز التعاون المشترك مع البورصات والمنظمات والاتحادات العربية والاقليمية والدولية .

(١) د. محمد عوض وعلي ابراهيم ، الاستثمار في البورصة ، مصدر سابق ، ص ٢٠٢ .

(٢) د. أرشد فؤاد ، مصدر سابق ، ص ١٣٢ .

(٣) سوق عمان للأوراق المالية ، التقرير السنوي السادس عشر ، مصدر سابق ، ٢٠١٤ ، ص ٧ .

المبحث الثاني

مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية :

١- المؤشر العام لأسعار الأسهم

يتضح من بيانات جدول (٢٠) الخاص بمؤشر أسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية خلال مدة الدراسة ان قيمة المؤشر في تذبذب مستمر ما بين الارتفاع والانخفاض إذ بلغت قيمة المؤشر المرجح بالقيمة السوقية الحرة في عام ٢٠٠٤ (٤٢٤٥٦) نقطة في حين بلغت قيمة المؤشر في عام ٢٠٠٥ (٨١٩١٥) نقطة وبارتفاع نسبته (٩٢%) بينما انخفضت قيمة المؤشر في عام ٢٠٠٦ بنسبة (٣٢,٦%) وجاء هذا الانخفاض نتيجة لانخفاض مؤشرات معظم الاسواق العربية فضلاً عن انخفاض المؤشرات القطاعية وشهد هذا العام انطلاق رقم قياسي جديد يعتمد على الأسلوب المتبع في كبريات المؤسسات العالمية في مجل الارقام القياسي حيث يعتمد هذا الرقم على الترجيح بالقيمة السوقية للاسهم الحرة للشركات كما يحد من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة^(١٣٩) ، وفي عام ٢٠٠٧ شهدت بورصة عمان ارتفاعاً في قيمة المؤشر وبلغ (٧٥١٩٥٣) نقطة وبنسبة ارتفاع بلغت (٣٦,٣%) عن العام السابق وجاء هذا الارتفاع نتيجة التطور التقني الذي قامت به بورصة عمان خلال هذا العام ومنها تطبيق النسخة الجديدة من نظام التداول الالكتروني NSCV٩٠٠ فضلاً عن انطلاق خدمة برنامج مراقبة التداول الذي يعد نظاماً متكاملأ لعرض معلومات السوق الحية على شبكة الانترنت^(١٤٠) ، شهد عام ٢٠٠٨ تغير مؤشر السوق واعتماد مؤشر جديد هو مؤشر السوق المرجح بالأسهم الحرة ، بلغ حجم الانخفاض في هذا العام (٦٣,٣) % واستمر الانخفاض في قيمة المؤشر في السنوات اللاحقة حتى وصل في عام ٢٠١٢ (١,٩) % وارتفع في اخر سنة إلى (٤,٨) % .

(١) سوق عمان للأوراق المالية ، التقرير السنوي لعام ، ٢٠٠٦ ، ص ١٠ .

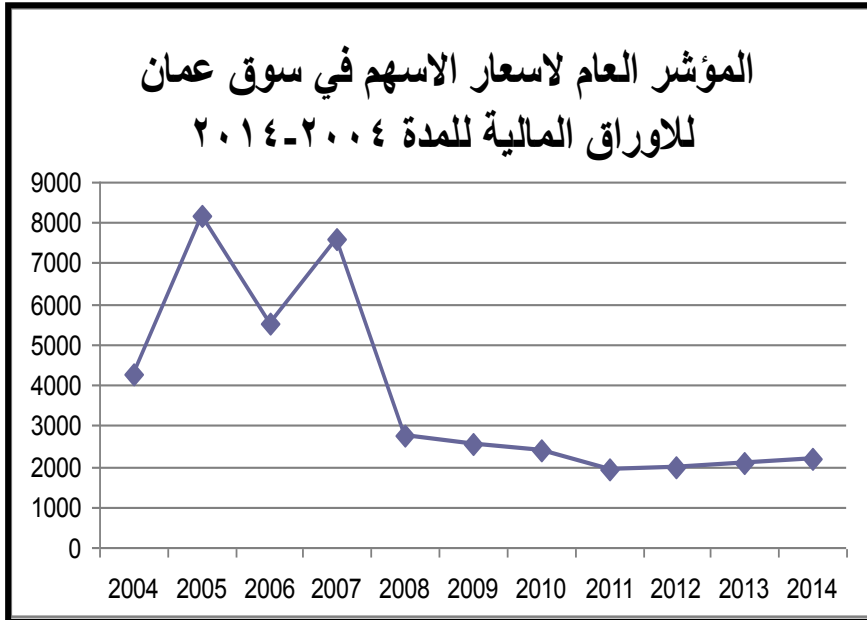
(٢) سوق عمان للأوراق المالية ، التقرير السنوي لعام ، ٢٠٠٧ ، ص ١٢ .

جدول (٢٠) المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية
للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)

المدة	المؤشر العام لاسعار الاسهم	نسبة التغير * %
٢٠٠٤	٤,٢٤٥٦	-
٢٠٠٥	٨,١٩١٥	٩٢,٩
٢٠٠٦	٥,٥١٨١	- ٣٢,٦
٢٠٠٧	٧,٥١٩٥٣	٣٦,٣
* ٢٠٠٨	٢٧٥٨,٤	-٦٣,٣
٢٠٠٩	٢٥٣٣,٥	-٨,٢
٢٠١٠	٢٣٧٣,٦	-٦,٣
٢٠١١	١٩٩٥,١	- ١٥,٩
٢٠١٢	١٩٥٧,٦	- ١,٩
٢٠١٣	٢٠٦٥,٨	٥,٥٢
٢٠١٤	٢١٦٥,٥	٤,٨

المصدر : بالاعتماد على تقارير سوق عمان للأوراق المالية لسنوات متفرقة
* تم تغير المؤشر في سوق عمان ابتداءً من الفصل الثاني من عام ٢٠٠٨
* نسبة التغير من اعداد الباحثة .

شكل (١٥) المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية
للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)



المصدر : بالاعتماد على جدول (٢٠)

٢- حجم التداول : (Trading Value)

بلغ حجم التداول لعام ٢٠٠٤ (٣٧٩٣٢١) مليون دينار أردني وارتفع هذا الحجم بشكل كبير في عام ٢٠٠٥ ليبلغ (١٦٨٧١١) مليون دينار وقد جاء هذا الارتفاع نتيجة مجموعة من العوامل منها التطورات التشريعية والهيكيلية والفنية بسوق رأس المال الأردني فضلا عن الرقابة المشددة المتبعة من قبل المؤسسات المساهمة^(١٤١) كما موضح في جدول(٢١) ويشهد عام ٢٠٠٦ انخفاضا في حجم التداول وبلغ ١٤,٢٠٩٩ مليون دينار اردني وبنسبة تغير بلغت ١٥,٨% عن العام السابق ويعود هذا الانخفاض الى التراجع الذي شهدته معظم الاسواق المالية في هذا العام وقد شهدت بورصة عمان في هذا العام تطورات كبيرة منها انطلاق رقم قياسي جديد فضلاً عن ادراج عدد من الشركات المساهمة وكذلك التطورات التقنية في مجال نشر المعلومات وحماية وتطوير الانظمة الداخلية والخارجية وفي عام ٢٠٠٧ شهد حجم التداول انخفاضا مقداره ١٣,١% ليلعب حجم التداول الكلي (١٢٣٤٨١) مليون دينار اردني ويعود هذا التراجع الى عدم استقرار الوضع الاقتصادي وتأثيره على الاسواق وقد شهد عام ٢٠٠٨ ارتفاعا ملحوظا في حجم التداول وبنسبة ٦٤% بالرغم من الأوضاع غير المستقرة في العالم وحدث الازمة العالمية وانعكاس تأثيرها على معظم الاسواق المالية الا ان السوق الاردنية حققت ارتفاعا في معظم مؤشرات الاداء ومنها حجم التداول ويعود هذا الارتفاع الى الاجراءات المشددة التي اتبعتها الدولة والمتمثلة بضرورة اجراء الرقابة على التمويل بالهامش لشركات الوساطة المالية العاملة في البورصة فضلاً عن حث الشركات على الافصاح عن اثر الازمة المالية عليها^(١٤٢)، وقد اتضحت اثار الازمة العالمية في عام ٢٠٠٩ والاعوام اللاحقة إذ بلغ حجم التداول في عام ٢٠٠٩ (٩٦٦٥٣) مليون دينار اردني وبنسبة انخفاض وتراجع بلغت (٥٢-%) وقد استمر حجم التداول بالانخفاض والتراجع حتى عام ٢٠١٢ حين بلغ حجم التداول في العام المذكور (١٩٧٨٨١) مليون دينار اردني وبنسبة انخفاض بلغت (٣,٦)% عن العام السابق وجاء هذا التراجع الكبير في قيمة المؤشر الى الظروف والاضاع الاقتصادية غير المستقرة في السوق المالية بالرغم من التطورات التشريعية والتنظيمية الكبيرة التي شهدتها بورصة عمان وقد عاود سوق عمان الارتفاع في عام ٢٠١٣ وبلغ حجم التداول الكلي في بورصة عمان (٣٠٢٧٢٥) مليون دينار اردني وبنسبة ارتفاع بلغت ٥٣% مقارنة بعام ٢٠١٢ وشهد عام ٢٠١٤ انخفاضا في حجم التداول بلغت نسبته ٢٥,٢% ويعود هذا الانخفاض إلى الأوضاع والظروف السياسية والامنية غير المستقرة في المنطقة العربية وتأثيرها على السوق المالية في الأردن اما على صعيد التوزيع القطاعي لحجم التداول فقد احتل القطاع المالي الاهمية الكبرى خلال المدة المدروسة فقد بلغت نسبته في عام ٢٠٠٤ (٦٣,٤%) ومن ثم قطاع الصناعة بنسبة اهمية بلغت ٢٦,٦% وقد استمر القطاع المالي

(١) سوق عمان للاوراق المالية ، التقرير السنوي السابع ، ٢٠٠٥ ، ص ١٠.

(٢) سوق عمان للاوراق المالية ، التقرير السنوي العاشر ، ٢٠٠٨ ، ص ١٠.

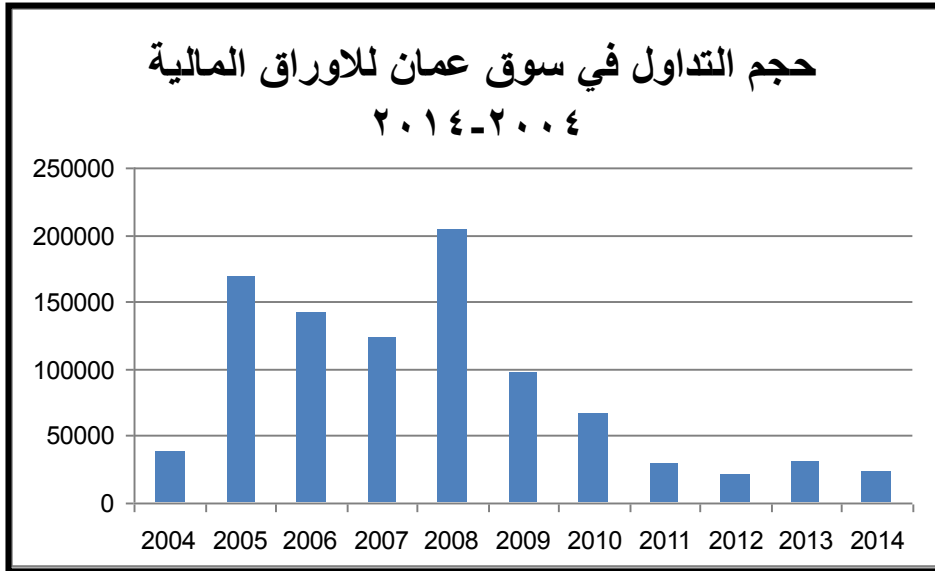
بتحقيق نسب مرتفعة من الاداء خلال الاعوام اللاحقة بسبب التطورات الكبيرة التي قامت بها الدولة في مجال التسويق والاستثمار في القطاع المالي باعتباره من اهم القطاعات في المملكة والمدعومة بشكل اوسع من قبل المستثمرين الاجانب إذ بلغت نسبته في السنوات الاخيرة للدراسة ٢٠١٢ - ٢٠١٣ - ٢٠١٤ نسبة (٦٥,١ و ٧٣,٤ و ٦٦,٧) على التوالي ، كما موضح في جدول (٢٢) .

جدول (٢١) حجم التداول للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) في بورصة عمان

المدة	حجم التداول (مليون دينار أردني)	نسبة التغير * %
٢٠٠٤	٣٧٩٣٢١	-
٢٠٠٥	١٦٨٧١١	-٥٥,٥
٢٠٠٦	١٤٢٠٩٩	-١٥,٨
٢٠٠٧	١٢٣٤٨١	-١٣,١
٢٠٠٨	٢٠٣١٨٠	٦٤,٠
٢٠٠٩	٩٦٦٥٣	-٥٢,٤
٢٠١٠	٦٦٨٩٩٤	-٣٠,٨
٢٠١١	٢٨٥٠٢٥	-٥٧,٤
٢٠١٢	١٩٧٨٨١	-٣,٦
٢٠١٣	٣٠٢٧٢٥	٥٣,٠
٢٠١٤	٢٢٦٣٤٠	-٢٥,٢

المصدر : بالاعتماد على بيانات سوق عمان للاوراق المالية لسنوات متفرقة .

شكل (١٦) حجم التداول في سوق عمان للأوراق المالية (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)



المصدر : بالاعتماد على جدول (٢١)

جدول (٢٢) حجم التداول موزع قطاعيا (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المجموع	قطاع الصناعة	قطاع الخدمات	القطاع المالي	المدة
٣,٧٩٣,٢٥١,٠٥٢٠	١,٠٠٩,٥٤١,٧٩٩	٣٧٩,٩٤٤,٤٠٨	٢,٤٠٣,٧٦٤٨٤٤	٢٠٠٤
١٠٠	٢٦,٦	١٠,٠١	٦٣,٤	الاهمية النسبية
١٦,٨٧١,٠٥١٩٤٨	٢٤٧٤,٤٤٢,٣٨٦	١,١٩٥,٩٢٠,٦٣٧	١٣,٢٠٠,٦٨٨٩٢٤	٢٠٠٥
١٠٠	١٤,٧	٧,١	٧٨,٢	الاهمية النسبية
١٤,٢٠٩٨٧٠٥٩٢	١,٦٩٧,٤٧٩١٧٣	٩٤,١٨٩٨٥٤	١١,٥٧٠,٢٠١٥٦٤	٢٠٠٦
١٠٠	١١,٩	٦,٦٣	٨١,٤	الاهمية النسبية
١٢,٣٤٨١٠١٩١٠	١,٩١٠,٨٧٤٨٧٩	١,٦٥٧,٩٩٢٦٦١	٨,٦٣٨٩٣٦٨١٤	٢٠٠٧
١٠٠	١٥,٥	١٣,٤	٧٠,٠	الاهمية النسبية
٢٠,٣١٨٠١٤٥٥١	٥,٢٥٦٨٣٥٨٧١	٥,٤٢٢٢٤١٨٦٦	٩,٦٣٨٩٣٦٨١٤	٢٠٠٨
١٠٠	٢٥,٩	٢٦,٧	٤٧,٤	الاهمية النسبية
٩,٦٦٥٣١٢٣٢٧	١,٢٧٠,٦٩٢٥٢٠	٢,٠٣٠,٨٤٦٠٦١	٦,٣٦٣٧٧٣٧٤٦	٢٠٠٩
١٠٠	١٣,١	٢١,٠	٦٥,٨	الاهمية النسبية
٦,٦٨٩٩٨٧١٥٥	٧٧١,٢١٠,٩٦٨	١,٧٤٤,٦٦٣٤٩٠	٤,١٧٤,١١٢٦٩٧	٢٠١٠
١٠٠	١١,٥	٢٦,١	٢٦,٤	الاهمية النسبية
٢,٨٥٠,٢٥٢٦٢٩	٥١٦,٨٩٤٩٣٤	٥٧٦,٠٠٦٣١٩	١,٧٥٧٣٥١٣٦٧	٢٠١١
١٠٠	١٨,١	٢٠,٢	٦١,٧	الاهمية النسبية
١,٩٧٨٨١,٣٨٧٩	٣٨٥,٣٧٧٣٢٣	٤٠٣,٨٩٣,٦٨٤	١,١٨٩٥٤٢٨٧٢	٢٠١٢
١٠٠	١٩,٥	٢٠,٤	٦٥,١	الاهمية النسبية
٣,٠٢٧٢٥٥١٨٦	٣٩٧,٦٨٥٥٨٠	٤٠٨,١٢٠,٤٥٣	٢,٢٢١٤٤٩١٥٣	٢٠١٣
١٠٠	١٣,١	١٣,٥	٧٣,٤	الاهمية النسبية
٢,٢٦٣٤٠,٤٥٩٤	٣٧٩,٠٩٤٥٠,٢	٣٧٣,٤٦٣٦٧١	١,٥١٠,٨٤٦٤٢١	٢٠١٤
١٠٠	١٦,٧	١٦,٥	٦٦,٧	الاهمية النسبية

المصدر : بالاعتماد على تقارير سوق عمان للأدوات المالية لسنوات متفرقة .

٣- القيمة السوقية : (Market Value)

نلاحظ من بيانات جدول (٢٣) الخاص بالقيمة السوقية لسوق عمان خلال مدة الدراسة المحددة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) ان القيمة السوقية في عام ٢٠٠٤ بلغت ١٣٠٣٣٨ مليون دينار وارتفعت هذه القيمة بشكل واضح عام ٢٠٠٥ لتصل الى ٢٦٦٦٧١ مليون دينار وبنسبة تغير بلغت ١٠٤,٦% وجاء هذا الارتفاع نتيجة التطورات التقنية الكبيرة التي ساعدت في تسهيل عملية التداول وزيادة اقبال المستثمرين وزيادة النمو في الاقتصاد الاردني اماعام ٢٠٠٦ فقد بلغت القيمة السوقية ٢١٠٧٨٢ مليون دينار اردني

وبنسبة تغير بلغت (٢٠,٩) التراجع الى الظروف غير المستقرة التي شهدتها الاسواق العربية وقد شهد هذا العام اطلاق تصنيف قطاعي جديد يتماشى مع المعايير العالمية ويتميز بانه يعكس صورة اوضح واداة للمستثمرين عن الشركات المدرجة من حيث طبيعة عملها مما يسهل عملية التحليل والمقارنة لاداء الشركات من قبل المحللين الماليين^(١٤٣) وفي عام ٢٠٠٧ ارتفعت القيمة السوقية الى ٢٩,٢١٤٢ مليون دينار وبنسبة تغير ٣٩% لتشكل ما نسبته ٢٨٩% من الناتج المحلي الاجمالي اما عام ٢٠٠٨ فقد تراجعت القيمة السوقية الى ٢٥,٤٠٦٣ مليون دينار وبنسبة تغير بلغت ١٣% عن العام السابق وجاء هذا التراجع نتيجة تداعيات الازمة العالمية وانخفاض اسعار الاسهم في معظم الاسواق المالية العالمية والعربية وقد استمر التراجع والانخفاض في القيمة السوقية في السنوات اللاحقة حتى وصلت في عام ٢٠١٤ (٠,٨ %) وبحجم كلي بلغ ١٨٠٨٢٦ مليون دينار اردني مشكّلة نسبة ٧٥,٨ % من الناتج المحلي الاجمالي ويعود هذا الانخفاض في حجم القيمة السوقية الى الازمة الاقتصادية غير المستقرة وانخفاض اسعار النفط عالمياً وما لها من تأثير كبير على انخفاض معظم مؤشرات السوق ومنها مؤشر القيمة السوقية في بورصة عمان

جدول (٢٣) القيمة السوقية في سوق عمان للاوراق المالية

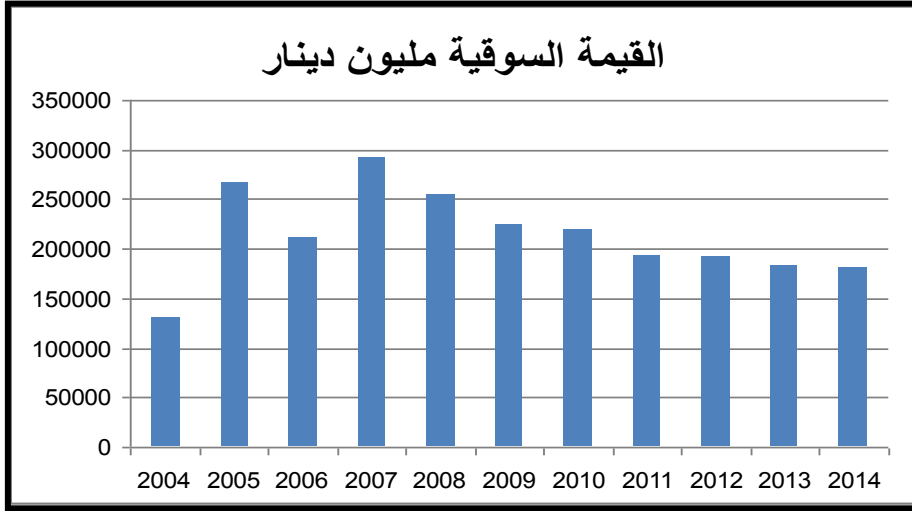
للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) مليون دينار

المدة	القيمة السوقية (مليون دينار اردني)	نسبة التغير * %
٢٠٠٤	١٣٠٣٣٨	-
٢٠٠٥	٢٦٦٦٧١	١٠٤,٦
٢٠٠٦	٢١٠٧٨٢	-٢٠,٩
٢٠٠٧	٢٩٢١٤٢	٣٨,٦
٢٠٠٨	٢٥٤٠٦٣	-١٣,٠
٢٠٠٩	٢٢٥٢٦٩	-١١,٣
٢٠١٠	٢١٨٥٨٢	-٢,٩٦
٢٠١١	١٩٢٧٢٨	-١١,٨
٢٠١٢	١٩١٤١٥	-٠,٧
٢٠١٣	١٨٢٣٣٥	-٤,٧
٢٠١٤	١٨٠٨٢٦	-٠,٨

المصدر : بالاعتماد على تقارير السوق لسنوات متفرقة .

(١) سوق عمان للأوراق المالية ، التقرير السنوي لعام ٢٠٠٦ ، مصدر سابق ، ص ١٥ .

شكل رقم (١٧) القيمة السوقية لسوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)



المصدر : بالاعتماد على جدول (٢٣)

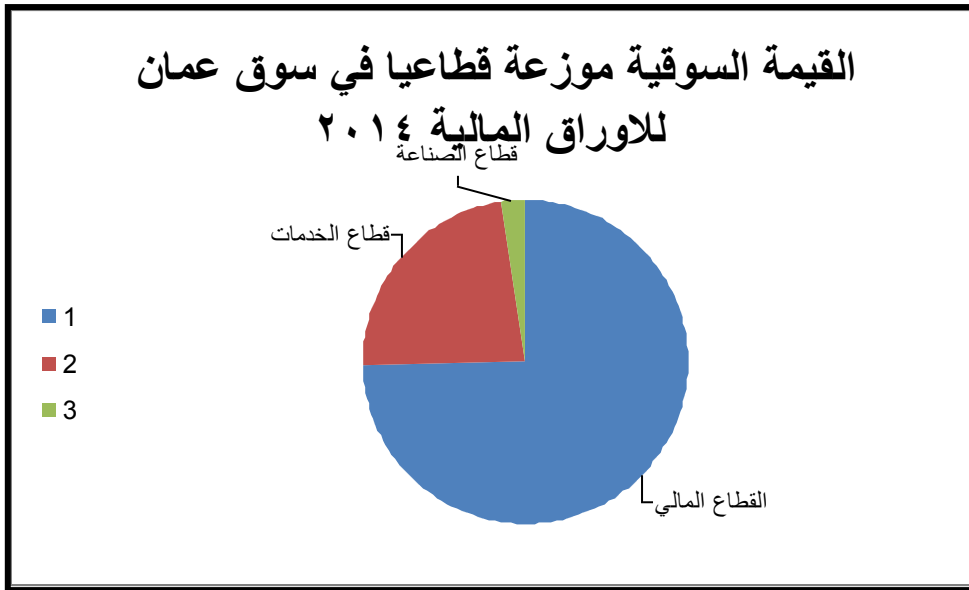
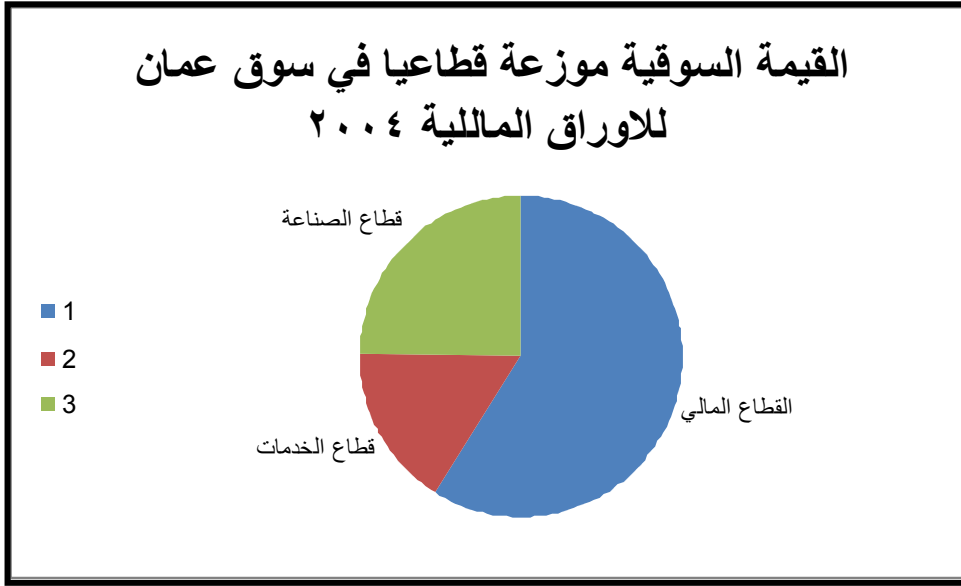
وفيما يخص التوزيع القطاعي للقيمة السوقية خلال مدة الدراسة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) فيلاحظ من خلال بيانات الجدول (٢٤) ان القيمة السوقية للقطاع المالي بلغت ٥٩% من ثم قطاع الصناعة ٢٤,٧% وقطاع الخدمات بنسبة ١٦,٣% واستمر القطاع المالي محافظا على أهميته في عام ٢٠٠٥ وبنسبة بلغت ٧٢,٥% ومن ثم قطاع الصناعة بنسبة ١٥,١% ، وفي عام ٢٠٠٧ بلغت اهمية القطاع المالي ٦٤,٨% ومن ثم قطاع الصناعة بنسبة ٢١,٢% وقطاع الخدمات بنسبة ١٤% وقد استمر القطاع المالي بالارتفاع وتحقيق النسبة العالية في السنوات اللاحقة إذ بلغت نسبتها في عام ٢٠١٣ (٥٧,٩%) وفي عام ٢٠١٤ بلغت ٦٠,٨% ويعود سبب هذه الأهمية إلى التطورات والتحسينات المستثمرة في القطاع المالي وزيادة نسب الاستثمار فيها .

جدول (٢٤) القيمة السوقية موزعة قطاعيا للاعوام (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) في سوق عمان
للاوراق المالية

المجموع	قطاع الصناعة	قطاع الخدمات	القطاع المالي	المدة
١٣٠٣٣,٨	٣٢١٦,٦	٢١٢٣,٩	٧٦٩٣,٣	٢٠٠٤
١٠٠	٢٤,٧	١٦,٣	٥٩,٠	الاهمية النسبية
٢٦٦٦٧,١	٤٠٢٠,٩	٣٣٠٠,٢	١٩٣٤٦,١	٢٠٠٥
١٠٠	١٥,١	١٢,٤	٧٢,٥	الاهمية النسبية
٢١٠٧٨,٢	٣٥٢٥,٧	٢٨٨٢,٨	١٤٦٦٩,٨	٢٠٠٦
١٠٠	١٦,٧	١٣,٧	٦٩,٦	الاهمية النسبية
٢٩,٢١٤,٢	٦٢٠٢,١	٤٠٩٠,٦	١٨٩٢١,٥	٢٠٠٧
١٠٠	٢١,٢	١٤,٠	٦٤,٨	الاهمية النسبية
٢٥٤٠٦,٣	٦٢٧٦,١	٣٦٢٩,٦	١٥٥٠٠,٦	٢٠٠٨
١٠٠	٢٤,٧	١٤,٣	٦١,٠	الاهمية النسبية
٢٢٥٢٦,٩	٦٠٩١,٤	٣٨٧٧,٠	١٢٥٥٨,٥	٢٠٠٩
١٠٠	٢٧,٠	١٧,٢	٥٥,٧	الاهمية النسبية
٢١٨٥٨	٦٣٨١	٣٧٣٥	١١٧٤٢	٢٠١٠
١٠٠	٢٩,٢	١٧,١	٥٣,٧	الاهمية النسبية
١٩٢٧٣	٥٩٤٤	٣٤٨١	٩٨٤٧	٢٠١١
١٠٠	٣٠,٨	١٨,١	٥١,١	الاهمية النسبية
١٩١٤٢	٦١٥٩	٣٣,٩٨	٩٥٨٤	٢٠١٢
١٠٠	٣٢,٢	١٧,٨	٥٢,١	الاهمية النسبية
١٨٢٣٣	٤٣٩٥	٣٢٧٦	١٠٥٦٢	٢٠١٣
١٠٠	٢٤,١	١٨,٠	٥٧,٩	الاهمية النسبية
١٨٠٨٣	٣٦٩٣	٣٣٨٩	١١٠٠١	٢٠١٤
١٠٠	٢,٤	١٨,٧	٦٠,٨	الاهمية النسبية

المصدر : بالاعتماد على بيانات سوق عمان للاوراق المالية لسنوات متفرقة .

شكل (١٨) القيمة السوقية موزعة قطاعيا في سوق عمان للاوراق المالية
للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)



المصدر : بالاعتماد على جدول (٢٤)

٤ - عدد الشركات

ويقصد به عدد الشركات المدرجة في السوق والتي يتم تداول اوراقها في السوق المنظمة ويشير الى حجم السوق المالية وان أي زيادة في عدد هذه الشركات يشير الى تطور السوق المالية ويلاحظ من خلال بيانات جدول (٢٥) الخاص بالشركات المدرجة في السوق المالية الاردنية خلال مدة الدراسة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) ارتفاع عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان الى ١٩٢ شركة في نهاية ٢٠٠٤ وتم التداول خلال هذا العام باسهم ١٦٢ شركة إذ ارتفعت اسعار اسهم ١٢٥ شركة مقابل انخفاض اسعار

اسهم (٨٢) شركة بينما حافظت ٥ شركات على استقرارها (١٤٤) وفي عام ٢٠٠٥ ارتفع عدد الشركات المدرجة في البورصة الى ٢٠١ شركة وبنسبة تغير بلغت ٤,٧% تم من خلالها تداول اسهم (١٧١) شركة وبنسبة تغير بلغت ٥,٦% عن العام السابق وفي عام ٢٠٠٦ ارتفع عدد الشركات المدرجة بنسبة ١٢,٩% وبلغ عددها ٢٢٧ شركة تداول من خلالها اسهم ١٩٥ شركة وبنسبة تغير بلغت ١٤% ويرجع سبب هذا الارتفاع الى تأسيس عدد اكبر من الشركات المساهمة في بورصة عمان وارتفاع رؤوس اموال الشركات المدرجة الى ٤,٦ مليار مقارنة مع ٣,٠ مليار دينار في نهاية ٢٠٠٥ وبالتالي فان زيادة رؤوس الاموال لهذه الشركات ساهم بشكل كبير في تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة وفي عام ٢٠٠٧ بلغ عدد الشركات المدرجة ٢٤٥ شركة وبلغت نسبة التغير ٨% تم من خلالها تداول اسهم ٢١٢ شركة وبنسبة تغير مقدارها ٨,٧% واستمر عدد الشركات المدرجة بالتحسن والارتفاع وصولاً الى عام ٢٠١٠ إذ بلغ عدد الشركات المدرجة في هذا العام ٢٧٧ شركة وانخفض عدد الشركات المتداولة بنسبة ٠,٤% عن العام السابق وبلغ عددها ٢٣٦ شركة ويرجع سبب زيادة عدد الشركات المدرجة الى خمس شركات جديدة خلال هذا العام فضلاً عن قيام مجموعة من الشركات المدرجة بزيادة رؤوس اموالها فضلاً عن التطورات التقنية الكبيرة التي قامت بها البورصة في هذا العام ومنها انطلاق خدمة التداول عبر الانترنت والتي ساهمت بجذب اكبر قدر ممكن من المستثمرين والمساهمين للتداول بالأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي ، اما سبب الانخفاض فيعود الى عدم التزام الشركات بالتعليمات الصادرة من البورصة وفي عام ٢٠١١ والاعوام اللاحقة انخفض عدد الشركات المدرجة والمتداولة في بورصة عمان إذ بلغ عدد الشركات المدرجة في عام ٢٠١٤ (٢٣٦) شركة وبنسبة تغير بلغت ١,٧% عن العام السابق وتم في هذا العام تداول اسهم ٢١٦ شركة وبنسبة تغير بلغت ٣,١% عن عام ٢٠١٣ وهي ٣,٥% حيث ارتفعت اسهم ١٠٦ شركة مقابل انخفاض اسعار اسهم ١٠٠ شركة حافظت ١٠ شركات الى استقرارها ويعود سبب انخفاض عدد الشركات الى الظروف الامنية غير المستقرة في المنطقة العربية وما لها من اثار جانبية على الاقتصاد الاردني فضلاً عن انخفاض اسعار النفط عالمياً مما ادى الى تدهور معظم الاقتصاد العالمي وانخفاض رغبة المستثمرين في الاقبال على شراء الاوراق المالية.

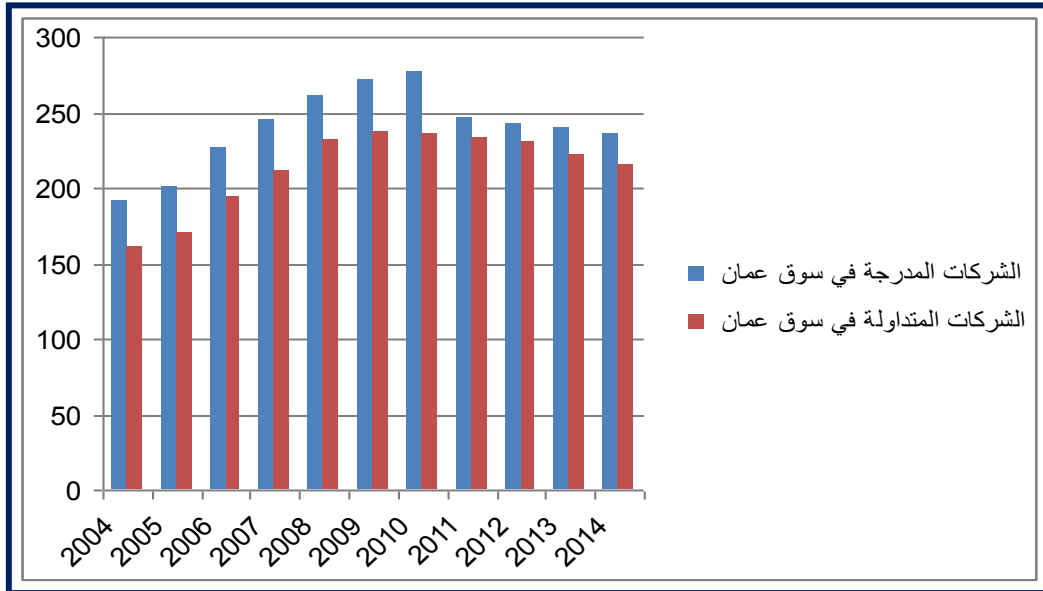
(١) سوق عمان للأوراق المالية ، التقرير السنوي لعام ٢٠٠٥ ، مصدر سابق ، ص ١٢ .

جدول (٢٥) عدد الشركات المدرجة والمتداولة في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المدة	الشركات المدرجة	نسبة التغير %	الشركات المتداولة	نسبة التغير * %
٢٠٠٤	١٩٢	-	١٦٢	-
٢٠٠٥	٢٠١	٤,٧	١٧١	٥,٦
٢٠٠٦	٢٢٧	١٢,٩	١٩٥	١٤,٠
٢٠٠٧	٢٤٥	٨,٠	٢١٢	٨,٧
٢٠٠٨	٢٦٢	٧,٠	٢٣٢	٩,٤
٢٠٠٩	٢٧٢	٣,٨	٢٣٧	٢,٢
٢٠١٠	٢٧٧	١,٨	٢٣٦	-٠,٤
٢٠١١	٢٤٧	-١٠,٨	٢٣٣	-١,٣
٢٠١٢	٢٤٣	-١,٦	٢٣١	-٠,٩
٢٠١٣	٢٤٠	-١,٢	٢٢٣	-٣,٥
٢٠١٤	٢٣٦	-١,٧	٢١٦	-٣,١

المصدر : بالاعتماد على بيانات وتقارير سوق عمان للاوراق المالية لسنوات متفرقة .

شكل (١٩) عدد الشركات المدرجة والمتداولة في سوق عمان للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)



المصدر : بالاعتماد على بيانات جدول (٢٥)

٥ - عدد العقود المنفذة

يعد مؤشر عدد العقود المنفذة من المؤشرات المهمة لقياس أداء سوق الأوراق المالية ومن خلال بيانات جدول (٢٦) يتضح ان عدد العقود المنفذة في بورصة عمان في عام ٢٠٠٤ كانت بحدود (١١٧٨٢) الف عقدٍ محققاً بذلك ارتفاع عن العام السابق وفي عام ٢٠٠٥ بلغ عدد العقود المنفذة (٢٣٩٢٠) الف عقد وكان هذا العام هو العام الأفضل لجميع المؤشرات في سوق عمان جاء هذا الارتفاع في قيمة المؤشر وبنسبة (١٠٣,١) عن العام السابق بسبب التطورات التقنية التي قامت بها البورصة اضافة الى التطورات التشريعية والفنية التي كان لها اثرٌ كبيرٌ في دعم نشاط السوق وتعميقه فضلاً عن معدلات النمو الاقتصادية الايجابية وانعكاساتها على أداء السوق^(١٤٥) ، وفي عام ٢٠٠٦ بلغ عدد العقود المنفذة في البورصة (٣٤٤٢٦) عقد وبنسبة ارتفاع بلغت ٤٣,٩ % وكان هذا الارتفاع نتيجة الطلب المتزايد في الاستثمار في بورصة عمان مما يدل على زيادة ثقة المستثمر الاجنبي والعربي ببورصة عمان وشهد عام ٢٠٠٧ تنفيذ ٣٤٥٧٩ عقد وبنسبة ارتفاع بلغت ٠,٤ % وهو اعلى معدل يصل اليه منذ تأسيس السوق بسبب التطورات التقنية المستمرة في بورصة عمان ومالها من دور كبير ومساهمة فعالة في نشر معلومات السوق بشكل واسع امام المستثمرين وفي عام ٢٠٠٨ بلغت العقود المنفذة ٣٧٨٠٩ الف عقد وبنسبة ارتفاع ٩,٣ % بالرغم من تأثر الأزمة العالمية على أداء معظم الاسواق العربية التي انعكس اثرها في عام ٢٠٠٩ إذ شهدت تنفيذ ٢٩٦٤٦ الف عقد وبنسبة انخفاض مقدارها ٢١,٦ % وشهدت الأعوام اللاحقة انخفاضات كبيرة حتى بلغت في عام ٢٠١١ (٢٩,٩%) وجاء هذا الانخفاض نتيجة الظروف والأوضاع الاقتصادية غير المستقرة في السوق المالية بالرغم من التطورات التشريعية والتنظيمية التي شهدتها بورصة عمان خلال هذه السنوات وفي عام ٢٠١٢ انخفض عدد العقود التي تم تنفيذها في البورصة وبلغت (٩٧٥٠) الف عقد وبنسبة انخفاض ٢٦,٠ % واستمر عدد العقود بالارتفاع والانخفاض وبنسب ضئيلة وبلغ في عام ٢٠١٤ (٩٥٦٠) الف عقد وبنسبة ١١,٠ % عن العام السابق وكان للأوضاع والظروف الأمنية غير المستقرة في المنطقة العربية اثر كبير في انخفاض معظم مؤشرات السوق ومنها مؤشر عدد العقود المنفذة .

(١) سوق عمان للأوراق المالية ، التقرير السنوي لعام ٢٠٠٥ ، مصدر سابق ، ص ٨.

جدول (٢٦) عدد العقود المنفذة في سوق عمان للأوراق المالية
للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) بالآلاف

المدة	عدد العقود المنفذة بالآلاف	نسبة التغير %
٢٠٠٤	١١٧٨٢	-
٢٠٠٥	٢٣٩٢٥	١٠٣,١
٢٠٠٦	٣٤٤٢٦	٤٣,٩
٢٠٠٧	٣٤٥٧٩	٠,٤
٢٠٠٨	٣٧٨٠٩	٩,٣
٢٠٠٩	٢٩٦٤٦	-٢١,٦
٢٠١٠	١٨٨٠٢	-٣٦,٦
٢٠١١	١٣١٨٣	-٢٩,٩
٢٠١٢	٩٧٥٠	-٢٦,٠
٢٠١٣	١٠٧٤٤	١٠,٢
٢٠١٤	٩٥٦٠	-١١,٠

المصدر : بالاعتماد على بيانات وتقارير سوق عمان للأوراق المالية لسنوات متفرقة .

٦- عدد الاسهم المتداولة :

يتضح من الجدول (٢٧) ان عدد الاسهم المتداولة في سوق عمان لعام ٢٠٠٤ بلغ (١٣٣٨٧) مليون سهم ووصل عدد الاسهم المتداولة في عام ٢٠٠٥ الى (٢٥٨١٧) مليون سهم بنسبة ارتفاع ٩٢,٩% ويرجع هذا الارتفاع الى زيادة مساهمة الشركات المدرجة في السوق بعد إجراءات التطور التي قامت بالبورصة وبلغ عدد الاسهم التي تم تداولها في البورصة في عام ٢٠٠٦ (٤١٠٤٣) مليون سهم وبنسبة ارتفاع ٥٩% وجاء هذا الارتفاع نتيجة عوامل عديدة منها ادراج اسهم ٢٦ شركة جديدة فضلاً عن وجود تصنيف قطاعي جديد يتماشى مع المعايير العالمية مما يسهم في زيادة عدد المستثمرين وزيادة الثقة لدى المساهمين مما انعكس ايجابيا على زيادة عدد الاسهم المتداولة وارتفع عدد الاسهم المتداولة في عام ٢٠٠٧ ليصل الى ٤,٤٧٩٤ مليون سهم وبنسبة ارتفاع مقدارها ٩,١% وكان القطاع المالي بالمرتبة الاولى من حيث عدد الاسهم المتداولة وفي عام ٢٠٠٨ بلغ عدد الاسهم المتداولة في بورصة عمان ٥٤٤٢٣ مليون سهم وبنسبة تغير مقدارها ٢١,٥% عن العالم السابق ويلاحظ ارتفاع عدد الاسهم على الرغم من تأثير الازمة المالية وانعكاسها على اغلب مؤشرات السوق وشهد عام ٢٠٠٩ ارتفاع طفيف في عدد الاسهم التي تم تداولها في السوق مسجلة ارتفاع نسبة ١٠,٧% وشهد عام ٢٠١١ تراجع في مؤشر عدد الاسهم المتداولة إذ بلغ عددها ٤٠٧٢٣ مليون سهم وبنسبة انخفاض نسبته ٤١,٧% نتيجة للأوضاع الاقتصادية غير المستقرة في الاقتصاد الأردني واستمر هذا الانخفاض حتى عام ٢٠١٢ ليبلغ (٤١,٥)% وعاود ارتفاعه في عام ٢٠١٣ وبلغ عدد الاسهم المتداولة في هذا العام ٢٧٠٥٨ مليون سهم وبنسبة

ارتفاع ١٣,٥% اما عام ٢٠٠٤ فقد شهد انخفاض وتراجع عدد الاسهم المتداولة وبنسبة (١٤,٢%) وكان هذا الانخفاض نتيجة الظروف السياسية والامنية والاقتصادية غير المستقرة في المنطقة العربية وانعكاسها بشكل كبير على معظم اقتصاديات الدول ومنها الاقتصاد الاردني فضلاً عن انخفاض اسعار النفط عالمياً وانخفاض ثقة المستثمر الاجنبي بالاستثمارات الخارجية مما انعكس سلباً على اداء سوق عمان الاوراق المالية .

**جدول (٢٧) عدد الأسهم المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية
للفترة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) مليون دينار**

المدة	عدد الأسهم المتداولة (مليون دينار اردني)	نسبة التغير %
٢٠٠٤	١٣٣٨٧	-
٢٠٠٥	٢٥٨١٧	٩٢,٩
٢٠٠٦	٤١٠٤٣	٥٩,٠
٢٠٠٧	٤٤٧٩٤	٩,١
٢٠٠٨	٥٤٤٢٣	٢١,٥
٢٠٠٩	٦٠٢٢٥	١٠,٧
٢٠١٠	٦٩٨٨٩	١٦,٠
٢٠١١	٤٠٧٢٣	-٤١,٧
٢٠١٢	٢٣٨٤١	-٤١,٥
٢٠١٣	٢٧٠٥٨	١٣,٥
٢٠١٤	٢٣٢١٨	-١٤,٢

المصدر : بالاعتماد على بيانات وتقارير سوق عمان للأوراق المالية لسنوات متفرقة .

المبحث الثالث

مؤشرات التداول الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية

١ - حجم التداول الاجنبي :

يتضح من بيانات جدول (٢٨) ان حجم الاستثمار الاجنبي في بورصة عمان خلال المدة المدروسة اخذ وتيرة تصاعدية ممتدة من عام ٢٠٠٤ الى نهاية المدة المحددة للدراسة إذ بلغ حجم التداول الاجنبي الكلي في عام ٢٠٠٤ (٦٩١٧١٥) مليون دينار اردني حيث بلغت القيمة الاجمالية للاسهم المشتراة (٣٨٠٣٣٦) مليون دينار اردني ونسبة ١٠% من حجم التداول الكلي في السوق في حين بلغت القيمة الاجمالية للاسهم المباعة (٣١١٣٧٩) مليون دينار اردني ونسبة ٨,٢ من حجم التداول الكلي ويعود سبب هذا الانتعاش في الاستثمار الاجنبي الى مجموعة عوامل منها النمو الذي شهده الاقتصاد الاردني في السنوات الاخيرة لاسيما في العام المذكور إذ بلغت نسبته النمو المتوقعة في عام ٢٠٠٤ حوالي ٧٠% فضلاً عن استمرار التوقعات المتفائلة للبورصة الاردنية وكذلك استقرار الاوضاع السياسية والامنية ساهم بشكل كبير في زيادة جذب بورصة عمان لعدد كبير من المستثمرين ومن مختلف الجنسيات^(٤٦) ، اما عام ٢٠٠٥ فبلغ حجم التداول الاجنبي (٣٨٩١٥٢) مليون ونسبة تغير ٤٣,٧- % عن العام السابق وبلغت القيمة الاجمالية للأسهم المشتراة (٢١٥٢٢٨) مليون دينار كما يوضحها جدول (٢٩) مشكلة نسبة ١٢,٨% من حجم التداول الكلي .

في حين بلغت القيمة الإجمالية للاسهم المباعة (١٧٣٩٢٤) مليون دينار اردني ونسبة ١٥,٣% من حجم التداول الكلي موزعة بين المستثمرين العرب والأجانب وقد جاء هذا الارتفاع في نسب الاستثمار الاجنبي نتيجة الاداء المتميز لبورصة عمان وما شهدته من تطورات تشريعية وهيكلية وقد ساهمت بشكل واسع في دعم النشاط الاستثماري في بورصة عمان بينما شهد عام ٢٠٠٦ تداول اجنبي مقداره (٣٨٠٩٥٧) مليون دينار اردني ونسبة تراجع مقداره (٢,١) % عن العام السابق وبلغت القيمة الاجمالية للاسهم المشتراة من قبل الاجانب (١٩٩٥,٩) مليون دينار مشكلة نسبة ١٤% من حجم التداول الكلي في حين بلغت القيمة الاجمالية للاسهم المباعة (١٨١٤٤٨) مليون ونسبة ١٢,٨ من حجم التداول الكلي موزعة حسب الجنسيات المشتراة في السوق وفي عام ٢٠٠٧ كان التداول الاجنبي في مرحلة التطور التدريجي إذ بلغ (٥١٨٤٣٣) مليون دينار ونسبة ارتفاع ٣٦,١ عن العام السابق إذ بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل الأجانب (٢٨٢٥٢٩) مليون دينار أردني ونسبة ٢٢,٩ من حجم التداول الكلي في حين كانت القيمة الإجمالية للاسهم المباعة (٢٣٥٩٠٤) مليون دينار اردني ونسبة بلغت ٩,١ % من حجم التداول الكلي ويعود سبب هذا الارتفاع في زيادة حجم الاستثمارات الاجنبية الى التسهيلات التي وفرتها بورصة عمان ومنها حرية تحويل الاموال مع الأخذ بعين الاعتبار ان

(١) سوق عمان للأوراق المالية ، التقرير السنوي السادس ، ٢٠٠٤ ، ص ٥ .

ارتباط سعر الصرف للدينار الاردني بالدولار خفض اخطار سعر الصرف وقد ساهم الاستثمار الاجنبي في تعزيز اداء سوق عمان للأوراق المالية خلال هذه الفترة وساهمت تدفقاته الكبيرة في ارتفاع سيولة السوق وزيادة عمقها وكانت اغلب الاستثمارات في السوق المالية الأردنية من المستثمرين العرب وخاصة المستثمرين الخليجيين إذ احتلت الاستثمارات السعودية المرتبة الاولى في بورصة عمان إذ بلغت قيمتها ٢,٥ مليار دينار ونسبة ٨,٦ من القيمة السوقية للبورصة تلتها الاستثمارات الكويتية بنسبة ٦,٧% ثم اللبنانية بنسبة ٦,١% والقطرية بنسبة ٣,٤% والامريكية بنسبة ٣,٤% والبحرين بنسبة ٢,٤% (١٤٧) وشهد عام ٢٠٠٨ تداول اجنبي مقداره (٨١٢٩٨٣) مليون دينار وبلغت القيمة الاجمالية للاسهم المشتراة (٤٢١٩٨٣) مليون دينار اردني ونسبة ٢٠,٨% من حجم التداول الكلي في حين بلغت القيمة الاجمالية للاسهم المباعة (٣٩١٠,٠٠٢) مليون دينار اردني وشكّلت نسبة ١٩,٢% من حجم التداول الكلي وكان هذا الارتفاع نتيجة لإجراءات المشددة المتبعة من قبل البورصة فضلاً عن شفافية التعامل والإفصاح عن المعلومات التي مكنت المستثمر الاجنبي من الاطلاع على اغلب مستجدات وتطورات الاسواق المالية وكانت الاستثمارات الاجنبية موزعة بين المستثمرين العرب والاجانب إذ شكّلت الاستثمارات السعودية نسبة ٧,٨% من القيمة السوقية للبورصة بينما بلغت الاستثمارات الامريكية نسبة ٣,٧% وفي عام ٢٠٠٩ بلغ حجم الاستثمار الاجنبي (٤٢٧٤٦٣) مليون دينار اردني ونسبة تغير بلغت (٤٧,٤) وكانت القيمة الاجمالية للاسهم المشتراة (٢١٣٥٤٣) مليون دينار اردني ونسبة انخفاض بلغت ٤٩,٤% عن العام السابق وشكلت قيمة الاسهم المشتراة نسبة ٢٢,١% من حجم التداول الكلي في حين كانت القيمة الكلية للاسهم المباعة (٢١٣٩٢٠) مليون دينار اردني ونسبة ٢٢,١% من حجم التداول الكلي وقد كان هذا التراجع في حجم الاستثمارات الاجنبية نتيجة لتأثير الازمة العالمية في عام ٢٠٠٨ التي امتدت اثارها للسنوات اللاحقة إذ شهدت معظم الاسواق المالية انخفاضات عديدة في المؤشرات المالية ومنها سوق عمان المالي إذ انخفضت ثقة المستثمر الاجنبي في الاسهم المتداولة واستمرت الاستثمارات الاجنبية في تحقيق معدلات مرتفعة في السنوات اللاحقة إذ بلغت القيمة الاجمالية للاسهم المشتراة في عام ٢٠١٣ (٩٣٩٤٩٤) مليون دينار اردني مشكلة نسبة ٣١% من حجم التداول الكلي اما الاسهم المباعة فبلغت (٧٩٢٦٣٣) مليون دينار اردني ونسبة ٢٦,٢% من حجم التداول الكلي وبذلك يكون حجم الاستثمار الاجنبي الكلي (١٧٣٢١٢٧) مليون دينار ونسبة تغير بلغت ١٨٤,٨% وشهد عام ٢٠١٤ انخفاضا ملحوظا في حجم الاستثمارات الاجنبية إذ بلغت القيمة الاجمالية للاسهم المشتراة (٣٦٢٦٩٣) مليون دينار اردني وبذلك تكون نسبتها ١٦% من حجم التداول الكلي وبلغت قيمة الاسهم المباعة (٣٨٤٨٤٧) مليون ديناراً اردني ونسبة ١٧% من حجم التداول الكلية في السوق توزعت هذه الاستثمارات بين عربية واجنبية ويعود سبب هذا التراجع الكبير في حجم الاستثمارات الاجنبية

(١) سوق عمان للأوراق المالية ، التقرير السنوي لعام ٢٠٠٧ ، مصدر سابق ، ص ١٦ .

الى ظروف المنطقة العربية وعدم الاستقرار الاقتصادي والامني والسياسي ، فضلاً عن انخفاض اسعار النفط عالمياً وتأثيرها على حجم التدفقات الاجنبية في البورصة .

جدول (٢٨) حجم التداول الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية

للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) مليون دينار

نسبة التغير %	حجم التداول الأجنبي مليون دينار اردني	المدة
-	٦٩١٧١٥	٢٠٠٤
-٤٣,٧	٣٨٩١٥٢	٢٠٠٥
-٢,١	٣٨٠٩٥٧	٢٠٠٦
٣٦,١	٥١٨٤٣٣	٢٠٠٧
٥٦,٨	٨١٢٩٨٣	٢٠٠٨
-٤٧,٤	٤٢٧٤٦٣	٢٠٠٩
-٥١,٢	٢٠٨٧٦١	٢٠١٠
-٥٠,٥	١٠٣٢٩٧	٢٠١١
-٤١,١	٦٠٨٣٤٤	٢٠١٢
-٧١,٥	١٧٣٢١٢	٢٠١٣
-٥٦,٨	٧٤٧٥٤٠	٢٠١٤

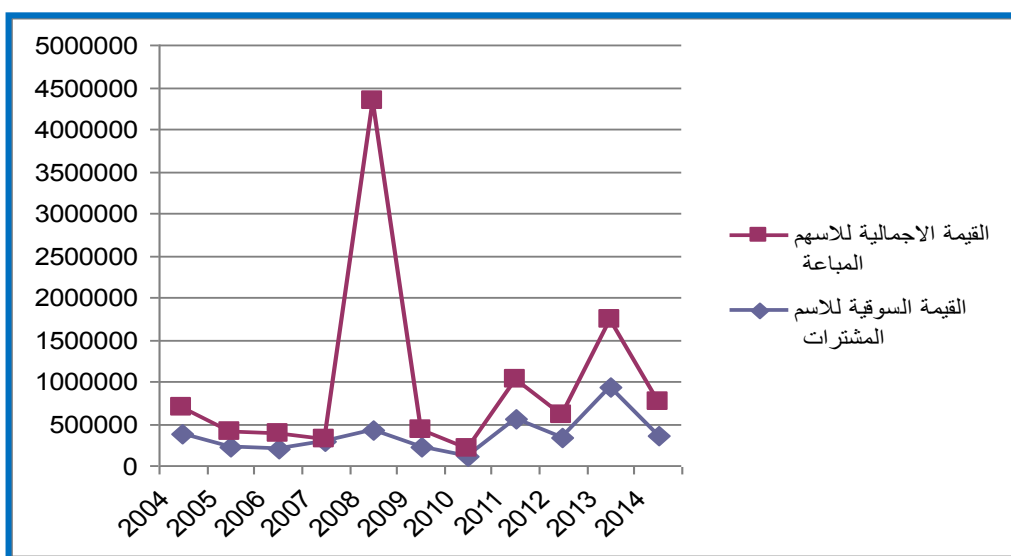
المصدر : بالاعتماد على بيانات وتقارير سوق عمان للأوراق المالية لسنوات متفرقة .

جدول (٢٩) حجم التداول الاجنبي (شراء وبيع) في سوق عمان للأوراق المالية للمدة
(٢٠٠٤ - ٢٠١٤) مليون دينار

المدة	القيمة الاجمالية للاسهم المشتراة مليون دينار اردني	نسبة التغير %	نسبتها الى الكلية %	القيمة الاجمالية للاسهم المباعة مليون دينار اردني	نسبة التغير %	نسبتها الى الكلية %
٢٠٠٤	٣٨٠٣٣٦	-	١٠	٣١١٣٧٩	-	٨,٢
٢٠٠٥	٢١٥٢٢٨	-٤٣,٤	١٢,٨	١٧٣٩٢٤	٤٥٨,٥	١٥٣,٠
٢٠٠٦	١٩٩٥٠٩	-٧,٣	١٤,٠	١٨١٤٤٨	٤,٣	١٢,٨
٢٠٠٧	٢٨٢٥٢٩	٤١,٦	٢٢,٩	٢٣٥٩٠٤	٣٠,٠	١٩,١
٢٠٠٨	٤٢١٩٨٣	٤٩,٦	٢٠,٨	٣٩١٠٠٠	٦٥,٧	١٩,٢
٢٠٠٩	٢١٣٥٤٣	-٤٩,٤	٢٢,١	٢١٣٩٢٠	-٤٥,٣	٢٢,١
٢٠١٠	١٠٣٦٥٩	-٥١,٥	١٥,٥	١٠٥١٠٢	-٥٠,٩	١٥,٧
٢٠١١	٥٥٥٧٩٣	-٤٦,٤	١٩,٥	٤٧٧١٧٧	-٥٤,٦	١٦,٧
٢٠١٢	٣٢٢٩٤٧	-٤١,٩	١٦,٣	٢٨٥٣٩٧	٤٠,٢	١٤,٤
٢٠١٣	٩٣٩٤٩٤	١٩٠,٩	٣١,٠	٧٩٢٦٣٣	١٧٧,٨	٢٦,٢
٢٠١٤	٣٦٢٦٩٣	-٦١,٤	١٦,٠	٣٨٤٨٤٧	-٥١,٥	١٧,٠

المصدر : بالاعتماد على بيانات سوق عمان للأوراق المالية لسنوات متفرقة .

شكل (٢٠) حجم التداول الاجنبي (بيع وشراء) في سوق عمان للأوراق المالية (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)



المصدر : بالاعتماد على بيانات جدول (٢٩)

٢- صافي الاستثمار الأجنبي

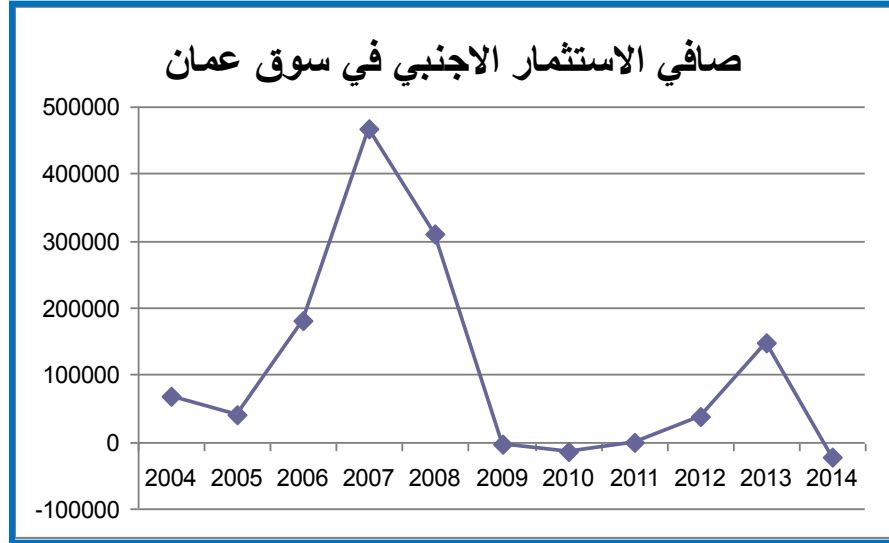
يعد صافي الاستثمار الأجنبي وهو حاصل طرح قيمة الأسهم المشتراة من الاسهم المباعة مؤشراً مهماً لقياس مدى اتساع حجم السوق المالية ومدى مساهمة الاجانب في تطوير السوق ويلاحظ من بيانات جدول (٣٠) الخاص بقياس صافي الاستثمارات الاجنبية في بورصة عمان خلال مدة الدراسة المحددة ان هناك تطوراً ايجابياً في حجم هذه الاستثمارات وبصورة تدريجية ابتداءً من عام ٢٠٠٤ الذي شهد صافي استثمار اجنبي يقدر بـ ٦٨٩٥٦ مليون دينار اردني وبسبب التطورات الكبيرة التي اجرتها بورصة عمان سواء الفنية او التشريعية فقد ساهمت بشكل واسع وكبير في جذب المستثمرين الاجانب للسوق وبذلك ارتفع صافي الاستثمار الاجنبي في عام ٢٠٠٥ الى (٤١٣٠٤) مليون دينار وبنسبة تغير بلغت (٤٠,١%) وفي عام ٢٠٠٦ شهد الاستثمار الاجنبي انخفاضا مقداره (٥٦,٣) وبلغ صافي الاستثمار (١٨٠٦١) مليون دينار ويعود هذا التراجع الى انخفاض معظم الاستثمارات في المنطقة بسبب الظروف الاقتصادية وفي عام ٢٠٠٧ بلغ صافي الاستثمار الاجنبي ٤٦٦٢٥ مليون دينار اردني وبنسبة تغير بلغت ١٥٨,٢% عن العام السابق وفي عام ٢٠٠٨ كان صافي الاستثمار الاجنبي منخفضا بدرجات طفيفة حيث بلغ صافي الاستثمار الاجنبي (٣٠٩٨٣) مليون دينار وبنسبة انخفاض بلغت ٣٣,٦% عن العام السابق وكان هذا التراجع نتيجة الازمة العالمية او ازمة الرهن العقاري وما لها من تأثير على معظم الاسواق العالمية والعربية بما فيها سوق عمان المالي واستمر تأثير الازمة حتى نهاية ٢٠١٠ إذ بلغت نسبة الانخفاض في عام ٢٠٠٩ (١١٢,١) % وفي عام ٢٠١٠ بلغ صافي الاستثمار الاجنبي (-١٤٤٣) مليون دينار اردني وارتفعت هذه النسبة قليلا في عام ٢٠١١ إذ بلغ صافي الاستثمار الاجنبي ٧٨٦١٦ مليون دينار وفي عام ٢٠١٢ عاود الانخفاض مرة اخرى وبلغ صافي الاستثمار الاجنبي ٣٧٥٥٠٦ مليون دينار وبسبب التطورات الحديثة في بورصة عمان وزيادة ثقة المستثمر الاجنبي في الاستثمارات الاردنية وخاصة في القطاع المالي وقطاع الخدمات الذي يعتبر من اهم القطاعات المدرجة في البورصة بلغ صافي الاستثمار الاجنبي في السوق المالية الأردنية ١٤٦,٩ مليون دينار وبنسبة تغير بلغت ٢٩٠,٧% عن العام السابق وشهد عام ٢٠١٤ انخفاضاً ملحوظاً وكبيراً في صافي الاستثمارات الاجنبية حيث بلغ (-٢٢١٥٤) مليون دينار وبنسبة تغير بلغت (١١٥,١) % عن العام السابق جاء هذا التراجع الكبير للظروف الامنية والسياسية غير المستقرة التي تشهدها المنطقة العربية وعدم رغبة المستثمر الاجنبي بالمجازفة والمخاطرة باستثمارات غير امانة فضلاً عن تدهور الوضع الاقتصادي وانخفاض اسعار النفط عالمياً مما اثر على اغلب مؤشرات الاسواق العربية والعالمية ومنها سوق عمان المالي .

جدول (٣٠) صافي الاستثمار الاجنبي في سوق عمان للاوراق المالية للمدة
(٢٠٠٤ - ٢٠١٤) مليون دينار

المدة	صافي الاستثمار الاجنبي (مليون دينار اردني)	نسبة التغير %
٢٠٠٤	٦٨٩٥٧	-
٢٠٠٥	٤١٣٠٤	-٤٠,١
٢٠٠٦	١٨٠٦١	-٥٦,٣
٢٠٠٧	٤٦٦٢٥	١٥٨,٢
٢٠٠٨	٣٠٩٨٣	-٣٣,٦
٢٠٠٩	-٣٧٧٦	-١١٢,١
٢٠١٠	-١٤٤٣	-٦١,٧
٢٠١١	٧٨٦١٦	-٥,٥
٢٠١٢	٣٧٥٥١	-٥٢,٢
٢٠١٣	١٤٦٨٦١	٢٩٠,٧
٢٠١٤	-٢٢١٥٤	-١١٥,١

المصدر : بالاعتماد على بيانات وتقارير سوق عمان للاوراق المالية لسنوات متفرقة .

شكل (٢١) صافي الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)



المصدر : بالاعتماد على بيانات جدول (٣٠)

٣- مساهمة الأجنبي في القيمة السوقية

اتضح من بيانات جدول (٣١) ان نسبة مساهمة الأجنبي في رؤوس اموال الشركات المدرجة في سوق عمان للاوراق المالية خلال مدة الدراسة المحددة في نمو مستمر مما يعكس أهمية الاستثمار وتطوره بشكل عام إذ شكّلت مساهمة الأجنبي في رؤوس أموال الشركات المدرجة في عام ٢٠٠٤ (٤١,٣%) من القيمة السوقية وقد شهد هذا العالم انتعاش الاستثمار الاجنبي بشكل واسع في بورصة عمان إذ ساهمت تدفقاته الكبيرة في ارتفاع سيولة السوق وزيادة عمقه فضلاً عن انه لعب دور مهم في نشاط سوق الاصدار الدولي نتيجة مشاركته الكثيرة في الاكتتاب في أسهم الشركات الحديثة التي طرحت للاكتتاب فضلاً عن مساهمته في زيادة رؤوس أموال الشركات القائمة والذي ساهم بتعزيز نمو الناتج المحلي الاجمالي بنسبة كبيرة وفي عام ٢٠٠٥ بلغت مساهمة الاستثمار الأجنبي في رؤوس اموال الشركات المساهمة ٤٥% من حجم القيمة السوقية وبنسبة تغير ٨,٩% عن العام السابق وجاءت هذه المساهمة الكبيرة للاستثمار الاجنبي نتيجة التطورات الكبيرة التي قامت بها بورصة عمان وبشكل واسع ومتسمر من اجل جذب انظار المستثمرين العرب والاجانب واستمرت هذه الزيادة في السنوات اللاحقة إذ شكّلت نسبة مساهمة الاجانب في رؤوس اموال الشركات في عام ٢٠٠٦ (٤٥,٥%) من حجم القيمة السوقية للأجنبي وقد شهد هذا العام ادراج شركات جديدة فضلاً عن اجراء تصنيف قطاعي جديد متمثل بالاعتماد على ثلاث قطاعات رئيسة للتداول هي القطاع المالي وقطاع الصناعات وقطاع الخدمات^(٤٨) وفي عام ٢٠٠٧ شكّلت نسبة مساهمة الاجانب في رؤوس أموال الشركات ٤٨,٩% من حجم القيمة السوقية الكلية للأجنبي وفي عام ٢٠٠٨ بلغت نسبة مساهمة الاجانب ٤٩,٢% من حجم القيمة السوقية وشهدت هذه النسبة تراجعاً بسيطاً في عام ٢٠٠٩ وبلغت ٤٨,٩% من حجم القيمة السوقية ويعود هذا التراجع الى تأثير الازمة العالمية التي انضخت اثارها بشكل واسع في هذا العام وعدم رغبة المستثمر الاجنبي بالمخاطرة في استثمارات غير مضمونة وفي عام ٢٠١٠ بلغت مساهمة الاجانب ٤٩,٦% من حجم القيمة السوقية بسبب انتعاش الاقتصاد الاردني وزيادة النمو الاقتصادي واستمرت هذه الزيادة حتى عام ٢٠١٢ إذ بلغت ٥١,٧% من حجم القيمة السوقية الكلية في السوق وبنسبة تغير ٨% عن العام السابق وشهد عام ٢٠١٣ انخفاضا في مساهمة الاجانب في القيمة السوقية إذ بلغت ٤٩,٩% من حجم القيمة السوقية الاجنبية وفي عام ٢٠١٤ شهدت مساهمة الاجانب في القيمة السوقية تراجعاً مقداره (٢,٢) وبلغت مساهمة الاجانب ٤٨,٨% وجاء هذا التراجع نتيجة ظروف المنطقة العربية وعدم الاستقرار الامني والسياسي في المنطقة فضلاً عن الازمة الاقتصادية غير المستقرة المتمثلة بانخفاض اسعار النفط عالمياً مما ادى الى انخفاض معظم مؤشرات السوق .

(١) سوق عمان للاوراق المالية ، التقرير السنوي لعام ٢٠٠٦ ، مصدر سابق ، ص ١٠ .

جدول (٣١) نسبة مساهمة الأجانب في القيمة السوقية في سوق عمان للأوراق المالية للمدة
(٢٠١٤ - ٢٠٠٤)

المدة	مساهمة الأجانب في القيمة السوقية %	نسبة التغير %
٢٠٠٤	٤١,٣	-
٢٠٠٥	٤٥,٠	٨,٩
٢٠٠٦	٤٥,٥	١,١
٢٠٠٧	٤٨,٩	٧,٥
٢٠٠٨	٤٩,٢	٠,٦
٢٠٠٩	٤٨,٩	-٠,٦
٢٠١٠	٤٩,٦	١,٤
٢٠١١	٥١,٣	٣,٤
٢٠١٢	٥١,٧	٠,٨
٢٠١٣	٤٩,٩	-٣,٥
٢٠١٤	٤٨,٨	-٢,٢

المصدر : بالاعتماد على بيانات وتقارير سوق عمان للأوراق المالية .

الفصل الرابع

تقييم أداء سوق العراق وسوق عمان للأوراق المالية

تمهيد :

يحاول هذا الفصل التعرف على تقييم أداء سوق العراق وسوق عمان للأوراق المالية ويحتوي هذا الفصل على مبحثين تناول المبحث الأول دور سوق العراق وسوق عمان للأوراق المالية في الاقتصاد فيما ركز المبحث الثاني على مساهمة الاستثمار الاجنبي غير المباشر في السوقين بينما تناول المبحث الثالث تحليل وقياس أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر بمؤشرات السوقين.

المبحث الأول

دور سوق العراق وسوق عمان للاوراق المالية في الاقتصاد

أولاً- دور سوق العراق للاوراق المالية في الاقتصاد العراقي :

١- الناتج المحلي الإجمالي GDP بالأسعار الثابتة :

يعد معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من أهم مؤشرات النمو الاقتصادي والذي يعكس حجم التطورات في النشاط الاقتصادي ويعبر عن كمية السلع والخدمات المنتجة للبلد وخلال مدة زمنية معينة عادة ما تكون سنة وتشير الإحصاءات المتعلقة بالناتج المحلي الإجمالي في العراق خلال مدة الدراسة الى ارتفاعه إذ بلغ معدله في عام ٢٠٠٤ (٤١٦٠٨) مليون دينار عراقي وارتفعت هذه القيمة في عام ٢٠٠٥ حتى وصلت الى (٤٣٤٣٩) مليون دينار محققة بذلك زيادة سنوية مقدارها ٤,٤ % عن عام ٢٠٠٤ ثم استمر الناتج المحلي بالارتفاع حتى بلغ في عام ٢٠٠٦ (٤٧٨٥١) مليون دينار وبنسبة زيادة مقدارها ١٠,٢ % ، اما في عام ٢٠٠٧ فبلغ الناتج المحلي الاجمالي ٥١٧١٧ مليون ديناراً وبنسبة زيادة مقدارها ١,٤ % ويعود سبب هذه الزيادات الى ارتفاع مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي إذ بلغت نسبته ٨٠ % في حين تراوحت نسبة مساهمة القطاعات الاقتصادية الاخرى بين (٢% و ٥%) بالرغم من هذه الزيادات الا انها ظلت تعاني من التدهور والضعف في ادائها بسبب استمرار سوء الوضع وتعطيل الاستثمارات الاجنبية والمحلية^(١٤٩) ، وكما موضح في جدول (٣٢) الذي يبين الناتج المحلي الاجمالي ومعدل النمو فيه خلال مدة الدراسة وشهد عام ٢٠٠٨ ارتفاع حجم الناتج المحلي الاجمالي وبنسبة نمو بلغت ٦,٦ % ولقد جاء هذا النمو نتيجة ارتفاع معدلات النمو المتفاوتة التي حققتها بعض القطاعات الاقتصادية باستثناء (الزراعة) وخاصة قطاع النفط إذ ارتفعت نسبة القطاع النفطي للبرميل الواحد (٣٥,٨%) وجاء هذا الارتفاع نتيجة لتحسن الوضع الامني الذي انعكس ايجابيا على القطاعات الاقتصادية الاخرى^(١٥٠) ، وبلغ الناتج المحلي الاجمالي في عام ٢٠٠٩ (٥٤٧٢,١) مليون دينار وبنسبة زيادة سنوية مقدارها ٥,٨ % وبلغت نسبة النمو في الناتج المحلي الاجمالي في عام ٢٠١٠ (٥,٥) % واستمرت الزيادات في حجم الناتج المحلي في السنوات اللاحقة بسبب تحسن الاوضاع الاقتصادية وزيادة مساهمة القطاع النفطي في الناتج فضلاً عن مساحة ضئيلة من القطاعات الاخرى وفي عام ٢٠١٤ انخفض الناتج المحلي الاجمالي بنسبة (٣,٩%) وبحجم كلي مقداره ٧٢٧٣٦ مليون دينار وجاء هذا الانخفاض نتيجة تدهور الاوضاع الاقتصادية في البلاد بسبب حروب الارهاب فضلاً عن انخفاض اسعار النفط عالمياً مما اثر سلباً على الاقتصاد العراقي .

(١) البنك المركزي العراقي - التقرير الاقتصادي السنوي ، ٢٠٠٥ ، ص ٨.

(٢) البنك المركزي العراقي - التقرير الاقتصادي السنوي ، ٢٠٠٨ ، ص ٧.

جدول (٣٢) حجم الناتج المحلي الاجمالي GDP في الاقتصاد العراقي
للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المدة	الناتج المحلي الاجمالي GDP مليون	نسبة التغير %
٢٠٠٤	٤١٦٠٧٨	-
٢٠٠٥	٤٣٤٣٩٦	٤,٤
٢٠٠٦	٤٧٨٥١٤	١٠,١
٢٠٠٧	٤٨٥١١٩	١,٤
٢٠٠٨	٥١٧١٧٦	٦,٦
٢٠٠٩	٥٤٧٢١٢	٥,٨
٢٠١٠	٥٧٧٥١٦	٥,٥
٢٠١١	٦٣٦٥٠٤	١٠,٢
٢٠١٢	٧١٦٨٠٨	١٢,٦
٢٠١٣	٧٥٦٨٥٧	٥,٥
٢٠١٤	٧٢٧٣٦٢	-٣,٨

المصدر : البنك المركزي العراقي - المديرية العامة للإحصاء والأبحاث
* نسبة التغير من اعداد الباحثة .

٢- نسبة مؤشرات السيولة في الاقتصاد العراقي .

أ- حجم التداول إلى الناتج الإجمالي GDP بالأسعار الثابتة :

تؤثر اسواق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة اذ تحتاج الاستثمارات الناجحة الى التزامات مالية طويلة الاجل والمستثمرون كثيرا ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لمدة طويلة وأسواق الأوراق المالية تجعل الاستثمار اقل خطورة واكثر جاذبية وذلك من خلال السماح للمدخرين بالحصول على الأصول وبيعها بسرعة اذا احتاجوا الى استرداد مدخراتهم وبيننا سابقا ان حجم التداول يشير الى درجة سيولة الأوراق المالية ويمكن أيضاً توضيح درجة السيولة للسوق المالية من خلال حجم التداول للأوراق المالية المدرجة في السوق نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي والذي يعتبر مؤشرا جيدا لنشاط لسوق ودرجة السيولة ويمكن استخدام هذه النسبة للكشف عن مدى تأثير سيولة الأوراق المالية في معدل نمو الاقتصاد (١٥١) .

وبحسب بيانات جدول (٣٣) والذي يوضح نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي الإجمالي نلاحظ تذبذب هذه النسبة خلال مدة الدراسة بين الارتفاع والانخفاض فبلغت هذه النسبة (٤,٧) % في عام ٢٠٠٤ لتصل الى (٨,٤) % في عام ٢٠٠٥ في حين انخفضت نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي الاجمالي في عام ٢٠٠٦ لتصل الى (٣,١) % .

(١) د. عماد محمد العاني ، مصدر سابق ، ص ٦٧ .

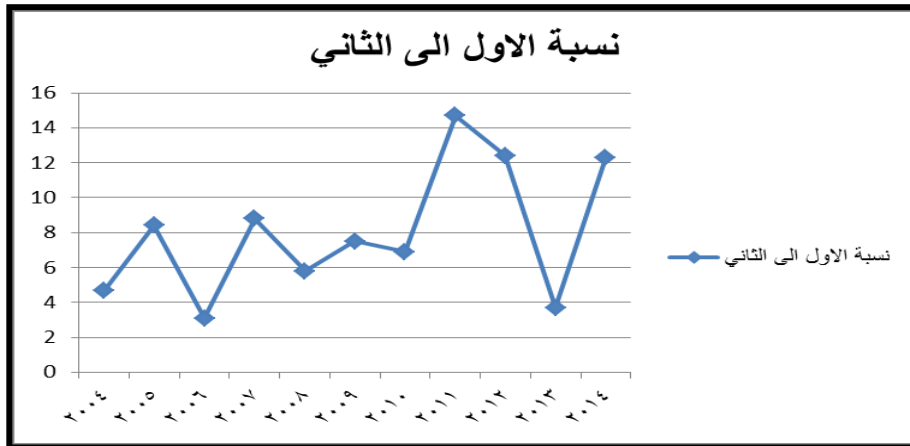
ثم عاودت لارتفاع في عام ٢٠٠٧ لتصل (٨,٨) % ثم انخفضت مرة اخرى في عام ٢٠٠٨ لتصل الى (٥,٨) % وكان هذا التذبذب سبب انخفاض مساهمة القطاع النفطي الناتج عن تأثير الازمة العالمية الكبرى والتي أثرت على اغلب اقتصاديات العالم واستمر التذبذب والانخفاض في هذه النسبة حتى وصلت في نهاية المدة المدروسة إلى (١٢,٣) % .

جدول (٣٣) نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصاد العراقي للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)

المدة	حجم التداول (مليون دينار)	GDP بالأسعار الثابتة (مليون دينار)	نسبة الاول الى الثاني %
٢٠٠٤	١٩٧٩٥	٤١٦٠٧٨	٤,٧
٢٠٠٥	٣٦٦٨٩	٤٣٤٣٩٦	٨,٤
٢٠٠٦	١٤٦٨٩	٤٧٨٥١٤	٣,١
٢٠٠٧	٤٢٧٣٦	٤٨٥١١٩	٨,٨
٢٠٠٨	٣٠١٣٥	٥١٧١٧٦	٥,٨
٢٠٠٩	٤١١٩٢	٥٤٧٢١٢	٧,٥
٢٠١٠	٤٠٠٣٥	٥٧٧٥١٦	٦,٩
٢٠١١	٩٤١١٩	٦٣٦٥٠٤	١٤,٧
٢٠١٢	٨٩٣٨٢	٧١٦٨٠٨	١٢,٤
٢٠١٣	٢٨٤٦٢	٧٥٦٨٥٧	٣,٧
٢٠١٤	٨٩٨٣١	٧٢٧٣٦٢	١٢,٣

المصدر : بالاعتماد على قاعدة بيانات سوق العراق للأوراق المالية .
البنك المركزي العراقي - المديرية العامة للإحصاء والابحاث .
* النسب من اعداد الباحثة .

شكل (٢٢) نسبة حجم التداول إلى GDP بالأسعار الثابتة في الاقتصاد العراقي للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤)



المصدر : بالاعتماد على بيانات جدول (٣٣)

ب- نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي GDP بالأسعار الثابتة

تستخدم نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي باعتبارها احد مؤشرات السيولة التي توفرها السوق المالية وهي تعكس مدى اسهام سوق الأوراق المالية في الاقتصاد من خلال قيمتها السوقية فكلما زادت هذه النسبة دل ذلك على درجة اعلى من السيولة التي يتمتع بها السوق^(١٥٢)، وتعرف بأنها قيمة الاسهم المحلية المتداولة في البورصة بالقياس الى الناتج المحلي الاجمالي^(١٥٣) ومن الناحية الاقتصادية ثمة فرضية استخدام هذه النسبة وهو ان حجم سوق الاوراق المالية يرتبط ايجابياً او سلبياً بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع الخطر ولكن لا يمكن الاعتماد على هذا المؤشر بصورة كاملة اذ ان بعض الاسواق تتميز بارتفاع نسبة رأسمالها في حين حجم التداول يكون صغيراً^(١٥٤)، ويتضح من بيانات جدول (٣٤) والذي يوضح نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي ان هذه النسبة ارتفعت من ٤,١ في عام ٢٠٠٤ الى (٧,٢ %) في عام ٢٠٠٥ ولكنها انخفضت في عام ٢٠٠٦ لتصل الى (٤,٠) % اما في عام ٢٠٠٧ فبلغت نسبتها (٤,٣) % واستمرت هذه النسبة بالارتفاع حتى نهاية المدة المدروسة مما يشير الى زيادة نسبة السيولة في الاقتصاد العراقي وخاصة زيادة مساهمة القطاع النفطي وبعض القطاعات الاقتصادية الاخرى إذ بلغت نسبة مساهمة القيمة السوقية في الناتج المحلي الاجمالي في عام ٢٠١٣ (١٥,١) % وارتفعت مساهمة القيمة السوقية في الناتج المحلي بشكل طفيف عن العام السابق وبلغت في عام ٢٠١٤ (١٣,٠) % على الرغم من انخفاض اسعار النفط عالمياً وتدهور أوضاع الاقتصاد العراقي وانعدام الامن وصعوبة الظروف السياسية^(١٥٥).

(١) د. عماد محمد العاني، مصدر سابق، ص ٦٤.

(٢) Charles Amoyartey " The Determinates of stock market Development in Emerging Economics ! Is South Africa Different " I m F working paper , South Africa , February , ٢٠٠٨ , p ١١.

(٣) د. عماد محمد العاني، مصدر سابق، ص ٦٤.

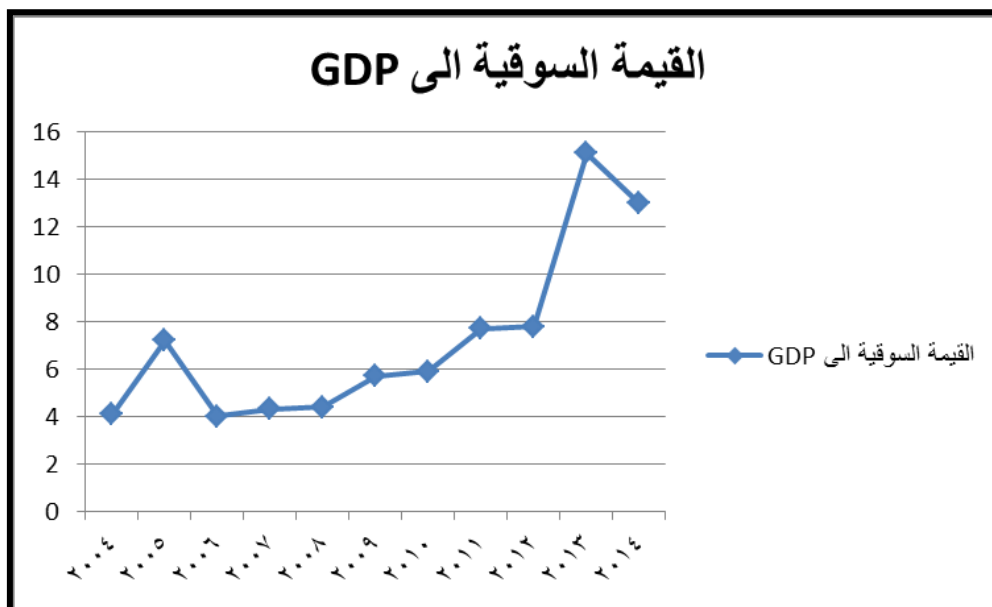
(٤) د. عاطف وليم اندرواس، مصدر سابق، ص ٩٥.

جدول (٣٤) نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الثابتة في الاقتصاد العراقي للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) مليون دينار

المدة	القيمة السوقية مليون دينار عراقي	GDP بالأسعار الثابتة	نسبة (٢-١)*
٢٠٠٤	١٧١٥٥	٤١٦٠٧٨	٤,١
٢٠٠٥	٣١٦٠١	٤٣٤٣٩٦	٧,٢
٢٠٠٦	١٩٤٨٥	٤٧٨٥١٤	٤,٠
٢٠٠٧	٢١٢٨٨	٤٨٥١١٩	٤,٣
٢٠٠٨	٢٢٨٢٩	٥١٧١٧٦	٤,٤
٢٠٠٩	٣١٢٥٩	٥٤٧٢١٢	٥,٧
٢٠١٠	٣٤٤٦٧	٥٧٧٥١٦	٥,٩
٢٠١١	٤٩٣٠٢	٦٣٦٥٠٤	٧,٧
٢٠١٢	٥٥٩٧٣	٧١٦٨٠٨	٧,٨
٢٠١٣	١١٤٥١٣	٧٥٦٨٥٧	١٥,١
٢٠١٤	٩٥٢٠٦	٧٢٧٣٦٢	١٣,٠

المصدر : بالاعتماد على قاعدة بيانات سوق العراق للأوراق المالية
البنك المركزي العراقي - المديرية العامة للإحصاء والابحاث .
* النسب من اعداد الباحثة .

شكل (٢٣) نسبة القيمة السوقية الى GDP في الاقتصاد العراقي للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)



المصدر : بالاعتماد على بيانات الجدول (٣٤)

ثانياً : دور سوق عمان للاوراق المالية في الاقتصاد الاردني

أ- الناتج المحلي الإجمالي GDP بالاسعار الثابتة

يعد الناتج المحلي الاجمالي من اهم مؤشرات الاقتصاد الكلي وتشير البيانات الاحصائية التي تتعلق بالناتج المحلي الاحمالي في الاردن خلال مدة الدراسة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) الى تذبذب نسب النمو في الناتج وهذا ما يوضحه جدول (٣٥) إذ بلغت نسبة نمو الناتج المحلي الاجمالي في عام ٢٠٠٥ (٨,١٥%) وبلغ حجم الناتج المحلي الاجمالي ٧,٣٧٩٦ مليون دينار وارتفعت هذه النسبة في عام ٢٠٠٦ وبلغت (٨,١%) وقد جاء هذا النمو نتيجة محصلة نمو معظم القطاعات إذ بلغت نسبة الانشاءات ١١,١% وقطاع الزراعة بنسبة نمو ٠,٦% وكان قطاع الصناعات التحويلية وقطاع الانشاءات والتجارة والمطاعم والفنادق وقطاع النقل والاتصالات والمال والتأمين إذ ساهمت هذه القطاعات مجتمعةً بنسبة ٨٦,٥% من الناتج المحلي الاجمالي لعام ٢٠٠٦^(١٥٦) ، وفي عام ٢٠٠٧ بلغ حجم الناتج المحلي الاجمالي ٨٦٢٩٠٣ مليار دينار وبنسبة نم سنوي بلغت ٨,٢% وارتفعت هذه النسبة في عام ٢٠٠٨ لتصل الى ٧,٢% وفي عام ٢٠٠٩ بلغت ٥,٥% وشهد عام ٢٠١٠ انتعاش طفيف في حجم الناتج المحلي الاجمالي اذ بلغ حجم الناتج المحلي الاجمالي ٩٩٨٥٤٥ مليون دينار وبنسبة نمو بلغت ٢,٣% وبذلك يكون هذا الانتعاش نتيجة نمو القطاعات الاقتصادية المساهمة في تكوين الناتج حيث شهد قطاع خدمات المال والتأمين والعقارات وخدمات الاعمال وقطاع الصناعات التحويلية نمو سنوي مقداره ١٨,٥% و ١٧,٢% على التوالي في حين انخفضت مساهمة قطاع الكهرباء والمياه بنسبة (٠,٢٢) %^(١٥٧) ، وبلغ الناتج المحلي الاجمالي في سنة ٢٠١١ (١٠٢٤٣٧) مليون دينار محققاً بذلك نمو سنوي مقداره ٢,٦% واستمر حجم الناتج المحلي الاجمالي بالارتفاع حتى وصل في عام ٢٠١٤ الى ١١١٤٧٦ مليون دينار وبنسبة نمو سنوية مقدارها ٣,١% وهو اعلى مستوى يصل اليه الاقتصاد الاردني خلال السنوات الخمس الاخيرة بالرغم من ظروف المنطقة وتأثر الاقتصاديات العالمية واقتصاديات شمال افريقيا لانخفاض اسعار النفط عالمياً لكن الاقتصاد الاردني حافظ على مستوى النمو في الناتج باعتباره بلداً يعتمد على المنح والقطاعات الاخرى غير النفطية إذ ساهمت قطاعات خدمات المال والتأمين والعقارات وخدمات الاعمال وقطاع الصناعات التحويلية وقطاع الاتصالات بنسبة ٢٠,٠% و ١٦,٧% و ١٤,٤% مشكّلةً بذلك ٥١,١% من حجم الناتج المحلي الاجمالي لعام ٢٠١٤^(١٥٨) .

(١) جمعية البنوك الاردنية ، التقرير السنوي الثامن والعشرون ، ٢٠٠٦ ، ص ١٠ .

(٢) جمعية البنوك الاردنية ، التقرير السنوي الثالث والثلاثون ، ٢٠١٠ ، ص ٧ .

(٣) جمعية البنوك في الأردن ، التقرير السنوي السادس والثلاثون ، ٢٠١٤ ، ص ٣٦ .

جدول (٣٥) حجم الناتج المحلي الاجمالي GDP في الاقتصاد الاردني
للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المدة	الناتج المحلي الاجمالي GDP بالأسعار الثابتة مليون	نسبة التغير %*
٢٠٠٤	٦٨٢٢٦٢	-
٢٠٠٥	٧٣٧٩٦١	٨,١٥
٢٠٠٦	٧٩٧٦٧٩	٨,١
٢٠٠٧	٨٦٢٩٠٣	٨,٢
٢٠٠٨	٩٢٥٣١٤	٧,٢
٢٠٠٩	٩٧٥٩٨٧	٥,٥
٢٠١٠	٩٩٨٥٤٥	٢,٣
٢٠١١	١٠٢٤٣٧	٢,٦
٢٠١٢	١٠٥١٥٣	٢,٧
٢٠١٣	١٠٨١٢٩	٢,٨
٢٠١٤	١١١٤٧٦	٣,١

المصدر : البنك المركزي الأردني - التقارير والنشرات السنوية (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)
* النسب من اعداد الباحثة .

٢- نسبة مؤشرات السيولة في الاقتصاد الأردني .

أ- نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي الاجمالي GDP بالاسعار الثابتة.

ذكرنا سابقا ان اسواق الاوراق المالية تؤثر في النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة لذلك نلاحظ من بيانات جدول (٣٦) الذي يبين نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي الاجمالي خلال المدة المدروسة تذبذب هذه النسبة ما بين الارتفاع والانخفاض فبلغت هذه النسبة (٥,٥)% في عام ٢٠٠٤ لتصل الى (٢,٣) في عام ٢٠٠٥ فقد شهد الاقتصاد الاردني انتعاشاً ملحوظاً خلال هذه الفترة وفي عام ٢٠٠٦ بلغت نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي (١,٨)% وشهدت الاعوام اللاحقة ارتفاع هذه النسبة وبلغت في عام ٢٠١١ (٢٧,٨ %) وقد كان لتأثير الازمة العالمية دوراً بارزاً في تراجع الاقتصاد الاردني ومعظم اقتصاديات العالم وفي عام ٢٠١٣ بلغت نسبة حجم التداول الى الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الثابتة ٢٧,٩ % .

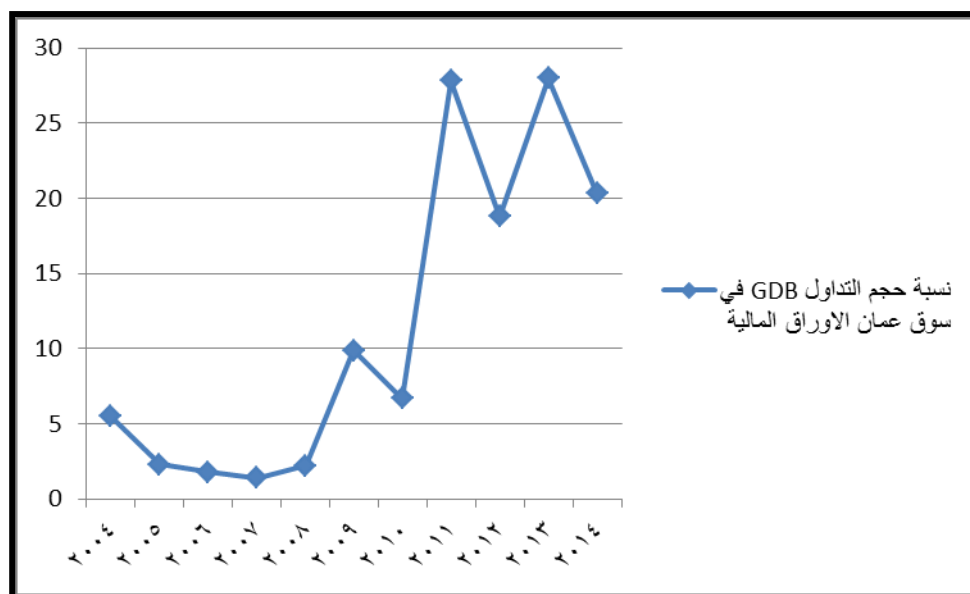
في حين بلغت في عام ٢٠١٤ (٢٠,٣ %) وشهد الاقتصاد الأردني تراجعاً طفيفاً متأثراً بظروف المنطقة العربية وانخفاض اسعار النفط عالمياً .

جدول (٣٦) حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصاد الأردني
للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المدة	حجم التداول مليون دينار اردني	الناتج المحلي GDP بالاسعار الثابتة مليون	نسبة (٢-١) *
٢٠٠٤	٣٧٩٣٣	٦٨٢٢٦٢	٥,٥
٢٠٠٥	١٦٨٧١	٧٣٧٩٦١	٢,٣
٢٠٠٦	١٤٢٠٩	٧٩٧٦٧٩	١,٨
٢٠٠٧	١٢٣٤٨	٨٦٢٩٠٣	١,٤
٢٠٠٨	٢٠٣١٨	٩٢٥٣١٤	٢,٢
٢٠٠٩	٩٦٦٥٣	٩٧٥٩٨٧	٩,٩
٢٠١٠	٦٦٨٩٩	٩٩٨٥٤٥	٦,٧
٢٠١١	٢٨٥٠٣	١٠٢٤٣٧	٢٧,٨
٢٠١٢	١٩٧٨٨	١٠٥١٥٣	١٨,٨
٢٠١٣	٣٠٢٧٣	١٠٨١٢٩	٢٧,٩٩
٢٠١٤	٢٢٦٣٤	١١١٤٧٦	٢٠,٣

المصدر : قاعدة بيانات سوق عمان للاوراق المالية البنك المركزي الاردني -النشرات والتقارير السنوية
* النسب من اعداد الباحثة .

شكل (٢٤) نسبة حجم التداول الى GDP في الاقتصاد الاردني للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)



المصدر : بالاعتماد على بيانات جدول (٣٦)

ب- نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي GDP بالأسعار الثابتة

تعتبر نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي من مؤشرات السيولة المالية والتي تعكس مدى مساهمة السوق في الناتج المحلي الاجمالي فنلاحظ من خلال بيانات جدول (٣٧) الذي يبين نسبة مساهمة القيمة السوقية في الناتج المحلي خلال مدة الدراسة إذ بلغت هذه النسبة (١,٩ %) في عام ٢٠٠٤ وارتفعت بشكل واضح في عام ٢٠٠٥ وبلغت (٣,٦ %) بسبب تحسن وانتعاش الاقتصاد وزيادة

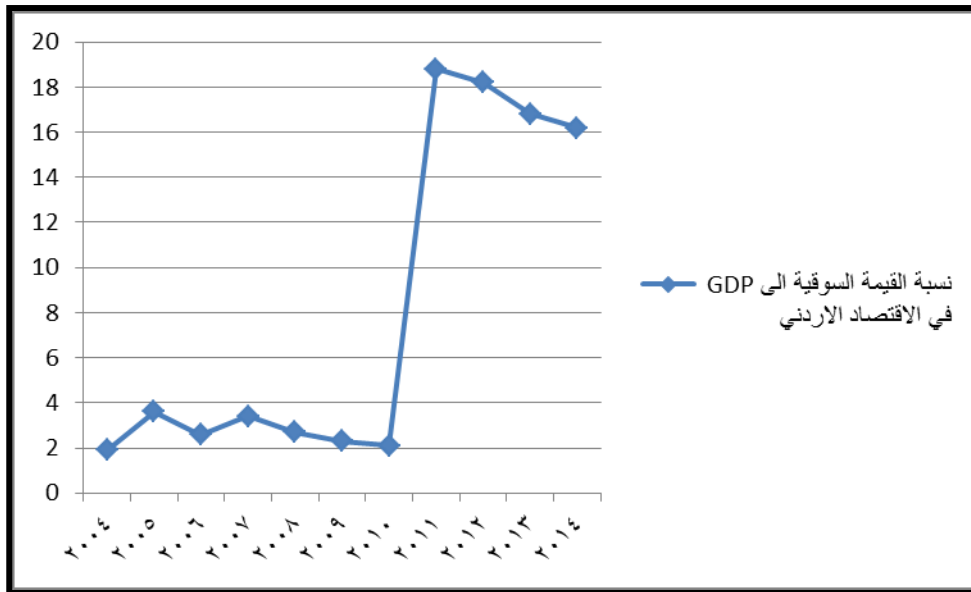
رؤوس الاموال المساهمة وانتعاش لشركة الاستثمار وفي عام ٢٠٠٦ وصلت نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي (٢,٦%) واستمرت هذه النسب بالارتفاع والانخفاض نطلق في السنوات اللاحقة ووصلت اعلى مستوى لها في الثلاث سنوات الاخيرة وفي عام ٢٠١٢ إذ بلغت (١٨,٢%) في حين وصلت في عام ٢٠١٤ الى (١٦,٢%).

جدول (٣٧) نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي في الاقتصاد الاردني للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المدة	القيمة السوقية مليون دينار	الناتج المحلي GDP مليون	نسبة (٢-١) *
٢٠٠٤	١٣٠.٣٣	٦٨٢٢٦٢	١,٩
٢٠٠٥	٢٦٦٦٧	٧٣٧٩٦١	٣,٦
٢٠٠٦	٢١٠٧٨	٧٩٧٦٧٩	٢,٦
٢٠٠٧	٢٩٢١٢١	٨٦٢٩٠٣	٣,٤
٢٠٠٨	٢٥٤٠.٦	٩٢٥٣١٤	٢,٧
٢٠٠٩	٢٢٥٢٦	٩٧٥٩٨٧	٢,٣
٢٠١٠	٢١٨٥٨	٩٩٨٥٤٥	٢,١
٢٠١١	١٩٢٧٢	١٠٢٤٣٧	١٨,٨
٢٠١٢	١٩١٤١	١٠٥١٥٣	١٨,٢
٢٠١٣	١٨٢٣٣	١٠٨١٢٩	١٦,٨
٢٠١٤	١٨٠٨٢	١١١٤٧٦	١٦,٢

المصدر: تقارير سوق عمان للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) تقارير ونشرات البنك المركزي الاردني. * النسب من اعداد الباحثة.

شكل (٢٥) نسبة القيمة السوقية الى GDP في الاقتصاد الاردني للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)



المصدر: بالاعتماد على بيانات جدول (٣٧)

المبحث الثاني

مساهمة الاستثمار الاجنبي غير المباشر في السوقين :

أولاً : اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق العراق للاوراق المالية :

١- أهمية حجم التداول الأجنبي :

بلغت الاهمية النسبية لحجم التداول الاجنبي المباع في سوق العراق للأوراق المالية في عام ٢٠٠٧ (٠,١٦)% بينما بلغت اهمية التداول المشتراة ٢,٣٦ هذا ما يوضحه جدول (٣٨) وجاءت هذه الاهمية لزيادة اقبال المشترين على الاستثمار في السوق العراقية بعد الامتيازات التي وفرها قانون الاستثمار الاجنبي رقم ١٣ لسنة ٢٠٠٦ والضمانات التي ساهمت بجذب رؤوس الاموال الاجنبية وارتفعت الاهمية النسبية للتداول المباع في عام ٢٠٠٨ وبلغت (٣,٣٩%) بينما بلغت اهمية التداول المشتراة للاجانب (٤,٨٠%) وشهد عام ٢٠٠٩ زيادة الاهمية النسبية لتداولات الاجانب (بيع وشراء) بعد ان عمل السوق بنظام التداول الالكتروني الذي وفر للمستثمر الاجنبي حرية اكثر في الاطلاع على المعلومات اللازمة للاستثمار إذ بلغت الاهمية النسبية لاستثمارات الاجانب (٢٥,٦%) و (١٩,٩٦%) للشراء والبيع على التوالي وفي عام ٢٠١٠ بلغت اهمية التداول المباع (٢,٠٧%) و (١٥,٧%) للتداول المشتراة واستمرت الاهمية النسبية لاستثمارات الاجنبية بالارتفاع حتى وصلت اعلى مستوى لها في عام ٢٠١٣ الذي شهد اهمية نسبية لتداولات الاجانب للاسهم المشتراة (٤٠,٤٨%) و (٥٩,٧%) للاسهم المباعة وجاءت هذه الاهمية نتيجة لزيادة اقبال المستثمرين العرب والاجانب على الاستثمار في قطاع الاتصالات بعد ادراجه ضمن السوق النظامي في هذا العام وفي عام ٢٠١٤ وبسبب الظروف الامنية والسياسية غير المستقرة شهدت الاهمية النسبية لتداولات الاجانب تراجعاً عن العام السابق وبلغت اهمية التداول المباع للاجانب (٩١,٨%) و (١٢,٥٢%) للتداول المشتراة ، وبلغ متوسط اهمية الدراسة في السوق (١٥,٧٨%) للتداول المشتراة و (٢٣,٦) للتداولات الاجنبية المباعة .

جدول (٣٨) اهمية حجم التداول الاجنبي (بيع وشراء) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة
(٢٠٠٧ - ٢٠١٤)

الاهمية النسبية %	حجم التداول المباع مليون	الاهمية النسبية * %	حجم التداول المشتراة مليون	السنوات
٠,١٦	٧٠١١	٢,٣٦	١٠١١٠	٢٠٠٧
٣,٣٩	١٠٢٣٩	٤,٨٠	١٤٤٨٩	٢٠٠٨
١٩,٩٦	٨٢٢٦١	٢٥,٦	١٠٥٧١٠	٢٠٠٩
٢,٠٧	٨٣١٩٣	١٥,٧	٦٢٨٨٨	٢٠١٠
٥,١٨	٤٨٨٤٧٧	١٨,٧٥	١٧٦٤٩٩	٢٠١١
٦,٢٧	٥٦٠٨٥	٦,٠٤	٥٤٠٤٨	٢٠١٢
٥٩,٧	١٦٩٦٥٤٨	٤٠,٤٨	١١٤٩٨٠٨	٢٠١٣
٩١,٨	٨٢٤٨٣٢	١٢,٥٢	١١٢٤٨١	٢٠١٤
٢٣,٦	٤٠٦٠٨٠,٧٥	١٥,٧٨	٧٥٣٠٤,١٢	متوسط المدة

المصدر : سوق العراق للاوراق المالية ، التقارير السنوية .
* الاهمية النسبية من اعداد الباحثة .

ب- اهمية صافي الاستثمار الاجنبي :

يتضح من جدول (٣٩) ان اهمية صافي الاستثمار الاجنبي في سوق العراق بلغت ٠,٧٥ % في عام ٢٠٠٧ وارتفعت هذه النسبة في عام ٢٠٠٨ الى (١,٤١ %) وشهدت الاعوام اللاحقة زيادة هذه الاهمية بشكل ملحوظ بسبب التطورات الكبيرة التي شهدتها سوق العراق والمزايا التي وفرها للمستثمرين لجذب اكبر قدر من رؤوس الاموال الاجنبية التي لها دور مهم في تنشيط حركة السوق ونمو الاقتصاد الوطني وبلغت هذه الاهمية في عام ٢٠٠٩ (٥,٦٩ %) وارتفعت الى (١٣,٦ %) في عام ٢٠١٠ وبالنسبة نفسها لعام ٢٠١١ بينما تراجعت اهمية صافي الاستثمار الاجنبي في عام ٢٠١٢ الى (٢,٢٧) % نتيجة انخفاض تداولات الاجانب في السوق بسبب الظروف الامنية والسياسية والاقتصادية وشهد عام ٢٠١٣ ارتفاع اهمية صافي الاستثمار الاجنبي في سوق العراق الى (٣٤,٥٠ %) نتيجة زيادة اقبال المستثمرين الاجانب على التداول في سوق العراق بعد اضافة قطاع جديد في التداول المتمثل بقطاع الاتصالات .

وبلغت اهمية صافي الاستثمار الاجنبي في عام ٢٠١٤ (٣٣,٥ %) وبلغت اهمية متوسط المدة للدراسة (١٢,٥٩) % .

جدول (٣٩) مساهمة صافي الاستثمار الاجنبي في سوق العراق للاوراق المالية
للمدة (٢٠٠٧ - ٢٠١٤)

المدة	صافي الاستثمار الاجنبي (مليون دينار عراقي)	نسبة صافي الاستثمار الى حجم التداول الكلي %
٢٠٠٧	٣٠٩٩	٠,٧٥
٢٠٠٨	٤٢٥٠	١,٤١
٢٠٠٩	٢٣٤٤٩	٥,٦٩
٢٠١٠	٥٤٥٦٩	١٣,٦
٢٠١١	١٢٧٦٥٢	١٣,٦
٢٠١٢	- ٢٠٣٨	- ٢,٢٧
٢٠١٣	٩٨٠١٥٤	٣٤,٥٠
٢٠١٤	٣٠٠٦٤٩	٣٣,٥
متوسط المدة	١٥٢٦٣٨	١٢,٥٩

المصدر : بالاعتماد على تقارير وبيانات سوق العراق للاوراق المالية
* النسبية من اعداد الباحثة .

ثانياً: أهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق عمان

أ- أهمية حجم التداول الاجنبي

يتضح من جدول (٤٠) أهمية تداولات الاجانب في سوق عمان للاوراق المالية والتي شهدت تذبذباً واضحاً بين الارتفاع والانخفاض خلال المدة المدروسة حيث إذ أهمية التداول المباع للأجانب في عام ٢٠٠٤ (٨,٢ %) بينما بلغت أهمية التداول المشتراة (١٠ %) وقامت بورصة عمان بإجراء العديد من التطورات التشريعية والتنظيمية التي ساهمت بتطوير وتنشيط حركة البورصة في البلاد مما جعل عملية الاستثمار الاجنبي في السوق اكثر سهولة وفي عام ٢٠٠٥ ارتفعت الاهمية النسبية للتداولات الاجانب الى (١٢,٨ %) لقيمة الاسهم المشتراة وبلغت أهمية التداول المباع ١٥٣ % وشهدت الاعوام اللاحقة ارتفاع هذه النسبة إذ بلغت أهمية التداولات الاجنبية المشتراة للاعوام (٢٠٠٦ - ٢٠١٠) (١٩,٢ %) (٢٢,١ %) (١٥,٧ %).

وشهد عام ٢٠١١ زيادة أهمية التداول المشتراة الى (١٩,٥ %) بينما بلغت أهمية التداول المباع (١٦,٧ %) واستمرت هذه الاهمية بالارتفاع والانخفاض تراجعت في عام ٢٠١٤ وبلغت أهمية التداول المشتراة للاجانب (٦١,٤ %) وجاء هذا الانخفاض نتيجة للظروف الامنية غير المستقرة في المنطقة العربية والظروف الاقتصادية المتدهورة في النصف الثاني من العام المتمثلة بانخفاض اسعار النفط عالمياً مما ادى الى ضعف الاستثمار الاجنبي في هذا العام وبلغ متوسط أهمية التداول المشتراة للدراسة (٣١,٦) % فيما بلغت نسبة متوسط الدراسة للتداول المباع (٢٩,٤٩) % .

جدول (٤٠) الاهمية النسبية لحجم التداول الاجنبي (بيع وشراء) في سوق عمان للاوراق المالية
للمدة ٢٠٠٤ - ٢٠١٤

الاهمية النسبية %	حجم التداول المباع مليون دينار اردني	الاهمية النسبية %	حجم التداول المشتراة مليون دينار اردني	المدة
٨,٢	٣١١٣٧٩	١٠,٠	٣٨٠٣٣٦	٢٠٠٤
١٥٣,٠	١٧٣٩٢٤	١٢,٨	٢١٥٢٢٨	٢٠٠٥
١٢,٨	١٨٤٤٨	١٤,٠	١٩٩٥٠٩	٢٠٠٦
١٩,١	٢٣٥٩٠٤	٢٢,٩	٢٨٢٥٢٩	٢٠٠٧
١٩,٢	٣٩١٠٠٠	٢٠,٨	٤٢١٩٨٣	٢٠٠٨
٢٢,١	٢١٣٩٢٠	٢٢,١	٢١٣٥٤٣	٢٠٠٩
١٥,٧	١٠٥١٢٠	١٥,٥	١٠٣٦٥٩	٢٠١٠
١٦,٧	٤٧٧١٧٧	١٩,٥	٥٥٥٧٩٣	٢٠١١
١٤,٤	٢٨٥٢٩٧	١٦,٣	٣٢٢٩٤٧	٢٠١٢
٢٦,٢	٧٩٢٦٣٣	٣١,٠	٩٣٩٤٩٤	٢٠١٣
١٧,٠	٣٨٤٨٤٧	٦١,٤	٣٦٢٦٩٣	٢٠١٤
٢٩,٤٩	٦١١٣٩٠,٠٩	٣١,٦	٣١٤٥١٩,٤٥	متوسط المدة

المصدر : بالاعتماد على تقارير وبيانات سوق عمان للاوراق المالية

* النسبية من اعداد الباحثة .

ب- أهمية صافي الاستثمار الاجنبي :

يتضح من جدول (٤١) الذي يبين اهمية صافي الاستثمار الاجنبي في سوق عمان للاوراق المالية ان هذه النسبة اخذت في التزايد بشكل تدريجي إذ بلغت في عام ٢٠٠٤ . (١٨,١%) في حين بلغت في عام ٢٠٠٥ (٢٤,٥ %) وبسبب التطورات التقنية لبورصة عمان ارتفعت هذه النسبة الى (١٢,٧ %) وبعد حدوث الازمة العالمية في عام ٢٠٠٨ وانخفاض الاستثمارات في العالم تأثر الاقتصاد الاردني بشكل واضح بهذه الازمة مما ادى انخفاض حجم المنح القادمة للبلاد وعزوف اغلب المستثمر ين على الاستثمارات الاجنبية لتعرضها لمخاطر انخفاض وتراجع معدلات الفائدة إذ بلغت اهمية صافي الاستثمار الاجنبي في عام (٢٠١٠-٢٠٠٩) (-٠,٣٩ %) و (-٠,٢ %) وشهد عام ٢٠١١ تحسناً في حجم الاستثمارات الاجنبية إذ شكّلت اهمية صافي الاستثمار الاجنبي (٢٧,٥ %) واستمرت بتحقيق معدلات نمو مرتفعة في عامي (٢٠١٣-٢٠١٢) وبلغت اهمية صافي الاستثمار الاجنبي (١٨,٩%) و (٤٨,٥ %) على التوالي وشهد عام ٢٠١٤ تراجع الاهمية النسبية لصافي الاستثمار الاجنبي في بورصة عمان الى (٩,٧ %) بسبب ظروف المنطقة العربية غير المستقرة وبلغ متوسط المدة المدروسة ١٧,٥ .

جدول (٤١) مساهمة صافي الاستثمار الاجنبي في سوق عمان للاوراق المالية
للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤)

المدة	صافي الاستثمار الاجنبي مليون دينار اردني	نسبة صافي الاستثمار الى حجم التداول الكلي %
٢٠٠٤	٦٨٩٥٧	١٨,١
٢٠٠٥	٤١٣٠٤	٢٤,٥
٢٠٠٦	١٨٠٦١	١٢,٧
٢٠٠٧	٤٦٦٢٥	٣٧,٧
٢٠٠٨	٣٠٩٨٣	١٥,٢
٢٠٠٩	- ٣٧٧٦	-٠,٣٩
٢٠١٠	-١٤٤٣	- ٠,٢
٢٠١١	٧٨٦١٦	٢٧,٥
٢٠١٢	٣٧٥٥٠	١٨,٩
٢٠١٣	١٤٦٨٦٠	٤٨,٥
٢٠١٤	-٢٢١٥٣	-٩,٧
متوسط المدة	٨١٠١٩٠	١٧,٥

المصدر : بالاعتماد على تقارير وبيانات سوق العراق للاوراق المالية للسنوات
(٢٠٠٤ - ٢٠١٤)
* النسبية من اعداد الباحثة .

المبحث الثالث

تحليل وقياس أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر بمؤشرات السوقين

أولاً : توصيف وصياغة الانموذج القياسي

١-توصيف الانموذج القياسي Specification of standard model :

تمثل عملية توصيف الانموذج القياسي وتحديد مفاصله الرئيسية خطوة مهمة لبناء أي نموذج قياسي سواء كان هذا الانموذج معادلة منفردة أم مجموعة من المعادلات ويعتمد ذلك على طبيعة الظاهرة الاقتصادية المراد دراستها^{١٥٩} ، وفيما يتعلق بالدراسة تم اعتماد المتغيرات على وفق منطق النظرية الاقتصادية وجاءت على النحو الآتي :

أ-المتغيرات المستقلة .

تم اختيار المتغيرات المستقلة الآتية لتمثل مؤشرات الاستثمار الاجنبي غير المباشر وهي:

١-مؤشر صافي الاستثمار الاجنبي FIN

٢-مؤشر حجم التداول الاجنبي TVF .

ب-المتغيرات التابعة :

تمثلت هذه المتغيرات بمؤشرات سوق الاوراق المالية في كلا السوقين ويمكن عرض هذه المتغيرات على النحو الآتي :

١-مؤشر أسعار الاسهم ISX.

٢-مؤشر حجم التداول TV.

٣-مؤشر القيمة السوقية Mc .

ت-المتغير العشوائي :

ويتمثل بأثر المتغيرات التي يصعب قياسها فضلاً عن عدم ادخالها في النموذج .

وبعد صياغة كل من المتغيرات المستقلة والمتمثلة بمؤشر صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر

Fin ومؤشر حجم التداول الاجنبي غير المباشر TVF والمتغيرات المعتمدة المتمثلة بمؤشر اسعار

الاسهم ISX ومؤشر حجم التداول TV ومؤشر القيمة السوقية MC فإنه ومن خلال ذلك يمكن التعبير

عن كل ذلك بالصيغة العامة الآتية :

(^{١٥٩}) Damodar N. Gujarati , Basic Econometrics, ٣rd ed. Mc Graw Hill , Inc, Singapore , ١٩٩٥

إذ إن :

$$Y_i = F [X_1 , X_2 \dots X_N]$$

Y_i تمثل المتغير المعتمد .

$X_1 , X_2 \dots X_N$ تمثل المتغيرات المستقلة المذكورة آنفاً .

واستناداً الى ذلك فإنه يمكن ومن خلال الصيغة العامة المتمثلة في الدالة المذكورة آنفاً التعبير عنها قياسياً بالصيغة الآتية :

$$y_i = [B_0 X_0 + B_1 X_1 + B_2 X_2 + B_3 X_3 + \dots + B_k X_n + U_i]$$

إذ إن :

B_0 : يمثل الحد الثابت .

(B_1, B_2, B_3) تمثل معاملات الانموذج .

U_i : تمثل الخطأ العشوائي [**Random Error**] أي المتغيرات غير الداخلة في الانموذج والمؤثرة فيه. وبالامكان تحويل هذه الصيغة الى الصيغة اللوغارتمية المزدوجة الآتية:

$$\ln(Y_i) = B_0 + B_1 \ln X_1 + B_2 \ln X_2 + B_3 \ln X_3 + B_4 \ln X_4 + U_i$$

٢- صياغة النماذج القياسية وتهيئة البيانات .

اعتماداً على توصيف النماذج القياسية وتحديد المتغيرات المستقلة المتمثلة بمؤشر الاستثمار الاجنبي غير المباشر والمتغيرات المعتمدة المتمثلة بمؤشرات السيولة في السوق والتي شكلت بياناتها سلسلة زمنية امتدت للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤) وتم صياغة عدد من النماذج القياسية او المعادلات التي سوف تستخدم في عملية التقدير وتم تقدير تلك النماذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى **Ordinary Least Squads** باعتبارها تعطي أفضل تقدير خطي غير متحيز وبالاعتماد على البرنامج الاحصائي **Gretl** وقد جرى اعتماد وتجريب عدة صيغ لعملية تقدير المتغيرات المستقلة والتالية ولوحظ أن افضلها كانت الصيغة اللوغارتمية المزدوجة وبالمعادلات الآتية :

أ- الانموذج الخاص بمؤشر أسعار الاسهم **ISX**

يشير هذا الانموذج الى ان مؤشر اسعار الاسهم في السوق المالية هو دالة في مؤشرات الاستثمار الاجنبي غير المباشر (صافي الاستثمار الاجنبي، حجم التداول الاجنبي) وعلى النحو الآتي:

$$ISX = F(Fin, TVF)$$

ISX : مؤشر اسعار الاسهم .

FIN : مؤشر صافي الاستثمار الاجنبي .

TVF: مؤشر حجم التداول الاجنبي .
والصيغة الخطية لهذه الدالة يعبر عنها بالاتي :

$$ISX=Bo+B_1Fin+B_2TVF+U_i$$

ويرتبط مؤشر اسعار الاسهم بعلاقة موجبة مع كل من (صافي الاستثمار الاجنبي ، حجم التداول الاجنبي)

إذ إن :

U_i : المتغير العشوائي .

(**B₀ , B₁ , B₂**) معلمات الانموذج .

(**Fin , TVF**) المتغيرات المستقلة المؤثرة .

ب- الانموذج الخاص بمؤشر حجم التداول TV .

يشير هذا الانموذج الى ان مؤشر حجم التداول في سوق الاوراق المالية هو دالة في مؤشرات الاستثمار الاجنبي غير المباشر (صافي الاستثمار الاجنبي ، حجم التداول الاجنبي) وعلى النحو الآتي .

$$TV=F(Fin, TVF) .$$

TV : مؤشر حجم التداول .

Fin : مؤشر صافي الاستثمار الاجنبي .

TVF : مؤشر حجم التداول الاجنبي .

والصيغة الخطية لهذه الدالة يعبر عنها بالاتي :

$$TV= Bo+B_1Fin+B_2TVF+B_3TVF+U_i.$$

ويرتبط حجم التداول بعلاقة موجبة مع كل من (صافي الاستثمار الاجنبي وحجم التداول الاجنبي) .

إذ إن :

U_i : المتغير العشوائي .

(**B₀ , B₁ , B₂**) معلمات الانموذج .

(**Fin , TVF**) المتغيرات المستقلة المؤثرة .

ج- الانموذج الخاص بمؤشر القيمة السوقية MC .

ويشير هذا الانموذج الى ان مؤشر القيمة السوقية في سوق الاوراق المالية هو دالة في مؤشرات الاستثمار الاجنبي غير المباشر (صافي الاستثمار الاجنبي ، حجم التداول الاجنبي ، وعلى النحو الآتي :

$$Mc=F(Fin , TVF)$$

Mc : مؤشر بالقيمة السوقية .

Fin : مؤشر صافي الاستثمار الاجنبي .

TVF : مؤشر حجم التداول الاجنبي .

والصيغة الخطية لهذه الدالة يعبر عنها بالآتي :

$$Mc = Bo + B_1 Fin + B_2 TVF + U_i$$

حيث يرتبط مؤشر القيمة السوقية بعلاقة موجبة مع كل من (صافي الاستثمار الاجنبي ، حجم التداول الاجنبي) إذ إن :

U_i : المتغير العشوائي .

Bo, B₁, B₂ : معلمات الانموذج .

Fin , TVF : المتغيرات المستقلة المؤشرة .

د-تهيئة البيانات واعدادها .

اعتمدنا في استخلاص البيانات الاحصائية التي تم اعتمادها في الانموذج على مصادر متعددة من أهمها بيانات وتقارير سوق العراق للأوراق المالية فضلاً عن نشرات وتقارير سوق عمان للأوراق المالية ، وذلك بهدف حساب مؤشرات سوق الاوراق المالية في هذه الدراسة للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٤) بيانات سنوية .

ثانياً : قياس وتحليل أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٧-٢٠١٤) .

١-النموذج الاول : قياس وتحليل أثر صافي الاستثمار الاجنبي (**FIN**) وحجم التداول الاجنبي (**TVF**) في مؤشر اسعار الاسهم (**isx**) .

اظهرت نتائج النموذج القياسي وباستخدام برنامج (**Gretl**) الآتي :

$$LNISX = 0,145 + 0,131 \ln Fin + 0,252 \ln TVF$$

$$S.E \quad 0,212 \quad 0,079 \quad 0,136$$

$$t \quad 0,120 \quad 3,653 \quad 2,836$$

$$P. value \quad 0,012 \quad 0,046 \quad 0,033$$

$$F = 8,069 \quad p\text{-value } F = R^2 = 0,81 \quad 0,042$$

$$R^2 = 0,738$$

$$D.W = 1,77$$

يتبين من النتائج اعلاه :

- معنوية النموذج ككل من الناحية الاحصائية بدلالة قيمة اختبار **F** والتي بلغت (٨,٠٦٩) التي كانت معنوية احصائياً بمستوى ٠,٩٥ ويظهر ذلك من خلال قيمة **P-value(F)** التي كانت مساوية الى (٠,٠٤٢) وهي أقل من (٠,٠٥) كما يظهر معنوية (**F**) أي إن القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الجدولية

، مما يعني قبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم ، أي إن كل من صافي الاستثمار الاجنبي (FIN) وحجم التداول الاجنبي (TVF) يؤثران على المتغير التابع (مؤشر اسعار الاسهم) (ISX) في سوق العراق للاوراق المالية .

- ويظهر اختبار (T) للمتغيرين الذي بلغ (٣,٦٥) و (٢,٨٣) لكل من صافي الاستثمار الاجنبي وحجم التداول الاجنبي .

- ان معلمة المتغيرين معنوية بدلالة (P-value (t) والتي بلغت (٠,٠٤٦) و (٠,٠٣٣) على الترتيب وهما أقل من (٠,٠٥) .

ويعني هذا ان ارتفاع صافي الاستثمار الاجنبي بنسبة (١٠٠%) يؤدي الى ارتفاع مؤشر اسعار الاسهم في سوق العراق بنسبة ١٣% وزيادة حجم التداول الاجنبي بنسبة (١٠٠%) يؤدي الى ارتفاع المؤشر في سوق العراق بنسبة ٢٥% .

وتؤكد قيمة الخطأ المعياري القريبة من الصفر جودة خط الانحدار وبلغ معامل التحديد المعدل (R^2) (٧٣,٨) ويعكس مقدار التغيرات الحاصلة في المتغيرات التابع وتم تفسيرها من قبل المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج .

وبلغت قيمة احصاءة ($D.W=1,77$) ، مما يؤكد خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي المتعدد للمتغيرات العشوائية عند مستوى دلالة (١%) اذ إنها تقع في منطقة الحسم ($dL < D.W < du$) . ويشير اختبار (Klein) الى خلو النموذج المقدر من مشكلة التعدد الخطي التام بين المتغيرات المستقلة اذ إن ($r < R^2$) (٠,٧٣ < ٠,٦٣) .

اضافة الى ان التحليل اللوغارثمي المزدوج للنموذج المقدر من الانتشار الاسي للبيانات الى الانتشار الخطي يقلل من احتمالية تباعد التباين عن خط الانحدار في المجتمعات الفرعية ، ومن ثم يمكن اعتماد معاملات النموذج المقدر .

٢-النموذج الثاني : قياس وتحليل أثر صافي الاستثمار الاجنبي (FIN) وحجم التداول الاجنبي (TVF) في حجم التداول الكلي (TV) .
وكانت النتائج على النحو الاتي :

LNTV=	$7,905 + 0,144 \text{ LNFin} + 0,622 \text{ In TVF}$		
S.E	٣,٩٣٩	٠,٢٥٧	٠,٤٤٤
t	٢,٠٠	١,٩٥٩	٢,٣٩
p-value (t)	٠,١٣٨	٠,٠٢٤٩	٠,٠٤١
F=	٩,٠٥٧	p-value F= ٠,٠٣٨	
$R^2 =$	٠,٧٧٢		

$$D.W = 1,07$$

- ان اشارة المعلمات الموجبة تتطابق مع النظرية الاقتصادية بوجود علاقة طردية بين كل من صافي الاستثمار الاجنبي وحجم التداول الاجنبي مع حجم التداول الكلي .

- معنوية النموذج ككل من الناحية الاحصائية بدلالة قيمة اختبار (F) والتي بلغت (9,057) وكانت مقبولة احصائياً بمستوى 0,95 ويظهر ذلك من خلال قيمة (F) P-value التي كانت (0,038) وهي اقل من (0,05) وهذا يعني ان القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الجدولية مما يعني قبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم أي ان صافي الاستثمار الاجنبي (FIN) وحجم التداول الاجنبي (TVF) يؤثران في المتغير التابع (حجم التداول الكلي) في سوق العراق للأوراق المالية .

وتظهر احصاءة t لمعلمتي المتغيرين المستقلين (FIN) و (TVF) والتي بلغت (1,95) و (2,39) على الترتيب ، معنوية بدلالة (P-value (t) والتي بلغت (0,024) و (0,041) على التوالي وهما اقل من (0,05) وهذا يعني ان زيادة صافي الاستثمار الاجنبي في سوق العراق للأوراق المالية بنسبة (100%) يؤدي الى ارتفاع حجم التداول الكلي بنسبة (14%) وزيادة حجم التداول الاجنبي بنسبة (100%) يترتب عليه ارتفاع حجم التداول الكلي في سوق العراق للأوراق المالية بنسبة (62%) .

وبلغ معامل التحديد المعدل (R²) (77,2%) ويعني ان النموذج يفسر (77%) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والنسبة المتبقية هي لمتغيرات لم تدخل في النموذج واخرى تدخل في المتغير العشوائي .

اما فيما يتعلق باختبار (Durbin Watson) فانها تقع بين $dL < D.W < du$ وعليه فانها في منطقة الحسم وبالتالي قبول الانموذج كونه خال من مشكلة الارتباط الذاتي (The Autocorrelation problem) .

اما اختيار (klein) يشير خلو النموذج المقدر من مشكلة التعدد الخطي التام بين المتغيرات اذ $(r < R^2)$ (0,68 < 0,77) .

3- النموذج الثالث : قياس وتحليل أثر صافي الاستثمار الاجنبي (Fin) وحجم التداول الاجنبي (TVF) في القيمة السوقية (Mc) .

كانت نتائج الانموذج القياسي على النحو الآتي :

$$\ln Mc = 10,43 - 0,012 \ln Fin + 0,433 \ln TVF$$

$$S.E \quad 2,222 \quad 0,1455 \quad 0,2309$$

$$t \quad 4,68 \quad (2,085) \quad 3,726$$

$$P\text{-value} \quad 0,018 \quad 0,337 \quad 0,022$$

$$F = 7,288 \quad P\text{-value} = 0,049$$

$$R^2 = 0,720$$

$$D.W = 1,355$$

- معنوية النموذج ككل من الناحية الاحصائية بدلالة قيمة اختبار (F) والتي بلغت (7,288) وكانت مقبولة احصائية ويظهر ذلك من خلال قيمة (F) P-value التي كانت (0,049) وهي اقل من (0,05) وهذا يعني ان قيمة (F) المحسوبة اكبر من القيمة الجدولية مما يعني قبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم أي إن صافي الاستثمار الاجنبي (FIN) وحجم التداول الاجنبي (TVF) يؤثران على القيمة السوقية الاجمالية لسوق العراق للأوراق المالية (المتغير التابع) .

- وتظهر احصائية (t) لمعلمة صافي الاستثمار الاجنبي (Fin) معنوية احصائياً بدلالة (P-value t) لكن اشارة المعلمة سالبة أي ان العلاقة عكسية بين صافي الاستثمار الاجنبي (FIN) والقيمة السوقية وهذا يتعارض مع المنطق الاقتصادي بوجود علاقة موجبة (طردية) .

اما احصائية (t) لمعلمة حجم التداول الاجنبي (TVF) فكانت مقبولة اقتصادياً ومعنوية احصائياً اذ بلغت (3,726) و (P-value) (0,337) وهي اقل من (0,05) .

وهذا يعني ان زيادة حجم التداول الاجنبي في سوق العراق للأوراق المالية بنسبة (100%) يؤدي الى زيادة القيمة السوقية الاجمالية بنسبة (43%) وبلغ معامل التحديد المعدل (R²) (0,728) أي ان النموذج يفسر (72,8%) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والنسبة المتبقية هي المتغيرات لم تدخل ضمن النموذج او تدخل ضمن المتغير العشوائي .

وبلغت قيمة احصاءه (D.W) (1,35) مما يؤكد خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي المتعدد للمتغيرات العشوائية عند مستوى دلالة (1%) اذ انها تقع في منطقة الحسم $du < D.W < dl$.

اما اختبار (Klein) يشير خلو النموذج المقدر من مشكلة التعدد الخطي التام بين المتغيرات المستقلة إذ إن (0,72 < 0,66) .

ثالثاً : قياس وتحليل أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر في مؤشرات سوق عمان الاوراق المالية للمدة (2004-2014) .

1-النموذج الاول : قياس أثر صافي الاستثمار الاجنبي (Fin) وحجم التداول الاجنبي (TVF) في المؤشر العام للسوق (iSX) $LN iSX = -49,1298 + 0,29477 LN Fin + 4,27312 In TVF$

S.E	29,1918	0,7338	1,9332
t	(1,68)	2,40	3,21
P-value	0,1532	0,0304	0,0380

$$F = 7,856 \quad P\text{-value} = 0,048$$

$$R^2 = 0,816$$

$$D.W = 1,46$$

تبين نتائج النموذج القياسي اعلاه ما يأتي :

- اشارة المعلمات الموجبة تتطابق مع النظرية الاقتصادية بوجود علاقة طردية بين كل من صافي الاستثمار الاجنبي وحجم التداول الاجنبي مع حجم التداول الكلي للسوق .

- معنوية النموذج ككل من الناحية الاحصائية بدلالة اختبار (F) والتي بلغت (٦,٦١) وكانت مقبولة احصائياً بمستوى (٠,٩٥) ويظهر ذلك من خلال قيمة (F) P-value التي كانت (٠,٠١٧) وهي اقل من (٠,٠٥) وهذا يعني ان القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الجدولية ، مما يعني قبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم أي ان صافي الاستثمار الاجنبي وحجم التداول الاجنبي يؤثران في المتغير التابع (حجم التداول الكلي) في سوق عمان للأوراق المالية.

-وتشير احصاءة (t) لمعلمتي المتغيرين المستقلين (Fin) و (TVF) والتي بلغت (٣,٤٠٣) و (٢,٤٥٢) على الترتيب ، معنوية بدلالة (P-value t) والتي بلغت (٠,٠١٩٤) و (٠,٠٢٥٩) على التوالي وهما اقل من (٠,٠٥) وهذا يعني ان ارتفاع صافي الاستثمار الاجنبي بنسبة (١٠٠%) يؤدي الى ارتفاع حجم التداول الكلي بنسبة (٣١,٥%) .

وزيادة حجم التداول الاجنبي بنسبة (١٠٠%) يترتب عليه ارتفاع حجم التداول الكلي بنسبة (٨٦%) في سوق عمان للأوراق المالية .

وبلغ معامل التحديد المعدل (R^2) (٠,٨١٥) ويعني هذا ان النموذج يفسر (٨١,٥%) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والنسبة المتبقية تدخل ضمن المتغير العشوائي .

اما فيما يتعلق باختبار (D.W) والذي بلغ (١,٩٣) فإنه يقع في منطقة الحسم $dL < D.W < du$ وبالتالي قبول النموذج كونه خالي من مشكلة الارتباط الذاتي .

ويشير اختبار (Klien) الى خلو النموذج المقدر من مشكلة التعدد الخطي التام بين المتغيرات المستقلة إذ إن ($r < R^2$) .

٣-النموذج الثالث : قياس أثر صافي الاستثمار الاجنبي وحجم التداول الاجنبي في القيمة السوقية . كانت نتائج الانموذج القياسي على النحو الآتي :

$$\text{Ln MC} = -10,363 + 0,0700 \text{ LN Fin} + 0,2998 \text{ LN TVF}$$

$$\text{S.E} \quad 1,129 \quad 0,103 \quad 0,273$$

$$t \quad 3,720 \quad 4,674 \quad 3,963$$

$$\text{P-value} \quad 0,0137 \quad 0,0299 \quad 0,02293$$

$$F = 11,041 \quad \text{P-value} = 0,0188$$

$$R^2 = 0,691$$

$$D.W = 1,88$$

- يشير اختبار (F) الى معنوية النموذج ككل من الناحية الاحصائية بدلالة قيمته والتي بلغت (١١,٠٤١) وهي مقبولة احصائياً بدلالة قيمة (F) P-value (٠,٠١٨٨) وهي اقل من (٠,٠٥) وهذا

يعني ان قيمة (F) المحسوبة اكبر من القيمة الجدولية مما يعني قبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم أي ان صافي الاستثمار الاجنبي (Fin) وحجم التداول الاجنبي (TVF) يؤثران على القيمة السوقية الاجمالية لسوق عمان للاوراق المالية (المتغير التابع) .

ويعكس اختبار (t) لمعلمة صافي الاستثمار الاجنبي معنوية احصائياً بدلالة $P\text{-value } t$ وكذلك الامر مع معلمة حجم التداول .

وهذا يعني ان زيادة حجم التداول الاجنبي في سوق عمان للاوراق المالية بنسبة (١٠٠%) يؤدي الى زيادة القيمة السوقية الاجمالية بنسبة (٧%) وهي نسبة ضعيفة مقارنة بما تحقق في سوق العراق للاوراق المالية .

وزيادة حجم التداول الاجنبي بنسبة (١٠٠%) يؤدي الى زيادة في القيمة السوقية الاجمالية بنسبة (٢٩,٩%) .

وبلغ معامل التحديد المعدل (R^2) (٠,٦٩١) أي ان النموذج يفسر (٦٩%) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والنسبة المتبقية تعود الى متغيرات اخرى لم تدخل في النموذج او تدخل ضمن حد الخطأ (المتغير العشوائي) .

وبلغت قيمة احصاءه (D.W) (١,٨٨) وهي تقع ضمن منطقة الحسم $dL < D.W < du$ ، مما يؤكد خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي المتعدد للمتغيرات العشوائية .

اما اختبار (Klien) يشير خلو النموذج المقدر من مشكلة التعدد الخطي التام بين المتغيرات المستقلة اذ ان ($r < R$) (٠,٦٩ < ٠,٦١) .

الاستنتاجات :

- ١- اثبتت نتائج تقدير النماذج القياسية تأثير الاستثمار الاجنبي غير المباشر الممثل بصافي الاستثمار الاجنبي وحجم التداول الاجنبي على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان للأوراق المالية وهي المؤشر العام لأسعار الاسهم ،وحجم التداول والقيمة السوقية .
- ٢- تمثل سوق الاوراق المالية اهم القنوات الرئيسية لجذب المدخرات المحلية والاجنبية إذ تعمل على توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية والتي تساعد بشكل كبير في تطوير وتوسيع المشروعات الاستثمارية
- ٣- ان العديد من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية هي شركات ضعيفة النشاط لذا نجد ان النسبة الاعلى في التداولات تكون في قطاع المصارف ، بمعنى اخر ان التداولات مركزة في عدد قليل من الشركات المدرجة وهذا مؤشر لضعف فاعلية ونشاط أي سوق مالي وهذا لا يساعد على جذب اعداد كبيرة من المستثمرين الاجانب وبالتالي فان تأثير الاستثمار في سوق العراق هو تأثير محدود بينما تساهم تطور عدد الشركات المدرجة في سوق عمان في زيادة جذب اعداد كبيرة من المستثمرين الاجانب .
- ٤- ساهم العمل بنظام التداول الالكتروني في سوق العراق للأوراق المالية في عام ٢٠٠٩ بشكل واسع وفعال في زيادة الاستثمار الاجنبي في السوق إذ إن الية الانتقال من التداول اليدوي الى التداول الالكتروني مكنت المستثمرين الاجانب من الدخول في السوق والتداول فيها عن بعد وهم خارج السوق وهذا من شأنه ان يزيد من اقبال المستثمرين على التداول ويؤدي الى زيادة حجم التداول .
- ٥- ينجم عن الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة القصيرة الاجل عدم الاستقرار الاقتصادي للبلد المضيف له وذلك لاحتمال ان يتخذ المستثمر قرارا مفاجئا بالمغادرة لذلك يطلق على هذا النوع من الاستثمارات عادة اسم الاموال الساخنة .
- ٦- للاستثمارات غير المباشرة دور مهم في تفعيل مؤشرات السوق متمثلا بزيادة الاهمية النسبية لهذه الاستثمارات إذ اوضحت هذه النسبة مدى مساهمة الاستثمار في تنشيط حركة البورصة .
- ٧- تطوير نشاط الاستثمار في البورصة من خلال استحداث تطبيقات جديدة للأداء باستخدام نظام التداول الالكتروني .
- ٨- يساهم الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تحقيق العديد من المنافع للدول النامية التي من بينها دوره المهم في تنشيط وتطوير سوق الاوراق المالية .

التوصيات :

- ١- تحديد سوق الاوراق المالية وربطها بالأسواق العالمية وذلك من اجل جذب الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة لسوق الاوراق المالية وذلك بتوفير الاموال اللازمة لإقامة وتوسيع المشاريع الاستثمارية للمساهمين وتطوير السوق مع الالتزام بالقيود التي تجعل من هذا الانفتاح لا يتعارض مع السياسات الاقتصادية للدولة .
- ٢- ضرورة تحسين مستوى الافصاح والشفافية عن المعلومات وكشف الشركات المدرجة في البورصة عن واقع ادائها من اجل جذب المزيد من المستثمرين الاجانب .
- ٣- العمل على منح الحوافز والمزايا التفضيلية من اجل جذب المزيد من الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة إذ نجد ان المستثمر الاجنبي يبحث دائما عن الاستثمار في الدول التي تقدم له افضل الحوافز والمزايا وخاصة المتعلقة بالإعفاءات الضريبية .
- ٤- العمل على تطوير القوانين والتنظيمات المنظمة للاستثمار وجعلها تتميز بالوضوح والشفافية والعمل على تطوير الهيئات الاستثمارية وذلك من اجل ضمان يقدم المعلومات الدقيقة حول الفرص الاستثمارية المتاحة .
- ٥- العمل على تنويع الاوراق المالية واستحداث انواع جديدة منها وتداولها في السوق المالية ولذلك لجذب استثمارات جديدة للسوق ومن بينها الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة .
- ٦- العمل على توفير المناخ الاستثماري الملائم والوضع الاقتصادي والسياسي الملائم للاستثمار يعتبر من اهم العوامل المؤثرة في قرارات المستثمرين لتوظيف اموالهم في البلد المضيف .
- ٧- العمل على تطوير عمل نظام التداول الالكتروني للسوقين اسوة بالأسواق المالية الاخرى في العالم وذلك لتطوير اجراءات عمليات التداول للمستثمر في أي موقع وباقل التكاليف الممكنة مما يجعل عملية الاستثمار اكثر سهولة .
- ٨- التواصل الدائم للسوقين مع الباحثين والمختصين في مجال الاسواق المالية للاستفادة من الابحاث الاكاديمية لكي تتمكن الاسواق من خلال هذا التواصل الى تحسين وتطوير نشاط السوق بما يساهم في جذب المزيد من المستثمرين المحليين والاجانب .
- ٩- ضرورة قيام بورصة عمان بالعمل على متابعة الجهود في مجال تعميق السوق وزيادة كفاءته وسيولته وزيادة نشر الوعي الثقافي لدى المواطنين بالسوق والاستثمار فيه بهدف رفع مستوى وعيه الاحادي والاستثماري ولاسيما العاملين في الخارج الذين يبحثون عن استثمار مدخراتهم .

المصادر والمراجع .

* القرآن الكريم

أولاً: الكتب العربية

١. هندي ، إبراهيم ، إدارة الأسواق والمنشآت المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٢ .
٢. ابن منظور ، لسان العرب ، ط٤ ، ج٣ ، دار صفاء ، ٢٠٠٣ .
٣. التميمي أرشد فؤاد واسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالاوراق المالية ، ط١ ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، .
٤. التميمي ، أرشد فؤاد واسامة عزمي سلام ، الاستثمار في الاوراق المالية ، ط١ ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٤ ، .
٥. محمد ، اميرة حسب الله ، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية ، دراسة مقارنة ، تركيا ، كوريا الجنوبية ، مصر ، الدار الجامعية ، مصر ، ٢٠٠٥ .
٦. بشير هادي وآخرون ، الأسواق المالية : الاطار العام ومقومات النجاح ، مجلة الادارة والاقتصاد ، جامعة البصرة ، المجلد ٢ ، العدد ٤ ، ٢٠٠٨ .
٧. جيل برتان ، عن ترجمة مقلد علي ، الاستثمار الدولي ، منشورات عويدات ، بيروت ، ط٢ ، ١٩٨٢ .
٨. جيل رتان ، الاستثمار الدولي ، ترجمة : علي مقلد وعلي زلعور ، ط١ ، منشورات عويدات ، مركز دراسات الوحدة العربية ، بيروت ، ١٩٨٨ .
٩. الربيعي ، حاكم وآخرون ، المشتقات المالية ، دار اليازوري ، عمان ، الاردن ، ٢٠١١ .
١٠. النجفي ، حسن ، سوق الاوراق المالية (البورصة) ، مكتبة النجفي، بغداد، ١٩٩٢ .
١١. الزبيدي حمزة محمود ، الاستثمار في الاوراق المالية ، ط١ ، مؤسسة العراق ، عمان ، ٢٠٠١ .

١٢. لطفي ، أمين السيد أحمد ، التحليل المالي لاغراض تقييم ومراجعة لأداء الاستثمار في البورصة ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٧ .
١٣. الجمل ، جمال جويدان، الاسواق المالية والنقدية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٢ .
١٤. الزيدانين ، جميل ، اساسيات في الجهاز المالي ، ط ١ ، دار وائل للنشر والطباعة ، عمان ، الاردن ، ١٩٩٩ .
١٥. آل شبيب ، دريد كامل ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن .
١٦. قرياقص، رسمية ، أسواق المال : (أسواق - رأس المال - المؤسسات) ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، ١٩٩٩ .
١٧. الرضوان ، سمير عبد الحميد ، المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها ، دار الشرق للجامعات ، القاهرة ، ٢٠٠٤ .
١٨. موسوي ، ضياء مجيد ، البورصات (اسواق المال وادواتها) ، الاسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، ٢٠٠٥ .
١٩. حنفي ، عبد الغفار ، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، أسهم سندات ، وثائق الاستثمار ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٧ .
٢٠. د. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية ، الاسكندرية ، ١٩٩٩ .
٢١. العاني ، عماد محمد علي عبد اللطيف ، اندماج الاسواق المالية الدولية (اسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي) ، ط ١ ، بيت الحكمة ، بغداد ، ٢٠٠٢ .
٢٢. د. فايز سليم حداد ، الادارة المالية ، ط ٢ ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٩ .
٢٣. النجار ، فريد ، الاستثمار الدولي والتنسيق الغربي ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، ٢٠٠٠ .
٢٤. الشبلي ، محمد ابراهيم وطارق ابراهيم الشبلي ، مقدمة في الاسواق المالية والنقدية ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٠ .

٢٥. الحناوي ، محمد ، ونهال فريد مصطفى ، مبادئ وأساسات الاستثمار ، المكتب الجامعي الحديث ، ٢٠٠٦ .
٢٦. الحناوي ، محمد وآخرون ، الاستثمار في الاوراق المالية وادارة المخاطر ، المكتب الجامعي الحديث ، الاسكندرية ، ٢٠٠٧ .
٢٧. عبد ربه ، محمد محمود ، مخاطر الاعتماد وعلى البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الاوراق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٠ .
٢٨. هندي ، منير ابراهيم ، ادوات الاشجار في اسواق رأس المال ، الاوراق المالية وصناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٣ .
٢٩. نشأت عبد العال ، الاستثمار والترابط الاقتصادي الدولي ، الاسكندرية ، مصر ، دار الفكر الجامعي ، ٢٠١٢ .
٣٠. وسام ملاك ، البورصات والاسواق المالية العالمية ، الجزء الثاني ، دار المنهل اللبناني ، بيروت ، ٢٠٠٣ .
٣١. أبو موسى ، رسمية ، الاسواق المالية والنقدية ، دار المعترف للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٥ .
٣٢. زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار (المالي والحقيقي) ، ط٤ ، عمان ، دار وائل للنشر ، ٢٠٠٧ .
٣٣. حردان ، طاهر حيدر ، مبادئ الاستثمار ، ط١ ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ١٩٩٧ .
٣٤. اندرواس ، عاطف وليم ، السياسة المالية واسواق الاوراق المالية ، خلال فترة التمويل لاقتصاد السوق ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، ٢٠٠٥ .
٣٥. الدعيمي ، عباس كاظم ، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الاوراق المالية ، ط١ ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠١٠ .
٣٦. عصران، جلال عصران ، الاستثمار غير المباشر في محافظ الاوراق المالية ، دار التعليم الجامعي ، الاسكندرية ، مصر ، ٢٠١٠ .

٣٧. النجار ، فريد ، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شبابا الجامعة ، الاسكندرية ، مصر ، ١٩٩٩ .
٣٨. الشواورة ، فيصل محمود ، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية (الأسس النظرية والعملية) ، ط ١ ، دار وائل للنشر ، ٢٠٠٨ .
٣٩. عبد الرحيم، محمد ابراهيم ، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي ، الاسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، ٢٠٠٨ .
٤٠. الصيرفي ، محمد ، البورصات ، ط ١ ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٦ .
٤١. الحناوي ، محمد صالح ، أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية ، ط ٢ ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر ، ١٩٩٧ .
٤٢. الحناوي ، محمد صالح وآخرون ، تقييم الاسهم والندوات مدخل الهندسة المالية ، المكتب الجامعي الحديث ، الاسكندرية ، ٢٠٠٧ .
٤٣. الحناوي ، محمد صالح وجمال ابراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ، الاسكندرية ، ٢٠٠٥ .
٤٤. جابر ، محمد صالح ، الاستثمار بالاسهم والسندات وادارة المحافظ الاستثمارية ، ط ٣ ، دار وائل للنشر ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٥ .
٤٥. جابر ، محمد صالح ، الاستثمار بالاسهم والسندات وتحليل الاوراق المالية ، ط ١ ، مؤسسة الخليج للطباعة والنشر ، الكويت ، ١٩٨٢ .
٤٦. عبد الجواد ، محمد عوض ، وعلي ابراهيم الشريقات ، الاستثمار في البورصة (اسم - سندات - اوراق مالية) ، ط ١ ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٦ .
٤٧. الداغر ، محمود محمد ، الاسواق المالية ، مؤسسات - اوراق - بورصات ، ط ١ ، دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، ٢٠٠٥ .
٤٨. هندي ، منير ابراهيم، اساسيات الاستثمار وتحليل الاوراق المالية،(الاسهم والسندات) ، ط ٢ ، المكتب العربي الحديث ، الاسكندرية ، ٢٠٠٣ .

٤٩. هندي ، منير صالح ، الفكر الحديث في الاستثمار ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٤ .
٥٠. هندي ، منير صالح ، ادارة البنوك التجارية ، (مدخل اتخاذ القرارات) ، المكتب العربي الحديث ، الاسكندرية ، ١٩٩٢ .
٥١. مبروك ، نزيه عبد المقصود ، الاثار الاقتصادية للاستثمارات الاجنبية ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، ٢٠٠٧ .

ثانياً : البحوث والدراسات :

١. محمد ، اياد طاهر ، صلاح حسن أحمد ، الاستثمار الاجنبي غير المباشر وانعكاساته على تداول الاسهم العادية ، دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية ، بحث منشور ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، ٢٠١٣ .
٢. الجميل ، سرمد كوكب ، الاستثمار الاجنبي المباشر في الاقطار العربية ، التحديات والخيارات ، دراسات اقتصادية معاصرة ، مركز البحوث الاقتصادية ، العدد ١ ، جامعة الموصل ، ٢٠٠١ .
٣. عبد السلام ، طه احمد ، دراسة تحليلية في اسهم القطاعين المصرفي والصناعي ، سوق العراق للاوراق المالية ، العدد ٥٦٤ ، اذار ، ٢٠٠٦ .
٤. شويش ، عبد العزيز ، مظهر خالد عبد الحميد ، فانتن سعد الرفاعي ، دور بيتنا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية ، دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الاول لكلية الادارة والاقتصاد ، جامعة الانبار ، للفترة من ٢٨-٢٩ / ١٠ / ٢٠٠٩ .
٥. عبد العال ، علاء عادل علي ، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية ، بحوث اقتصادية عربية ، العدد ، ٦٣ - ٦٤ ، ٢٠١٣ .
٦. ابو عمشة ، محمد كمال ، الاستثمار في اسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات ، دراسة حالة بروصة قطر ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العدد ٦١ - ٦٢ ، ٢٠١٣ .

٧. موفق احمد وحلا سامي خضير، الاستثمار الاجنبي واثره في البيئة الاقتصادية (نظرية تقويمية) لقانون الاستثمار العراقي ، مجلة الادارة والاقتصاد ، العدد ٨٠ ، ٢٠١٠

ثالثاً : الرسائل والاطاريح الجامعية :

١. الحسنوي ، إبراهيم رسول هاني عباس ، اثر اسواق رأس المال في النمو الاقتصادي ، دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة ، أطروحة دكتوراه غير منشورة مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة القادسية ، ٢٠٠٥ .
٢. الزبيدي ، شيماء فاضل محمد حسن ، كفاءة سوق العراق للاوراق المالية دراسة تطبيقية على اسهم شركات القطاع المصرفي ، رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة القادسية ، ٢٠٠٨ .
٣. الطرفي ، فوزي حسين صاحب محمد ، تأثير السياسية النقدية على عوائد الاسهم العادية ، دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (٢٠٠٤ - ٢٠١٤) ، رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة القادسية ، ٢٠١٢ .

رابعاً : النشرات والتقارير الرسمية :

١. سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي الثالث ، ٢٠٠٦ ، .
٢. سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي الاول ، ٢٠٠٤ .
٣. سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي الخامس ، ٢٠٠٨ .
٤. سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي السابع ، ٢٠١٠ .
٥. سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي العاشر ، ٢٠١٣ .
٦. سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي ودليل الشركات ، ٢٠١٤ .
٧. سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير الشهري التاسع ، ايلول ، ٢٠٠٥ .
٨. سوق العراق للاوراق المالية ، دليل الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ، ٢٠٠٦ .

٩. وزارة التخطيط والتعاون الانمائي ، الجهاز المركزي للاحصاء وتكنولوجيا المعلومات

١٠. سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي الرابع ، ٢٠٠٧.
١١. سوق العراق للاوراق المالية ، تقرير تداول غير العراقيين ، ٢٠١٢ .
١٢. سوق العراق للاوراق المالية ، تقرير تداول غير العراقيين ، ٢٠١٤ .
١٣. سوق عمان للاوراق المالية ، التقرير السنوي السادس عشر ، ٢٠١٤ .
١٤. سوق عمان للاوراق المالية ، التقرير السنوي العام ٢٠٠٦ .
١٥. سوق عمان للاوراق المالية ، التقرير السنوي لعام ، ٢٠٠٧ .
١٦. سوق عمان للاوراق المالية ، التقرير السنوي السابع ، ٢٠٠٥ .
١٧. سوق عمان للاوراق المالية ، التقرير السنوي السادس ، ٢٠٠٤ .
١٨. البنك المركزي العراقي ، التقرير الاقتصادي السنوي ، ٢٠٠٥ .
١٩. البنك المركزي العراقي ، التقرير الاقتصادي السنوي ، ٢٠٠٨ .
٢٠. جمعية البنوك الاردنية ، التقرير السنوي الثامن والعشرون ، ٢٠٠٦ .
٢١. جمعية البنوك الاردنية ، التقرير السنوي الثالث والثلاثون ، ٢٠١٠ .
٢٢. جمعية البنوك الاردنية ، التقرير السنوي السادي والثلاثون ، ٢٠١٤ .

خامسا : المصادر الاجنبية

- ١- Daniels , John D , Radebagy , LeeH , " Internatricanl Business Environments and operations " th Edition Prentice Hall , Australia , ٢٠٠١ .

- ٢- Evnas , Kimberly " Foreign Portfolio and Direct Investment complete tavity , Differences and Integration " International Economist , office of International Investment US. Department of the Trashy , Shanghai , ٢٠٠٢ .
- ٣- Reilly , Frank k. Brown , Keith C. " Investment Analysis and Portfolio management " , ٦th Edition south – western , U.K . ١٩٩٦ .
- ٤- Charles , P. Jones , " Investment Analysis and Management ٥th Jon willy Rsons , Inc , New York , ١٩٩٦ .
- ٥- A.Delkai , " Capital Market theory , Harcourt Brace Jaramorich , Inc . New York , ١٩٨١
- ٦- Mark Hirschey , " Investment : theory and Applications " Harcourt college publishers forth worth , ٢٠٠١ .
- ٧- Huwai Han Vivian " Review of literature Application of Efficient Market Hypo thesis in Horse Bettiny " International Review of Baseness Research Papers vol . ٣ , No . ٤ . ٢٠٠٧ .
- ٨- Parthapratimepal " foreign portfolio investment stock market and Economic Development A case study of India " Draft paper submitted for the Annual conference on Development and change mission : promoting Development in a Globalize world , Sao Paulo , Brazil , November ١٨-٢٠-٢٠٠٦ .
- ٩- Charles Amoyartey " The Determinates of stock market Development in Emerging Economics ! Is South Africa Different " I m F working paper , South Africa , February , ٢٠٠٨ .

Abstract

This study is aiming to clarify the concept of the indirect foreign investment and identifying on its importance for the developed countries and identifying on the most important characterizes provided for the country for investment and the risks that may subject to , apply basic hypothesis for the study which is the contributing foreign companies in the Iraqi market for finance papers and Amman market , its role to activate the stock market , which have been used the analytic system as means to recognize the contribution of the foreign investment indirectly on two markets and the study has concluded that the stock market analysis the most important main channels to attract the foreign investment working on provide the finance sources required to finance the investment projects which helping greatly to develop and expand the investment project in order to activate investment movement in stock market , with necessary to work on develop the laws and regulations the investment and making it prominent with clearness and transparency and working on develop the investment boards in order to ensure developing information around the available investment opportunities .

**Ministry of Higher Education
& Scientific Research
Al-Qadisiya University
College of Economics and management**



***The Role of Indirect Foreign Investment on the
Revitalization the Exchange Market : Iraq Stock
Exchange and Amman Stock Exchange as
models of study***

**A Thesis submitted by
Hanan Khalid Hanash Issawi**

**To the College of Economics and management board - Al-
Qadisiya University , it is partial of requirements to get
Master Degree in Economical Sciences .**

Supervised on Prof.Dr. Nabeel Mahdi Kadhim Sultan Al-Janabi

١٤٣٨ A.H.

٢٠١٦ A.C.