



Ministry of Higher Education and Scientific Research

Ziane Achour University of Djelfa



Faculty of Economic Sciences, Commercial Sciences and Management Sciences

Département of Economic Sciences

PhD Thesis Third Phase

Division: Economic Sciences

Specialty: Economic and Financial Studies

Title:

**The Role of Arab Financial Markets in Attracting Investments
A Case Study of the Qatar Stock Exchange from 2000-2017**

Prepared by:

KHELFAOUI ABDESSAMAD

Discussed and publicly approved on

By the committee composed of:

AIDJOULI KHALED	Professor of Higher Education	University of Djelfa	Président
HOMIDA MOKHTR	Professor of Higher Education	University of Djelfa	Rapporteur
BAHNASS ABASS	Professor of Higher Education	University of Djelfa	Examiner
TALBI MAISSOUM	Professor of Higher Education	University of Djelfa	Examiner
CHAREF ABDELKADER	Lecturer Class - A -	University of Laghouat	Examiner
LAALA RAMDANI	Lecturer Class - A -	University of Laghouat	Examiner

University Year: 2019/2020



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة زيان عاشور الجلفة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

الشعبة: علوم اقتصادية
التخصص: دراسات اقتصادية ومالية

العنوان

دور الأسواق المالية العربية في جذب الاستثمارات دراسة حالة بورصة قطر ما بين
2017-2000

من إعداد

خلفاوي عبد الصمد

المناقشة بتاريخ 2020/06/21 من طرف اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة الجلفة	أستاذ محاضر - أ -	عيجولي خالد
مشرفا و مقررا	جامعة الجلفة	أستاذ	حميدة المختار
ممتحنا	جامعة الجلفة	أستاذ محاضر - أ -	بهناس العباس
ممتحنا	جامعة الجلفة	أستاذ محاضر - أ -	طالبي الميسوم
ممتحنا	جامعة الاغواط	أستاذ	شارف عبد القادر
ممتحنا	جامعة الاغواط	أستاذ	لعلا رمضان

السنة الجامعية: 2020/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الاهداء

أهدي ثمرة جهدي المتواضع إلى:

من قال فيهم المولى عز و جل :

" و اخفض لهما جناح الذل من الرحمة "

الوالدين الكريمين أطال الله عمرهم في طاعته

إلى كل الاقارب و الى كل الاصدقاء.

إلى كل من يحمل لقب خلفاوي.

إلى زملائنا في الدراسة بمختلف أطوارها و أخص بالذكر :

طالبة دكتوراه دراسات اقتصادية ومالية .

الطالب

التشكرات

أُتقدم بالشكر للمولى العلي القدير الذي منّ علينا بهذا العمل .

ثم أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المحترم "حميدة المختار" و الذي
قبل الاشراف على المذكرة و تفضل علي بتوجيهاته و ارشاداته.

الشكر موصول أيضا إلى الأساتذة المحترمين الذين قبلوا مناقشة هذا
العمل .

كما لا أنسى كل من ساهم في اخراج هذا العمل و لو بالدعاء بظهر الغيب

إلى كل أساتذتنا في جامعة زيان عاشور بالجلفة.

الطالب

إن الأسواق المالية لها دور حيوي في تنشيط أي اقتصاد لدولة ما، إذ من خلال هاته الأسواق يتم تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة و التي يتوفر فيها فوائض مالية الى الوحدات التي تعاني من عجز مالي في وحداتها الاقتصادية .

تلعب الاستثمارات الأجنبية دور كبير في التنمية الاقتصادية لجميع الدول و خاصة الدول النامية،و يعتبر السوق المالي القطري من الأسواق المالية الجاذبة للاستثمارات غير المباشرة، وقد قمنا بدراسة حالة السوق الهالي القطري ومدى قدرته على جذب الاستثمارات، وقد حددنا فترة الدراسة ابتداء من سنة 2000 إلى سنة 2017 مع التركيز على تعاملات القطريين وغير القطريين في الفترة بين 2008 إلى سنة 2017، وقد خلصت الدراسة إلى أن السوق المالي القطري له جاذبية جيدة رغم بعض الأزمات التي تعرضت لها دولة قطر سواء كانت سياسية أو اقتصادية.


الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، سوق الدوحة، الاستثمار، تعاملات المستثمرين، الاستثمار

الأجنبي

Financial markets have a vital role in revitalizing any economy of a country, as it is through these markets that financial resources are transferred from saved economic units that have financial surpluses to units that suffer from a financial deficit in their economic units.

Foreign investments play a big role in the economic development of all countries, especially developing countries, and the Qatari financial market is considered one of the attractive financial markets for indirect investments. The year 2017, with a focus on Qatari and non-Qatari dealings between 2008 to 2017, and the study concluded that the Qatari financial market has good appeal despite some crises that the State of Qatar has experienced, whether political or economic..

Key words: stock market, Doha market, investment, investor transactions, Foreign investment



قائمة الجداول و
الأشكال و الملاحق

قائمة الجداول

الرقم	اسم الجدول	الصفحة
01	الأدوات المالية المتداولة في كل من سوق النقد وسوق رأس المال	25
02	أوجه الاختلاف بين السهم العادي و السهم الممتاز	36
03	أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية لسنة 2016	90
04	أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية لسنة 2017	91
05	نسبة مساهمة الأفراد و المؤسسات في السوق المالي القطري	136
06	الشركات المدرجة في السوق المالية القطرية لفترات (1997-2007-2015)	141-139
07	جدول الارتباط الذاتي LDMS	144
08	تحديد درجة التأخير للسلسلة (LDMS)	145
09	نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 (LDMS).	146
10	نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 (LDMS).	147
11	نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 04 (LDMS).	148
12	استقرارية DLDMS باستخدام دالة الارتباط الذاتي	149
13	تحديد درجة التأخير للسلسلة (DLDM).	150
14	نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 (DLDM).	151
15	نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 (DLDM).	152
16	نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 04 (DLDM).	153
17	استقرارية دالة الارتباط الذاتي LIFA	155
18	تحديد درجة التأخير للسلسلة (LIFA)	156
19	نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 LIFA.	156
20	نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 LIFA.	157
21	نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 04 LIFA.	158
22	استقرارية دالة الارتباط الذاتي DLIFA.	159
23	تحديد درجة التأخير للسلسلة (DLIFA)	160
24	نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 DLIFA.	160
25	نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 DLIFA.	161
26	استقرارية دالة الارتباط الذاتي LIFB.	163

164	تحديد درجة التأخير للسلسلة (LIFB).	27
165	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 06 LIFB.	28
166	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 05 LIFB.	29
167	اختبار ADF لـ LIFB.	30
168	استقرارية دالة الارتباط الذاتي DLIFB.	31
169	تحديد درجة التأخير للسلسلة (DLIFB).	32
169	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 06 DLIFB.	33
170	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 05 DLIFB.	34
171	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 04 DLIFB.	35
173	استقرارية دالة الارتباط الذاتي LIFI.	36
174	تحديد درجة التأخير للسلسلة (LIFI).	37
174	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 06 LIFI.	38
175	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 05 LIFI.	39
176	اختبار ADF لـ LIFI.	40
177	استقرارية دالة الارتباط الذاتي DLIFI.	41
178	تحديد درجة التأخير للسلسلة (DLIFI).	42
179	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 06 DLIFI.	43
180	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 05 DLIFI.	44
181	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 04 DLIFI.	45
183	استقرارية دالة الارتباط الذاتي LIFS.	46
184	تحديد درجة التأخير للسلسلة (LIFS).	47
184	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 06 LIFS.	48
185	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 05 LIFS.	49
186	اختبار ADF لـ LIFS.	50
187	استقرارية دالة الارتباط الذاتي DLIFS.	51
188	تحديد درجة التأخير للسلسلة (DLIFS).	52
188	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 06 DLIFS.	53
189	نتائج الاستقرار للنموذج رقم 05 DLIFS.	54

الصفحة	اسم الجدول	الرقم
190	نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 04.DLIFS.	55
191	اختبار تكامل الزمن	56
191	نتائج اختبار Johansen	57
192	اختبار السببية في المدى القصير	58
193	نتائج اختبار غرانجر	59
196	تقدير نموذج <i>VECM</i>	60
200	دالة الارتباط الكلي والجزئي لبواقي النموذج	61

فائمة الأشكال

الصفحة	اسم الشكل	الرقم
11	دور السوق المالي في انتقال الأموال	01
21	تدفق معلومات أوامر السوق	02
23	تقسيمات سوق المال	03
44	خصائص عقود المستقبلات	04
137	تعاملات المستثمرين الخاصة بعملية الشراء	05
137	تعاملات المستثمرين الخاصة بعملية البيع	06
143	المنحنى البياني لسلسلة مؤشر السوق (LDMS)	07
154	المنحنى البياني لسلسلة التأمينات (LIFA).	08
162	المنحنى البياني لسلسلة مؤشر البنوك والمؤسسات المالية (LIFB).	09
172	المنحنى البياني لسلسلة مؤشر الصناعة (LIFI).	10
182	المنحنى البياني لسلسلة مؤشر الخدمات (LIFS).	11
199	استقرارية نموذج تصحيح الخطأ الموجه (VECM)	12

الملاحق

الرقم	اسم الملحق
01	تملك غير القطريين للأسهم لسنة 2008
02	تملك غير القطريين للأسهم لسنة 2009
03	تملك غير القطريين للأسهم لسنة 2010
04	تملك غير القطريين للأسهم لسنة 2011
05	تملك غير القطريين للأسهم لسنة 2012
06	تملك غير القطريين للأسهم لسنة 2013
07	تملك غير القطريين للأسهم لسنة 2014
08	تملك غير القطريين للأسهم لسنة 2015
09	تملك غير القطريين للأسهم لسنة 2016
10	تملك غير القطريين للأسهم لسنة 2017
11	مؤشر السوق المالي القطري من سنة 2008 الى سنة 2017
12	اختبار Johansen
13	اختبار غرانجر

الفهرس

	<u>فهرس المحتويات:</u>
أ-د	● مقدمة
01	الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية
02	<u>مقدمة الفصل</u>
03	<u>المبحث الأول: التطور التاريخي للأسواق المالية</u>
03	المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية
09	المطلب الثاني: تعريف للسوق المالي
12	المطلب الثالث: وظائف السوق المالية ومقومات إنشائها
15	<u>المبحث الثاني: الإطار التنظيمي للأسواق المالية</u>
15	المطلب الأول: تنظيم الأسواق المالية
20	المطلب الثاني: آليات عمل الأسواق المالية
23	المطلب الثالث: تقسيمات الأسواق المالية
31	<u>المبحث الثالث: أدوات أسواق الأوراق المالية</u>
31	المطلب الأول: الأسهم
36	المطلب الثاني: السندات
39	المطلب الثالث: المشتقات المالية
46	<u>خلاصة الفصل</u>
47	الفصل الثاني: كفاءة الأسواق المالية و علاقتها بالاستثمار
48	<u>مقدمة الفصل</u>
49	<u>المبحث الأول: كفاءة الأسواق المالية</u>
49	المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية ومقوماتها
52	المطلب الثاني: أنواع ومستويات كفاءة الأسواق المالية
54	المطلب الثالث: مؤشرات الأسواق المالية و استخدامها
58	<u>المبحث الثاني: ماهية الاستثمار</u>
58	المطلب الأول: تعريف الاستثمار ومبادئه
61	المطلب الثاني: عمليات اتخاذ القرار الاستثماري
63	المطلب الثالث: مجالات الاستثمار
66	المطلب الرابع: التوزيع حسب مدة الاستثمار

67	<u>المبحث الثالث: الاستثمار في الأسواق المالية</u>
67	المطلب الأول: استراتيجيات الاستثمار في الأسواق المالية
75	المطلب الثاني: أساسيات القرار الاستثماري
77	المطلب الثالث: أساليب اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية (التحليل الأساسي و التحليل الفني)
79	<u>خلاصة الفصل</u>
80	الفصل الثالث: واقع الأسواق المالية العربية
81	مقدمة الفصل
82	<u>المبحث الأول : الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية العربية</u>
82	المطلب الأول : نشأة و تطور أسواق الأوراق المالية العربية
87	المطلب الثاني : خصائص و أهمية أسواق الأوراق المالية العربية
92	المطلب الثالث: مشروع إنشاء السوق المالية العربية المشتركة
94	<u>المبحث الثاني: معوقات الأسواق المالية العربية</u>
94	المطلب الأول: المعوقات الخاصة بالجانب الاقتصادي
101	المطلب الثاني: معوقات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية
103	المطلب الثالث : عقبات آليات العمل بالأسواق المالية العربية
106	<u>المبحث الثالث: برامج الإصلاحات في أسواق الأوراق المالية العربية</u>
106	المطلب الأول: توصيف أسواق الأوراق المالية العربية في ظل برامج الإصلاح
111	المطلب الثاني: تجارب الربط بين اسواق الاوراق المالية العربية و عوامل تنشيطها
115	المطلب الثالث: سبل التكامل في أسواق الاوراق المالية العربية
126	<u>خلاصة الفصل</u>
127	الفصل الرابع: دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار
128	<u>مقدمة الفصل</u>
129	<u>المبحث الأول: إطار نظري وتحليلي للسوق المالية القطرية</u>
129	المطلب الأول: تعريف السوق المالي القطري وأهدافه
131	المطلب الثاني: الجانب التنظيمي والعملي للسوق المالي القطري
136	المطلب الثالث: تعاملات المستثمرين وعدد الشركات المدرجة في السوق المالية القطرية
142	<u>المبحث الثاني: دراسة قياسية لدور السوق المالي القطري في جذب الاستثمارات</u>
142	المطلب الأول : تقديم نموذج : توصيف النموذج المناسب للدراسة بناء على الدراسات السابقة
143	المطلب الثاني : دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

190	المطلب الثالث : تقدير نموذج شعاع تصحيح الخطأ VECM بين المتغيرات
201	<u>خلاصة الفصل</u>
203	• <u>خاتمة عامة</u>

المقدمة العامة

تمهيد:

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرّت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية. وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية. وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية، والتي لم تختلف كثيراً في العصر الحالي؛ فهي سوق يتم فيها بيع وشراء رؤوس أموال الشركات أو السلع المعدنية أو المحصولات الزراعية المختلفة البورصة " اسم فرض نفسه على جميع اللغات أصبحت هي الأداة الفاعلة في تحريك الاقتصاديات ولها أهمية اقتصادية كبرى.

و تحتل الأسواق المالية مركزاً حيويًا في النظم الاقتصادية الحرة، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة لما تزاوله من نشاط، فهي تعتبر أداة مهمة في تقويم اقتصاد أي دولة وعنصرًا أساسيًا أيضًا في تقويم الشركات والمشروعات، حيث إنها تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بوضع الشركات والمشروعات، فلقد حظيت الأسواق المالية في العصر الحديث وخاصة بعد العولمة المعاصرة بمكانة عظيمة، وغداً اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي فهي مرآة حقيقية تنعكس عليها الصورة الصادقة للاقتصاد.

فلهذا إن الأسواق المالية بمختلف هيئاتها و أدواتها التي تعد هي الأخرى من أهم الوسائل التي وجدت و تطورت تماشياً و سرعة العصر و متطلباته الملحة والمتزايدة و باعتبار البورصة جزءاً لا يقل أهمية عن البنوك وإنما يفوقها شأنًا و أهميته، فقد أصبحت اليوم القلب النابض للحياة الاقتصادية و المالية لكل الدول، فقد لعبت دوراً هاماً وفعالاً في تنمية اقتصاديات دول العالم كافة، سواء كانت متقدمة أو سائرة في طريق النمو فهي بذلك تساهم في إطار العولمة الاقتصادية في ظل التطور التكنولوجي الحاصل في ميدان العلوم و الاكتشافات، وقد تحتم على الدول أن تستجيب لهذه التحولات والتغيرات و هذا الحل ينجيها و يمكنها من مواكبة الاقتصاد العالمي بما في ذلك النامية، اقتضت الحاجة لضرورة و حتمية إنشائها للبورصات، وهذا بهدف تشجيعها و جلبها للاستثمار على المستوى المحلي عامة و على المستوى الأجنبي خاصة.

فالدول العربية تعتبر كباقي وغيرها من دول العالم ليست بمنأى عن التحولات التي تحدث في العالم إلى أنها تتفاوت درجة التأثير من دولة إلى أخرى، تعتبر أسواق رأس المال العربية من الأسواق المالية الناشئة في اقتصاديات الدول النامية التي تمر بمرحلة تحول اقتصادي، فالأسواق المالية العربية أغلبها يعاني بشكل واضح من نقص في الاستثمار، و هو ما انعكس على أغلب مؤشراتهما المالية التي دائما ما تكون متذبذبة في قيمها و هو ما يؤثر بالسلب على حالة الاقتصاد في أغلب هاته البلدان العربية. فالسوق المالية القطرية تعتبر من الأسواق المالية السائرة في النمو، وتتويجا لمراحل عملية الاستثمار بالأوراق المالية في دولة قطر، فقد كان إصدار قانون بإنشاء السوق المالية و هيئة سوق رأس المال، خطوة مهمة بالاتجاه الصحيح نحو تنظيم عمليات التداول بعيدا عن التنظيم العشوائي و الذي يترتب عليه الكثير من المخاطر خاصة للمستثمرين و المتعاملين في السوق وقد تبع تلك الخطوة المهمة انطلاق سوق المال، ولازالت تواجه بورصة قطر قيود وضعف في إقبال المستثمرين الأجانب ، ومن هذا المنطلق سأعمل في هذا البحث على تحليل وتقييم أداء بورصة قطر في جذب الاستثمارات المحلية و الأجنبية (غير المباشرة)، من خلال تحليل جميع العناصر و الأدوات و الفاعلين الرئيسيين في البورصة.

انطلاقا من تزايد أهمية الأسواق المالية في جذب الاستثمارات خاصة بالنسبة للبورصات العربية وبالأخص لبورصة دولة قطر، ارتأيت إن أصيغ الإشكالية التالية:

إلى أي مدى يمكن أن تعمل الأسواق المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية من خلال دراسة حالة بورصة قطر ؟

الأسئلة الفرعية:

- ما هي الأسواق المالية و ما هي ظروف نشأتها ؟
- ما المقصود بكفاءة الأسواق المالية و ما هي أهم الأساليب و الاستراتيجيات المتبعة قبل اتخاذ القرار الاستثماري في الأوراق المالية ؟
- بالاعتماد على بعض المؤشرات ما مدى جذب الاستثمارات الأجنبية لبورصة قطر؟

الفرضيات:

- يقصد بسوق الأوراق المالية المكان الذي يلتقي بائعو و مشترو الاوراق المالية، ولقد بدأت نشأتها اولا نتيجة لكثرة التعاملات بين أصحاب المعاملات الكبيرة في مختلف البضائع.

- لكفاءة الأسواق المالية ثلاث مستويات وهي السوق المالية ذات الشكل الضعيف و السوق المالية ذات الشكل المتوسط و القوي ولكن الأساليب و الاستراتيجيات تختلف من مستثمر لآخر.
- تعتبر بورصة قطر ومن خلال مؤشراتنا من البورصات التي لديها كفاءة متوسطة في جذب الاستثمارات .

أهمية البحث

تكتسب الأسواق المالية أهمية كبيرة خاصة على المستوى الدولي لما لها من تأثير كبير على الاقتصاد العالمي في ظل التطور التكنولوجي الهائل الذي يشهده العالم، فالسوق المالي لديه ارتباط قوي بالاستثمار الأجنبي من خلال حجم المعاملات التي تحدث في البورصة خاصة على المستوى العربي، ومن هذا المنطلق سوف تكون أهمية البحث في: -
- تكمن أهمية البحث في كون أن الاستثمار باعتباره ظاهرة اقتصادية يشكل عملية تشجيعه مظهرا من مظاهر تفتح الاقتصاديات و اندماجها في الاقتصاد العالمي.

- إبراز أهمية الاستثمار في تطوير أي اقتصاد و خاصة على مستوى السوق المالي.

- إبراز أهمية الأسواق المالية لدى مستوى اقتصاديات الدول العربية.

- تتميز هاته الدراسة بأنها تأخذ بالاعتبار خصوصية الظروف المحيطة بالاقتصاد القطري، كما تزداد أهميتها بأنها الأولى التي تتناول دور البورصة القطرية في جذب الاستثمارات المحلية والخارجية، خاصة في ظل خصوصية الظروف المحيطة بالاقتصاد القطري كما قلت سابقا.

- تأتي أهمية الدراسة من خلال تدني الاستثمارات المحلية و الأجنبية وذلك لمحدودية النسبة المسموحة للاستثمار بها في الأسواق المالية العربية ومن هذا المنطلق اخترت بورصة قطر التي تتميز بسوق مالية مفتوحة نسبيا من اجل دراسة كافة الجوانب المتعلقة بالمناخ الاستثماري لدى السوق المالية لدولة قطر و معرفة أهم الطرق المتبعة في جذب الاستثمار إلى السوق المالية لديها.

أهداف البحث

إن الأهداف التي أسعى إلى تحقيقها من خلال هذه الدراسة، تكمن فيما يلي:

- عرض وتقديم الإطار الفكري و النظري عن الأسواق المالية مع إبراز أهمية كفاءة الأسواق المالية، من خلال ما تناوله المفكرون الاقتصاديون حول هذا الموضوع.
- معرفة أهم الوسائل و الأدوات التي يمكن من خلالها الوصول إلى سوق مالية كفى.

- عرض لكافة ركائز السوق المالي الكفاء و أهم أنواعه مع إبراز مستويات كفاءة الاسواق المالية و أهم المؤشرات التي تحوز عليها البورصة.
- إدراك حقيقة أن الاسواق المالية أصبحت الآن الرئة التي يتنفس منها الاقتصاد، و إبراز دور السوق المالي الكفاء في تنشيط و تنمية الاقتصاد و الارتقاء به من خلال توفر مجموعة من شروط الكفاءة في السوق المالي.
- الأهمية التي يكتسبها الاستثمار المحلي و الأجنبي عند استقطابه و تقييم انعكاساته على اقتصاديات الدول المضيفة له.
- معرفة أهم محددات الاستثمار وعوائده واهم المعوقات التي تحول دون تطويره.
- عرض أهم مكونات الاستثمار وأهدافه وربطه بالسوق المالي وكيفية تعامل المستثمر الأجنبي مع واقع السوق المالي.
- التعرف على مدى أهمية الاستثمار الأجنبي في النهوض بالأسواق المالية في ظل الثورة التكنولوجية والعلمية التي يشهدها الاقتصاد العالمي.
- التطرق لواقع السوق المالية بدولة قطر، خاصة وان الأسواق المالية تتبوأ دوراً أساسياً في تعبئة الموارد المالية و تحفيز المدخرين، و ذلك عندما تمارس دورها الفعال في رفع عوائد المدخرات التي تصبح موارد تمويلية للمستثمرين من خلال اكتتاب الأسهم و السندات، إلى جانب ذلك تعمل على النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، إذ يلاحظ وجود شهادات إيداع مصرفية قصيرة الأجل، إلى جانب الأسهم والسندات و هكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار فتتوافر السيولة المطلوبة لتسيير مهام السوق المالية مما يسهم في تحقيق تراكم مراكز التمويل لتعزيز الطلب فيها.
- في هاته الدراسة سأحاول تقييم الدور الذي يمكن أن تقوم به بورصة قطر على جذب الاستثمارات المحلية و الأجنبية للاقتصاد القطري لسد الفجوة بين الادخارات المحلية والاحتياجات الاستثمارية للاقتصاد القطري، كما تهدف الدراسة إلى تحديد عوامل جذب الاستثمار الخارجي للاقتصاد القطري، و بخاصة المتعلقة ببورصة قطر، بغية الخروج بسياسات واليات لتفعيل دور البورصة في جذب الاستثمار للاقتصاد.

- تهدف هاته الدراسة إلى تحديد أهم محددات جاذبية بورصة قطر للاستثمار الأجنبي من خلال مجموعة من المؤشرات وبعض المعايير الخاصة بالسوق المالية.
- أما الهدف الأخير فهو التطرق إلى أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة و التوصيات التي يمكن أن تساهم في جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية إلى الاقتصاد القطري.

مبررات اختيار الموضوع

إن اختياري لهذا الموضوع يعود أساسا إلى الدور البارز الذي تلعبه الأسواق المالية في تطوير اقتصاد الدولة و رفع مكانته ضمن الاقتصاديات العالمية، ومن خلال هذا أردت دراسة موضوع الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات غير المباشرة وخاصة الأجنبية منها، فقد لاحظت بأن الاستثمار غير المباشر لديه دور كبير في تطوير و تنمية أي سوق مالي و أكبر مثال على ذلك بورصة وول ستريت بالولايات المتحدة الأمريكية والتي لديها عدد كبير من الشركات الأجنبية المدرجة فيها، فكفاءة الاسواق المالية مرتبطة ارتباطا قويا بحجم الاستثمار المحلي و الأجنبي الموجه إليه، فدقة المعلومات وتوفرها بشكل جيد وبدون تكلفة وقيود سوف يؤدي إلى تشجيع المستثمرين سواء المحليين و الأجانب إلى الاستثمار في الاسواق المالية، وبالتالي تصبح الأسواق المالية التي تتسم بما قلته سابقا سوق مالي كفى ذات مستوى جيد.

ومن خلال هذا المنطلق ارتأيت توجيه دراستي إلى حالة بورصة قطر والتي هي تعتبر بورصة مالية في طريق التطور والنمو فلقد قامت دولة قطر بتشجيع الاستثمار بمجموعة من السياسات والتشريعات التي تسهل على المستثمرين الأجانب أو المحليين بالاستثمار خاصة بمجال السوق المالي الذي بدوره يطور و ينمي اقتصاد دولة قطر من خلال تحديث البنية التحتية وبناء مؤسسات إلى غير ذلك.

صعوبات الدراسة

تكمن صعوبة الدراسة في أنه لم يكن بالإمكان تعديل العنوان بعد مرور السنة الثانية من دوكتوراه ل م د، وذلك من اجل تعديل الدراسة القياسية من خلال المتغير التابع والمتغير المستقل وهذا لمعرفة دور الأسواق المالية في جذب الاستثمار، إلا أن وبسبب هذه الصعوبة اضطررنا إلى أن تكون دراستنا هي مدى تأثير جذب الاستثمار الأجنبي على أداء الأسواق المالية العربية بدراسة حالة بورصة قطر.

الدراسات السابقة

هنا سوف أتعرض إلى البحوث والدراسات ذات الصلة بالموضوع و أهمها:

1- بوكساني رشيد، معوقات اسواق الاوراق المالية في الدول العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة

دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2006/2005 حيث تدور اشكالية هذه الدراسة في:

ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ و ما هي أوجه القصور في أسواق الاوراق المالية العربية؟

وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟

وقد قسم الباحث مذكرته إلى بابين يتكون كل باب من ثلاث فصول:

فالباب الأول الذي جاء تحت عنوان الجوانب النظرية و الفنية للأسواق الأوراق المالية، تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول:

فالفصل الأول تعرض إلى الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، أما الفصل الثاني فقد ركز على كفاءة أسواق

الأوراق المالية وأهم مؤشراتهما بالإضافة إلى أثر العولمة على هاته الاسواق، وأما الفصل الثالث فقد خصص إلى أسواق

الأوراق المالية الأكثر تقدما وأسواق الأوراق المالية الناشئة.

أما الباب الثاني فقد جاء بعنوان واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، ويتكون من ثلاث فصول وهي: الفصل

الرابع عالج واقع الاسواق المالية العربية، أما الفصل الخامس عالج أهم المعوقات التي تعترض تطوير أسواق الاوراق المالية

العربية، وفي الفصل السادس والأخير فقد ألقى الضوء على سبل تفعيل و ترابط اسواق الاوراق المالية العربية.

ومن أهم النتائج المستخلصة أن أسواق الأوراق المالية العربية لديها تباين فيما بينها حيث يوجد دول الفاض المالي

الاقتصادي ودول العجز المالي والحرية الاقتصادية ودول ذات النشاط الاقتصادي المتدني، ومن أهم سبل تفعيل

الأسواق المالية العربية هو مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير هاته الأسواق.

2- رشام كهينة، واقع وأفاق الربط بين الاسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة

لنيل درجة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس 2009/2008 حيث تدور اشكالية الدراسة حول: ما

مدى مساهمة عملية الربط بين الاسواق المالية العربية في تفعيل وتنشيط التكامل الاقتصادي العربي؟

وقد قسمت الباحثة مذكرتها إلى أربعة فصول رئيسية وهي كما يلي:

في الفصل الأول تم تخصيصه كمدخل للعولمة المالية، أما الفصل الثاني فتطرقت فيه إلى التكامل الاقتصادي العربي، في

حين كان الفصل الثالث مخصصا لتناول واقع الأسواق المالية العربية ، ثم يأتي الفصل الرابع و الأخير والذي جاء

بعنوان تجارب الربط بين الأسواق المالية العربية وأثارها الاقتصادية.

ومن أهم النتائج المستخلصة في هاته المذكرة نذكر أن التكامل المالي يكون في إطار التكامل الاقتصادي كما أن مشروع البورصة الموحدة واجه عدة عقبات و التي من شأنها تفعيل هذه السوق.

3- عقبة خضير، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الدوحة في

الفترة 2008-2013، مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة،

2014/2015، حيث تدور إشكالية الدراسة في: ما مدى تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء

سوق الأوراق المالية للدوحة خلال الفترة 2008/2013 ؟ وقد قسم الباحث أطروحته إلى ثلاث فصول:

الفصل الأول تطرق الباحث إلى الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية، أما الفصل الثاني اختص بدراسة

الاستثمار الأجنبي غير المباشر، و الفصل الثالث اهتم بدراسة تطبيقية حول أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على

أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.

نستنتج من هاته المذكرة أن السوق المالي القطري من الأسواق المالية الجاذبة للاستثمارات الأجنبية الغير المباشرة

وبالتالي فهي معرضة إلى التذبذبات الناتجة عن قرارات المستثمرين الأجانب، كما أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر له

تأثير على سوق الأوراق المالية وتختلف درجة التأثير من قطاع إلى آخر.

منهج البحث

بالنظر إلى طبيعة الموضوع و بغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة و الإحاطة بمختلف جوانبها، ارتأيت المزج بين

منهجين منفصلين عن بعضهما.

في الفصل الأول و الفصل الثاني و الفصل الثالث و بالنظر إلى طبيعة العناصر التي سوف تتضمنها هاته الفصول من

خلال عرض الإطار النظري للأسواق المالية و مجالات الاستثمار ومحفزاته بالإضافة إلى عرض واقع الأسواق المالية

العربية وسبل تفعيلها من خلال مجموعة من الإجراءات و الأدوات التي تمكن هاته الأسواق من الارتقاء إلى مصاف

الأسواق المالية العالمية ذات الكفاءة العالية، فهذا سوف أعتمد على المنهج الوصفي.

أما في الفصل الرابع والأخير والذي سوف يتناول في جزأه الأول واقع السوق المالية القطرية من خلال نشأة هاته

السوق و أهم المميزات التي يتصف بها هذا السوق المالي بالإضافة إلى أهم المعوقات التي يواجهها والتي تحد من

تطوره، وهذا ما يجعلني اعتمد على المنهج الوصفي في هذا الجزء الأولي من الفصل الرابع، أما عن الجزء الثاني و الأخير

في هذا الفصل فسوف أتناول دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار سواء المحلي و الأجنبي إليها (غير

المباشر)، ومن أجل ذلك سوف أستخدم مجموعة من المعايير الإحصائية التي من خلالها يمكن معرفة مدى و استطاعة سوق الأوراق المالية لدولة قطر من جذب الاستثمار إليه، وبغية هذا سوف أستخدم المنهج القياسي في هذا الجزء الأخير من الفصل الرابع.

خطة البحث

من أجل الإحاطة بكل جوانب هاته الدراسة و الموسومة بعنوان دور الأسواق المالية العربية في جذب الاستثمارات دراسة حالة بورصة قطر، ارتأيت تقسيمها إلى أربعة فصول.

حيث يتطرق الفصل الأول إلى الجوانب النظرية للأسواق المالية من خلال إبراز مدى أهمية السوق المالي للاقتصاد المحلي و معرفة أهم العمليات التي تحدث في الأسواق المالية، ويتعلق الفصل الثاني بأهم أنواع كفاءة الأسواق المالية. ومؤشرات التعامل في السوق المالية و دورها في جذب الاستثمار، حيث سنركز في هذا الفصل على أهم كفاءة الأسواق المالية ومختلف صيغها و تقييمها بالإضافة إلى إعطاء مفهوم واضح للاستثمار خاصة في مجال الأوراق المالية. أما الفصل الثالث والذي سوف أركز فيه على واقع الأسواق المالية العربية من خلال معرفة أهم المعوقات التي تحول دون تطور هذه الأسواق، وكيفية تفعيل هاته الأسواق المالية العربية.

أما في الفصل الرابع و الذي سوف يتمحور حول دراسة الحالة من خلال بورصة قطر وذلك بدراسة دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار سواء الأجنبي و المحلي إليه وذلك عن طريق الأسلوب أو المنهج القياسي.

الفصل الأول

الإطار النظري للأسواق المالية

مقدمة

إن المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية ، مثل غيرها من الاحتياجات ، ولعله لا يغيب علينا أن المال هو الركيزة الأساسية لأي منظمة أعمال باعتباره المحرك الأساسي للوظائف و المهام داخل هذه المنظمة ومن ثم لا بد أن يتوفر المال في الوقت المناسب ، وأيضاً بالقدر المناسب ، ولتلبية هذه الحاجة لا بد من توفر الأسواق المالية المختلفة.

إذ يشكل السوق المالي بتنظيماته المختلفة ركناً أساسياً من أركان النظام التمويلي التي تعتمد على القطاع الخاص لما لها من دور هام في تجميع المدخرات وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية عن طريق شراء الأسهم والسندات في السوق، فهذا الأخير يؤدي دور الوسيط بين المدخر والمستثمر.

ومن خلال هذا الفصل قمت بمناقشة أهم المفاهيم الخاصة بالأسواق المالية وقد قسمت الفصل هذا إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول ركزت فيه التطور التاريخي للأسواق المالية، أما **المبحث الثاني** فتناولت فيه الإطار التنظيمي للأسواق المالية ، و **المبحث الثالث** قمت بدراسة أهم أدوات الأسواق المالية.

المبحث الأول: التطور التاريخي للأسواق المالية

من الصعب جدا إعطاء تعريف واحد و محدد لسوق رأس المال، خاصة في ظل تعدد الأبحاث التي تناولت هذا المفهوم، بالإضافة إلى اختلاف وجهات النظر من بحث إلى آخر وان كان الاختلاف ليس حول جوهر سوق رأس المال فلأساس واحد، و إنما الاختلاف يكمن في الزاوية التي ينظر من خلالها لسوق رأس المال، ولكن يبقى الشيء الأكيد هو أن تاريخ النشأة و تطور السوق لن يتغير.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية

إن نشأة الأسواق المالية تعود إلى القرن الخامس عشر، ومن خلال هذا المطلب سوف نتعرف على أهم المراحل التي أدت إلى إنشاء هاته الأسواق.

الفرع الأول: العوامل التي أدت إلى نشأة الأسواق المالية

1- الانقلاب الصناعي

حدوث الانقلاب الصناعي في أوروبا، وتحول الإنتاج من الإنتاج الصغير إلى الإنتاج الكبير، ظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاجها الصناعات.

2- زيادة السكان

انتشار المدن و أثر الثورة الصناعية وازدحامها بالسكان احتاج إلى تموينها بالمواد الغذائية، فاقتضى ذلك وجود سوق عالمي للتجار في الحاصلات الزراعية، فنشأ فريق من التجار يلقبون بالمضاربين، وفريق آخر من تجار الجملة، فنشأت البورصات لتكون الملتقى و المنظم لتلك المعاملات بين الفريقين.

3- اقتراض الحكومات:

لجوء الحكومات إلى الاقتراض من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها من أجل الحصول على المواد الصناعية، والبحث عن أسواق لصرف منتجاتهم، فكانت الحكومات تقدم المستندات لهؤلاء المقرضين.

4- اقتراض الشركات:

لجوء الشركات إلى الاقتراض، وتقديم المستندات لهؤلاء الدائنين على أساس أنها رهائن يمكن أن تباع في أي وقت، رغبة من هذه الشركات في ازدياد رأسمالها.

5- ضخامة المشروعات:

صاحب التقدم الصناعي كبر حجم المشروعات وضخامة رأسمالها، مما استلزم الحاجة لتمويل رأس المال، ولهذا نشأت الشركات المساهمة وجزأت رأسمالها إلى أسهم لمن يريد التمويل و المشاركة في هذه الشركات.¹

الفرع الثاني: أصل كلمة البورصة

ترجع كلمة بورصة إلى القرن السادس عشر الميلادي، حيث كان أحد كبار التجار في مدينة بروج البلجيكية "فاندر بورس"، يملك قصراً عند ملتقى التجار وتم فيه التعامل في العديد من الأنشطة التجارية المتنوعة.

ويرى بعض فقهاء القانون أن أصل الكلمة يرجع إلى أن التجار كانوا يجتمعون في منزل قديم في مدينة بروج البلجيكية، وقد نقش على جانب المنزل ثلاثة أكياس نقود و شاع استعمال هذه الكلمة للدلالة على أسواق معينة منظمة، حتى أصبحت الكلمة مصطلحاً عالمياً تستعمله جميع الدول.

و يرى البعض الآخر أن كلمة بورصة استخدمها لأول مرة الأمر الفرنسي "Ledit" الصادر عن هنري الثامن في يولييه سنة 1549م، والذي أنشأ بورصة تولوز.

ويرى جانب آخر من فقهاء القانون أن كلمة بورصة تعود إلى اللقب الذي كان يحمله تاجر اسمه

"VANDER BURSE"، الذي كان يملك فندقاً في مدينة "BRUGES" البلجيكية وكان ملتقى التجار في القرن الخامس عشر الميلادي في المدينة المذكورة.²

ويوجد أوجه تشابه واختلاف بين البورصات و الأسواق، حيث أن البورصة تعتبر وليدة السوق ووجه الشبه بينهما عظيم، فكل منهما محل للبيع والشراء والأخذ والعطاء، إلا أن البورصة تتميز عن السوق بكونها سوق منظمة تحكمها لوائح و قوانين و أعراف وتقاليد، ولذلك تنسحب كلمة السوق على البورصة بينما لا تنسحب كلمة البورصة على السوق، لأن البورصة أشمل مفهوماً من السوق، لذلك لا يمكن أن نطلق على البورصة سوقاً وهذا منذ القرون الوسطى، لأنه في ذلك الوقت كانت كلمة البورصات شائعة عند الناس ومألوفة عندهم، لدى الخاصة والعامية في الحياة العملية أكثر شيوعاً، ومن المعلوم انه لم يكن فيما مضى حد يفصل بين بورصات التجارة والبورصات المالية ولم يحدث هذا التمييز إلا بمرور الزمن واتساع دائرة الأعمال ووضوح التخصص.

¹ - صلاح الدين شريط، دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجرية جمهورية مصر العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر3، السنة الجامعية 2011-2012، ص76،75.

² - عبد القادر أحمد محمد الصباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي، المركز العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2018، ص27.

وتختلف بورصات التجارة عن الأسواق من عدة وجوه:

- التعامل في الأسواق على سلع موجودة بأعيانها بينما تعقد الصفقات في بورصات التجارة على عينات.
- انعقاد الأسواق يكون في مواعيد متباينة وأماكن مختلفة في حين تعقد الصفقات بالبورصات يوميا وفي أماكن ثابتة.
- قد لا يتم الإعلان عن السعر للجمهور في الأسواق بيد أن السعر في البورصة يتم الإعلان عنه رسميا ويوميا لما له من أهمية في الحياة الاقتصادية.
- في الأسواق يستطيع المشتري الحصول على السلعة بنفسه ودفع ثمنها، في حين أن العمليات في البورصة تتم عن طريق الوسطاء المعتمدين لديها، الأمر الذي يعكس انتفاء الطابع الشخصي في هذه المعاملات حيث لا يلتقي البائعون بالمشتريين ولا يعرف بعضهم بعضا.
- يقتضي التعامل في الأسواق تسليم البضاعة في الحال ودفع ثمنها فورا، أو بعد أجل معين، بينما لا يتم التسليم في البورصات فور عقد الصفقات إذا كانت البيوع فورية، بل وليس هناك ثمة ما يمكن تسليمه إذا كانت البيوع مؤجلة.
- يحصل التعامل في الأسواق على كل أنواع السلع خلافا للبورصة إذ يتعين حتى تكون هذه السلع محلا للتعامل توفر بعض الشروط نذكر منها:
 - أن تكون السلعة من المثليات التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء، أي تكون متجانسة الوحدات معروفة الأوصاف بحيث يسهل فرزها و تحديد نوعها ورتبها وبالتالي بيعها وشراءها دون حاجة الى المعاينة.
 - أن تكون السلعة غير قابلة للتلف أو سريعة العطب كالخضر والفاكهة حتى يمكن تخزينها، ولذلك يلحظ العامة أن هناك سوقا للخضر و الفاكهة، ولكن ما سمع أحد قط عن وجود بورصة لأي منهما
 - تتميز السلع التي يجري عليها عقد الصفقات في البورصات بكونها من السلع التي تستغرق وقتا في إنتاجها وبضخامة حجم صفقاتها وتكرارها ولذلك تتأثر أسعارها بفعل هذه العوامل تأثرا واضحا.¹

الفرع الثالث: نشأة سوق الأوراق المالية في العالم

تعد بورصة الأوراق المالية ظاهرة قديمة جدا، إذ تضرب جذورها إلى عصر الإمبراطورية الرومانية قبل الميلاد، فالأشخاص الماليين أو رجال أعمال وحدهم الحق في جباية الضرائب وتحميل روما وبناء المعابد و تجهيز الجيوش

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دراسات الاقتصاد الإسلامي، سنة 1981، ص 29،30

وإنشاء و إدارة مشروعات النقل، فأسواقها ما يمكن أن نسميه بشركات التوصية بالأسهم التي كان يتم تداول حصصها في أماكن أنشئت لهذا الغرض.¹

كما ظهرت حركة تجارية في منطقة الجزيرة العربية قبل ظهور الإسلام، خاصة ما كان عليه يعرف برحلة الشتاء إلى اليمن و الصيف إلى الشام، وذلك كل عام يستعينون بالرحلتين للتجارة على المقام بمكة لخدمة البيت الذي هو فخرهم.

كما شهدت ذات المنطقة سوقين للتبادل التجاري النشط هما "سوق عكاظ" و "سوق دومة الجندل" في العصر الجاهلي، لتمتد هذه الحركة التجارية إلى المدن الإسلامية المختلفة كمدينة بغداد و القيروان و قرطبة و سمرقند وخلافه، بالإضافة إلى الحركة التجارية عبر البحر الأحمر والتي صاحبت الفتوحات الإسلامية، لترتبط قارة إفريقيا بالجزيرة العربية في حركة تجارية ضخمة.

كما تعود الأسواق المالية بجذورها إلى بورصات البضائع، وهي بشكلها الحالي وهيكلها ونظمها وليدة تاريخ طويل من التطور²، ولم تبدأ أسواق الأوراق المالية في العمل كأسواق منتظمة إلا منذ أواسط القرن السابع عشر الميلادي تبعاً لإنشاء عدد كبير من الشركات، التي أدت إلى نمو هائل في الأوراق المالية المنقولة ممثلة في أسهم وسندات تلك الشركات، وكذلك بدأت السندات الحكومية تتخذ شكلاً واسعاً كقرض ملوك بريطانيا الشهير مع الصاغة والمرايين لتمويل احتياجاتهم الخاصة وحروبهم.

ومع انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض وجدت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية التي كان التعامل بها يتم في بادئ الأمر على قارة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا و إنجلترا و أمريكا ثم استقر في أبنية خاصة، وفي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724م بموجب الأمر الملكي المؤرخ في 24 سبتمبر 1724م والذي حرم دخول المرأة إلى مبنى البورصة لأي سبب كان، وفي إنجلترا استقرت أعمال البورصة في أوائل القرن التاسع عشر الميلادي في بناء خاص سمي "Exchange Royal" بعد أن كانت الأعمال تجري في الطرقات و المقاهي وأشهرها مقهى "newjonathan" الذي مثل أول بورصة في العالم، وفي أمريكا لم تستقر أعمال البورصة في بناء خاص إلا في أوائل القرن التاسع عشر الميلادي عام 1821م. وفي نفس الشارع

1 - عبد القادر أحمد محمد صباغ، مرجع سبق ذكره، ص.31.32.

2 - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص.78.

الذي كانت تجري فيه هذه الأعمال "وول ستريت" ثم توالى بعد ذلك ظهور البورصات في المدن الكبرى في العالم¹.

الفرع الرابع: مراحل تطور السوق المالية

تعرفت البشرية على الأسواق منذ اللحظة التي شعر بها الأفراد بضرورة تبادل المنافع فيما بينهم سواء كانت سلعا أو خدمات أو أموال.

فبدأت السوق على شكل المقايضة سلعة بسلعة و من ثم تطورت الى مبادلة السلعة بالنقد وصولا الى مبادلة النقد بالنقد و تداول الأوراق المالية.

أي: وصولا إلى الأسواق المالية، وتم ذلك تبعا للاحتياجات المرحلية.

ومرت الأسواق المالية بالمراحل التالية:

1- المرحلة الأولى:

تمثلت في مجموعة المصارف التي تقدم القروض وتقوم بعمليات الصرافة حيث أن هذه المصارف كانت ملكا للأفراد يتمتعون بفائض مالي ولا يملكون فرصة استثمارية ويرغبون بتشغيل أموالهم.

حيث بدؤوا بإقراض الأموال الى أفراد أو وحدات اقتصادية تملك فرصة استثمارية وترغب في تنفيذها لكنها لا تملك المال اللازم لذلك مقابل فائدة محددة ولفترة زمنية محددة وفقد شروط متفق عليها دون تدخل من أحد.²

2- المرحلة الثانية:

بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقا لقواعد و أوامر البنك المركزي، لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.³

1 - عبد القادر أحمد محمد صباغ، مرجع سبق ذكره، ص33.

2 - مصطفى يوسف كافي، د محمود عزت اللحام، د علاء مسلم البكور، أسواق مالية و مصرفية، دار الإعصار العلمي، الطبعة الأولى، سنة 2017، ص12.

3 - خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية-دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، سنة2006، ص4.

3- المرحلة الثالثة:

تمثلت هذه المرحلة في قيام البنك المركزي و المصارف الخاصة بإصدار صكوك "سندات-أذونات الخزينة" تعرض على الجمهور لشرائها واقتنائها لفترة محددة لقاء فائدة محددة تتحول إلى نقود بنهاية هذه الفترة و السبب في ذلك رغبة البنك المركزي و المصارف الخاصة بالحصول على أموال إضافية لتغطية عملها.

4- المرحلة الرابعة:

تمثلت هذه المرحلة في قيام المنشآت التي تحتاج إلى الأموال بإصدار سندات وتحويل جزء من رأسمالها إلى أسهم قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية ولا تحمل الصيغة الاسمية وبهذه الصورة تداخلت السوق المالية مع السوق النقدية.

5- المرحلة الخامسة:

تمثلت هذه المرحلة بتنظيم السوق المالي ضمن مؤسسات معتمدة تمارس فيها عمليات تداول الأوراق المالية تسمى "البورصة المالية" وهي الشكل الأنضج و الأكثر تبلورا للأسواق المالية.¹

¹ - د مصطفى يوسف كافي، د محمود عزت اللحام، د علاء مسلم البكور، مرجع سبق ذكره، ص13.

المطلب الثاني: تعريف وأهمية الأسواق المالية

الفرع الأول: تعريف الأسواق المالية

يتكون مصطلح السوق المالي أو سوق المال من كلمتين هما: السوق و المال، والسوق له تعريفات عدة منها: أنه الإطار أو الوسيلة أو المجال الذي يجمع البائعين (جانِب العرض) و المشترين (جانِب الطلب) لسِعة أو خدمة أو أصل مالي أو أصل نقدي أو لعناصر الإنتاج، من خلال فترة زمنية معينة وفي منطقة معينة والسوق بهذا المعنى يجب أن يحقق شرطين أساسيين:

الأول: الاتصال الوثيق بين البائعين والمشترين سواء حصل هذا الاتصال بالمقابلة المباشرة أم عن طريق وسيط (سمسار) أم عن طريق الهاتف أم عن طريق شبكة المعلومات أم بالمراسلات أم غير ذلك من الوسائل.

الثاني: وحدة (أو تعادل) الثمن للسِعة الواحدة أو للسلع المتماثلة في السوق الواحد أو في كل السوق، ولا يؤثر في ذلك اختلاف الثمن الذي يرجع إلى اعتبارات معينة مثل: تكاليف النقل أو الرسوم الجمركية أو نحو ذلك.

أما كلمة المال فلقد جاء معناها في القاموس المحيط بأنها تشمل: ما ملكته من كل شيء وطبقا لعلم الاقتصاد فإن المال هو: أي شيء يحقق منفعة ما أو يكون له ثمن أي كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق ويكون له قيمة يعتبر مال.¹

وتوجد عدة تعاريف عن السوق المالي نذكر منها:

- يتمثل السوق المالي في المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين رغبات الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، و الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي من خلال وسطاء سوق المال، أو ما يطلق عليهم الوسطاء الماليون ويتمثلون في البنوك و شركات التأمين، وصناديق المعاشات.²
- السوق المالي عبارة عن نظام يستخدم للحصول على رأس المال أو لزيادته، تماما مثل أي نظام آخر، ويحقق السوق الأهداف إذا استخدم في خلق مشاريع ذات جدوى اقتصادية مرتفعة، و يمكن أن يكون ضارا للغاية إذا استخدم في غير ذلك أو لتحقيق الأرباح فقط من خلال عمليات تداول الأسهم ذات الأسعار غير العادلة، و السوق المالي الكفاء يساهم فيه المتعاملون بمختلف شرائحهم و أهدافهم و هم الأفراد و المستثمرين و الوسطاء و الشركات و الحكومات الذين يساهمون في السوق كل لتحقيق

1 - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر الأردن، الطبعة الأولى، سنة 2010، ص 66،77.

2 - محمد أحمد السريتي و د.محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود و البنوك الأسواق المالية، مؤسسة رؤية للطباعة و النشر و التوزيع المعمورة، سنة 2010، ص 108.

- مصالحه، ويتم تداول الأوراق المالية من خلاله بيعا وشراء بين مختلف القطاعات الاقتصادية و غيرها في المجتمع بهدف تعبئة المدخرات وتنميتها و توجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة.¹
- يعرف سوق المال من منظور علم الاقتصاد على أنه: الآلية التي تمكن و تيسر للناس القيام بإصدار و تداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة و أسعار تعكس فرضية السوق الكفاء.²

الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية

- يلعب السوق المالي دورا رئيسا في تخطيط السياسة النقدية و يؤثر في دور البنك المركزي في تغيير سعر الفائدة.
- يساعد في توفير سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل.
- يساعد في توفير مصادر طويلة الأجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال.
- يساعد على تنمية الادخار و زيادة وتوجيه المدخرات المالية لماله من تأثير على زيادة تشجيع الاستثمار.
- يساعد وجود السوق المالي على تنظيم و مراقبة الإصدارات للأوراق المالية.
- وجود سوق مالي يساعد في عدالة تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة، ومن هنا فإن ذلك يساعد على توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحا.³
- تساهم الأسواق المالية في تجميع المدخرات و توجيهها نحو المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة، أي استخدام الأموال في الأنشطة الراجحة التي تحقق أعلى عائد و أعلى قيمة مضافة، وللسوق المالي أهمية أخرى كونه يساهم بفاعلية في تمويل الاستثمارات التي تساهم في زيادة حجم تراكم رأس المال الثابت على مستوى الاقتصاد القومي، و الشكل رقم (01) يبين دور السوق المالي و أهميته في تحويل الأموال بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، إذ يساهم في التمويل المباشر و غير المباشر للمنشأة و الأفراد و الحكومات و تغطية الفجوة المالية لهذه القطاعات و استغلال الفائض النقدي لها.⁴

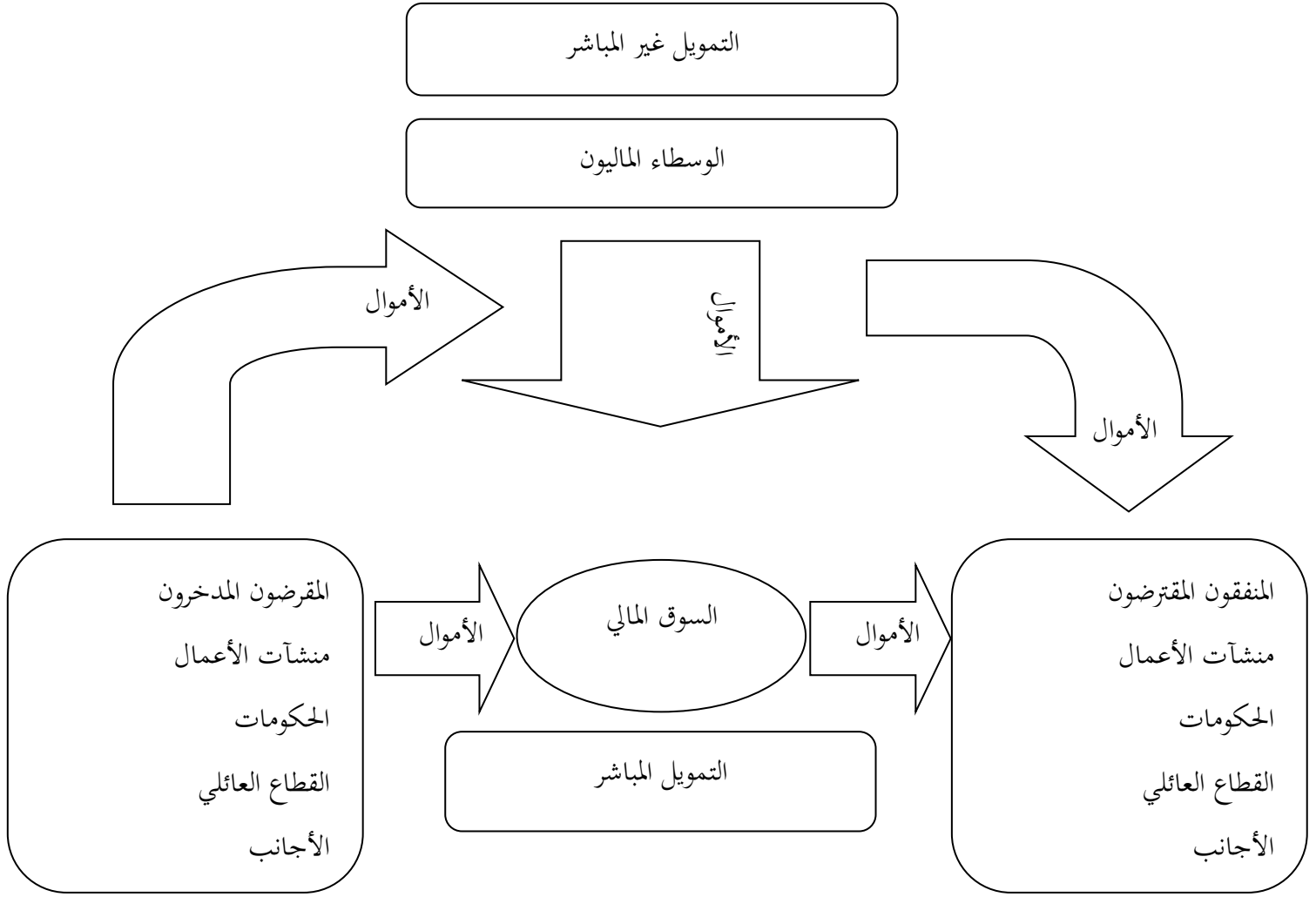
1 - دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية و النقدية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الطبعة الأولى، سنة 2012، ص36.

2 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص67.

3 - وليد صايفي، د. أنس بكري، الأسواق المالية و الدولية، دار البداية عمان، الطبعة الأولى، سنة 2010، ص23.

4 - دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص37،36.

الشكل رقم (01): دور السوق المالي في انتقال الأموال



المصدر: دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 37.

نرى من خلال الشكل أن هنالك طريقتين للتمويل في السوق المالي وهما الطريقة المباشرة و الطريقة غير المباشرة، فالطريقة المباشرة تنتقل الأموال من المدخرون إلى المقترضون مباشرة، أما الطريقة غير المباشرة فإن الأموال تنتقل من المقرضون إلى الوسطاء الماليون ومن ثم إلى المقترضون ففي هذه يلعب الوسطاء الماليون دور الوسيط في انتقال المال.

المطلب الثالث: وظائف السوق المالية ومقومات إنشائها

الفرع الأول: وظائف السوق المالية

أولاً- تشجيع الادخار والمحافظة على الثروة وتنميتها:

إن الأسواق المالية تشجع الأفراد و الشركات على حد سواء على تعبئة الادخار، و ذلك عن طريق تسهيل تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في أدوات مالية سواء كانت أسهم أو سندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود مالي معتبر محدد حسب المخاطر المحتملة. كما تعتبر الأدوات التي يتم تداولها في الأسواق المالية وسيلة مهمة من وسائل حفظ القوة الشرائية حتى موعد الاستحقاق أو حتى موعد بيعها، بحيث لا تستهلك وتتآكل بمرور الزمن بل إنها تنتج أرباحاً وفوائد، وعليه تساهم في تنمية الثروات والمحافظة عليها.

ثانياً- تسهيل الحصول على الائتمان:

إن الأسواق المالية أداة هامة وفعالة لتحويل الأدوات المالية إلى سيولة جاهزة عند الطلب وما استدعت الضرورة لذلك، كما تتيح الأسواق المالية الحصول على الائتمان مقابل الوفاء به مستقبلاً لمن يطلبه و وفق شروط معينة .

ثالثاً- تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية

من المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة لرأس المال ، والتي تتوقف على معدلات الادخار وفرص الاستثمار ، فالمشروعات الضخمة تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لتأسيسها ، التي تحققها الأسواق المالية لما تمتاز به من قدرات على تسهيل تحويل الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين.

إضافة إلى أنها تقوم بتوزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية ، إذ أنها تمثل همزة وصل بين الاستثمار في المشروعات و ادخار الأفراد ، وعليه تلعب دوراً في توزيع المدخرات على مختلف القطاعات الاقتصادية.¹

ومن خلال هذا يمكن أن نلخص وظائف السوق المالية في ما يلي:

- تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطاتها من أجل المساهمة في التنمية و تطوير هذه المؤسسات الاقتصادية.²
- تسعير الأوراق المالية.

¹ - سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، تخصص علوم تجارية، سنة 2014/2015، ص 15.16.

² - A.CHOINEL, et G, ROUYER, **Les marchés financiers structures et acteurs**, Revue banque, Paris, 2ème édition 1997, p: 35.

- التنبؤ بالنشاط الاقتصادي خلال الفترات القادمة.
- إيجاد قنوات لتجميع المدخرات و توجيهها نحو الإنتاج.
- المساعدة على توجيه أوجه الاستثمار للمستثمرين.
- المساعدة على تخصيص الموارد الاقتصادية بشكل أفضل.
- تمكين المصارف من استثمار مواردها و استخدام إيراد الاستثمارات في زيادة الائتمان.
- المساعدة في ظهور و صقل بعض الكفاءات و الخبرات في المجالات المالية و الاقتصادية.
- زيادة الوعي لدى المستثمرين.¹

الفرع الثاني: مقومات إنشاء السوق المالية

يستند السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، و السوق هو الوسيلة التي من خلالها يمكن للبائع و المشتري الالتقاء بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد بل يكفي صناعته توفير مقومات تزيد من كفاءته و فاعليته، وبهذا الصدد يمكن تمييز نوعين من المقومات، الأولى أساسية و الثانية ثانوية تعزز من كفاءة السوق و البيئة و الاستثمارية وفق الآتي:

أولاً- المقومات الأساسية: سميت هذه المقومات بالأساسية لأنها تمثل بيئة الأسواق المالية و أعمدة إنشائها وهي تتضمن العناصر الآتية:

- مناخ ملائم للاستثمار قائم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية و السياسية القائمة، و التنظيم الذي يعكس مدى وضوح السياسات المالية و النقدية وقوانين تنظيم و تشجيع الاستثمار و التشريعات الخاصة بالإصدار النقدي و التحويل الخارجي و قانون الشركات.
- فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رأس المال الخاص، وعدم وجود قيود و حواجز تمنع نقل رأس المال و المدخرات و الثروات.
- أدوات الاستثمار متنوعة تساهم في توسيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين، و بشكل يزيد من عمق و اتساع السوق المالي.
- مؤسسات مالية و مصرفية متنوعة و متطورة قادرة على أداء مهام الوسيط المالي و تجميع الادخارات، وتوزيع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب قدرتها على ممارسة دور الصيرفة الاستثمارية.

¹ - محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية و التحليل الأساسي، زمزم ناشرون و موزعون بالأردن، الطبعة الأولى 2009، ص26.27.

- حجم مناسب من الادخارات القابلة للتحويل إلى السوق عبر الأصول المالية المتنوعة.
- ثانياً- **المقومات الساندة:** سميت بالمقومات الساندة لأن توفرها يساعد على تطور و نضوج السوق المالي وزيادة فاعليته و كفاءته، ومن هذه المقومات:
 - هيكل مؤسسي منظم، تحكمه نظم إدارية وتشريعية متكاملة تشرف عليه هيئة أو لجنة تتكون من أعضاء السوق، يتصفون بالحياد و الخبرة في شؤون المال و الإستثمار.
 - تشريعات واضحة لآلية التداول و المتاجرة في السوق، بشكل تضفي صفة المنافسة و منع الاحتكار، و ضمان أرضية خصبة للعرض و الطلب.
 - تشريعات و أحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش و التلاعب، وبشكل يضمن التصرفات ذات القبول العام و يعزز من ثقة المستثمرين بنظام السوق و هيئاته.
 - أنظمة كفؤة للإفصاح المالي والمعلوماتي و ذات تكنولوجيا قادرة على معالجة المعلومات بالسرعة و الدقة و الموثوقية العالية لضمان الشفافية عن واقع السوق و ظروف الشركات المدرجة فيه من جانب، وبشكل يساعد على تدفق عدد كبير من أوامر البيع و الشراء لضمان سمة اتساع السوق من جانب آخر.
 - نظم اتصال فعالة و متطورة بين عموم المتعاملين في السوق لضمان عمق السوق (التدفق المستمر لأوامر البيع والشراء) و سرعة استجابته في معالجة الخلل المحتمل في العرض و الطلب بسرعة وبتغير طفيف في الأسعار.¹وبعد قيامنا بتحديد أغلب المقومات لإنشاء سوق مالية، فإنه لا بد من وجود شروط و مقومات أخرى لقيام سوق مالي فعال من أهمها:
 - مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار اقتصادي و سياسي و اجتماعي مع وجود سيولة اقتصادية
 - هيكل متكامل من البنوك و المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة.
 - خبرات فنية متخصصة.
 - وعي اقتصادي و مالي وهنا يأتي دور وسائل الإعلام.
 - شركات متخصصة في إدارة محافظ الأوراق المالية.
 - شبكة اتصالات متقدمة أي شبكة إلكترونيات متقدمة و مناسبة.²

¹ - ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع بالأردن، سنة 2012، ص26.27.28.

² - أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء للنشر والتوزيع بالقاهرة، سنة 2007، ص18.

المبحث الثاني: الإطار التنظيمي للأسواق المالية

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى أهم أنظمة التشغيل في الأسواق المالية وأهم الشروط للدخول إلى هاته الأسواق بالإضافة في الأخير نركز على أهم تقسيمات الأسواق المالية.

المطلب الأول: تنظيم الأسواق المالية

الفرع الأول: نظام تشغيل الأسواق المالية

يتكون نظام تشغيل الأسواق المالية من عدة عناصر نذكرها فيما يلي:

أولاً: صالة التداول:

حيث يطلق عليها قاعة التداول ولها أكثر من بديل في هذا المجال، وهما نظام الصالة الواحدة للتداول و نظام التداول باستخدام الحاسبات الإلكترونية، والوحدات الطرفية، ويتميز نظام القاعدة الواحدة بتوفير الفرصة الكاملة والكافية لسلامة عملية التداول، حيث أن أسعار الأسهم الناتجة عن عمليات التداول في ظل هذا النظام تمثل أسعار التوازن، أما النظام الإلكتروني للتداول فيعتمد على ضبط التعامل غير المسموح به من خلال البرامج الجاهزة و التدفق المستمر للمعلومات عن كافة عمليات التداول بالسوق المالية ويسهل هذا النظام عمليات المتابعة الفورية لعمليات التداول في كافة الأوراق المالية بكافة وقائعها من حيث حجم التعامل و تطور الأسعار و غيرها من معلومات.¹

ثانياً: الوسطاء المرخص لهم بالعمل في السوق المالية:

ونعني بالوسطاء المرخص لهم بالعمل في السوق المالية أولئك الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع وشراء الأوراق المالية بالسوق المالية، ويمنع على هؤلاء الوسطاء القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، وقد يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة، ويحصل الوسيط على أوامر البيع والشراء من العملاء عن طريق الهاتف أو الفاكس.²

ثالثاً: طرق التداول بالأسواق المالية:

حيث يتم الوصول إلى سعر تنفيذ صفقة الأوامر المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسطاء من خلال إحدى الطريقتين التاليتين:

1 - مصطفى يوسف كافي، د محمود عزت اللحام، د علاء مسلم البكور، أسواق مالية و مصرفية، مرجع سبق ذكره، ص 53.52.

2 - مصطفى يوسف كافي، د محمود عزت اللحام، د علاء مسلم البكور، أسواق مالية ونقدية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع بالأردن، الطبعة الأولى، سنة 2017، ص 184.

- طريقة المفاوضة: من خلال هذه الطريقة فإن كل وسيط سوف يتم له الإعلان عن أسعار البيع (العرض) و أسعار الشراء (الطلب) ثم يتم التفاوض بين البائع و المشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل لورقة مالية.
- طريقة المزايمة: حيث يتم في هذه الطريقة التزايد على السعر إلى أن يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري (Lowest-Offer).

وهذا يتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.¹

رابعا: الهيئة المشرفة على إدارة السوق المالية:

- الرقابة على السوق الأولي: حيث تقوم الهيئة المشرفة على السوق المالية بالرقابة على تداول أسهم الشركات الجديدة ببيع أسهم الشركة بالجدول المؤقت للأسعار و ذلك حماية للمستثمرين فيها ويتم قيد هذه الأسهم وتسجيلها بالجدول الرسمي للأسعار في ظل الظروف الخاصة بالقبول والإدراج بالجدول الرسمي

كما تقوم الهيئة المشرفة على السوق المالية بإلزام الشركات الجديدة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام بإصدار "نشرة اكتتاب" توضح فيها أغراضها وبرنامجهما حتى يقف الجمهور على حقيقة أغراضها ومن شأن ذلك تضيق الخناق على الشركات الوهمية التي تظهر و تختفي بسرعة بعد سحب أموال الجمهور

- وضع متطلبات للإفصاح: إن الهيئة المشرفة على السوق المالية تقوم بوضع متطلبات للإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم وذلك من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة أو حين إعلان نتائج مرضية عن الشركة لفترة معينة.

- الرقابة على السوق الثانوي: حيث أساس هذه الرقابة هو نشر المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالجدول الرسمي حيث تلتزم هذه الشركات المقيدة بالسوق المالية بإعداد ونشر المعلومات المالية عن أداؤها ومركزها المالي بحيث تعكس هذه المعلومات أوضاع الشركة بشكل سليم وتمكن في الوقت نفسه المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري السليم.

¹ - مصطفى يوسف كافي، د محمود عزت اللحام، د علاء مسلم البكور، أسواق مالية و مصرفية، مرجع سبق ذكره، ص 54.53.

- تطبيق قوانين التعامل بالسوق المالية: حيث إن الهيئة المشرفة على السوق المالية تقوم بتطبيق قوانين و

لوائح التعامل بالسوق والتي تضمن تجنب التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في سعر السهم من صفقة

لأخرى ويتم ذلك من خلال المتخصصين وصناع السوق الذين توكل إليهم هذه المهام.¹

الفرع الثاني: المتعاملون في الأسواق المالية

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية:

أولاً: تصنيف المتعاملين حسب الهدف من التعامل

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع و شراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، و

الذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع و الشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

أ - المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون

بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق و تخطيط عملياته، و

يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي و الاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة

على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

ب - المضاربون الهواة: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل

المؤثرة على السوق، و لا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، و لا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية و

الصعودية لأسعار الأسهم، و عادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

ج - المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار و توجيه السوق صعودا و هبوطا بوسائل مصطنعة

بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل، الناتج عن قوى

العرض و الطلب العاديين، و يتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، و

يستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

وللمضاربة وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية:

-معادلة العرض بالطلب أي تحقيق توازن.

-العمل على موازنة الأسعار و عدم تقلبها.

-التشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

¹ - مصطفى يوسف كافي، د محمود عزت اللحام، د علاء مسلم البكور، أسواق مالية و نقدية، مرجع سبق ذكره، ص 185.186.

د-المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:

-المستثمر الداخلي، و يهدف إلى السيطرة على الشركة و إدارتها تملك عدد كاف من الأسهم، و يكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.

-المستثمر العادي، و يهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

ثانيا: تصنيف المتعاملين إلى عارضين و طالبين

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية أنه تجاهل الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار، وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين و الطالبين لرأس المال.

أ - العارضون لرأس المال:

و هم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، و يريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، و على العموم ينقسم عارضو رؤوس الأموال إلى فئتين:

-الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، و هو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، و تتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها و بالتناظر و عدم التجانس.

-الفئة الثانية: تضم البنوك و شركات التأمين و صناديق الإيداع و الادخار و صناديق الاستثمار، و من أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

و مما سبق ذكره يتضح أن الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية:

-محرك السوق و منعشها.

-يجمع و يعبئ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة.

-يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة و مستمرة.

-يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم و يقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركة لها خبرة بالسوق.

ب - الطالبون لرؤوس الأموال:

و يقصد بالطالبين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، أنهم في أغلب الأحيان يأخذون شكل الشركات الصناعية و التجارية، و الشركات التي تصدر الأسهم و السندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية.

بالإضافة للعارضين و الطالبين يوجد الوسطاء الماليون، و هم صناع و محركو السوق، و يمكن تقسيمهم إلى:

-السماسة و وكلاء التبادل.

-صناديق الاستثمار.

-المحكمون و المراقبون :يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة و الوسطاء و المندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم و بين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.¹

الفرع الثالث: الشروط العامة لدخول الأسواق المالية

إن دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى الأسواق المالية يتطلب مجموعة من الشروط بشقيها المالي و القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن سوق إلى أخرى داخل نفس الدولة.

ومن هذا المنطلق يمكن تلخيص الشروط على النحو التالي:

-يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

-أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين % 20 إلى % 25 ، حيث طرحت هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابله من أسهم.

-أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.

-أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في السوق المالية مع توزيع الأرباح خلالها.

-تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى السوق المالية.

-تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.²

1 - بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، السنة الجامعية 2011.2012، ص52.51.50.

2 - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، سنة 2005.2006، ص53.

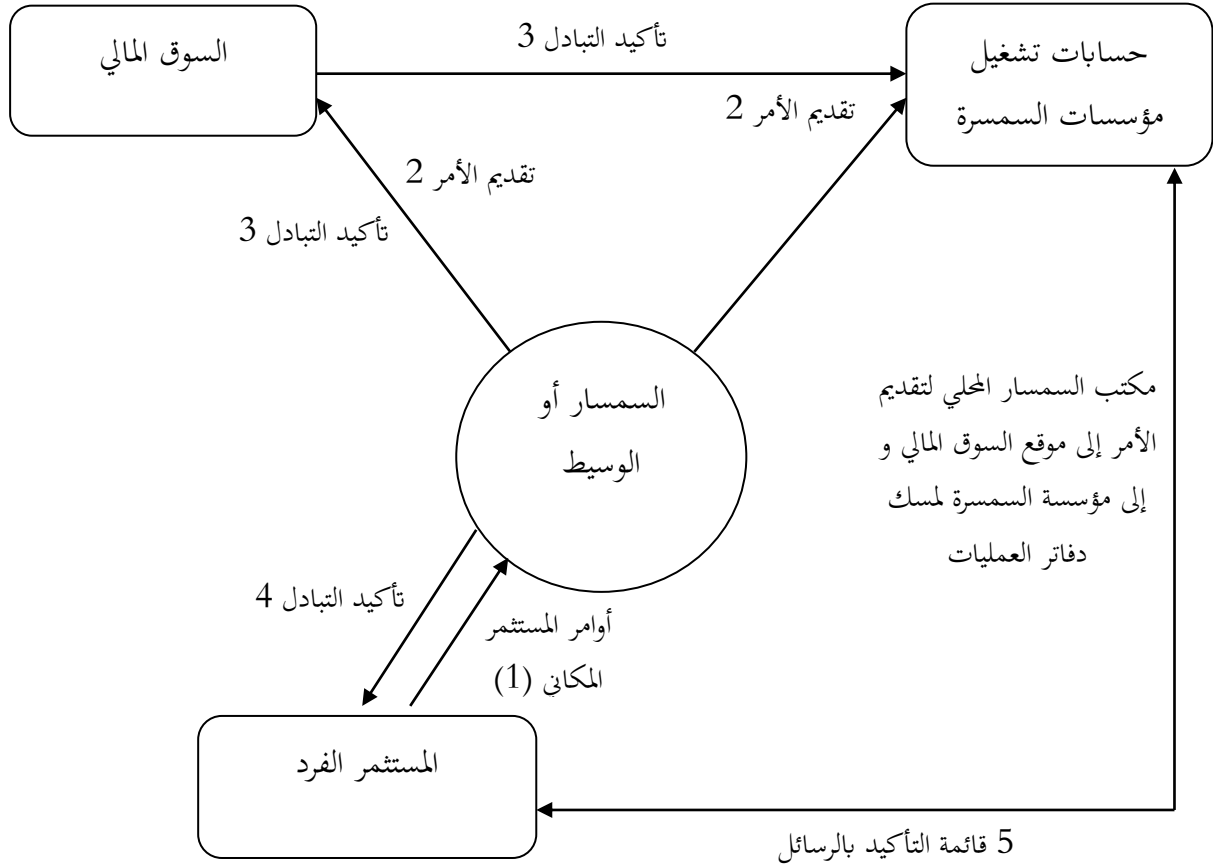
المطلب الثاني: آليات عمل الأسواق المالية

يعتبر أهم عنصر في عمل الأسواق المالية هو البيانات و المعلومات ولذلك تهدف إدارة الأسواق المالية على ربط جميع الأسواق المالية بشبكة اتصالات قوية وتسهيلات تشغيلية بهدف زيادة الكفاءة التشغيلية للسوق المالية وتوفير أكبر كم من المعلومات للوسطاء و التجار و المستثمرين، مع الأخذ بعين الاعتبار أن أغلب المستثمرين الأفراد ليس أعضاء مشاركين في السوق المالي، فعلى سبيل المثال فان الولايات المتحدة الأمريكية قامت بإعداد الشريط المجمع (Tape Consolidated) لتسجيل جميع المبادلات التي تحدث في كل الأسواق الأمريكية، باستخدام البيانات المتاحة في ناسداك وفي السوق الرابع باستخدام نظام (Instinet) وتم استخدام جداول أسعار الأسهم المجمع وكذلك إلزام الأسواق المالية بأن تنشر جميع الأسعار وفق نظام (Consolidated Quotation System) لتقليل الجهد بالبحث عن أفضل الأسعار، وكذلك العمل بنظام (ITS) وهو نظام الكتروني يربط بين جميع البورصات الأمريكية وتجار السوق الموازي، بصورة يسمح للوسطاء والتجار و المستثمرين بالاتصال و التفاعل.

إن استخدام بيوت المقاصة و اشتراك عدد من بيوت الوساطة و البنوك و المؤسسات المالية فيها، سوف يؤدي إلى أن تكون هذه البيوت ممرًا لجميع عمليات الأعضاء حيث بيت المقاصة في نهاية كل يوم تحدد عمليات الأعضاء و نتائج صفائي النتائج لكل عضو و يتلقى كل عضو قائمة بصافي الأوراق المالية الواجب تسليمها أو استلامها، و لتكامل عمليات التداول و مواجهة موضوع حجز التسليم من قبل الوسطاء لوثائق الأوراق المالية يتم إنشاء شركة حماية المستثمرين في الأسواق المالية باعتبارها جهازًا شبه حكومي يؤمن حسابات العملاء لدى الوسطاء ضد مخاطر فشل الوسطاء و تتم تغطية تكلفة التأمين بواسطة السماسرة و أعضاء البورصات عن طريق أقساط التأمين. ومع انتشار التجارة الإلكترونية عبر الانترنت أصبح من السهل الاتصال بشركات الوساطة منذ عام 1992، و يتم إرسال أوامر البيع و الشراء من خلال الحاسب الآلي و الحصول على المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار و متابعة الحسابات في كل الأوقات مقابل كلفة منخفضة إذ انخفضت عمولة الوسطاء و الشكل التالي يبين طبيعة تدفق معلومات أوامر السوق.¹

¹ - دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص 134.135.

الشكل رقم (02): تدفق معلومات أوامر السوق



المصدر: دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 136.

ويمكن تصنيف عمليات التداول في السوق المالي حسب وقت التنفيذ إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة. **أولاً: العمليات العاجلة:** وتتميز بأنها تتم فوراً، حيث يجري دفع الثمن للبائع حالا وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة مباشرة للمشتري أو خلال فترة وجيزة جداً لا تتعدى عموماً 48 ساعة، وبشكل عام فإن العمليات العاجلة تمثل الجزء الأكبر من عمليات البورصة. ولأن المبادلات العاجلة غالباً ما تحتاج إلى أموال سائلة ضخمة، فإنه عامة ما يكون اللجوء إلى هذا الأسلوب في شراء الأوراق المالية غير مرغوب فيه لدى المضاربين المحترفين، في حين أن المتعاملين العاديين الخواص يعتمدون إلى شراء أو بيع الأوراق المالية في السوق العاجلة لثلاثة أسباب هي: - الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة في محافظهم المالية وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على ما تدره من إيرادات منتظمة خلال تلك المدة.

- قصد المضاربة على ارتفاع أسعارها حيث يقومون ببيعها عندما تتحسن السوق للحصول على العوائد الناتجة عن عملية البيع هذه، بغية تحقيق وتوفير السيولة المطلوبة وذلك ببيع الأوراق المالية في السوق الفورية، ونشير إلى أنه يشترط أن تتضمن أوامر البورصة المتعلقة بالعمليات عاجلة جملة من العناصر التي من شأنها أن تبين بكل وضوح خصائص الصفقة محل التعامل وهي:

- صلاحية الأمر.

- بيان نوع المعاملة وصفة الأوراق المالية محل الصفقة المرغوب في إجرائها.

- كمية الأوراق المالية المعروضة أو المطلوبة.

- تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن تتم العملية بمقتضاه.¹

ومن أهداف العمليات العاجلة أن تكون هناك أوامر في السوق المالي والذي نقصد به التوكيل الذي يمنح من قبل المشتري الى أحد الوسطاء لبيع و شراء الأوراق المالية و عادة يبقى هذا التوكيل نافذا طيلة الجلسة في البورصة أو حسب الاتفاق بين المستثمر والوسيط.²

ثانيا: العمليات الآجلة: هي عمليات تمنح للمتعاملين إمكانية شراء أو بيع الأوراق المالية لآجال متباعدة في الزمن، حيث لا يدفع الثمن و لا تسلم الأوراق وقت عقد الصفقة، بل يتم ذلك بعد فترة متفق عليها مسبقا تسمى "الأجل" أو "موعد التصفية" وتجري عملية التصفية النهائية للصفقة عامة مرة واحدة في كل شهر وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة لذلك الشهر، وتأخذ هذه التصفية النهائية أحد الشكلين التاليين:

- دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية بصورة فعلية خلال الأيام اللاحقة لتاريخ التصفية.

- تسوية الفرق بين سعري الأوراق المالية موضوع الصفقة السعر عند عقد الصفقة والسعر عند موعد التصفية وتعرف مثل هذه العمليات في فرنسا بالعمليات ذات التسوية الشهرية.

وبغية الحد من درجة المخاطر وأخذا بمبدأ عدم إلحاق الضرر بأحد المتعاقدين، فإنه يتعين على المتعاملين في السوق الآجلة خاصة المشتري بتسديد جزء من قيمة الصفقة فورا على أن يتم دفع المتبقي حسب الاتفاق، ويعتبر الجزء المدفوع ابتداء تأميننا ماليا والذي يعرف باسم "التغطية".

وينبغي التنبيه إلى أن نسبة التغطية تختلف وفق نوع العمليات المتعاقد عليها والتي قد تكون نقدا أو أوراق مالية، في مثل هذه العمليات قد يتولى الوسيط تقديم القروض اللازمة للمتعاملين قصد شراء الأوراق المالية المطلوبة، وهذا

¹ - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص103.

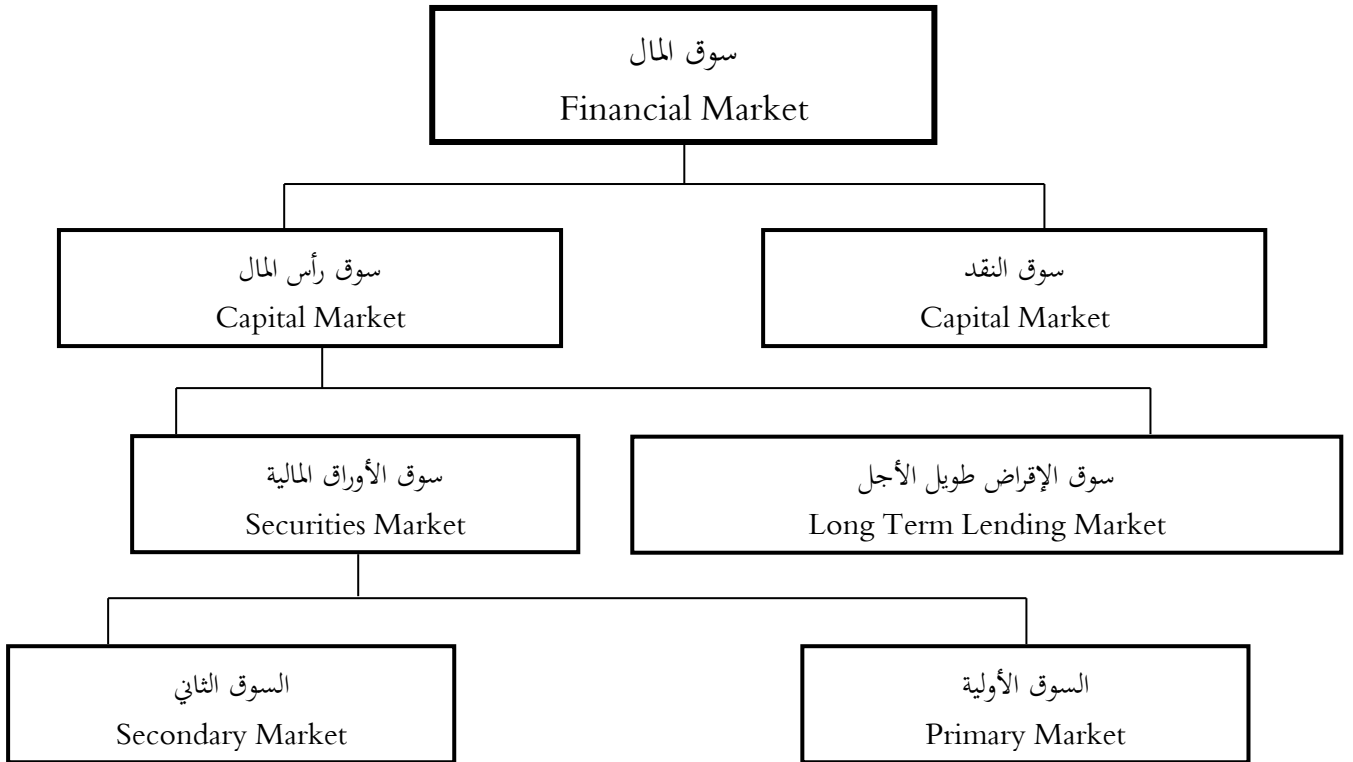
² - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص137.

الوسيط يلجأ بدوره إلى الافتراض من المؤسسات البنكية بضمان الأوراق المالية موضوع الصفقة، كما أن هناك حد أدنى بخصوص الكمية المطلوبة من الأوراق المالية والتي تكون محل كل العملية الآجلة والتي بدورها لا يمكن أن تعقد الصفقة، وتعتبر العمليات الآجلة مثالا حيا لعمليات المضاربة.¹

المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية

يتمثل سوق المال في جميع التعاملات المالية التي تتم في اقتصاد أي دولة فالأسواق المالية تعمل على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي يتوافر لديها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية الى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل بالقياس إلى حجم خططها الاستثمارية. ومن هذا المنطلق سوف نوضح أهمية الأسواق المالية من خلال تقسيماتها وذلك أولا من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 03: تقسيمات سوق المال



المصدر: محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 28

وهنا حسب الشكل ينقسم سوق المال إلى سوق النقد وإلى سوق رأس المال والذي بدوره ينقسم إلى سوق الإقراض طويل الأجل و سوق الأوراق المالية والتي تنقسم هذه الأخيرة إلى السوق الأولية والسوق الثانوية.

¹ - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 104.103.

ويمكن اعتبار سوق رأس المال على أنه نظام لتجميع، تحويل وتخصيص الموارد المالية، ويقوم هذا النظام بتجميع رؤوس الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية وتوزيعها على الوحدات الاقتصادية التي عجزت في الموارد المالية.¹

أما فيما يلي سوف نقوم بعرض تقسيمات الأسواق المالية:

الفرع الأول: تقسيم الأسواق المالية طبقاً لأجل استحقاق الأوراق المالية:

وفقاً لهذا التقسيم يتم تقسيم الأسواق المالية إلى:

1-أسواق النقد:

تعرف سوق النقد بأنها الإطار العام للمتاجرة بالأدوات المالية ذات الاستحقاقات القصيرة الأجل، هيكلها المؤسسي يتمثل بمجموعة الأطراف المشاركة في السوق والمنتشرة جغرافياً، وترتبط نشأة أسواق النقد بنشأة الوديعة و البنوك التجارية، لذلك فهي تعد من أقدم أسواق المال وتمثل المؤسسات المالية والمصرفية الأطراف الأكثر تعاملًا في هذه الأسواق.

ومن خلال ما سبق يتضح لنا أنه ليس لسوق النقد هيكل مادي وتنظيمي محدد، لأن المشاركين في السوق هم أطراف متعددة في طبيعتها و خصائصها، منها على وجه التحديد الحكومات المركزية ووكالاتها، والحكومات المحلية، وغيرها من الشركات غير المالية من أجل أن تكون لها ملاذا لتمويل احتياجاتها المالية القصيرة الأجل، أما من حيث أدواتها، فإنها استحقاقاتها لا تتعدى السنة الواحدة، ومن أمثلتها أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية، شهادات الإيداعات المصرفية.

ومن أهم خصائص أسواق النقد نجد:

- ليس للسوق هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد.

- الأموال التي يوفرها السوق قصيرة الأجل في الغالب، أي ذات استحقاق سنة فأقل ودورياً.

- يوفر السوق أدوات بمخاطر منخفضة جداً وقد تكون خالية في بعض منها لاسيما أذونات الخزينة والأوراق الحكومية الأخرى.

- أغلب أدوات السوق ذات قابلية تسويقية عالية.

- أغلب أدواتها تتمتع بدرجات ضمان عالية، فغالبا ما تستخدم كضمان للقروض.

¹- Bernard JACQUILIA ,Bruno SOLNIK, **Marchés Financiers** : Gestion de Portefeuille et des Risques, Paris : Dunod, 1997, p.5.

-أدواتها توفر عائد مناسب للمستثمر الذي لا يرغب بتحمل المخاطر.¹
وتعدد أدوات الاستثمار في سوق النقد و أهمها شهادات الإيداع التي تصدرها البنوك و التي تثبت إبلاغ مبلغ معين وبفائدة محددة ولمدة معينة.²

2- سوق رأس المال:

هي تلك السوق التي تتكون من المؤسسات و الأفراد الذين يتعاملون في الأوراق المالية طويلة الأجل أي اقتراض الأموال واستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة ويكون اقتراض هذه الأموال واستثمارها لأجل طويل بهدف استغلال الأموال لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال وهو تمويل استثمارات رأسمالية(طويلة الأجل) وبعبارة أخرى فإن سوق رأس المال تمثل نقطة الالتقاء بين الاستثمار الطويل بالتمويل طويل الأجل.³

والجدول التالي يوضح الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد وسوق رأس المال:

جدول رقم 01 : الأدوات المالية المتداولة في كل من سوق النقد وسوق رأس المال

الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال	الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد
1-أسهم: أ-أسهم عادية. ب-أسهم ممتازة.	1-أذونات الخزينة.
2-السندات: أ-سندات حكومية. ب-سندات غير حكومية.	2-شهادات الإيداع القابلة للتداول.
3-حقوق الشراء والبيع: أ-حقوق الشراء والبيع التي يصدرها الأفراد. ب-حقوق الشراء والبيع التي تصدرها الشركات.	3-الأوراق التجارية.
	4-القبولات المصرفية.

المصدر: أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص23.

1 - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص61.60.

2 - عبد القادر أحمد محمد الصباغ، مرجع سبق ذكره، ص76.

3 - أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص21.

الفرع الثاني: تقسيم الأسواق المالية طبقا لنوع الأوراق المالية التي يتم تداولها في تلك الأسواق:

1-أسواق صكوك المديونية:

ويتم في هذه الأسواق تداول صكوك المديونية بأنواعها المختلفة مثل السندات و أذونات الخزنة و الأوراق التجارية، وتلتزم الجهات المصدرة لهذه الصكوك بسداد القيمة الاسمية عند حلول تاريخ الاستحقاق، بالإضافة الى صرف فوائد بصفة دورية لحملة هذه الصكوك، ويشهر إفلاس الجهات المصدرة لهذه الصكوك في حالة عدم الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة الصكوك.

2-أسواق الملكية:

ويتم في هذه الأسواق تداول الأسهم بأنواعها، ولا يوجد أي التزام على الشركات المصدرة لتلك الأسهم لسداد العوائد أو بسداد القيم الاسمية، حيث لا يوجد تاريخ استحقاق لهذه الأسهم. ويتحمل حملة الأسهم درجة مخاطرة أعلى من التي يتحملها حملة السندات نظرا لأن حملة السندات تتمتع بالأسبقية على حملة الأسهم سواء عند توزيع الأرباح أو عند التصفية.¹

الفرع الثالث: تقسيم الأسواق المالية حسب نوع العمليات التي تتم في الأسواق:

1-الأسواق الأولية:

يدعى بالسوق الأولي لأنه هو السوق الذي تتم فيه بيع إصدارات الأسهم والسندات الجديدة، حيث تقوم شركات قطاع الأعمال بطرح سندات أو بيع سندات أو بيع أسهم للحصول على موارد مالية لتمويل الاستثمار الثابت، وهنا تقوم المؤسسات المالية ولاسيما البنوك كمتعهد لطرح الأوراق. أو هو السوق الذي تحصل منه الشركة على الموارد المالية لتمويل استثماراتها عندما تطرح أصولها المالية، ولذلك يعتبر سوق الاستثمار الحقيقي للشركة.

وسوق الاستثمار المالي للشخص الذي اشترى الورقة المالية، فإذا قام الشخص الذي اشترى الورقة المالية ببيعها بعد ذلك في السوق الثانوي، فلن يوجد استثمار حقيقي، بل يوجد استثمار مالي حقيقي لأن السوق الثانوي هو سوق الاستثمار المالي وليس الاستثمار الحقيقي.

كثيرا ما تلجأ المؤسسات إلى البنوك لتتولى نيابة عنها إصدار الأوراق المالية فيتم الاكتتاب عن طريق البنك لصالح المؤسسة، وهناك ثلاثة أنواع من عروض الاكتتاب:

¹ - حمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص30.31.

أ- **عروض الاكتتاب الكامل:** وفيها يلتزم البنك بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل ومهما كانت استجابة السوق.

ب- **عروض بذل أقصى جهد:** حيث في هاته الحالة فإن البنك يكون ملزم ببذل أقصى جهد من أجل تحقيق الاكتتاب الكامل للعملية، ولكنه في نفس الوقت لا يقدم في النهاية إلى المؤسسة إلا ما توصل إليه اكتتابات فعلية مهما كانت نسبتها من إجمالي العملية.

ج- **العروض المزدوجة:** أما في هذه الحالة فإن البنك يكون ملتزماً نهائياً بتقديم مبلغ معين (نسبة معينة) من إجمالي قيمة العملية و الباقي يبذل فيه أقصى جهد.¹

ومن أهم خصائص عملية الإصدار أنها تعتبر غير دورية..

2- الأسواق الثانوية:

يمكن تعريفها كما يلي: هي السوق التي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها بعبارة أخرى فإن هذا السوق هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل.

وأهم ميزة لهذا السوق هو أنه يوفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي عنصر السيولة، ولهذا يقال بأن السوق الأولي يستمد فاعليته من الثانوي.

ويكون بيع الأوراق المالية فيه بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلي.

ومن أهم خصائص هذه السوق توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أوراق مالية عند الحاجة لقيمتها نقدا.²

وبالتالي فالسوق الثانوي والذي يطلق عليه سوق التداول لا يوفر أي تمويل فعلي للمؤسسات أو الشركات، ولذلك أطلق عليها "صفقات اليد الثانية".³

كما تضم الأسواق الثانوية السوق الثالث و السوق الرابع.

1 - نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، سنة 2014/2015، ص 11.10.

2 - خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 14.13.

3 - عبد القادر أحمد محمد الصباغ، مرجع سبق ذكره، ص 82.

أ- السوق الثالث:

يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهم على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق بأي كمية مهما كان حجمها، وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي يتم تداولها تلك السوق هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث.

ب- السوق الرابع: يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم اللقاء بين البائعين و المشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من الهواتف أو الحاسوب، ولا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المتعامل فيها، ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها، كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه لها المستثمر أمواله، بعبارة أخرى لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر، ومن ثم فإن أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسرة، التي قد يحصل عليها بمجرد إبرام صفقة أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته، وفي ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر.¹

الفرع الرابع: تقسيم الأسواق المالية حسب توقيت تسليم الورقة المالية أو إقفال الصفقة

طبقا لهذا التقسيم يتم تقسيم الأسواق المالية إلى:

1-أسواق حاضرة:

وتسمى أيضا بالأسواق الفورية حيث يتم فيها التعامل بتنفيذ الصفقة أي تسليم الأدوات المالية المشتراة (الأسهم أو السندات أو العملات الأجنبية... الخ) فورا وقد يكون أجل التسليم خلال ثلاثة أيام وتظل الصفقة تعتبر فورية، أما إذا زاد على ذلك فهي صفقة آجلة.

وقد تكون الأسواق الفورية أسواقا نقدية أو أسواق رأس مال حسب طبيعة الأداة التي يتم الاتجار بها، فإن كانت الأداة من أدوات الأسواق النقدية فإن السوق تكون سوق نقدية فورية، كأن يذهب أحدنا إلى أحد الصرافين

¹ - نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 12.13.

ويشتري عملة أجنبية دولارات أو جنيهات إسترلينية أو ليرات سورية أو ليرات لبنانية ويدفع ثمنها ويقبضها في نفس اللحظة فالسوق هنا سوق نقدية فورية.

وقد تكون سوق رأس المال فورية فقد يشتري أحدنا أسهما أو سندات ويدفع ثمنها و تسلم إليه شهادة الملكية (شهادات الأسهم أو السندات) فورا أو خلال ثلاثة أيام من الشراء ريثما يتم نقل الملكية من سجلات الشركة المصدرة و إصدار شهادة جديدة باسمه بعد إلغاء الشهادة القديمة التي تكون باسم البائع فتكون في هذه الحالة تعبيراً عن صفقة فورية تمت في سوق رأس المال.¹

2- الأسواق المستقبلية:

حيث يتم التعامل في مثل هاته الأسواق عن طريق تداول الأوراق المالية من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، ويتم التعامل فيها بالأوراق المشتقة، وتعرف الأوراق المشتقة أو المشتقات بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل الأسهم، وتعتبر المشتقات أحد أدوات التعامل في الأسواق المستقبلية، وتستخدم المشتقات للتحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول المالية، وبدأ التعامل في هذه الأدوات في أوائل السبعينات من القرض الماضي و زاد التعامل بها في التسعينات من نفس القرن، ومن أهم أنواع المشتقات العقود المستقبلية، وعقود الاختيار، والعقود الآجلة.²

الفرع الخامس: تقسيم الأسواق المالية حسب درجة تنظيم إجراءات التداول:

طبقاً لهذا التقسيم يتم تقسيم الأسواق المالية إلى:

1- أسواق منظمة:

ويطلق عليها سوق المزاد، والسوق الرسمية، والسوق القارة و البورصة وتتميز هذه السوق بوجود مكان معين، يلتقي فيه المتعاملون ببيع وشراء الأوراق المالية، وتدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المستوفية لشروط معينة، تسمح بقيدها في قوائم السوق، وترتبط هذه الشروط عادة بعدد المساهمين، وعدد الأسهم المصدرة، وصافي الربح في السنوات السابقة على طلب التسجيل، ومقدار أصول الشركة، وغير ذلك.

والعادة في البورصات أن تتبادل فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها، إلا أنه يمكن أن تباع فيها الإصدارات الجديدة أيضاً.

1 - زياد رمضان و مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، سنة 2007/12، ص18.

2 - محمد أحمد السريتي و محمد عزت محمد غزلان، مرجع سبق ذكره، ص127.

ووفقاً لما سبق فقد عرفت بورصة الأوراق المالية بأنها (سوق مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة والمال، في مواعيد محددة، يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال، والسماسرة، ومساعدوهم، للتعامل في الأوراق المالية، وفقاً لنظم ثابتة، ولوائح محددة).

كما عرفت بأنها: (سوق منظمة، تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يؤمها المتعاملون في الأسهم و السندات من الراغبين في الاستثمار، والناشدين للاستفادة من تقلبات الأسعار، تنعقد جلساتها في المقصورة يوميا، حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين و المشترين).¹

2- أسواق غير منظمة:

تقصد بالسوق غير المنظمة هي السوق التي لا تتعامل وفق قوانين وسياسات الأسواق المنظمة و تعليمات هيئاتها، وليس لها مكان محدد يتم تداول الأوراق المالية فيه، وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة وعلى الأخص السندات وتعاملها في الأسهم على نطاق ضيق.²

¹ - مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع بالرياض، الطبعة الأولى، سنة 2005، ص80.79.78.

² - علاء الدين الرفاتي، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا" ، "قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال" ، الجامعة الإسلامية-غزة، سنة 2007، ص26.

المبحث الثالث: أدوات أسواق الأوراق المالية

بعد معرفتنا بنشأة الاسواق المالية و إطارها التنظيمي، فإننا من خلال هذا المبحث سوف أركز على أهم الأدوات المنتشرة في السوق والتي تعتبر مهمة و التي من خلالها يمكننا الاستثمار في الأسواق المالية.

المطلب الأول: الأسهم

تعدّ الأسهم وسيلة للتمويل، ذلك أن الشركات تقوم بعملية نداء عام للادخار بهدف جمع الأموال اللازمة للاستثمارات الشركة، مساهمات المدّخرين تكون على شكل أسهم تضمن لحامليها الحق في تلقي قسم من الأرباح، كل حسب نسبة مساهمته. تلقي الأرباح رهن بسياسة الشركة، حيث أنها إما تتبنى سياسة توزيع الأرباح أو سياسة تعبئة الاحتياطي، وفي هذه الأخيرة تفضل الشركة عدم توزيع الأرباح.

الفرع الأول: مفهوم الأسهم

لقد عرفها البعض أنه عبارة عن صك ملكية يمثل نصيب المساهم في رأس مال الشركة مصدرة السهم، ويعطي هذا الصك للمالكة الحق في الحصول على نسبة من أرباح الشركة عند توزيعها تتحدد وفقا لما تمثله هذه الأسهم في رأس مال الشركة، كما يخول صاحبه حقوق الملكية كحضور جلسات الجمعية العمومية للشركة والتصويت فيها فضلا عن اقتسام موجودات الشركة عند التصفية.¹

ويعرفه آخرون أنه عبارة عن صك يمثل حصة في رأس المال منشأة الأعمال (الشركات المساهمة) قابلة للتداول، ولهذا فإن السهم يعتبر حق من حقوق الملكية الخاصة، ويعتبر تداولها في السوق الثانوية انتقالا لهذه الملكية بين الأفراد و المنشأة.²

الفرع الثاني: قيم الأسهم وخصائصها

أولا: قيمها

1-قيمة الإصدار(القيمة الاسمية): وهي القيمة التي يحددها عقد التأسيس ويتم إصدارها في السوق الأولية عند الاكتتاب.

2-القيمة المحاسبية (القيمة الدفترية): وهي القيمة التي تحدها قائمة المركز المالي و التي تتمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين (رأس المال و الاحتياطات و الأرباح المدورة) على عدد الأسهم المعلنة و المكتتب بها.

¹ - عبد القادر أحمد محمد الصباغ، مرجع سبق ذكره، ص 220.

² - مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، أسواق مالية و نقدية، مرجع سبق ذكره، ص 153.

3- القيمة المتداولة (القيمة السوقية): وهي القيمة التي يتم بموجبها على السهم في السوق الثانوية وبهذا المعنى فإنها تعبر عن قيمة ثروة حامل السهم الحالية في السوق وتعد أكثر أهمية من القيمتين السابقتين. وقد تكون القيمة السوقية أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل من القيمة الاسمية لضمان تصريف تلك الأسهم المصدرة.¹

ثانيا: خصائص الأسهم:

يتميز السهم عن غيره من الأوراق المالية الأخرى بمجموعة من الخصائص، و من أهمها نذكر ما يلي :

أ - خاصية القابلية للتداول

تتوفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية من خلال هذه الخاصية، حيث تجعل بالإمكان التنازل عن هذا السهم بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة، و خاصية التداول و إن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة، لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطا خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائيا، أو بعد توزيع نسبة مئوية محددة من أرباحها على المساهمين.

ب - خاصية متساوية القيمة

تعني هذه الخاصية أنه حين تقوم شركة المساهمة بإصدار عدد من الأسهم العادية فإنها تكون أسهم متساوية القيمة، و لا يجوز لإصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.

ج - خاصية المسؤولية المحدودة للمساهم

تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، و هذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما حيث تكون مسؤوليته غير محدودة.²

¹ - F. Rosenfeld, *Analyse des valeurs mobilières*, dunod, Paris, 1993, volume 2, p :18.

² - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 29.

الفرع الثالث: أنواع الأسهم

تقسم الأسهم كل حسب تصنيفه والتي يمكن إدراجها في ما يلي:

1- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تتداول به:

يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تتداول به كما يلي:

أ- **أسهم اسمية**: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على ما يلي: الاسم، اللقب، وطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأس مالها ومركزها، بالإضافة إلى بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به. كما تحد عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

ب - **أسهم لحاملها**: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها، والهدف من هذه الأسهم تحقيق المرونة العالية في التعامل.

ج - **أسهم لأمر**: للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

2- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم

يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

أ - **أسهم عينية**: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو محزونات، أو براءة اختراع، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

ب - **أسهم نقدية**: وهي الأسهم التي تدفع مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

ج - **أسهم مختلطة**: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

3- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بصاحبها

تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

أ- **الأسهم العادية**: هي أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول تمنح لحاملها الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم، تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية للمالكين، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، كما لهم حقوق التصويت.¹

ب - **الأسهم الممتازة**: السهم الممتاز يعتبر أداة ملكية ويطلق على حامله مصطلح مساهم ممتاز، ولكن تختلف ملكيته عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي، وتوفر هذه الأسهم لحاملها مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي، فمن حيث الأرباح يحصل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت يحدد إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أو في صورة مبلغ محدد، وفي حالة وجود أرباح قابلة للتوزيع يكون لحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على نصيبه منها قبل حامل السهم العادي ولكن بشرط صدور قرار بالتوزيع من الجمعية العمومية بعد توصية من مجلس الإدارة.

من جانب آخر يكون حملة الأسهم الممتازة في مركز سابق لمركز حملة الأسهم العادية في استيفاء حقوقهم من أصول الشركة في حالة الإفلاس أو في حالة حل الشركة، وهذه ميزة أخرى لحملة الأسهم الممتازة توفر لهم أمانا إضافيا على رأس المال كالأمان الموفر لهم من الربح.²

و تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية أي أنها تشترك مع كل منها في بعض الخصائص فهي تشبه السندات في أن لها توزيعات أرباح ثابتة تدفع دوريا (كل سنة عادة) وتشبه الأسهم العادية في أنها لا تحمل فترة استحقاق محددة وأن أصحابها يعتبرون ضمن مالكي الشركة ومن الناحية الأخرى تختلف الأسهم الممتازة عن السندات في أن توزيعات الأرباح الدورية الثابتة تدفع من صافي الربح بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى (ما عدا توزيعات الأسهم العادية) وأن هذه التوزيعات ليست ملزمة للشركة مثل فوائد السندات كما تختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية في أن أصحاب الأسهم الممتازة ليس لهم حق التصويت مثل الأسهم العادية.

1 - سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص 37.38.

2 - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 102.

ويمثل السهم الممتاز كما قلنا سابقا مستند ملكية فإنه أيضا في الوقت نفسه له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، ولحاميل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما أنه له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مفعوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم وإذا لم تحقق أرباح في سنة مالية ما أو تحققت أرباح ولكن الإدارة قررت عدم توزيعها، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم عن سنوات سابقة، ومع هذا قد تنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك أي تنص على الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي تحققت فيها أرباح.¹

ومن خلال ما سبق وما ذكرناه هناك بعض أوجه التشابه بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة ولكن هنالك أيضا كثيرا من أوجه الاختلاف وهذا ما سيوضحه الجدول التالي الذي يبين أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

جدول رقم 02: أوجه الاختلاف بين السهم العادي و السهم الممتاز

معيار المقارنة	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	أداة هجينة تجمع بين الدين و الملكية	أداة ملكية
مستوى الدخل	مقسوم أرباح ثابت بنسبة من القيمة الإسمية المثبتة بشهادة السهم	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين
الاستحقاق	قد يكون قابل للإطفاء أو الاستدعاء أو التحويل الى سهم عادي	يكون السهم قائما طالما الشركة قائمة أي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه
تراكم الأرباح	يمكن أن تتراكم أرباح السهم	لا يمكن أن تتراكم أرباح السهم
المشاركة بالإدارة	لا يحق لحامله المشاركة بالإدارة إلا إذا نص على خلاف ذلك	حق المشاركة و الانتخاب و التصويت في مجلس الإدارة
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة وغير نشطة	أسواق تتصف بالعمق و الاتساع و نشطة

¹ - أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 43.42.

القيمة الاسمية	يصدر بقيم اسمية مختلف الفئات	يصدر بقيمة واحدة وفقا لقانون الشركات
----------------	------------------------------	--------------------------------------

المصدر: ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 180.

المطلب الثاني: السندات

الفرع الأول: تعريف السندات و محدداتها وخصائصها

1- تعريف السندات

يعرف الفقه المصري السند بأنه صك قابل للتداول يثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة وانقضاء دينه في الميعاد المحدد لانتهاؤ مدة القرض.¹ و السندات هي شهادات مديونية تصدرها منشآت الأعمال المختلفة و الدولة وبعض مؤسساتها المركزية، ويلجأ إلى الاستثمار فيها المستثمرون الراغبون بعائد ثابت ودرجة من الأمان في التحقيق ولهذا تعبر السندات على علاقة مديونية ودائنية بين طرفين الأول هو الجهة المصدرة للسند و الثاني هو المستثمر في السند و يترتب على هذه العلاقة حقوق والتزامات معترف وملتزم بها قانونا بين المدين (صاحب السند) والدائن (المستثمر للسند) وتطرح السندات للاكتتاب العام عادة بقيمة تسمى القيمة الاسمية وتلتزم الجهة المصدرة لهذه السندات بتسديد هذه القيمة في تاريخ الاستحقاق متفق عليه، ويضمن السند للمستثمر فيه عائد دوري ممثل بفائدة ثابتة تلتزم الجهة المصدرة بتسديده بتواريخ قد تكون سنوية أو نصف سنوية و لربما ربع سنوية.² وتعتبر السندات أداة لتمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها و المؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها.³

ومن خلال ما سبق يمكننا تعريف السندات أنها صكوك الديون التي تطرح في السوق المالي لأجل طويل، عادة ما تكون أكبر من خمس سنوات، حيث تعتبر السندات مصدر أساسي من مصادر التمويل طويل الأجل، كما أنها أيضا تعبر عن قرض للغير بقيمة اسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق أيضا محدد لكنه طويل نسبيا.

¹ - عبد القادر أحمد محمد الصباغ، مرجع سبق ذكره، ص 270.

² - مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، أسواق مالية و مصرفية، مرجع سبق ذكره، ص 122.

³ - B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990 p : 18

2- محددات السندات

- رغم أن للسندات خصائص عامة مشتركة إلا أن بعض الشركات قد تضع بعض هذه الخصائص ولا تضع الأخرى، فلهذا تختلف هذه الخصائص من مجموعة سندات إلى أخرى فمنه لا بد من الرجوع إلى حجم مخاطر السندات و الأسعار و العائد المتوقع وإذا أردنا أن نفهم السندات فإنه من الأهمية أن نفهم المحددات التالية:
- أ- القيمة الاسمية: تحدد القيمة الاسمية للسندات حجم النقود التي تقتربها المنشآت ومواعيد استحقاقها.
- ب- معدل العائد على السند: بعض الشركات تحدد معدلا ثابتا كل سنة أو خلال ستة أشهر حيث يعكس هذا المعدل على حجم الاستثمار وحجم التزامات على الشركات ومدى قدرتها على الوفاء.
- ج- تاريخ الاستحقاق: يحدد في السند تاريخ الاستحقاق في القيمة الاسمية و التي يجب أن يتم الدفع خلال فترة محدودة ومعظم السندات لها تاريخ استحقاق أساسي الذي يعطي مؤشرا على حجم السيولة الكلية.
- د- الاستدعاء: إن استدعاء السندات يعطي للشركة المصدرة للسندات الحق في استردادها بحيث يجب على الشركة أن تدفع لحامل السند مبلغا أكبر من قيمته وهذا المبلغ الإضافي الزائد عن القيمة الاسمية للسند يعرف على أنه علاوة استرداد.
- هـ- المال المخصص لاستهلاك السندات احتياطي الاستهلاك: إن المال المخصص لاستهلاك السندات عبارة عن ضمان يسهل استرداد السندات المصدرة بطريقة نظامية وهذا يتطلب من الشركة أن تشتري وتسد نسبة من السندات المصدرة كل عام.

3- خصائص السندات

- للسندات عدة خصائص نذكر منها:
- صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- يحصل صاحب السند على سعر فائدة ثابت (عائد) سواء ربحت الشركة أم لم ترباح، و يترتب عليها الإفلاس إن عجزت عن دفعها.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- قابلية السند للتداول، يحق لحامله بيعه للغير.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، و إنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة و لا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز إزالتها من إجمالي الربح، أي أنها لا تخضع للضريبة.

-تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، و بقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.¹

الفرع الثاني: أنواع السندات

يمكننا تقسيم السندات وفق التصنيفات التالية:

1- التصنيف طبقا لجهة الإصدار:

أ-سندات تصدرها منشآت الأعمال: حيث تعتبر صكوك دين تطرح في سوق المال لأجال طويلة تتراوح عادة بين خمس سنوات وثلاثين سنة، وتصدرها باعتبارها مصدرا أساسيا من مصادر التمويل الخارجي طويل الأجل.

ب-السندات الحكومية: حيث تحتكرها وزارة المالية وتشمل:

-السندات الادخارية: وهي سندات في طبيعتها غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، كما أنه لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير.

-سندات الخزانة: وتمثل أدوات الاستثمار متوسط وطويل الأجل، يتراوح تاريخ استحقاقها بين سبع سنوات و ثلاثين سنة، وتعد سندات الخزانة من الأدوات المالية القابلة للتداول*.

-سندات بدون كوبون: فقد يرغب الكثير من صغار المستثمرين في توجيه أموالهم الى شراء سندات حكومية لانخفاض مستوى المخاطر المرتبطة بها إلا أنهم قد لا يقدمون على ذلك لقلّة الموارد المالية المتاحة.

2- التصنيف طبقا لشكل السند:

ويمكن تصنيفها كالآتي:

أ-السند لحامله: حيث تتوفر إمكانية تداوله بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، وفي تواريخ استحقاق الفائدة يتقدم حامله للبنك المختص بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة، ويطلق على هذا النوع أيضا سندات الكوبون.

ب-السند الاسمي: وهو السند الذي يتم تسجيله باسم المستثمر، فيتم دفع فوائده بشيكات للشخص المسجل باسمه السند.

ج-السند لأمر: السند لأمر هو صك محرر وفق شكل معين حدده القانون يتعهد بمقتضاها شخص يسمى المحرر بدفع مبلغ من النقود في تاريخ معين وفي مكان محدد لإذن أو لأمر شخص يسمى المستفيد.

3- التصنيف طبقا لتاريخ الوفاء بقيمة السند:

¹ - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 37.

* الأدوات المالية القابلة للتداول حيث يقصد بها هنا أنه يمكن لحامل السند التصرف فيها بالبيع أو التنازل لطرف ثالث قبل حلول تاريخ الاستحقاق.

حيث يتم تصنيف السندات بتاريخ الوفاء بقيمتها:

أ-السندات الدائمة: وهي سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد والوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا السند هو بيعه لشخص آخر.

ب-السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد: وهي سندات لها تاريخ استحقاق، بحيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.¹

ج-السندات القابلة للاستدعاء: وهي سندات تعطي للجهة المصدرة الحق في سداد السندات قبل تاريخ استحقاقها.

د-السندات ذات العائد الصفري: حيث لا يمنح المستثمر فوائد دورية وإنما يحصل المستثمر على فوائد عند تاريخ استحقاقها أو عند بيع السند.

هـ-السندات ذات معدل الفائدة المتحرك: هذا النوع من السندات له فترة محددة، عادةً يحدد لهذا النوع من السندات سعر فائدة مبدئي يستمر به لمدة 6 أشهر، على أن يعاد النظر فيه دورياً كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الموجودة في السوق.

و-السندات القابلة للتحويل: يعني أن السندات المصدرة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.²

ي-السندات الرديئة) متواضعة الجودة

المطلب الثالث: المشتقات المالية

المشتقات هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، و تلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، العقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية، كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات، العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، و يعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه³، ومن خلال هذا المطلب سوف نتعرف على أهم المشتقات المالية.

¹ - G. DEFOSSÉ et P. Balley, **La bourse des valeurs, que sais-je**, Edition Bouchène, Alger, 16ème édition 1993, P 18

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 142.141 .

³ - سحنون محمد، محسن سمير، مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس بسطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 02.

الفرع الأول: عقود الخيارات

أولاً: تعريف عقود الخيار: تعرف عقود الخيار بأنها عقود تعطي لمالكها حقاً وليس التزاماً، بشراء أو بيع كمية معينة من أصل مالي بسعر محدد متفق عليه مقدماً، ويسمى سعر التنفيذ أو الممارسة، نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفع لبائع العقد على سبيل التعويض أو المكافأة ويبقى الحق صالحاً حتى تاريخ استحقاق العقد وسميت هذه العقود بعقود الخيار لأنها تعطي لمالكها الحق في تنفيذ الاتفاق أو عدم تنفيذه.

وعرفها البعض بأنها اتفاقات بين طرفين لتداول أصول حقيقية (سلع مختلفة) قد تكون مالية أو أدوات مالية أو أدوات ذات العوائد الثابتة أو عملات أجنبية أو بعض المؤشرات وتنفذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار أو التسلم.¹

وعقد الخيار يتضمن مجموعة من الأركان تتمثل في:

- 1- **مشتري الحق:** وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار، خيار البيع أو خيار الشراء، من محرر العقد، ويدفع مقابل ذلك مبلغاً يتفق عليه كمكافأة أو تعويض للطرف الثاني (المحرر)، ومشتري الحق هو الذي يملك الحق في التنفيذ أو عدم تنفيذ العقد.
- 2- **محرر الحق:** وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المشتري، مقابل المكافأة ويجب عليه التنفيذ إذا رغب المشتري في ذلك.
- 3- **سعر التنفيذ:** وهو السعر الذي يتم تحديده للأصل عند إبرام العقد، ويتم التنفيذ على أساسه.
- 4- **تاريخ الانتهاء أو التنفيذ:** هو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ العقد.
- 5- **المكافأة أو العلاوة:** هو المبلغ المتفق على دفعه من مشتري حق الخيار أي محرره كتعويض عن الحق المكتسب في التنفيذ أو عدم التنفيذ.²

ويمكن تقسيم الخيارات وفقاً لطبيعة وشروط العقد إلى ما يلي:

- 1- **خيار الشراء:** وهو الخيار الذي يتيح لحامله شراء موجود معين بسعر محدد في موعد محدد في المستقبل، ويسمى السعر الذي يتم الاتفاق عليه لتنفيذ العقد بسعر العقد أو سعر التنفيذ، أما المستقبل الذي يتم تحديد تاريخ انتهائه حسب الاتفاق فيسمى تاريخ الانتهاء.

1 - عبد القادر أحمد محمد الصباغ، مرجع سبق ذكره، ص 336.

2 - سرامة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، جامعة منتوري بقسنطينة، السنة الجامعية 2011/2012، ص 44.

وما ينبغي الإشارة إليه أن مشتري الخيارات يظل يراقب أسعار الموجودات لمنشأة معينة، فإذا ما ارتفعت الى المستوى الذي يلائمه وهو مستوى عادة يفوق السعر المتفق عليه، ينفذ العقد بالسعر المتفق عليه شريطة أن يتم التنفيذ قبل أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أمريكيا، أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أوريبيا.

2- خيار البيع: وهو الخيار الذي يتيح لحامله بيع موجود معين بسعر محدد في موعد محدد في المستقبل، ويكون لأحد طرفي العقد الحق في أن يبيع إلى الطرف الآخر موجودا معيناً بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة.

3- الخيار المزدوج: وهو عقد يعطي الحق لصاحبه في أن يكون مشتريا أو بائعا للأوراق المالية محل التعاقد، فإذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية له الحق في الشراء، وإذا انخفضت فله الحق في البيع.¹

ثانيا: خصائص عقود الخيارات

مهما كان نوع عقد الخيار، فهو يتمتع بمجموعة من الخصائص المشتركة، والمتمثلة في مايلي:

1- تتميز عقود الخيارات المتداولة في الأسواق المنظمة أنها عقود نمطية لا يمكن تغيير مواصفاتها من قبل طرفي العقد، وهذه النمطية تشمل حجم العقد، تاريخه وسعره وقيود التنفيذ، حدود المراكز، نظام الهامش، والتسوية اليومية، كما أن هذه النمطية تؤدي إلى تيسير التداول وتوفير السيولة للعقد مما أدى إلى السرعة في تنفيذ الأوامر وبتكلفة معاملات أقل.

2- عقد الخيار قابل للتداول، فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد، أي أن ثمن العقد ليس له علاقة مباشرة بثمن السلعة، وتتوقف قيمة عقد الخيار على قيمة الأصل الضمني، فتزداد قيمته بارتفاع قيمة الأصل وتنخفض قيمة الأصل وتنخفض بانخفاضها، هذا في حالة البيع فيحدث العكس.

3- يمكن لصاحب عقد الخيار الاستفادة من سمة الرفع المالي من خلال دفع مكافأة قليلة نسبيا مقارنة بالقيمة السوقية للموجود الضمني بدلا من شرائه نقدا واستغلال المبلغ المتبقي باستثماره في مجالات أخرى يتوقع أن يحصل من خلالها على إيرادات مرتفعة.

4- عقد الخيار غير ملزم لصاحبه، بل يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ونظير ممارسته لهذا الحق خلال مدة العقد فإنه يدفع مبلغ يسمى ثمن الخيار أو العلاوة أو المكافأة.

¹ - المانسيغ رابح أمين، المهندسة المالية و أئرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود وبنوك، جامعة الجزائر 03، السنة الجامعية 2010/2011، ص38.

5- يدفع ثمن الخيار للجهة التي حررت عقد الخيار والتزمت بتنفيذه عندما يرغب صاحب الحق في ممارسته لحقه، وبذلك يعتبر هذا الثمن مقابل للمخاطر التي يتحملها المحرر عندما يمارس المشتري حقه مهما كانت الظروف السائدة في السوق والتي يمكن أن تؤثر على سعر الأصل محل التعاقد.¹

الفرع الثاني: العقود المستقبلية

أولاً: تعريف العقود المستقبلية: هي عقود لشراء (بيع) السلع أو الأصول المالية يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل ويتيح لأحد أطراف العقد شراء أو بيع أصل معين إلى طرف لآخر بسعر محدد متفق عليه مسبقاً بالسعر المستقبلي على أن يتم التسليم أو تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق هو تاريخ استحقاق العقد.² والعقد المستقبلي هو التزام نمطي لبيع و إما لشراء أصل معين بسعر محدد و بتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل، و العنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر و الأصل و الكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن و تسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل و من هنا جاء تعبير المستقبلي لوصف العقد.

و يشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتري بغرض تسليم أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم الأصل المتفق عليه و دفع ثمنه في هذا التاريخ اللاحق.³ ويعتبر العقد ملزماً للطرفين وعادة ما يضمنه بيت التسوية أو المقاصة، إذ يساهم الوسطاء في إبرام العقود المستقبلية ويتم تداولها بطريقة المزاد المفتوح إذ يقوم الوكلاء عادة بتنظيم التسويات بين طرفي العقد آخذين بعين الاعتبار ما يحدث من تقلبات سعرية وتأثير ذلك على طرفي العقد، ويتم دفع ما نسبته 15% من قيمة العقد كهامش لدى الوسيط، ويتم تسويته بعد إجراء التسويات اليومية التي تحدث على الأسعار وهذه التغيرات في الأسعار تنعكس على رصيد كل منهما، وعقود المستقبلية هي عقود نمطية ومنظمة رسمياً وكذلك عمليات التعامل بها عمليات نمطية ومنظمة، ويقوم العقد المستقبلي على عدد من أركان لتنفيذه وهي:

1- السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

1 - سرامة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 53.

2- عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك و الأسواق المالية، السنة الجامعية 2014/2015، ص75.

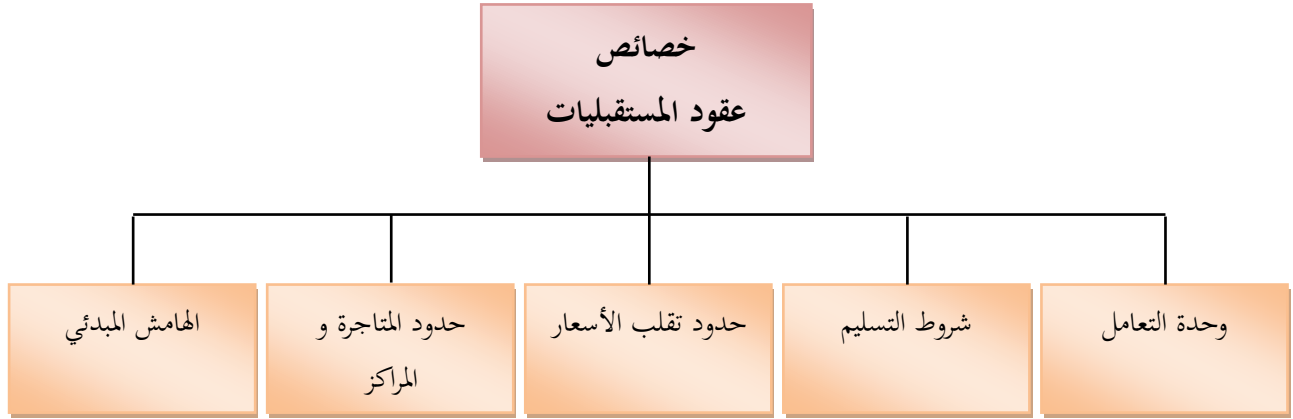
3- بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص46.

- 2- تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفا العقد لإتمام عملية التبادل.
- 3- محل التعاقد: يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد و الذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات... الخ.
- 4- مشتري العقد: هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.
- 5- بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.¹
- ثانيا: خصائص العقود المستقبلية: للعقود المستقبلية عدة خصائص سوف نذكر أهمها فيما يلي:
- يتم الشراء في العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد.
 - يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق الوسطاء أو بيوت المقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يوميا بين طرفي العقد.
 - لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري و البائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ إنشاء العقد هامشا معيناً يسمى Margin، تتراوح قيمته عادة بين 5-15% من القيمة الإجمالية للعقد.
 - إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلية على أي سلعة من خلال توافر الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة وهذا من خلال أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين والتنميط و أن يكون الطلب على السلعة نشط من أجل تحقيق سيولة كافية منها.²
- إن الشكل التالي يوضح أهم خصائص العقود المستقبلية

¹ - عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 76.

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 255.

الشكل 04: خصائص عقود المستقبلات



المصدر: أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس بسطيف، السنة الجامعية 2011/2012، ص 75.

من خلال الشكل يتضح أن أهم خصائص عقود المستقبلات هي:

- وحدة التعامل.
- شروط التسليم
- حدود تقلب الأسعار.
- حدود المتاجرة و المراكز.
- الهامش المبدئي.

الفرع الثالث: العقود الآجلة

العقود الآجلة أو الأمامية هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع بأن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ.

هي عقود على أصول مالية كالأسهم أو أصول مادية كالسلع، تسلم في تاريخ لاحق في المستقبل، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، فهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية.

و تجدر الإشارة إلى أن العقود الآجلة هي عقود شخصية، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين، بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية و التي قد لا تناسب غيرهما.

و قد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع أو لأذونات الخزينة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة، و عندها تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة. فيمكن للمستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلاً أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار فائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً، و أن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، و بذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة .

كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، و ذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية. فإذا قام (أ) ببيع بضاعة على الحساب إلى (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر مثلاً بالعملة الأجنبية، و توقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلاً فإن بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنياً على أن يتم التسليم بعد ستة أشهر، و بذلك فإن أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملته المحلية.¹

¹ - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 668.

خلاصة الفصل الأول

لقد قمنا في هذا الفصل بتحديد الإطار النظري للأسواق المالية من حيث طبيعتها وأدواتها، ولقد استخلصنا أن الأسواق المالية تتمتع بأهمية بالغة كإطار مؤسسي قائم يعمل على تسهيل انسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين وكفناة توجيهه و استخدام للموارد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير موارد التمويل للاستثمار.

تعتبر الأسواق المالية في الوقت الراهن المنفذ الرئيسي والمتحكم للسيولة المالية فهي مقياس ومعيار لكفاءة اقتصاد دولة ما فالأسواق المالية تهدف إلى خلق توازن مالي من اجل أي خلل يصيب النظام المالي للدولة. وهي تمثل السوق الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للأوراق المالية من خلال السماسرة أو الوسطاء الماليين الهادفين إلى تحقيق ربح معين من خلال هذه العملية، وبالتالي من خلال هاته العمليات يمكن تحديد سعر الورقة المالية.

و أدوات الأسواق المالية هي السبيل الوحيد للمستثمرين للدخول إلى الأسواق وفق شروط كل سوق مالي وهذا وفق السوق التي تنتمي إليها الدولة.

كما أنها هذا السوق وعبر أدواته يعمل على حسن استخدام المواد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير موارد للتمويل لتوظيف هذه الأموال وسد العجز، و ذلك باختلاف أنواع هذه الأسواق سواءا كانت ثانوية منظمة أو غير منظمة فان هدفها واحد هو توفير السيولة.

الفصل الثاني

كفاءة الأسواق المالية و علاقتها بالاستثمار

مقدمة

أصبحت السوق المالية بصفة عامة تمثل أداة فعالة للتمويل المباشر للاستثمارات ولمشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية العمومية والخاصة، وذلك من خلال الدور الاستراتيجي الذي تقوم به عبر تحريك وجذب الادخار الحر من لدن المدخرين المحليين والأجانب نحو طالبي الرساميل من الأشخاص المعنوية التي تدعو إلى الاكتتاب العام في سنداتها وأصولها المالية و تعد كفاءة السوق المالي أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، حيث يشكل ذلك حافزاً للمستثمرين في زيادة عملية الاستثمار في السوق، وكذلك يؤدي إلى دخول مستثمرين جدد، وبالتالي تحقيق أهداف السوق..

فبالأسواق المالية تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة في استخدامات إنتاجية، تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية و من ثم زيادة فرص العمالة و زيادة الدخل القومي، فلهذا فإن أي تطور يكون في هاته الأسواق المالية فإنه يصاحبه زيادة معتبرة في حجم الاستثمارات غير المباشرة الموجهة إليه.

كما لا يخلو الاستثمار في الأوراق المالية من عنصر المخاطرة الموجودة في جميع القرارات الاستثمارية خاصة المالية منها و هذا ما يستلزم القيام بدراسات و بحوث تقوم على جمع المعلومات البيانات الصادرة عن اتخاذ سياسات لإدارة المحفظة الاستثمارية و كيفية الحد من مخاطره وهذا بتنوعها .

ومن هذا المنطلق سوف نتطرق في هذا الفصل إلى كفاءة الأسواق المالية وعلاقته بالاستثمار من خلال معرفة تأثير كفاءة الأسواق في جذب الاستثمار.

وقد قسمت هذا الفصل إلى ثلاث مباحث ففي المبحث الأول تطرقت إلى مفهوم كفاءة الأسواق ومعرفة أهم أشكال الكفاءة، و في المبحث الثاني قمت بدراسة مفاهيم عامة حول الاستثمار، أما المبحث الثالث ركزت فيه على استراتيجيات الاستثمار في الأسواق المالية.

المبحث الأول: كفاءة الأسواق المالية

إن اختلاف درجة كفاءة البورصات واختلاف الأنظمة المالية هو نتاج أن بعضها يعتمد على القطاع المصرفي في تمويل اقتصاده، فيما يستند البعض الآخر على أسواق الأوراق المالية أو كلاهما و لكن بدرجات متفاوتة، وللكفاءة درجات في الأسواق المالية وهو ما سنركز عليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية ومقوماتها

إن مفهوم الكفاءة العام مفهوم واسع ولكنه لا يخرج عن كونه تحقيق النتائج أو إيجاز العمل بأقل ما يمكن من الجهد والوقت والتكاليف

الفرع الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

منذ أواخر الستينات وحتى الوقت الحاضر تمثل السوق الكفؤة نظرية للأسعار العادلة للأصول المالية، وتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار الأوراق المالية وعليه فإن السوق يكون كفؤاً اعتماداً على مقدار الثقة التي يصفها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة، وعندما يقوم السوق المالي بتخصيص المدخرات بأفضل استثمارات لا بد وأن يكون كفاءً، إذ أنها تعمل على تسهيل انتقال رؤوس الأموال من المدخرين أو أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز أو المستثمرين ، كما أنها تكون جو ملائم من أجل استثمار هذه الأموال المتعلقة بمدى كفاءة هذا الأسواق وتعمل على الاستخدام الكفء للموارد المتاحة على النحو الذي يحقق توفير موارد التمويل بهدف توظيف هذه الأموال وسد العجز، ومن خلال الأسواق المتعددة سواء كانت ثانوية منتظمة أو غير منتظمة فإن هدفها واحد هو توفير السيولة التي تحول من المدخرين إلى المستثمرين¹.

إن مضمون كفاءة السوق، يعني مدى انعكاس المعلومات في الأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية (الإفصاح المالي) أو في المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو في تحليلات أو تقارير أداء آثار الحالة الاقتصادية في إدارة المنشأة، ففرضية السوق الكفاء تنص على أن سعر السهم السوقية هو سعر صحيح ويقدم إشارة دقيقة و صحيحة على اتجاه كفاءة تخصص الموارد طالما أن سعر السهم يعكس المعلومات المتاحة كافة التي من شأنها أن تؤثر في القيمة السوقية، بعبارة أخرى إن المستثمر يستوعب كل المعلومات المتاحة لاتخاذ قرارات البيع

1- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع الأردن، الطبعة العربية

و الشراء، ومن ثم فإن أسعار الأسهم تعكس كل المعلومات المفترض أن تؤثر فيها، وبالتالي فإنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية أو العادلة أو الذاتية التي يتولد منها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر. وفي هذا الصدد يشير كل من فرنسيس و ساميلس رولكس إلى أن السوق الكفاء هو ذلك الذي يحقق تخصصا كفاء للموارد الإنتاجية وبما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. ويرى كل من فاما و لوري و بريلي إن السوق المالي الكفاء هو الذي يعكس أسعاره في أي وقت و بصورة كاملة في جميع المعلومات المتوفرة، طالما إن جميع المعلومات الجيدة متوفرة بشكل رخيص و سريع وواسع للمستثمرين، و إن هذه المعلومات تضم ما هو معروض و مناسب لتقديم الأوراق المالية بالإضافة إلى ذلك فقد أشار كل من أرجر و كوب و كين و كولب و ديمونك و روز بأن السوق المالي الكفاء ذلك الذي يتوفر فيه المعلومات المناسبة للتسعير، أي تقديم جميع الأوراق المالية، بحيث تكون هذه المعلومات متوفرة لجميع المقترضين - المدخرين و بأقل تكلفة.¹

ويعتبر فاما (FAMA) هو أول من وضع فرضية كفاءة السوق حيث تنص هذه الفرضية على أن سعر السهم يعكس كل المعلومات المتاحة عن الشركة حيث انه يعكس أي معلومة جديدة ترد إلى السوق في نفس الوقت وبدقة ويتحرك بقدر اتجاه وحجم هذه المعلومة، كما أن عائد السهم تبعا لهذه الفرضية يعكس خطورة الاستثمار به ويمكن أن نلخص فرضية كفاءة السوق بالنقاط التالية:

- تنص هذه الفرضية على أن جميع المستثمرين عقلانيون يسعون إلى تعظيم منافعهم كما أن لديهم توقعات متجانسة حول الخصائص المالية للأصول المسعرة.
- جميع المعلومات في السوق متاحة للجميع وبدون أي كلفة.
- حرية الدخول و الخروج من و إلى السوق المالي دون أي قيود ضريبية أو جمركية أو أية قيود للتداول، فالمستثمر يقوم بالاستثمار حين يكون الربح المتوقع للصفقة أكبر من تكاليفها.
- يعكس سعر السهم القيمة الحقيقية للشركة فهو عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة.
- أي معلومة تصل إلى السوق تنعكس في أسعار الأسهم بدقة وبنفس الوقت الذي تصل به.
- سعر السهم يعكس جميع المعلومات الماضية و الحالية و أي معلومات من داخل الشركة.

¹ - عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع بالأردن، الطبعة الأولى 2010، ص201.200.

- يتمتع السوق بعدد كبير من المتداولين بحيث لا يمكن لأحدهم أن يؤثر على الأسعار من خلال أوامر البيع و الشراء، وحدها المعلومات المتعلقة بأداء الشركة تؤثر على سعر سهمها.
- ترد المعلومات الجديدة بشكل عشوائي إلى السوق وبالتالي يتحرك سعر السهم بشكل عشوائي بحيث لا يمكن لأي مستثمر التنبؤ به و تحقيق عائد غير عادي.
- يعتبر عائد السهم تعويضاً عن خطورته الاستثمارية.¹

الفرع الثاني: مقومات السوق المالية الكفؤة

هناك أربع مقومات أساسية للسوق الكفء وهي:

- دقة وسرعة وصول المعلومات.
- كفاءة التشغيل والتسعير.
- السيولة.
- عدالة السوق.

1- دقة وسرعة وصول المعلومات:

إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية.²

2- كفاءة التشغيل والتسعير أو ما تسمى بمتطلبات كفاءة السوق:

- أ- **كفاءة التشغيل:** وتسمى كفاءة الداخلية أي قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب و العرض دون تحمل تكاليف عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار و المتخصصين أي لصناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه، يعني هذا أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.
- ب- **كفاءة التسعير:** وتسمى بالكفاءة الخارجية عن وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير و هذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة - و أن

¹ - ديماء وليد حنا الرضي، الأسواق المالية "تركيباتها. كفاءتها. سيولتها. والشجيرة العربية، اليرموك بالأردن، 2015، ص 84-85.

² - بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك و مالية، جامعة أبو بكر بلقايد بتلمسان، السنة الجامعية 2012-2013، ص 70.

الأرباح غير العادلة ترجع إلى إمكانية البعض في الحصول على المعلومات قبل غيره-وفي ظل السوق كفاء فلن تحدث مثل تلك الأرباح.¹

3- السيولة:

يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية. إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.

4-عدالة السوق:

تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.²

المطلب الثاني: أنواع ومستويات كفاءة الأسواق المالية

الفرع الأول: أنواع كفاءة الأسواق المالية

1-الكفاءة الكاملة: يقصد بهذه الكفاءة عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى التغيير الفوري في السعر، ومن ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة تتاح لغيره، وتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر شروط هي:

- توافر المعلومات للكافة و بدون تكلفة بحيث تكون توقعات المستثمرين واحدة.
- لا يوجد أي قيود على التعامل مثل الضرائب وتكاليف التعاملات الأخرى.
- وجود عدد كبير من المستثمرين وبذلك لا تؤثر تصرفات البعض منها تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم، أي أن الأسعار المعلنة هي قضية مسلم بها.

¹ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية بالإسكندرية، 2006-2007، ص192.

² - بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص71.

- يتصف المستثمرون بالرشد أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة.¹

2- الكفاءة الاقتصادية: ويقصد بالكفاءة الاقتصادية مدى تأثر السوق باختلاف رغبات وكفاءة و أهداف المستثمرين و يستند مفهوم الكفاءة الاقتصادية على فرضية أساسية هي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة و هذا يجفزه نحو الدخول في تنافس للحصول على البيانات و المعلومات و استخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل و الاستنباط لتحقيق هذا الهدف.²

الفرع الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية

1- المستوى الضعيف:

وهو المستوى الذي يعكس فيه الأسعار المتداولة في السوق المالي الأسعار التاريخية فيه، وهنا يمكن الاستفادة من سلسلة الدورات التاريخية أو الأداء في الماضي ولذلك تكون الفرصة أمام المحللين و أصحاب الخبرة تحقيق أرباح استثنائية وغير عادية، ويكون ذلك بطريقتين: إما أن يحصل على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات، أو أن يكون بإمكانهم تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم، ويتيح المجال في هذا المستوى من الكفاءة لعمل المحللين الماليين ذوي الخبرات و التأهيل، فيكونون أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة والتي إن وفروها لبعض المتعاملين في السوق سيمكنهم من تحقيق أرباح استثنائية لا يحققها غيرهم، وتعتبر الأسواق العربية و الدول النامية تمثيلا جيدا للمستوى الضعيف من الكفاءة.³

2- المستوى المتوسط (شبه القوي):

طبقا لهذا المستوى لا تقتصر المعلومات التي يعكسها السعر الحالي للسلع على المعلومات التاريخية فقط بل تمتد لتشمل المعلومات الحالية ذات التأثير على سعر السلع، مثل التقارير المالية الخاصة بالشركة، المؤشرات الاقتصادية العامة للدولة، التطورات الخاصة بالصناعات المختلفة، وغيرها من المعلومات المتاحة لجمهور المتعاملين في الأسواق المالية، وبما أن هذه المعلومات يمكن استخدامها من قبل كافة المتعاملين في الأسواق المالية فإن الاعتماد عليها عند الاستثمار في الأسهم يجب أن لا يؤدي إلى تحقيق ربح استثنائي، و إذا كان أنصار فكرة التحليل الأساسي يعتقدون بإمكانية استخدام هذا التحليل في الحصول على أرباح استثنائية، فإن فرض الكفاءة المتوسطة يتعارض

¹ - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 190.

² - مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بيسكرة، السنة الجامعية 2014/2015، ص 81.

³ - عبيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 16.

تماما مع هذا الاعتقاد نظرا لأن المعلومات الخاصة بالتحليل الأساسي و التي تشمل تحليل الاقتصاد، تحليل الصناعة و تحليل الشركة يستطيع كافة المتعاملين في الأسواق أن يحصلوا عليها من مصادرها المختلفة بسهولة ويسر.¹

3- المستوى القوي:

حيث في هذا المستوى تكون القيمة السوقية للأسهم تحدد من خلال كافة المعلومات العامة و الخاصة التي يجب على المستثمر الحصول عليها بسرعة و بدون تكلفة و كذلك بقية المستثمرين في وقت واحد، فإذا وجد هذا الشكل سيجد حتى الداخلون أنه من المستحيل كسب عائدات غير عادية بصورة منسقة في سوق الأسهم، وهذا يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات المنشورة فحسب وإنما تعكس أيضا تلك المعلومات التي لم تنشر، اختبر هذا الشكل بالعديد من الطرق أهمها صناديق الاستثمار المتاجرة الداخلية.²

المطلب الثالث: مؤشرات الأسواق المالية و استخدامها

الفرع الأول: تعريف مؤشرات الأسواق المالية

تعددت تعاريف حول المؤشر فنجد منها من يعتمد في تعريفه على الهدف من المؤشر "مؤشرات البورصة هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة تعددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات و الأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلاتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى".³

ومنها من يركز على التغيرات الرقمية " مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق و اتجاهها.⁴

¹ - قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بيسكرة، السنة الجامعية 2015/2016، ص 60، 59.

² - مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 89.

³ - حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)، مآكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية و البورصات، جامعة محمد خيضر بيسكرة، السنة الجامعية 2014/2015، ص 24، 23.

⁴ - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 144.

الفرع الثاني: استخدامات المؤشر في الأسواق المالية

نظرا لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلاف اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظرا للدور الذي يؤديه ومن بين تلك الاستخدامات نذكر:

1-تقدير مخاطر المحفظة: ويستخدم المؤشر لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي عبر صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع، وبالتالي التعرف على الأداء الاقتصادي ممكنا نسبيا من خلال تغيرات مؤشرات السوق.

2-التنبؤ بالحالة الاقتصادية:يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إن أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية و بعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات هو ما يشار عليه عادة بالتحليل الأساسي الذي يمكن من التنبؤ مقدما بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم.

- الحكم على أداء المديرين وفقا لفكرة التنوع العشوائي يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية و الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما أن يحقق عائد جيدا الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحساب التباين بين مخاطر المحفظة و مخاطر السوق التي تنشط فيه.
- يمكن للمستثمر مقارنة أداء مؤشر أسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة.
- الحكم على أداء حافظات الأوراق المالية و ذلك بمقارنة التغير في مردودية الحافظة مع التغير في مؤشر السوق.
- التنبؤ المستقبلي بوضع السوق، وذلك من خلال تحديد الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية و السياسية و الأمنية و غيرها مع المتغيرات المتحركة في مؤشر السوق.¹

¹ - مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 98،99.

الفرع الثالث: أهم المؤشرات العالمية

من أهم المؤشرات العالمية هي:

1- مؤشر داو جونز DOW JONES :

أولاً: تعريفه: يعد من أهم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 03 جويلية من عام 1884 وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو CHARLES DOW الذي أصبح فيما بعد محرراً لتلك الصحيفة.

ويتكون هذا المؤشر من أربعة مؤشرات فرعية، كل واحد منها يهتم بقطاع معين باستثناء واحد هو مؤشر مركب يشمل السوق ككل ، وهي كالتالي:

أ- تعريف مؤشر داو جونز DOW JONES الصناعي : قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها الى 12 سهم في 26 ماي من عام 1898 ثم الى 20 سهم في عام 1916، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل الى 30 سهم.

ب- تعريف مؤشر داو جونز DOW JONES لوسائل النقل : يتكون هذا المؤشر من 20 شركة مختصة في مجال النقل بأنواعه.

ت- تعريف مؤشر داو جونز DOW JONES للمرافق : يتألف هذا المؤشر من خمسة عشر شركة مختصة في هذا المجال.

ث- تعريف مؤشر داو جونز DOW JONES المركب : يتكون هذا المؤشر من خمسة وستين شركة هي مجموع الشركات التي تضمنتها المؤشرات الفرعية السابقة.

ثانياً: كيفية حساب مؤشر داو جونز DOW JONES :

في بداية الأمر كان يحسب هذا المؤشر على أساس قسمة قيمة مجموع أسعار الأسهم الممثلة للمؤشر على عددها، غير إن إتباع هذه القاعدة أصبح غير مقبول خاصة عندما يحدث ما يسمى باشتقاق الأسهم لإحدى الشركات الممثلة في المؤشر، وعليه يمكن تحديد قيمة مؤشر DOW JONES في يوم ما وفق المعادلة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر في يوم ما} = \text{ق} / \text{و}$$

حيث: ق: قيمة مجموع أسعار الأسهم، و: المقسوم عليه DIVISER

ويحدد بالعلاقة التالية:

$$\text{قم}1/\text{ع} = \text{قم}2/\text{و}$$

حيث:

قم 1: قيمة مجموع أسعار الأسهم قبل الاشتقاق

قم 2: قيمة مجموعة أسعار الأسهم بعد الاشتقاق

ع: عدد الأسهم قبل الاشتقاق.

2- مؤشر ستاندرد اندبور 500:

تتضمن العينة التي يقوم عليها هذا المؤشر من 500 سهم تمثل 400 مؤسسة صناعية، 40 مؤسسة ذات منفعة عامة و 20 مؤسسة نقل و 40 مؤسسة مالية.

3- مؤشر نيكاي NIKKIE الياباني:

يعد من المؤشرات الرئيسية بسوق طوكيو ويحتوي على أوراق مالية لمائتين وخمسة وعشرون شركة تمثل 70 % من الشركات الكبرى في سوق طوكيو و يستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغير الحاصل في حجم الأوراق المالية ومقياس للأداء في العائد و مساعدة المستثمرين على تكوين محافظ أوراقهم المالية و يستخدم كذلك للمتاجرة في أسواق المستقبلية والخيارات.

4- مؤشر Dax 30 لسوق الأوراق المالية بألمانيا:

هو مؤشر لأسهم الشركات المساهمة ذات التوزيعات الكبيرة و الإدارة، و يحتوي على الأوراق المالية لثلاثين شركة قوية في سوق الأوراق المالية بألمانيا، و يستخدم المؤشر كأساس للمتاجرة في سوق المشتقات المالية.¹

¹- نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 30-31.

المبحث الثاني: الجانب النظري للاستثمار

يحتل الاستثمار أهمية كبيرة في جميع أنواع الاقتصاديات بغض النظر عن طبيعة الأنظمة الاقتصادية السائدة سواء النامية أو المتقدمة، وتكمن أهمية الاستثمار في كونه يحقق التنمية والاستقرار الاقتصاديين وكذا تنمية الثروات المتاحة من أجل إشباع الحاجيات المختلفة.

المطلب الأول: تعريف الاستثمار ومبادئه

الفرع الأول: تعريف الاستثمار

يرى البعض أن الاستثمار يعني: "التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من خلال إشباع استهلاكي حالي والحصول على منفعة مستقبلية من استهلاك مستقبلي أكبر" والبعض الآخر يعرف الاستثمار بأنه "التخلي عن استخدام أموال حالية ولفترة زمنية معينة من أجل الحصول على مزيد من التدفقات النقدية في المستقبل تكون بمثابة تعويض عن الفرصة الضائعة للأموال المستثمرة، وكذلك تعويض عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للأموال المستثمرة بسبب التضخم مع إمكانية الحصول على عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة"¹، كما يعرف الاستثمار بأنه "كل تضحية بالموارد حاليا بهدف الحصول منها في المستقبل على مداخيل خلال فترة زمنية ممتدة يكون مبلغها الإجمالي أكبر من الإنفاق الأولي أي هو " تضحية بقيمة مالية مؤكدة في سبيل الحصول على قيم أكبر غير مؤكدة في المستقبل "و يشير هذا التعريف الأخير إلى ثلاثة عناصر أساسية تصاحب عملية الاستثمار وهي:

- التضحية بقيمة مالية أو مبالغ في الوقت الحالي.

-توقع الحصول على قيم أكبر مستقبلا مما يعني انتظار عائد من الاستثمار.

-أن هذا العائد منتظر الحصول عليه ليس مؤكدا أي تصاحبه درجة ما من عدم التأكد.

و يعتبر عنصر عدم التأكد أساس التفرقة بين الاستثمار و الادخار، إذ أن هذا الأخير عائدته مؤكدة.²

وعلى هذا الأساس يمكن القول أن مفهوم الاستثمار يعني توظيف الأموال أو تخصيصها في المجالات أو الفرص الاستثمارية المتاحة والتي يعتقد المستثمر بأنها فرص مناسبة و مقبولة وتحقق له العائد الذي يرغب بأقل مستوى من المخاطرة، ولذلك فإن أي استثمار تصاحبه مخاطرة و لكن هذه المخاطرة بمستويات متباينة وتبعاً لهذا التباين يكون

¹ - موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل و الاستثمار في صناعة السياحة، مؤسسة الوراق بعمان، سنة 2009، ص 115.

² - عبد الكريم بعداش، الاستثمار الأجنبي المباشر و آثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2007/2008، ص 30.

الفصل الثاني: كفاءة الأسواق المالية و علاقتها بالاستثمار

العائد متباينا أيضا أي أن العلاقة بين العائد و المخاطرة علاقة تبادلية إذ يزداد العائد كلما ازدادت المخاطرة و يقل بانخفاضها.

والاستثمار يحتاج إلى بيئة استثمارية تتوفر فيها مقومات نجاح المستثمر في حسن الاختيار للفرص الاستثمارية المتاحة و من أبرز هذه المقومات:

-استقرار سياسي و اقتصادي و أممي.

-تشريعات مالية و قانونية مشجعة تسهل عملية الاستثمار.

-سياسات ضريبية مشجعة تتضمن إعفاءات ضريبية لمدة معينة يتم إخضاع الدخول المتأتية من الاستثمار بعدها إلى الضريبة.

-توفر فرص استثمارية مناسبة في ظل اقتصاد يتسم بالرخاء و النمو الاقتصادي.

-وجود ادخارات و وعي ادخاري و استثماري باعتبار الادخار مصدر التمويل للاستثمار.

-وجود أسواق مالية يسهل تداول (الأوراق المالية) الأسهم و السندات فيها.

وقد أولت الدول المتقدمة اهتمام كبير للاستثمار من خلال قيامها بإصدار القوانين و التشريعات المشجعة

للاستثمار و اللازمة لانتقال رؤوس الأموال ، أما الدول النامية فلم يولى هذا الموضوع الاهتمام الكافي بسبب ندرة رأس المال في هاته الدول، و تعود هذه الندرة في رأس المال للأسباب التالية:

-انخفاض معدلات نمو الدخل القومي.

-ارتفاع معدلات الاستهلاك.

-ارتفاع معدلات النمو السكاني.

- عدم توفر البيئة و المناخ الملائم للاستثمار.

-ضعف الوعي الادخاري و الاستثماري.

-الاستخدام غير العقلاني لرأس المال المتاح.¹

الفرع الثاني: مبادئ الاستثمار:

حتى يتوصل المستثمر إلى الاختيار بين البدائل الاستثمارية المتاحة لا بد من مراعاة مجموعة من المبادئ العامة هي:

¹ - موفق عدنان عبد الجبار الحميري، مرجع سبق ذكره، ص 116.117.

1- مبدأ الاختيار: نظرا لتعدد المشاريع الاستثمارية و اختلاف درجة مخاطرها، فإن المستثمر الرشيد دائما يبحث عن الفرص الاستثمارية بناء على ما لديه من مدخرات، بحيث يقوم باختيار هذه الفرص أو البدائل المتاحة مراعيًا في ذلك ما يلي :

- يحصر البدائل المتاحة و يحددها.
- يحلل البدائل المتاحة أي يقوم بالتحليل الاستثماري.
- يوازي بين البدائل في ضوء نتائج التحليل.
- يختار البديل الملائم حسب المعايير و العوامل التي تعبر عن رغباته، كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي لديه خبرة ناقصة، أن يستعين بالوسطاء الماليين.

2- مبدأ المقارنة:

و هنا يقوم المستثمر بالمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة للاختيار المناسب، و تتم هذه المقارنة بالاستعانة بالتحليل الأساسي أو الجوهرية لكل بديل متاح، و مقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل و المناسب للمستثمر حسب وجهة المستثمر و كذا مبدأ الملائمة.

3- مبدأ الملائمة:

بعد الاختيار بين المجالات الاستثمارية و أدواتها، و ما يلائم رغبات و ميول المستثمر و كذا دخله و حالاته الاجتماعية، يطبق هذا المبدأ بناء على هذه الرغبات و الميول، حيث لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقراره، و التي يكشفها التحليل الجوهرية و الأساسي و هي:

- معدل العائد على الاستثمار
- درجة المخاطر التي يتصف بها الاستثمار
- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر و أدوات الاستثمار.

4- مبدأ التنويع :

و هنا يلجأ المستثمرون إلى تنويع استثماراتهم، و هذا للحد و التقليل من درجة المخاطر الاستثمارية التي يتعرضون لها ، غير أن هذا المبدأ ليس مطلقا، نظرا للعقبات و القيود التي يتعرض لها المستثمرون، مما يصعب عليهم انتهاج و تطبيق هذا المبدأ على أرض الواقع.¹

¹ - منصورى الزين، آليات تشجيع و ترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، ص10.

المطلب الثاني: عمليات اتخاذ القرار الاستثماري

أن عملية اتخاذ قرار الاستثمار تعد أمراً حاسماً و هاماً في حياة المنشأة تتطلب التخطيط لها و ذلك بإعداد خطة طويلة الأجل تراعي ترتيب مصادر التمويل المختلفة و تضمن توافرها دائماً وقت الحاجة إليها مع تطور عمر المشروع الاستثماري، على أن يؤدي ذلك في النهاية إلى تعظيم حقوق الملاك و المساهمين .
و عملية التخطيط السليمة تتطلب إعداد دراسات الجدوى لغرض اتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت المناسب.

إن تقدير التنبؤات المالية لأداء الاستثمار الجديد من أهم و أعقد الخطوات في دراسة المشروعات الجديدة و يشمل ذلك تقدير التكاليف الاستثمارية لتنفيذ المشروع و التدفقات المتوقعة من تشغيله و تسويق منتجاته أو خدماته.

1- مراحل اتخاذ قرار الاستثمار

هناك أربعة مراحل أساسية لاتخاذ قرار الاستثمار و هي :

أ- تحديد نوعية الاستثمار : حيث يتطلب الشروع في اتخاذ قرار استثمار طويل الأجل أن تقوم الشركة بتجميع البيانات الخاصة بالاستثمارات المتاحة و تحليلها ووضع البدائل المختلفة لاختيار أفضلها ، ثم اختيار بدائل التنفيذ و التمويل الاقتصادية و المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل محتملة التنفيذ بصفة عامة أما : استثمارات جديدة ، و أما استثمارات توسعية ، و أما استثمارات تتعلق بالإحلال و التجديد .

ب- تحديد البدائل الممكنة : قد تتعدد البدائل المتاحة للمستثمر و في هذه الحالة يجب تحديد مزايا و عيوب كل بديل (عائد و تكلفة) تمهيدا للاختيار . و في حالات أخرى تنحصر الاختيارات في بديل واحد و هنا يتم تحديد التكلفة و العائد له لاتخاذ قرار القبول أو الرفض.

ج- تحديد مزايا و عيوب كل بديل : يتم ذلك بإتباع طرق تقييم موضوعية تعطي عند تطبيقها على كل بديل نتائج رقمية تعبر عن النتيجة النهائية للمقابلة بين التكلفة و العائد المرتبطة بالبديل المطروح .

د- اتخاذ القرار الاستثماري : يتم ذلك من خلال نتائج المرحلة السابقة و ذلك بإقرار البديل الذي ينتج عنه أفضل نتائج رقمية .

يظهر مما سبق أن عملية الإنفاق الاستثماري تتطلب تحديد حجم و نوعية الاستثمار المزمع تنفيذه و من ثم تقييم مدى جدواه المالية و الاقتصادية و يلزم ذلك اتخاذ الخطوات التالية بمجرد تحديد المشروع و قبل الموافقة على تنفيذه :

- تحديد حجم التكاليف الاستثمارية اللازمة لتنفيذ المشروع المقترح.
- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للمشروع و تحديد القيمة المتبقية له بحلول نهاية عمره الاقتصادي.
- تقدير و حساب حجم المخاطر المرتبطة بتحقيق التدفقات النقدية المتوقعة دون حدوث انحرافات تؤثر على جدواه المالية و الاقتصادية.
- بناء على تقديرات المخاطر المرتبطة بالتنفيذ، تتولى الإدارة حساب تكلفة التمويل للمشروع و التي تمثل أساس حسابات القيمة الحالية.
- استخدام إحدى وسائل تقييم المشروعات تمهيدا لاتخاذ القرار إما بالقبول أو الرفض.

2- أدوات اتخاذ القرار و طرق تقييم مقترحات الاستثمار

من الضروري أن تكون هناك وسيلة للمفاضلة بين البدائل المختلفة للاستثمارات و ذلك من أجل ترتيبها طبقاً لأفضليتها للمنشأ.

و متخذ القرار الاستثماري يجد نفسه أمام البدائل المتاحة للاستثمار مضطر إلى قبول كل البدائل التي ترفع من قيمة الملاك / المساهمين و أن ترفض المشروعات التي تؤدي إلى خفض هذه القيمة، وهي قاعدة عامة و شاملة لكل البدائل المتاحة .

و لتفعيل هذه القاعدة يكون لزاماً تحديد قيمة لكل مشروع على حده مستندا إلى مجموعتين أساسيتين من أساليب التحليل :

- المجموعة الأولى تعتمد على الربح المحاسبي و تشمل عدد من المؤشرات الربحية مثل العائد على رأس المال المستثمر (و يساوي إلى الربح قبل الفوائد و الضرائب / متوسط القيمة الدفترية لإجمالي المال المستثمر في المشروع) و العائد على حقوق الملكية (و يساوي إلى صافي الربح / متوسط القيمة الدفترية لحقوق الملكية).
- المجموعة الثانية تعتمد على التدفقات النقدية و تتضمن العديد من الطرق و الأساليب أكثرها شهرة و استخداماً فترة الاسترداد] و تساوي السنة قبل تمام السداد + (القيمة غير المستردة / التدفق النقدي خلال السنة)] و أسلوب صافي القيمة الحالية (و تساوي إلى إجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية - إجمالي التكلفة الاستثمارية) و العائد الداخلي على الاستثمار (و هو سعر الخصم الذي يساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروع بالقيمة الحالية لرأس المال المستثمر فيه).¹

1- منصور الزين، مرجع سبق ذكره، ص 58.57.

المطلب الثالث: مجالات الاستثمار

يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي سيوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد. وبهذا المفهوم فإن معنى مجالات الاستثمار أكثر شمولاً من معنى أداة الاستثمار. فإذا كنا نتحدث مثلاً عن استثمارات حقيقية أو استثمارات مالية، فإننا نتجه نحو مجال الاستثمار، أما إذا وجدنا مستثمراً يوظف أمواله في سوق العقار بينما يوظف مستثمر آخر أمواله في سوق العملات الأجنبية فإن تفكيرنا يتجه في هذه الحالة نحو أداة الاستثمار.

وبشكل عام تختلف مجالات الاستثمار، ويمكننا تبويب مجالات الاستثمار من زوايا مختلفة، حيث توجد في هذا الصدد عدة توبيبات ولكن نحاول التطرق لأهم هذه التوبيبات المتعارف عليها وهي: التوبيب الجغرافي النوعي، حسب الهدف من الاستثمار، حسب مدة الاستثمار، والتوبيب حسب طبيعة الاستثمار.

الفرع الأول: التوبيب الجغرافي لمجالات الاستثمار

تنحصر مجالات الاستثمار من الوجهة الجغرافية لاستثمارات محلية وأجنبية.

1 - استثمارات محلية: ونعني بها توظيف الأموال في مختلف المجالات المتاحة للاستثمار في السوق المحلي بغض النظر عن الأداة الاستثمارية التي تم اختيارها للاستثمار، وقياساً على ذلك فإن الأموال التي قامت المؤسسات بتوظيفها داخل الوطن تعتبر من قبيل الاستثمارات المحلية ومهما كانت أداة الاستثمار المستخدمة مثل مشاريع، عملات أجنبية، أوراق مالية. . . الخ.

2 - استثمارات أجنبية "خارجية": وتشمل كل الاستثمارات التي تقوم على رؤوس الأموال المهاجرة من جلاء المستثمر إلى البلاد المضيفة للاستثمار.

ويمكن تعريفها بشكل آخر: الاستثمارات الخارجية هي جميع الفرص المتاحة للاستثمارات في الأسواق الأجنبية من قبل الأفراد أو المؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر، إذ تكون مباشرة في شكل شركات أو فروع مؤسسات تنشأ في البلد المضيف للاستثمار أو قيام المستثمرين المحليين بشراء عقارات أو حصص في شركات أجنبية ويكون الاستثمار غير مباشر للبلد المصدر لرأس المال عن طريق مؤسسات مالية دولية أو عن طريق صناديق الاستثمار، حيث تستثمر الأموال في مشروعات استثمارية في شتى دول العالم.

نجد أن للاستثمارات الخارجية مجموعة من المزايا، كما أن لها عيون أيضاً، ومن أهم مزاياها أن:

- توفر الاستثمارات الأجنبية على مرونة كبيرة في اختيار أدوات استثمارية ذات عائد مرتفع.

- تنوع الأدوات الاستثمارية تمنح المستثمر توزيع مخاطر الاستثمارات.

- تتميز مجالات الاستثمارات بوجود أسواق منتظمة ومتخصصة لتبادل جميع أدوات الاستثمار، أسواق الأوراق المالية، أسواق السلع، الذهب وأسواق العقار.
- تتوفر في هذه الأسواق قنوات اتصال نشطة إضافة إلى خبرات متخصصة من المحللين الماليين.
- توفر العديد من الامتيازات تمنحها الدول المضيفة للاستثمارات الأجنبية منها مثلاً : الإعفاءات والحوافز الجبائية.

لكن ومع المزايا المتعددة المشار إليها أعلاه، فإن لهذا الصنف من الاستثمارات بعض الاعتبارات التي لا بدّ من مراعاتها من قبل المستثمرين، لعل من أهمها : ارتفاع درجة المخاطرة المرتبطة باحتمالات تغير الظروف السياسية والأمنية خاصة في الدول النامية إلى تغيرات معدلات التضخم إضافة إلى مخاطر أسعار الصرف. . . الخ.

الفرع الثاني : التوبيع النوعي لمجالات الاستثمار

توبيع الاستثمارات من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى :

1 - استثمارات حقيقية أو اقتصادية :

يعتبر الاستثمار حقيقياً إذا تم توظيف الأموال في حيازة أصول حقيقية، ويعرف الأصل الحقيقي بأنه كل أصل له قيمة اقتصادية، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل خدمة تزيد من ثروة المستثمر ومن ثروة المجتمع، وذلك بما تخلفه من قيمة مضافة. والاستثمارات الحقيقية تشمل جميع أنواع الاستثمارات ما عدا الاستثمار في الأوراق المالية ومن أمثلة ذلك، المشاريع الاقتصادية، العقارات، الذهب، السلع والخدمات. . . الخ، حيث أن الاستثمار في هذا المجال يؤدي إلى زيادة الدخل القومي مباشرة ويسهم في تكوين رأس المال في الدولة، لذلك يطلق على الاستثمارات الحقيقية مصطلح استثمارات الأعمال أو المشروعات. ونجد أن عامل الأمان متوفر بدرجة كبيرة وهو ميزة نسبية للاستثمار الحقيقي، إلا أن المستثمر في هذا المجال يمكن أن يواجه مشاكل أخرى أهمها :

- أن الأصول التي تتم فيها عملية الاستثمار ضعيفة السيولة
- وجود نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبياً : "تكاليف الصفقات المالية، النقل، التخزين. . . الخ.
- اختلاف درجة المخاطرة في الاستثمار الحقيقي من أصل لآخر مع الإشارة هنا إلى أن الأصول غير متجانسة مما يزيد في صعوبة التقييم.

2 - الاستثمارات المالية :

وهي تشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية ويتمثل في حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي، يتخذ شكل حصة في رأس مال شركة "سهم أو سند" ويتمثل هذا الأصل المالي حقا ماليًا يكون لصاحبه الحق في المطالبة بالأرباح أو الفوائد بشكل قانوني. هذا الحق يتمثل في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية.

أما عملية تداول الأوراق المالية في السوق الثانوي عمومًا لا تنشأ عنها أية منفعة اقتصادية إضافية للنتائج القومي، رغم التغيير الحادث في أسعار هذه الأوراق، إلا إذا كان إصدار هذه الأسهم يهدف لتمويل عملية توسع لصالح مؤسسة معينة أو خلق مشروع جديد محتمل. فهنا تمثل مساهمة في خلق قيمة إضافية، وكما هو الحال في الأصول الحقيقية يوجد للأصول المالية مزايا وعيوب، لعل أهمها المخاطرة التي تصاحب الاستثمار فيها. لكن المزايا هنا تفوق العيوب إلى حد كبير، وهذا ما جعل الأسواق المالية أكثر مجالات الاستثمار استقطابًا لأموال المستثمرين أفرادًا ومؤسسات. وستتولى عرض هذه المزايا بالتفصيل في مكان لاحق.¹

الفرع الثالث : التويب حسب الهدف من الاستثمار

حيث يمكن تصنيف الاستثمارات من هذه الزاوية إلى استثمارات توسعية، إستراتيجية واستثمارات في مجال البحث والتطوير.

1 - استثمارات توسعية :

حيث يكون الغرض من هذا النوع من الاستثمارات هو توسيع الطاقة الإنتاجية والبيعية للمؤسسة، بإدخال أو إضافة منتجات جديدة وزيادة الإنتاج من أجل توسيع المكانة أو الحصة السوقية وزيادة القدرة على المنافسة عن طريق خفض التكلفة الوحديّة للمنتجات.

2 - استثمارات إستراتيجية :

يهدف هذا الصنف من الاستثمارات إلى المحافظة على بناء واستمرار المؤسسة أو المشروع، أما المبالغ المستثمرة في هذا المجال فقد تكون نسبة معينة من حجم إيرادات المؤسسة خلال عدد من السنوات لتوجيهها إلى استثمار استراتيجي معين.

¹ - عبد المعطي رضا أرضيد و حسين علي خربوش : الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار الزهران للنشر، الأردن، 1999، ص34.

3 - الاستثمار في مجال البحث والتطوير :

إن هذا النوع من الاستثمارات يكتسب أهمية خاصة في المؤسسات كبيرة الحجم حيث تكون عرضة للمنافسة ونجد أن هذا الاستثمار يهدف أساسًا إلى إنقاص التكاليف وتحسين النوعية عبر الزمن وهذا عن طريق تكثيف الآلية وتطوير الجهاز الإنتاجي وبالتالي القدرة على مواجهة المؤسسات المنافسة في مختلف الأسواق. يمكن الإشارة إلى أنه قد نجد أن استثمارا معينًا يجمع بين عدة أنواع في نفس الوقت، كاستثمارات التوسعية مثلا: فقد تؤدي أيضًا إلى تحقيق أغراض إستراتيجية إلى جانب خدمة مجال البحث والتطوير.

المطلب الرابع : التويب حسب مدة الاستثمار

حيث تصنف الاستثمارات في هذا المجال إلى :

1 - استثمارات قصيرة الأجل :

وهي استثمارات التي يتم إنجازها وجني عوائدها في مدة تمتاز بالقصر نسبيًا، حيث تتراوح المدة بين سنة إلى سنتين، ونجد أن لهذا الصنف من الاستثمارات عدة أشكال، إلا أن الأكثر انتشارًا في الاستثمارات المالية، حيث نجد في هذا الصدد، الودائع الزمنية لمدة أقل من سنتين، التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل.

2 - استثمارات متوسطة الأجل :

حيث يتم إنجاز هذا الصنف من الاستثمارات في فترة لا تقل عن سنتين (02) ولا تزيد عن سبع (07) سنوات ولهذا الاستثمارات عدة أشكال حيث نجد أن هذه الفئة هي الأكثر انتشارًا، مثل : مؤسسات النقل، الاستثمار في السلع والخدمات. . . الخ.

3 - استثمارات طويلة الأجل :

نجد أن هذا الصنف من الاستثمارات يتم إنجازها في مدة عمومًا تفوق سبع (07) سنوات وتشمل الأصول والمشروعات الاقتصادية التي تنشأ لأجل تشغيلها والاستفادة منها لمدة طويلة نسبيًا كالمشاريع العقارية التي لا تؤسس لغرض البيع : عقارات للكراء، الفنادق، المباني التابعة للمؤسسة نفسها مثلا : مبنى الإدارة، مبنى المخزن. . . الخ.¹

1- عقيل جاسم : مدخل في تقييم المشروعات، دار حامد للنشر والتوزيع، مصر 1999، ص 65.

المبحث الثالث: الاستثمار في الأسواق المالية

إن الاستثمار في الأسواق المالية لا بد أن يكون وفق شروط و إستراتيجية واضحة وهذا من أجل أن لا يكون المستثمر في وضعية تجعله مهددا بالإفلاس في حال لم يقيم المستثمر بوضع إستراتيجية واضحة وقراءة واضحة للسوق المالي الذي سوف يستثمر فيه، ومن هذا المنطلق سوف نركز في هذا المبحث على استراتيجيات الاستثمار في الأسواق المالية.

المطلب الأول: استراتيجيات الاستثمار في الأسواق المالية

إستراتيجية الاستثمار على القرارات الاستثمارية سواء بعيدة المدى أو قريبة المدى و ذلك للموازنة بين تكلفة الأموال المستثمرة و العوائد المتوقعة لتحقيق الأرباح المستقبلية، و كما نعلم فإن الاستثمار يعرف بأنه استخدام الأموال الفائضة عن الحاجة في الحاضر لتحقيق الأرباح في المستقبل.

وتتصف السياسات الإستراتيجية للاستثمار بالتنوع والتباين و إمكانية الإضافة و التغيير لتكوين محفظة أمنة تحتوي على أوراق مالية يكون بينها نوع من التنوع و التعدد، وللتوقيت أهمية خاصة في إستراتيجية الاستثمار، لأن التوقيت المناسب يجنب المستثمر نصف المخاطر باختيار الأسهم الآمنة و المناسبة التي تحقق عوائد مجزية.

وإلإستراتيجية الاستثمارية هي بمثابة الخطط التي ينفذها المستثمر لتحقيق غاياته الاستثمارية، ويعتمد بعض المستثمرين في تكوين محافظهم الاستثمارية على الاستثمارات طويلة الأجل رغبة منهم في تخفيف المخاطر إلا أنهم قد يعرضون محافظهم لمخاطر أكثر في حالة عدم قدرتهم على تحديث محتويات محافظتهم وتغيير مكوناتها سواء في البيع أو الشراء و المتابعة الدائمة لمحتوياتها، وفي حالة عدم التحديث في المحافظ طويلة الأجل فإنه تتساوى السنوات الجيدة للمحفظة النهائية مما يفقد المستثمر تحقيق النتيجة المأمولة والمتمثلة في تحقيق الربح في المحفظة خلال الفترة الاستثمارية الطويلة.¹

ويتبع المستثمرون في سوق الأوراق المالية مجموعة من الاستراتيجيات، تختلف حسب احتياجات و رغبات و ميولات و اعتقادات كل مستثمر، ومن خلال هذا المطلب سوف نحاول إبراز مختلف الاستراتيجيات.²

الفرع الأول: الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق

يطلق على الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق، بالاستراتيجيات الساكنة أو السلبية. ذلك أن الإيمان بكفاءة السوق، يحمل في طياته اقتناع بأن أسعار الأسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية، بما يعني أن العائد

¹ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار النشر عمان، سنة 2009، ص 197.198.

² - حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص 54.

المتولد عنها يتناسب مع المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار فيها، ومن ثم فلا جدوى من إجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة بهدف تحقيق أرباح غير عادية، فالأرباح غير العادية في السوق الكفاء لا تتحقق إلا بالصدفة و الحظ ، وفي ظل هذه القناعة يصبح الاستقرار على مكونات المحفظة سمة أساسية للإستراتيجية الساكنة أو السلبية، إضافة إلى سمة أخرى هي أن يكون العائد المحقق، في حدود عائد محفظة السوق، بعبارة أخرى يسود الاعتقاد لدى أنصار تلك الإستراتيجية، بأنه يستحيل أن يؤدي التغيير في مكونات المحفظة إلى تحقيق عائد معدل بالمخاطر يفوق عائد السوق، فالتكاليف المصاحبة لإعادة تشكيل المحفظة عادة ما تفوق العائد الإضافي المتولد بعبارة أخرى تعني الإستراتيجية الساكنة تكلفة أقل للمعاملات، وحد أدنى من الجهد المبذول في إدارة المحفظة و من أبرز صور تلك الإستراتيجية إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ، وإستراتيجية صناديق المؤشرات.

1- إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ: إن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ هي صورة من صور الإستراتيجيات الساكنة، تقضى أنه بمجرد توفير الأموال المخصصة، على المستثمر أن يسارع في الشراء دون انتظار، طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها، كما أن عليه أن يتخلص منها بالبيع حينما يشاء دون انتظار، فالسوق كفاء وليس هناك فرصة آتية أو مستقبلية، يمكن أن يحقق من ورائها المستثمر أرباحا متميزة على حساب آخرين.

الإستراتيجية الساكنة المتمثلة في احتفاظ ووقوف المستثمر مكتوف اليدين لا تعني هذا، بل على المستثمر أن يختار التشكيلة التي تتكون منها المحفظة بما يحقق أهدافه في إطار مستوى المخاطر التي يبدي استعدادا لتحملها، كما أن على المستثمر أن يجري تغييرا في مكونات المحفظة، إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر أو يدعوه لتحمل مخاطر أقل، أو إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر، كذلك فقد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة، لترتفع قيمتها السوقية النسبية بشكل قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخطط له، بحيث يصبح إعادة تشكيل مكونات المحفظة، مسألة لا مفر منها، لكي تحقق إستراتيجية اشتر و احتفظ أهدافها، ينبغي أن يراعي في تكوينها عددا من الاعتبارات من أهمها : تحقيق مستوى ملائم من التنوع، وتحديد المستوى المقبول من المخاطر بالنسبة للمستثمر إضافة إلى الاعتبارات الضريبية، و السيولة، وتوقيت الاستثمار فهذا الأخير لا يعتبر مشكلا كبيرا في ظل إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ التي هي أساس المستثمر الذي يؤمن بأن السوق كفاء، فالقاعدة أن يشتري المستثمر الأوراق المالية عندما تتوفر له النقود، ويبيعها عندما يحتاج إلى النقود مثل هذه الإستراتيجية تعد أكثر ربحية و أقل مخاطر من أي إستراتيجية

أخرى بديلة، و ذلك طالما أن السوق الكفاء حيث القيمة السوقية للأسهم دائما قريبة من قيمتها الحقيقية، وأن أي محاولة للمضاربة على الأسعار لن تسفر إلا عن مزيد من تكاليف المعاملات.

2- استراتيجيات المؤشرات: إلى جانب إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ، هناك إستراتيجية أخرى ساكنة، يطلق عليها إستراتيجية المؤشرات، و تقضي تلك الإستراتيجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ستاندر أند بور أو مؤشر داو جونز، وبذات نسبة الأسهم لكل منشأة داخل المؤشر، وهو ما يضمن للمستثمر أن يحقق عائد مماثل للعائد الذي تحققه محفظة السوق، وبالطبع يمكن للمستثمر أن يربح نفسه كلية، وذلك من خلال أن يشتري وحدات في صناديق مؤشرات، أي شراء وحدات صناديق الاستثمار تماثل مكوناتها تشكيلية الأسهم المكونة لأحد مؤشرات الأسهم، ويحصل بالتالي على عائد مماثل عائد محفظة السوق، دون أن ينطوي ذلك على تحمله مخاطر أكبر.¹

الفرع الثاني: الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق:

تعرف أيضا بالاستراتيجيات النشطة للاستثمار وهي تقوم على فرض معاكس تماما ، تقوم عليه الاستراتيجيات الساكنة بحيث أنها لا تعترف بأن القيمة السوقية للأسهم تعكس قيمتها الحقيقية وذلك لأن المستثمرين لا يحصلون على نفس المعلومات وفي نفس الوقت كما أنهم لا يعتمدون نفس وسائل تحليل المعلومات و تقدير القيم، و بالتالي أن يصلوا إلى نفس النتائج، وهذا ما يجعل إمكانية تحقيق أرباح غير عادية ممكنة بالنسبة للبعض منهم، وهو الهدف من تكوين المحفظة و الأساس المعتمد في اختيار الأوراق المالية المكونة لها، وهنا نجد أنفسنا أمام أهداف ، تعتمد طريقة اختيار مكونات المحفظة على الهدف الذي ينتظر منها عامة و تنطبق على كافة المحافظ، وأهداف خاصة تتوقف على ظروف المستثمر، و تتمثل الأهداف العامة في تعظيم العائد و تخفيض المخاطر و إتاحة قدر ملائم من السيولة والتي قد يكون بينها قدر من التعارض فالعائد يتناسب طرديا مع المخاطر لذلك يتوافق تعظيم العائد مع زيادة المخاطر التي تتعرض لها المحفظة كما أن السيولة تتناسب عكسيا مع العائد وهكذا.

فالمستثمر الذي لا يجب المخاطر يضمن المحفظة بأسهم ممتازة أو سندات أو أوراق مالية حكومية لأنها أقل مخاطرة، كما أن هدف السيولة يمكن تحقيقه عن طريق الاحتفاظ بالأوراق المالية قصيرة الأجل و يمكن التحكم

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار النشر بمنشأة المعارف، بالإسكندرية، الطبعة الثانية سنة 2002، ص

في مخاطر المحفظة عن طريق التنويع الجيد لمكوناتها سواء كأذونات الخزينة مثلا بالاعتماد على مدخل التنويع الساذج أو البسيط أو تنويع ماركوتز.¹

ومن خلال هذا فأولا سوف نتعرض إلى العوامل التي تجعل السوق غير كفاء أو بعيد عن حالة التوازن.

1- عدم تماثل المعلومة و أثره على سوق الأوراق المالية: تعتبر المعلومة الدعامة الأساسية في تحديد كفاءة أو عدم كفاءة سوق رأس المال، وذلك انطلاقا من مدى توفر المعلومات المناسبة و الإفصاح عنها بشكل صادق، شفاف و موضوعي، بالإضافة إلى توفرها في الوقت المناسبة، ومن هنا فان أهمية المعلومة (مالية و اقتصادية) تنعكس في ثقة المستثمرين و المتعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية، درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية و كمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أقل و منفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية و ظروف سوق تداولها، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني.

إن ترويج المعلومات ذات العلاقة بمناخ البورصة و ظروفها، يجذب المتعاملين في السوق التسعير الخاطيء للورقة المالية، مع إيضاح مستقبل أداء الاستثمارات ولكن على الرغم من ذلك فان هناك حالات يتسنى فيها لبعض المستثمرين كالمدرين و العاملين بالمنشأة المصدرة للأوراق المالية التي يكتبون فيها، الاطلاع على بعض المعلومات التي تعتبر أسرار المنشأة، بالشكل الذي يمكنهم من تحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيرهم من المستثمرين، وهو ما يعكس عدم تماثل المعلومة، بمعنى أن المعلومات غير متاحة بشكل عادل لجميع المستثمرين و عليه نجد في أسواق رأس المال متدخلين مطلعين على المعلومات بشكل أفضل من الآخرين.

بصفة عامة يمكننا القول أن عدم تماثل المعلومة في سوق رأس المال من شأنه أن يأخذ سعر الورقة المالية بعيدا عن سعر التوازن، وهو ما يسمح للبعض بتحقيق عوائد تفوق ما يحققه البعض الأخر، فعدم توفر المعلومة أو توفرها بطريقة غير عادلة سيجعل الكثير من الأفراد يمتنعون عن التعامل في سوق الأوراق المالية، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض عدد المعاملات، ضيق السوق، انخفاض سيولة الأوراق المالية، تراجع عدد المتدخلين في السوق ، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة المعاملات، وهي كلها أمور تقلل من كفاءة السوق.

¹ - بلجيكية سمية، اثرالنضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير فرع تسيير المؤسسات، جامعة قسنطينة، السنة الجامعية 2009-2010، ص75-76.

ومن الأمور التي تقلل من كفاءة السوق كذلك هو عدم كفاءة نظام المعلومات المالية، بمعنى أن يكون محتوى التقارير و القوائم المالية، و المعلومات المنشورة لا تخدم مجموع المستثمرين الذين يعتمدون على المعلومات المنشورة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية المناسبة كأن يكون هناك نقص في محتوى التقارير أو القوائم المالية، أو أن يكون هناك تأخر في نشر البيانات و المعلومات الضرورية بالشكل الذي يجعل استخدامها فيما بعد دون معنى. وهنا لا بد من التأكيد بأن نظام المعلومات غير الكفاء سوف يجعل سوق الأوراق المالية غير كفاء ، مما يؤدي إلى العديد من الآثار الاجتماعية و الاقتصادية الضارة، حيث ينصرف المدخرون عن توظيف أموالهم من خلال سوق الأوراق المالية.

2- شذوذ أو تشوه السوق:

الشذوذ أو التشوه يتعارض مع فرضية الكفاءة، بحيث أن عدة دراسات بسلوكية أثبتت وجود ارتباط بين الزمن و مزاج الأفراد، في بداية الثمانينات، كان هناك شبه إجماع عام بأن كفاءة أسواق رأس المال بدأت تتلاشى، لأن الباحثين اكتشفوا شذوذ في عائد السهم، الشذوذ الأول هو كون المنشآت ذات PER الضعيف تحقق عوائد تفوق العادي، فهناك حالات كثيرة نسجل فيها عدم توازن عائد السوق، أو عدم كفاءة سوق رأس المال حيث تتعد القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية.¹

وأما ثانياً فيما يخص الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق فتتمثل في ما يلي:

أ- إستراتيجية اختيار الأوراق المالية: تقضي إستراتيجية اختيار الأوراق المالية القيام بالتحليل الأساسي و الفني و كذلك سبل تقييم الأسهم بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية و مقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار تضمينها لمكونات المحفظة أو استبعادها منها.

ب- إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: هي تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي إلى القطاعات الأخرى، ومن الشائع تقسيم أسهم القطاعات في أربع مجموعات، أسهم منشآت حساسة للتغير في أسعار الفائدة كأسهم البنوك و المؤسسات المالية الأخرى، و أسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة والتي يطلق عليها الأسهم الدورية كأسهم شركات إنتاج الثلجات، و أسهم السلع الرأسمالية وهي أسهم المنشآت المنتجة

¹ - لطرش سمير، كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، السنة الجامعية 2009-2010، ص 159-160.

للسلع الرأسمالية كالألات و العتاد، ثم الأسهم الدفاعية كأسهم شركات الأدوية و الأغذية، وتقوم هذه الإستراتيجية على انتقال بين أسهم المجموعات خلال فترات الكساد و الراج لأسهم هذه المجموعات.

الفرع الثالث: استراتيجيات السمات المتعددة

خصصت الاستراتيجيات السابقة إلى المحافظ التي يحتفظ بها كبار المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات لذلك خصص هذا العنصر إلى عرض الاستراتيجيات الموجهة للمستثمر الذي يرغب في الاستثمار في أسهم قليلة.

و تقتضي هذه الإستراتيجية أن يقوم المستثمر بشراء الأسهم التي تتوفر فيها المميزات التالية:

- 1- أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل.
- 2- أن يكون مضاعف الربحية أي سعر السهم / ربحيته أكبر من 40 % مقارنة بأعلى مضاعف ربحية.
- 3- أن يكون معدل التوزيعات ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل، ويحسب معدل التوزيعات بالمعادلة

التالية:

معدل التوزيعات = التوزيعات خلال السنة / متوسط أعلى و أدنى سعر يباع به السهم

- 4- أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم أقل من ثلثي نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة كما توضحه المعادلة:

صافي الأصول المتداولة = مجموعة الأصول المتداولة - القيمة الدفترية لمجموع القروض و الأسهم الممتازة

وبقسمة هذه النتيجة على عدد الأسهم العادية نجد نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة.

- 5- أن تكون القيمة السوقية للسهم تساوي على الأقل ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة.

نصيب السهم من الأصول = القيمة الدفترية للأصول الملموسة / عدد الأسهم العادية المصدرة.

- 6- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة.

- 7- أن لا تقل نسبة التداول عن الاثنين.

- 8- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة.

- 9- أن يتسم معدل النمو ربحية المنشأة بالاستقرار حيث لا يجب أن تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين

خلال العشر سنوات الماضية بمعدل يفوق 5%¹.

¹ - حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص 55-56.

الفرع الرابع: إستراتيجية السمة الواحدة

بجانب استراتيجيات السمات المتعددة هنالك استراتيجيات أخرى تعتمد على سمة واحدة، ومن هذه الاستراتيجيات نجد:

1- إستراتيجية المضاعف:

يقصد بتلك الإستراتيجية قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعفة الربحية الحقيقي له (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أكبر من مضاعف الربحية الفعلي، ومن بين تطبيقات تلك الإستراتيجية الاتجاه لشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحالي له أقل من متوسط مضاعف الربحية في الخمس سنوات الأخيرة.

2- إستراتيجية السهم المشتق و الأسهم مقابل توزيعات:

ومن الإستراتيجيات المتبعة في شراء الأسهم تلك التي تقضي بشراء الأسهم التي سوف تشتق "Stock Split" أو يعلن عن اشتقاقها في المستقبل القريب، وتقوم هذه الإستراتيجية على أساس أن الاشتقاق الأسهم أثارا إيجابية، يمكن أن يستفيد منها المستثمر الذي يشتري السهم قبل حدوث الاشتقاق، فاشتقاق السهم يعني انخفاض قيمته السوقية الأمر الذي يجعل مخاطر تسويقه أي صعوبة بيعه عند حدها الأدنى، وذلك مع بقاء الأخرى على حالها، كذلك فإن الإشتقاق عادة ما يسفر عن زيادة القيمة السوقية للسهم، ذلك أن وقتا غير قصير قد يمضي قبل أن تصل قيمته السوقية إلى مستواها الحقيقي الذي ينبغي أن تكون عليه يضاف إلى ذلك أن الاشتقاق يعد بمثابة رسالة إلى المتعاملين في السوق مؤداها أن الإدارة تتوقع أداء مميّزا للمنشأة في المستقبل.

3- إستراتيجية السهم ذات التوزيعات المتزايدة:

تقضي هذه الإستراتيجية بشراء السهم الذي أعلن أو يتوقع أن يعلن عن زيادة في توزيعاته النقدية يعد مؤشرا على توقع الإدارة لأداء أفضل للمنشأة في المستقبل، و في هذا الصدد كشفت بعض الدراسات التي ركزت على المدى القصير أن تحسنا في القيمة السوقية للسهم تحدث في يوم إعلان الزيادة في التوزيعات، ونادرا ما تمتد إلى ما بعد الإعلان، وعلى العكس من ذلك كشفت دراسة أخرى أن التحسن في القيمة السوقية للسهم قد تمتد إلى شهر بعد الإعلان، وذلك إذا ما كان معدل الزيادة في التوزيعات 25% أو أكثر مما كانت عليه التوزيعات في السنة الماضية.¹

4- إستراتيجية الإصدارات الجديدة:

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 232-233-234.

تقتضي هذه الإستراتيجية بتفضيل شراء أسهم المنشأة التي طرحت إصدارتها من الأسهم للتداول العام لأول مرة وذلك على اعتبار أن تسعير السهم في تلك الإصدارات عادة ما يكون عند قيمة أقل من قيمته الحقيقية.

5- الأسهم التي يعاد شرائها:

تقوم بعض الشركات بإعادة شراء أسهمها من سوق الأوراق المالية للأسباب التالية:

- خلق تعامل نشيط على هذه الأسهم، هو ما يزيد في سيولتها ويؤثر في النهاية على قيمتها السوقية.
- ترى إدارة الشركات المصدرة للأسهم في بعض الحالات بأن أسعار أسهمها اقل من المستوى الذي ينبغي أن تكون عليه وبالتالي فإعادة شرائها يعتبر استثمارا مربحا.
- إن شراء الأسهم يقلل المعروض منها وهو ما يؤثر على ربحيتها وقيمتها السوقية.
- مواجهة خطة مشاركة العمال في الملكية.

وتعتبر كل هذه الأسباب مؤشرات إيجابية عن مستقبل السهم، وقد أثبتت العديد من الدراسات أن العائد المتوقع من الأسهم التي يعاد شرائها يكون أعلى من متوسط عائد السوق.¹

6- أسهم الشركات الصغيرة:

تتعرض هذه الإستراتيجية إلى انتقاد مؤداه أن مخاطر الاستثمار في أسهم المنشآت الصغيرة عادة ما تكون أكبر إضافة إلى أن قياس مخاطرها بدقة يعد أمرا غاية في الصعوبة، غير أن دراسات أخرى لم تقدم تأييدا لذلك، كذلك تواجه تلك الإستراتيجية انتقادا آخر مؤداه أن تكلفة المعاملات لأسهم المنشآت الصغيرة عادة ما تكون مرتفعة، ليس فقط بسبب صعوبة تسويقها بل أيضا بسبب ارتفاع الهامش الذي يطلبه صانعو السوق (التجار والمتخصصون) الذين يتعاملون في تلك الأسهم.

7- أسهم المنشآت الخاسرة:

توصلت بعض الدراسات إلى استنتاج يثير الدهشة و الاستغراب لأول وهلة، مؤداه أن الاستثمار في أسهم المنشآت التي حققت أرباحا، بل و أنه حتى يعد تثبيت متغير الحجم (حجم المنشأة) ظل عائد الاستثمار في أسهم المنشآت التي تعرضت للخسائر أعلى من مثيله للمنشآت التي حققت الأرباح، وبخاصة خلال السنة التالية لتعرضها تلك الخسائر، أما تفسير ذلك فقد نجده فيما يطلق عليه بفرض المعلومات غير المؤكدة، و يقضي هذا الفرض بأنه عندما تكون الآثار التي تحدثها المعلومات الجديدة (الخسائر في هذه الحالة) غير مؤكدة.²

¹ - بلجيلية سمية، مرجع سبق ذكره، ص 79.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 240-241.

المطلب الثاني: أساسيات القرار الاستثماري

الفرع الأول: مفهوم القرار الاستثماري:

لقد عرفها الأستاذ "عبد المطلب عبد الحميد" بأنه ذلك القرار الذي يعتمد على مبدأ الرشادة الاقتصادية، من خلال البحث في كيفية استخدام الموارد الاقتصادية أحسن استخدام ممكن، بهدف الوصول إلى توظيف و استثمار تلك الموارد في النشاط أو المشروع الذي يعطي أكبر عائد ممكن.

وعرفه الأستاذ "عبد الغفار حنفي" بأنه ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بديلين على الأقل، و المبني على مجموعة من دراسات الجدوى الاقتصادية التي تسبق عملية الاختيار، في إطار منهجي وفقاً لأهداف و طبيعة المشروع الاستثماري.

أما الأستاذ "عبد الله بوغابة" عرفه بأنه هو ذلك القرار الذي يقوم على أسس علمية، تأخذ في الاعتبار جميع المتغيرات المؤثرة على هذا القرار، وتخضع للتحليل العلمي الدقيق للوصول إلى أدق التقديرات الممكنة للتدفقات النقدية الداخلة و التدفقات النقدية الخارجة المتوقعة.¹

إن القرار يقوم على المفاضلة، وبشكل واع ومدرك، بين مجموعة بدائل، أو حلول متاحة لمتخذ القرار لاختيار واحد منها باعتباره انسب وسيلة لتحقيق الهدف أو الأهداف التي يبتغيها متخذ القرار، وفي أحيان معينة قد يكون القرار رفضاً لكل البدائل أو الحلول المتاحة للاختيار وعدم القيام بأي عمل محدد ومن ثم يكون القرار هو لا قرار، والسبب الذي يدفع إلى عدم اتخاذ قرار ربما يعود إلى أحد أمرين وهما:

- عدم تبيين أو وضوح كل البدائل المتاحة للاختيار أو المفاضلة.
- عدم الرغبة في اختيار بديل محدد تفادياً للالتزام أو الارتباط بعمل قد يؤدي إلى الضرر بمصالح متخذ القرار.
- اختيار البديل الأمثل من بين عدة بدائل بمعنى أنه لو كان هنالك بديل واحد للحل فلا داعي لاتخاذ قرار في ذلك.

ومن هنا يمكن استنتاج أن عملية اتخاذ القرار تتركز على مجموعة من العناصر أهمها:

- متخذ القرار.
- موضوع القرار وأهدافه.
- البدائل الممكنة (على الأقل بديلين).

¹ - كمال قويدري، السياسة المالية و أثرها على الاستثمار -دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير تخصص نقود ومالية وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سعد دحلب بالبليدة، السنة الجامعية 2006، ص92.

- الاختيار الواعي و المدرك للبدائل المتاحة.¹

ومن خلال هذا يمكن استخلاص مفهوم القرار الاستثماري بأنه القرار الذي ينطوي عليه تخصيص قدر معلوم من أموال المنشأة في الوقت الراهن على مدار فترة زمنية طويلة بهدف تحقيق ربح في المستقبل ، وهو ما يكون عرضة لدرجات مختلفة من الخطر وعدم التأكد.

الفرع الثاني: الأسس و المبادئ العلمية لاتخاذ قرار الاستثمار

يفترض في متخذ قرار الاستثمار الرشيد مراعاة أمرين:

الأمر الأول أن يسلك في اتخاذ هذا القرار ما يعرف بالمدخل العلمي لاتخاذ القرار، والذي يقوم عادة على خطوات محددة أهمها:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.

- تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ قرار الاستثمار.

- تقويم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة.

- اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف.

الأمر الثاني أن يراعي متخذ القرار الاستثماري بعض المبادئ أو المعايير في اتخاذ قراره، ومن أهم هذه المبادئ ما يلي:

- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: يتسم الفائض النقدي المتوفر لدى المستثمر بالندرة بينما الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذا الفائض كثيرة في معظم الأحيان، وهذا ما يفرض على متخذ قرار الاستثمار مراعاة هذه الحقيقة باختيار ما يناسبه وما يتفق مع إستراتيجيته في الاستثمار .
- مبدأ الخبرة والتأهيل.
- مبدأ الملائمة.
- مبدأ التنوع.²

¹ - حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص 58-59.

² - مروان شموط و كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، طبعة 2008/01/05، ص 41.42

المطلب الثالث: أساليب اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية (التحليل الأساسي و التحليل الفني)

الفرع الأول : التحليل الأساسي

التحليل الأساسي يرى أن أسعار الأسهم الظاهرة في السوق ليست سوى نتيجة للعوامل الحقيقية وراءها، وهي عوامل متعلقة بالعرض والطلب، وأي محاولة للتنبؤ بالأسعار تتطلب البحث في الأسباب وليس في النتائج، لأن السعر الظاهر في السوق ليس إلا انعكاساً للأسباب الحقيقية التي تكمن في ظروف العرض والطلب، لذا يركز التحليل الأساسي على استخدام القوائم المالية للشركة للتوصل إلى قيمتها السوقية على ضوء النمو المتوقع في الأرباح، وبالتالي القيمة السوقية لأسهمها. وذلك يتطلب البدء بالتحليل الاقتصادي على المستوى الكلي حيث يتطرق إلى النمو الاقتصادي المتوقع، ومعدل التضخم، ومستوى التوظيف، ومستوى واتجاهات أسعار الفائدة، وصولاً إلى إجمالي الناتج المحلي من السلع والخدمات، حيث تستخدم تلك التنبؤات كأساس للتوصل إلى المستوى المتوقع لمبيعات مختلف الصناعات، ومن ثم الوصول إلى المبيعات والأرباح المتوقعة لمختلف الشركات داخل الصناعة المعنية، ويعرف هذا الأسلوب الذي يمكن استخدامه للتنبؤ بالمبيعات والأرباح بمدخل التنبؤ من أعلى إلى أسفل، ويفيد في الكشف عن الصناعات الأكثر استفادة من الظروف والأحداث الاقتصادية، ومن ثم تحديد حجم استفادة كل قطاع اقتصادي من المزايا، ثم تأتي الخطوة الأخيرة بتحليل مختلف الشركات داخل الصناعات المختلفة للتوصل إلى تلك الشركات الأكثر استفادة، ومن ثم مقدرتها على تحقيق معدل نمو في الأرباح أكبر، والمدخل الآخر الذي يمكن استخدامه في مجال التحليل الأساسي يسمى بمدخل التحليل الأساسي من أسفل إلى أعلى حيث يبدأ هذا المدخل بالتنبؤ بمبيعات وأرباح الشركات بمختلف الصناعات. فالركيزة الأساسية للتحليل الأساسي هنا هي تحديد أي من الأسهم يمكن شراءها بصرف النظر على الصناعات أو القطاعات الاقتصادية التي تنتمي إليها هذه الشركات، وبذا يأخذ المحلل في الحسبان الخصائص أو المميزات الخاصة لهذه الشركات كأساس في عملية الاختيار.¹

الفرع الثاني: التحليل الفني

أما التحليل الفني (التقني) Technical Analysis فيهدف إلى إعطاء توقعات للاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة المنحنيات التي تمثل تطور أسعار الأسهم. وعلى العكس من التحليل الأساسي الذي يهتم بأسباب التغيرات المحتملة في السوق، يبحث التحليل الفني في تكييفها إلى منحنيات بيانية أو مؤشرات إحصائية بهدف متابعة مختلف حالات التوقع، والتي تعتمد على معطيات السوق بشكل أساسي (أسعار الأسهم،

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص255.

حجم التداول...). ف يتم التركيز على دراسة تغيرات الأسعار في الماضي ومحاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم مما يساعد على التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل. ويعتمد التحليل الفني أساساً على نفسية المتعاملين في السوق كونهم يتخذون القرارات على أسس غير أكيدة، وهو ما يؤدي إلى ظاهرة التسرع Anticipation، فالمتعامل الاقتصادي لا يتصرف فقط وفق عوامل موضوعية (التي تتركز على التحليل الأساسي مثلاً) ولكن على أساس ما يفكر فيه المتعاملون الآخرون. ويدفع عدم اليقين إلى ظاهرة التتابع Imitation، فالسلوك الذي ينجم عن حالة عدم اليقين يطرح تساؤل عند المتعامل كأن يقول مثلاً: ما دام الآخرون تصرفوا بهذه الطريقة، فذلك لتوفرهم على معلومات لم أطلع عليها بعد، وتتجلى آلية التتابع والتسرع بصورة واضحة في مفهوم "سلوك القطعان"¹.

3- مقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

- * التحليل الأساسي علم له قواعد محددة قائمة على دراسة القوائم المالية، ومقارنة النتائج الحالية بالفترات السابقة، ويحلل توجهات الإدارة وسياساتها المختلفة في ظل متغيرات السوق المؤثرة في نشاط الشركة، وكذلك توقعات نتائج الأعمال في المستقبل القريب والبعيد، بغرض حساب ما يعتقد أنه السعر العادل للسهم.
- * التحليل الأساسي يهتم بمعرفة الأسباب الحقيقية وراء التغير الظاهر في أسعار الأسهم في البورصة، ليقدم إجابة للمتعاملين في البورصة عن لماذا تحرك السعر في اتجاه معين؟.
- * التحليل الفني يهتم بحركة الأسعار على أساس أن السعر يعكس كل الأنباء والمعلومات المعلنة وغير المعلنة، وكذلك توقعات جميع المتعاملين بهذا السعر.
- * التحليل الأساسي مهمته المساهمة في بناء استراتيجيات الاستثمار عن طريق تحديد أي من الأسهم يمكن شراءها، مع تحديد السعر العادل لها.
- * التحليل الفني تقتصر مهمته على المساهمة في توقيت اتخاذ القرار الاستثماري الملائم لشراء، أو بيع، أو احتفاظ، دون أن يقترب من مهمة تحديد السعر العادل للسهم.
- * التحليل الأساسي هو الوسيلة التي يعتمد عليها المستثمرين الحقيقيين الذين يرغبون في شراء أسهم الشركات ليصبحوا شركاء فيها، ومالكين لحصة على المشاع في أصولها و موجوداتها، والبقاء فيها بغرض الحصول على نصيبهم من الربح الحقيقي الناتج عن نشاط تلك الشركات في نهاية كل عام بعد صدور الميزانيات المدققة.

¹ - فوزي زكي، "المخاطر الناجمة عن عوامة الأسواق المالية"، مجلة دراسات اقتصادية، الجزائر: دار الخلدونية، العدد الثاني: 2000، ص 37.

خلاصة الفصل الثاني

تعتبر كفاءة الأسواق المالية ذات المؤشر القوي أحد الأسباب الرئيسية التي تجذب الاستثمار في السوق وهو ما يؤدي إلى وجود فعالية كبير في الاقتصاد، خاصة في الدول التي تعتمد على سوق الأوراق المالية بشكل أساسي كمصدر من مصادر التمويل.

إن تعدد مزايا الأسواق المالية لا يعني أن كل الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة في ترشيد الموارد المالية، فما تؤديه سوق مالية على درجة كبيرة من الكفاءة والتنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية لا يمكن مقارنتها بمستوى الدور الذي تؤديه الأسواق المالية الناشئة، والتي لا تزال في المراحل الأولى على مسار التنمية والإصلاح الاقتصادي.

و يمثل التحليل الأساسي الركيزة التي ينطلق منها المحلل بإطلاعه على البيئة التي تتواجد فيها المؤسسة التي تحاول الاستثمار في السوق، كما يتم اللجوء إلى تحليل أوضاع المؤسسة المالية باللجوء إلى تتبع عائدات الأسهم، ويندرج التحليل الأساسي ضمن صيغ الكفاءة المتوسطة والقوية، وحتى يكتمل التحليل في البورصة يتوجب الأخذ بنتائج مجتمعة و إجراء المقارنات بين طرق التحليل المختلفة، فإن كانت النتائج متقاربة فالقرار الذي سيتخذه المستثمر فيه نوع من الضمان ، أما إن كانت متضاربة فإن ذلك يستدعي مراجعة المعطيات وعدم التسرع في اتخاذ أي قرار. أما التحليل الفني فيبقى أداة ضرورية للتحليل في البورصة حيث توفر الأشكال المختلفة التي يقدمها من منحنيات و أعمدة وسيلة للتعبير عن أداء السوق في الماضي، و يندرج التحليل الفني ضمن صيغ الكفاءة الضعيفة. وبعد الإطلاع على مفاهيم الأسواق المالية وصيغ كفاءتها وعلاقتها بالاستثمار، بقي من الضروري معرفة واقع الأسواق المالية العربية في ظل الأزمات التي تعيشها ؟ وهو ما سنعرف إجابته في الفصل القادم.

الفصل الثالث

واقع الأسواق المالية العربية

تؤدي الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد، وللقيام بالدور المنوط بها ينبغي أن تتوافر الأسواق المالية على شرط أساسي ألا وهو الكفاءة، ومع توسع حركة التحرر المالي في الاقتصاديات المتقدمة وزيادة تطور نشاط أسواقها المالية، أدركت الدول العربية هذا التوجه الجديد وعملت على مواكبته، غير أنها لا زالت تواجه جملة من المعوقات تحول دون تطور أسواقها المالية، وفي ظل ما تعيشه أسواق الأوراق المالية العربية من مشاكل وعقبات تحد من تطورها كان لا بد من التفكير في إنشاء و استحداث قواعد وآليات تمكنها من منافسة باقي أسواق الأوراق المالية العالمية وتنمية اقتصاداتها وهذا عبر برامج تقوم بإعدادها المؤسسات المالية العربية، لهذا قد برز الاهتمام بتطوير الهياكل المالية للأسواق المالية العربية خلال العقد الأخير من القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين، ذلك في إطار برامج الإصلاح و تطوير اقتصاديات البلدان العربية إدراكا لأهمية الدور التي تؤديه أسواق الأوراق المالية خاصة في تعبئة المدخرات و جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الاقتصادية إلى جانب الوظائف الأخرى التي تمارسها هذه الأسواق.

ومن خلال هذا سوف أحاول دراسة أهم الإصلاحات التي قامت بها أسواق الأوراق المالية العربية و أهمية التكامل بين هاته الأسواق وكيفية بناء بورصة عربية موحدة، ومن أجل هذا قسمت هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

ففي **المبحث الأول** قمت بالتركيز على الملامح الرئيسية للأسواق المالية العربية و في **المبحث الثاني** اهتمت بالمعوقات الرئيسية للأسواق المالية العربية أما **المبحث الثالث** فقد درست أهم برامج الإصلاح في الأسواق المالية العربية.

المبحث الأول: الملامح الأساسية عن أسواق الأوراق المالية العربية

لقد اتسمت أسواق المال العربية كغيرها من الأسواق في الاقتصاديات الناشئة بكون نطاقها فكل سوق في المنطقة العربية خصوصية تنبثق من ظروف نشأتها، و من هذا المنطلق سوف ندرس نشأة أسواق الأوراق المالية العربية و خصائص هذه الأسواق و مدى أهمية وجودها

المطلب الأول: نشأة و تطور أسواق الأوراق المالية العربية

تختلف ظروف و دوافع تأسيس البورصات العربية عن بعضها البعض حيث :

1- البورصة المصرية : تعد البورصة المصرية أول بورصة للأوراق المالية ظهرت داخل الوطن العربي حيث تعود نشأتها إلى نهايات القرن التاسع عشر، فقد أنشأت بورصة الإسكندرية في سنة 1883، ثم بورصة القاهرة في سنة 1890 و قد أصدرت الحكومة أول لوائح سوق الأوراق المالية في سنة 1909، ثم وضعت لائحة أخرى سنة 1933 و عدلت هي الأخرى سنة 1940، ثم صدر قانون رقم 329 سنة 1951 و الذي اشترط اقتصار التعاملات داخل البورصة على السماسرة المقيدين بها، و قد شهدت الفترة ما بين 1914-1952، تطورا كبيرا في السياسات الاقتصادية المصرية نظرا للتقدم الاقتصادي، و قد صاحبها تطور هائل في بورصة الأوراق المالية و أصبحت القاهرة من خلال بورصتها للأوراق المالية، مركزا ماليا إقليميا و دوليا واسع النشاط، وقد بلغ نشاط بورصتها ذروته في نهاية سنة 1958 و بداية الأسبوع الأول من سنة 1959 أين بلغ حجم التعاملات في بعض الأيام حوالي 1.25 مليون جنيه بالأسعار السائدة في ذلك الوقت.¹

وقد كان لصدور القانون رقم 07 سنة 1959 المتعلق بوضع الحد الأقصى لنسبة الأرباح الموزعة أثره البالغ في انتكاسة النشاط الملحوظ لبورصة الأوراق المالية المصرية باعتباره أول خطوات تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي و تلتها قرارات و إجراءات التأميم لتقلص من نشاط القطاع الخاص تماما و تقضي على ثقة المستثمرين في الحكومة ما أدى إلى تدهور أداء البورصة و تقليص دورها داخل الاقتصاد المصري.²

¹ - صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتاب للطباعة و النشر و التوزيع، مصر، 2003، ص43.

² - حسين عبد المطلب الاسرج، دور سوق الاوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، مارس 2002، ص76.

2- **بورصة بيروت**:¹ تعتبر بورصة بيروت من أوائل البورصات التي ظهرت داخل الوطن العربي حيث تأسست في 3 جويلية 1920، و نظرا لقلّة عدد الشركات المدرجة بها فان دورها الحقيقي لم يتضح إلا بعد صدور قانون جديد لأسواق الأوراق المالية سنة 1945، و قد ألحق به النظام الداخلي الذي ينظم عملياتها غير أن نشاطها توقف بعد اندلاع الحرب الأهلية في منتصف السبعينات (1975) و كانت تضم في ذلك الوقت 45 شركة، و قد استأنفت عملياتها في سنة 1995.

3- **بورصة الدار البيضاء**:² أنشأة سنة 1929 و قد مرت بعدة مراحل منذ إنشائها، حيث بدأت من خلال إنشائها لمكتب خاص بتصفية القيم المنقولة، و قد كانت عمليات التداول تجري بين البنوك على أسهم الشركات المغربية و بعد ذلك تغير اسم مكتب تصفية القيم المنقولة إلى مكتب تسعير القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فقد بدأت بعد صدور المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء سنة 1967 و تنظيم السوق الأولية، و تبعه صدور قانون الشركات سنة 1992.

4- **بورصة تونس**:³ ترجع نشأة بورصة الأوراق المالية التونسية إلى أواخر الثلاثينات من القرن العشرين و ذلك عندما تأسس مكتب التصفية و المقاصة سنة 1937 و الذي استمر نشاطه إلى غاية سنة 1945، أي إلى غاية تأسيس الديوان التونسي الذي تولى كافة العمليات المتعلقة بنقل ملكية الأوراق المالية حيث باشر عمله في سنة 1946 و قد تأسست بورصة القيم المنقولة بتونس في سنة 1969 بموجب قانون رقم 13 المؤرخ في 28 فيفري 1969 .

5- **سوق الكويت للأوراق المالية** : لقد عرفت بورصة الكويت تطورا تدريجيا فمن سوق (الجات) أين كان التجار يلتقون و يتم داخله عقد الصفقات التجارية و العقارية، و الصفقات الخاصة بأسهم الشركات الأجنبية (خاصة المتعلقة بالشركات الأمريكية)، فقد انتشرت مكاتب السمسرة حول هذه السوق⁴، إلى أن صدر في سنة 1971 قرار

¹ - تقرير اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (إسكوا)، دور أسواق راس المال العربية في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة بورصة بيروت)، الامارات العربية المتحدة، سبتمبر 2006، ص4.

² - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص224.

³ - صايفي عمار، محددات الاستثمار الخفطي و آثاره على أسواق الأوراق المالية (دراسة مقارنة بين مصر، تونس و الجزائر)، مذكرة مقدمة للنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة احمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2008/2009، ص137.

⁴ - احمد محمد لظفي احمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الاحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص21.

وزير التجارة و الصناعة (القرار رقم 10) و المتعلق بتداول الأوراق المالية¹.

6- **بورصة عمان:**² مع ازدياد عدد شركات المساهمة العامة ليصل عددها إلى 66 شركة سنة 1978 دعت الضرورة إلى إنشاء سوق منظم للتداول، وتبع ذلك جهود ودراسات عدة أثمر عنها تأسيس سوق عمان المالي سنة 1976، وتم الإعلان عن افتتاح "بورصة عمان" رسمياً بتاريخ 01/04/1978 وصدر قانون عمان المالي سنة 1990 ثم تبعته نصوص ومواد تحكم عمل السوق. وتشتمل عضوية البورصة على مجموعة من الوسطاء الماليين، والهيئة العامة المكونة من أعضاء منتسبين للبورصة بعد تسديد رسوم الاشتراك السنوية فيها، ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي يحدد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها. ويشترط الإدراج في بورصة عمان أن:

- تقدم الشركة طلب الإدراج مرفقاً بنسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة وكشف بأسماء المساهمين، وأعضاء مجلس الإدارة قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج.
- تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر .
- يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهم في السوق الموازية .
- لا يقل صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية عن % 75 من رأس المال المدفوع .
- تنشر الشركة القوائم المالية الختامية في صحيفتين يوميتين مرة واحدة على الأقل .

7- **سوق الأسهم السعودي:**³ يعتبر نظام الشركات الصادر سنة 1965 المصدر المنظم لإصدار الأوراق المالية، وفي سنة 1983 تم تنظيم السوق الثانوية والتي كان بموجبها يتم تداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية، ولقد شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً مر بثلاث مراحل أساسية تمثلت كما يلي:

* المرحلة الأولى من 1954 إلى أوائل الثمانينات : حيث بلغ عدد الشركات المساهمة حوالي 10 شركات برأسمال قدره 1,7 مليون ريال وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات برزت مكاتب الوساطة

¹ - عبد الجواد محمد عوض، علي إبراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2006، ص 205.

² - مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009/2010، ص 188.

³ - مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 187.

وإزادات عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول، ومع بداية عقد الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية.

* المرحلة الثانية من أوائل الثمانينات إلى 2003 : تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل السوق المالي السعودي أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983 ، وصدر مرسوم يقضي بإنشاء لجنة رقابية على مستوى سوق الأسهم، وأصدرت مؤسسة النقد السعودي منشورا يوضح أسلوب تداول الأسهم، وفي عام 1990 بدأ العمل بأول نظام آلي للتداول وتم استحداثه عام 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول"

* المرحلة الثالثة من 2003 إلى 2005 : تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر في 31/07/2003 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري تتمثل مهامها في تنظيم عمل المستثمرين و الوسطاء، و متابعة عمليات طرح و إدراج و تداول الأوراق المالية و متابعة أوامر التنفيذ و كل ما يتعلق بعمليات البورصة.

وتتمثل متطلبات الإدراج في السوق السعودي للأوراق المالية في الشروط التالية:

- أن تكون شركة مساهمة عامة تتداول أسهمها وفقا لنظام الشركات السعودي.
 - لا يجوز تداول الأسهم المكتتب فيها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين.
 - تقدم الشركة طلب الإدراج مرفقا بقائمة عن أعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية اسمها.
- 8- بورصة البحرين¹: قبل سنة 1987 كانت تداولات أسهم الشركات البحرينية في سوق غير رسمي يعرف باسم (سوق الجوهرة)، و بعد الانحيار الذي شهدته هذا الأخير و الذي تزامن مع الانحيار الذي عرفه (سوق المناخ) الكويتي في بداية الثمانينات، قامت الحكومة البحرينية بتكثيف الدراسات و الجهود مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) بهدف تأسيس سوق نظامي للأسهم في البحرين، و كنتيجة لهذه الجهود أقامت الحكومة في سنة 1987 سوق البحرين للأوراق المالية، و قد باشر عمله رسميا في جوان 1989 و قد كان عدد الشركات المسجلة به 29 شركة و كانت الأسهم هي الأداة الوحيدة المتداولة فيها، و في سنة 1999 بدأت (بورصة البحرين) بتطبيق نظام التداول الالكتروني، و تنوعت بها الأدوات المتداولة لتشمل الأسهم الممتازة، السندات، الصكوك الإسلامية.

¹- www.bahrainbourse.net، 11/05/2019، 13:30

9- سوق مسقط للأوراق المالية: ¹ انشأ سوق مسقط للأوراق المالية بموجب المرسوم السلطاني السام رقم 88/53 في 21 جوان 1988 و بعد اقل من سنة شهدت قاعة السوق أول عمليات التداول في 20 ماي 1989 و قد تولى هذا السوق تنظيم و إدارة التعاملات بالأوراق المالية إلى غاية صدور المرسوم السلطاني السامي رقم 98/80 و الذي نص في المادة الثالثة منه على إلغاء مرسوم 88/53 الذي انشأ بموجبه سوق مسقط للأوراق المالية و احل محلها جهازين هما الهيئة العامة لسوق المال و سوق مسقط للأوراق المالية.

10- سوق الخرطوم للأوراق المالية: ² تعود فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان إلى بداية الستينات و بالضبط لسنة 1962 أين بدأ كل من البنك المركزي و وزارة المالية و الاقتصادية بإجراء العديد من الدراسات بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية (IFC)، و قد أجاز قانون سوق الاوراق المالية من قبل مجلس الشعب سنة 1982، غير انه لم ينجز أي شيء في هذا المجال إلى غاية سنة 1992 أين تم تأسيس هيئة الأسواق المالية و قد أصدر قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية في صورته الحالية سنة 1994.

11- بورصة الجزائر: برزت فكرة إنشاء بورصة الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية و المالية التي أعلن عنها في أواخر الثمانينات و بالضبط في سنة 1988 من خلال إصدار عدة قوانين خاصة مثل القانون رقم 88-03 و الخاص بإنشاء صناديق المساهمة و الذي ترتب عليه تقسيم رأس المال الاجتماعي للمؤسسات العمومية إلى عدة أسهم وزعت بين صناديق المساهمة و بالتالي تحولت الشركات العامة إلى شركات مساهمة، و قد اظهر ذلك حاجة ملحة لإنشاء بورصة في الجزائر، و قد أصدر في سنة 1993 المرسوم التشريعي رقم 93-08 و الذي جعل من الشركة ذات الأسهم شخصا قانونيا يمكنه التسعير في البورصة، و قد جاء المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 لينظم سير عملها حيث قسمها إلى هيئتين لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (cosob) و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. ³

¹- www.msm.gov.om ، 11/05/2019، 13:40

² - يعقوب محمد السيد، مشاهد عثمان إبراهيم، سوق الاوراق المالية في السودان- النشأة و التطور و الرؤى المستقبلية، بنك السودان المركزي، جوان 2011، ص31.

³ - فريد بن شنهور، بلقاسم بن علال، واقع السوق المالي في الجزائر و أفاق تطوير فعاليته، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية بين الفرص و التحديات، المركز الجامعي بغليزان، الجزائر، في 12 أكتوبر 2011، ص3.

و كان الافتتاح الرسمي لبورصة الجزائر في 17 ديسمبر 1997 حيث كان مقرها بالغرفة الوطنية للتجارة في الجزائر العاصمة .¹

12- **بورصة فلسطين** : تأسست البورصة الفلسطينية سنة 1995 بمبادرة من الشركة الفلسطينية للتنمية و الاستثمار (باديكو) و التي تمتلك نسبة 80% من رأسمالها و قد عقدت بورصة فلسطين أول جلساتها للتداول في 18 فيفري 1997 .

13- **بورصة الإمارات** : لقد شكل إنشاء عدد من شركات المساهمة العامة في بدايات الستينات، البداية لإنشاء أسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات، خاصة أن التعاملات من خلال السوق غير المنظمة، أدت إلى حدوث اختلالات كبيرة نتيجة غياب آلية تحديد الأسعار، و انعدام الشفافية و الإفصاح و انعدام الرقابة على مكاتب الوسطاء، و مع ظهور العديد من شركات المساهمة و زيادة الوعي الاستثماري صدر القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000 المتعلق بإنشاء هيئة و سوق الإمارات للأوراق المالية و السلع، و استنادا إلى هذا القانون تم تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية و سوق دبي المالي.

المطلب الثاني : خصائص و أهمية أسواق الأوراق المالية العربية

الفرع الأول : خصائص أسواق الأوراق المالية العربية :

و لأجل المعرفة الدقيقة لتطور الأسواق المالية العربية نحاول أن نوضح بعض المؤشرات وكيف يمكن استخدامها للدلالة على مكانة السوق. من أهم المؤشرات:

أ. **حجم الأسواق** : حجم السوق المالي في الدول العربية: تستعمل نسبة رسملة السوق لقياس حجم السوق، وتساوي

حاصل قسمة قيمة الأسهم المدرجة في سوق المال إلى الناتج المحلي الإجمالي. بلغ متوسط رسملة سوق الأوراق المالية العربية للفترة 2000/1994 حوالي 118.65 مليار دولار أمريكي، تحتل الصدارة السعودية ثم مصر. خلال الفترة

1994-1997 احتلت الكويت المرتبة الثانية بعد السعودية مع أنها تراجعت الى المرتبة الثالثة فيما بعد. هذا

الانخفاض في رسملة السوق شهدته معظم الدول ومنها السعودية وسببه على الأرجح انخفاض أسعار البترول بشكل كبير مما أدى إلى تدهور ربحية الشركات وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها، وأيضا الحركة التصحيحية للأسعار المرتفعة

¹ - سامية بوضياف، زينب حجاج، واقع بورصة الجزائر وسبل تفعيلها و تنشيطها لمسايرة متطلبات العولمة المالية، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية بين الفرص والتحديات، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 أكتوبر 2011، ص7.

جدا في سنوات 1996/1997 والتي تجاوزت 15.4 بالمئة. ومن خلال المعلومات التي يعرضها صندوق النقد العربي نلاحظ أن سوق لبنان وتونس صغيران في الحجم، حيث بلغ متوسط رسملة السوق في كلاهما 2.89 مليار دولار أمريكي و 2.24 مليار دولار أمريكي على التوالي.

ب. سيولة الأسواق: سيولة الأسواق المالية في الدول العربية: عادة الأسواق التي تتمتع بسيولة عالية فإنها قادرة على تخصيص رأس المال، وهذا يعني إمكانية البيع و الشراء بسهولة وبتكاليف زهيدة. يمكن قياس نسبة السيولة باحتساب مجموع قيمة التداول للنتائج المحلي الإجمالي. بلغت نسبة متوسط السيولة 0.08 في كل من بورصة مسقط و العربية السعودية، بينما بلغت 0.01 في بورصة لبنان، فهي إذن سيولة ضعيفة، أقل بكثير من مثيلاتها في الأسواق الناشئة، حيث قدرت النسبة بـ 0.18 في البرازيل.

كما تقاس سيولة السوق بـ معدل دوران السهم وهو حاصل قسمة مجموع تداول أسهم و رسملة السوق، بلغ معدل دوران السهم في سوق الكويت كمتوسط للفترة الممتدة 1994-2000 بـ 0.56، في حين يتراوح المتوسط في بقية الدول ما بين 0.26 و 0.05 وهي قيم كلها أقل من متوسط قيم الأسواق الناشئة؛ البرازيل، الهند، المكسيك.

ج. التذبذب: يعرف التذبذب بأنه التغيرات التي تحدث على مستوى العوائد في سوق الأوراق المالية، و قد يتعلق بمعلومات جديدة، ما يميز الأسواق الناشئة هو شدة التذبذب وعدم فعالية الأسعار، مما يعني مدى استيعاب المعلومات الجديدة في السوق.

د. ضعف التنوع في الأوراق المالية: تتسم الأسواق المالية العربية بعدم التنوع الكافي في الأوراق المالية المطروحة، وهو ما يضع قيودا على المستثمرين لتنوع محافظهم المالية، ويزيد من درجة المخاطر

هـ. التقلبات الشديدة في الأسعار: تتسم البورصات العربية بشدة التقلبات في حركة الأسعار باعتبارها أسواقا ناشئة حيث تعتمد هذه الأسواق على التمويل من مصادر خارجية ممثلة في القروض و إصدار مزيد من الأسهم مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية، مما يثير المخاوف لدى المستثمرين ويعرضهم لخسائر مرتفعة.

لعل النتائج المتوصل إليها - من خلال المعلومات التي يقدمها صندوق النقد العربي وكذا التقرير الاقتصادي الموحد - توحي بأن هناك أسواق عربية كبيرة نسبيا لكن السيولة فيها ضعيفة مثل سوق البحرين، بينما قد تكون السوق صغيرة الحجم لكنها عالية السيولة كما هو الشأن بالنسبة لسوق مسقط. وقد يحدث أن تكون السوق عالية السيولة و كبيرة

الحجم مثل سوق الكويت وبالعكس قد تكون السوق صغيرة الحجم وقليلة السيولة كما هو بالنسبة لسوق تونس و لبنان. أما فيما يخص المعيار الأخير فإن سوق عمان المالي يعتبر الأقل تذبذبا بينما تعتبر مسقط الأعلى.¹

الفرع الثاني: أهمية أسواق الأوراق المالية العربية

تكتسي عملية إنشاء بورصات عربية فاعلة داخل الوطن العربي أهمية بالغة خاصة في ظل التطورات والأحداث العالمية المتمثلة في توسع عمليات التحرير والانفتاح، أو تلك الأحداث التي عرفتها المنطقة العربية المتعلقة بتوجه برامج الإصلاح الاقتصادي أساسا للتأكيد على دور القطاع الخاص في دعم عملية التنمية الاقتصادية ويمكننا أن نبرز أهمية وجود بورصات للأوراق المالية فاعلة داخل الوطن العربي في النقاط التالية:

- 1- تعول الحكومات العربية على بورصات الأوراق المالية في إنجاح عملية الخصخصة من خلال طرح أسهم الشركات العامة للتداول والاكتتاب.
- 2- تساهم بورصة الأوراق المالية بشكل أساسي في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية على أساس تنافسي ما يرفع من كفاءة أداء المؤسسات داخل الاقتصاد.
- 3- لا غنى عن بورصات عربية متطورة وذات كفاءة عالية ومتكاملة مع بعضها لاستعادة الأموال العربية المهاجرة.
- 4- إن وجود بورصات عربية ذات كفاءة وتضم شريحة واسعة من المتعاملين يساعد السلطات النقدية في الدول العربية على إدارة سياستها النقدية بفاعلية أكبر.
- 5- يساعد وجود بورصات أوراق مالية ذات كفاءة، الحكومات العربية على تنمية الوعي الادخاري والاستثماري لدى المواطنين.
- 6- إن دور الرقابة غير الرسمية على أداء الشركات الذي تمارسه البورصات سيحفز هذه الشركات على تحسين أداءها وعلى رفع من أرباحها ومعدلات نموها سنويا.
- 7- يساهم وجود بورصات عربية فاعلة على ظهور مشاريع جديدة وتوسيع أخرى ما يوفر العديد من فرص العمل التي تسمح بالتخفيض معدلات البطالة وكذلك يرفع من حجم الإنتاج الوطني، وقد خلصت العديد من الدراسات التي قامت بها المنظمات الدولية ومن بينها دراسات صندوق النقد الدولي إلى أن وجود بورصات متطورة ومنفتحة على

¹ - صندوق النقد العربي، مجموع النشرات الفصلية حول الأسواق العربية، 1994-2000.

الفصل الثالث: واقع الأسواق المالية العربية

العالم الخارجي يعتبر من بين العوامل الرئيسية المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية بصفة عامة وبصفة خاصة الدول النامية.¹

وبعدما ركزنا على أهم خصائص الأسواق المالية العربية سوف أقوم بتدعيم هاته الخصائص بمجولين لأهم مؤشرات الأسواق المالية العربية وذلك لفترةتي 2016 و 2017.

الجدول رقم 03: أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية لسنة 2016

مؤشر البورصة المحلية (بالنقطة)	أحجام التداول بالدولار الأمريكي (مليون)	القيمة السوقية للسهم بالدولار الأمريكي (مليون)	عدد الشركات المدرجة	
2170	998.4	24 487.2	224	بورصة عمان
1220	125	19 222	44	بورصة البحرين
5488	37	8 762	79	بورصة تونس
7210	79 861	448 305	176	السوق المالية السعودية
5782	571	44 904	131	سوق مسقط للأوراق المالية
5748	2 978	87 288	216	سوق الكويت للأوراق المالية
111	340	11 903	30	بورصة بيروت
12 345	6 077	34 463	222	البورصة المصرية
11 644	2 667	57 607	75	بورصة الدار البيضاء
4546	3 287	120 947	68	سوق أبوظبي للأوراق المالية
3530	11 426	91 928	61	سوق دبي المالي
10 436	4 307	154 739	42	بورصة قطر
3 118	144	2 424	67	سوق الخرطوم للأوراق المالية
-	203 (ألف)	88	2	بورصة الجزائر
530	90	3 387	48	سوق فلسطين للأوراق المالية
1617	1	766	24	سوق دمشق للأوراق المالية

المصدر: صندوق النقد العربي، مجموع النشرة الفصلية حول الأسواق العربية، 2016.

¹ - علي زيان محمد واعمر، سلوى تيشات، انعكاسات الأسواق المالية على اقتصاديات الدول النامية، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص والتحديات، معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي بغليزان، في 12-13 أكتوبر، 2011، ص 13.

الجدول رقم 04: أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية لسنة 2017

مؤشر البورصة المحلية (بالنقطة)	أحجام التداول بالدولار الأمريكي (مليون)	القيمة السوقية للسهم بالدولار الأمريكي (مليون)	عدد الشركات المدرجة	
2126	176	23 938	194	بورصة عمان
1331	43	21 603	43	بورصة البحرين
6281	31	8 854	81	بورصة تونس
7726	23 323	451 150	188	السوق المالية السعودية
5099	161	46 625	131	سوق مسقط للأوراق المالية
6310	655	92 577	216	سوق الكويت للأوراق المالية
105	116	11 473	30	بورصة بيروت
15019	1 354	4 433	257	البورصة المصرية
12 388	2 177	67 098	74	بورصة الدار البيضاء
4398	720	124 529	67	سوق أبوظبي للأوراق المالية
3370	2 344	104 289	65	سوق دبي المالي
8 523	1 428	129 654	42	بورصة قطر
3802	233	3 077	67	سوق الخرطوم للأوراق المالية
-	53 (ألف)	84	2	بورصة الجزائر
574	82	3 891	48	سوق فلسطين للأوراق المالية
5982	7	1 538	24	سوق دمشق للأوراق المالية

المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية حول الأسواق العربية، 2017.

تحليل الجدولين: من خلال استعراضنا لأهم مؤشرات الأسواق المالية العربية بين سنتي 2016 و 2017 نلاحظ وجود بعض التغيرات أو التقلبات التي حدثت في بعض الأسواق المالية العربية وهذا نتيجة بعض الأحداث التي وقعت خلال سنة 2017، وكان أكبر متضرر في الأسواق المالية العربية بورصة قطر والتي عرفت انخفاضا حادا في معظم مؤشراتهما فمثلا القيمة السوقية والتي كانت تقدر سنة 2016 ب 154 مليار دولار أمريكي انخفضت في نهاية سنة 2017 إلى 129 مليار دولار أمريكي ونفس الأمر ينطبق على حجم التداول والذي كان يقدر سنة 2016 ب 4 ملايين دولار أمريكي أصبح في سنة 2017 ب مليار دولار، أما مؤشر بورصة قطر المحلي في سنة 2016 كان حوالي 10436 نقطة أصبح في سنة 2017 ب 8523 نقطة، ويرجع هذا الانخفاض إلى الأزمة الخليجية التي

حدثت منتصف سنة 2017 بين بعض الدول الخليجية (السعودية، الامارات، البحرين) و دولة قطر، وذلك من خلال تشديد حصار اقتصادي وسياسي على دولة قطر وهو ما تسبب في خروج بعض المستثمرين من بورصة قطر. أما باقي المؤشرات على مستوى الأسواق المالية العربية الأخرى فقد كانت تعرف تقلبات معتادة تحدث في أسواقها. و نستخلص من الجدولين أنه مازالت أغلب الأسواق المالية العربية تعاني من نقص كبير في معدلات مؤشراتهما مقارنة بباقي الدول العالمية خاصة الرائدة منها في مجال الأسواق المالية.

المطلب الثالث: مشروع إنشاء السوق المالية العربية المشتركة

لقد بدأ التفكير الجدي لإقامة السوق المالية العربية المشتركة بعد انتصار أكتوبر 1973، و تولد فوائض مالية عربية ضخمة بعد ارتفاع أسعار النفط، و من ثم بدأ البحث عن كيفية توطين الأرصدة و الأموال العربية الفائضة و التي تستثمر خارج المنطقة العربية، لتتدفق داخل هذه المنطقة لخدمة التنمية العربية و قد اتخذ المجلس الاقتصادي في دورته الثانية و العشرين في 16/12/1976 القرار رقم 649 الخاص بإنشاء سوق مالية عربية مشتركة و اتحاد البورصات العربية، حيث يتضمن الموافقة من حيث المبدأ على فكرة إنشاء السوق النقدية و المالية العربية و تكليف مجلس محافظي البنوك المركزية العربية بالاشتراك مع الأمانة العامة لجامعة الدول العربية و بالاستعانة بعدد من الخبراء المتخصصين لاستكمال الدراسات التي أعدها الأمانة العامة و النظر في ترتيبات اللازمة لنشأة السوق.

و من ناحية أخرى على الأمانة العامة لجامعة الدول العربية أن تقوم بعرض الموضوع على اللجنة الوزارية السداسية لتلقي توصياتها لعرضها على المجلس الاقتصادي الدورة المقبلة، و لقد كان هذا التوجه الذي طرحته الجامعة العربية، متوقفا بشكل كبير مع ما وصلت إليه ندوة وزراء المال و الاقتصاد العرب التي عقدت في الرباط ابريل 1976 و انشق عنها تشكيل لجنة وزارية سداسية يعهد إليها اقتراح الحلول الكفيلة بدعم العمل العربي المشترك في المجال الاقتصادي و زيادة فاعليته. و تنفيذا لهذه التوجيهات اتفق رأي اللجنة الوزارية السداسية على أن تبدأ أعمالها الخاصة ببحث تقييم الجهود التي قامت بها التنظيمات العربية كالصناديق و المشروعات المشتركة من اجل الوصول إلى هدف التنمية الاقتصادية العربية، و تحديد المعوقات و العقبات التي حالت دون نجاح هذه الجهود في الوصول إلى أهدافها بل و اقتراح الوسائل الكفيلة بزيادة فعالية هذه الأجهزة و التنظيمات.

و قد تطرقت لجنة خبراء التقييم في جلستها الأولى إلى بحث موضوع السوق المالية العربية المشتركة، و اقترحت عرض موضوعها على اللجنة الوزارية السداسية، و كان هناك إجماع على أن غياب السوق المالية العربية الفعالة من أبرز أوجه القصور و التي تتطلب لتطويرها و بحثها و دفعها إلى الوجود العمل على عدة محاور أساسية هي:

* المحور الأول: تحسين مناخ الاستثمار العربي و تهيئته بالصورة الملائمة التي تجعله جاذبا لرؤوس الأموال و الاستثمارات العربية داخل المنطقة العربية، و تحديدا فيما يتعلق بتوفير الضمانات المختلفة للأموال العربية داخل الوطن العربي. و لعل إبرام الاتفاقية الموحدة لاستثمار رؤوس الأموال العربية عام 1980 و قبلها إنشاء المؤسسة العربية لضمان الاستثمار عام 1975 خطوة عملية ضرورية في هذا الاتجاه.

* المحور الثاني: محاولة تشجيع الاستثمار في القطاعات التي تحددها الجهات و التنظيمات العربية المختصة في الاقتصاد العربي عن طريق إيجاد الترتيبات و النظم التي تكفل تشجيع مساهمة الأفراد و الهيئات في الاكتتاب في الأوراق المالية سواء كانت أسهما أو سندات في نطاق المشروعات التي تقام في المنطقة العربية.

* المحور الثالث: ضرورة دعم الهياكل و الأنشطة التي تكفل زيادة التعاون النقدي و المالي العربي بما يؤدي إلى جذب و تشجيع المدخرات و الودائع و الأموال إلى الجهاز المصرفي العربي و المؤسسات المالية العربية و تحديدا البورصات العربية التي تعمل على توظيف هذه المدخرات في الأنشطة الاستثمارية التي تصب في التنمية العربية بمفهومها الشامل. و قد اقتضى العمل في إطار تلك المحاور أن تكون حزمة مترابطة لتطوير السوق المالية العربية بمفهومها الشامل، و بالتالي كان لا بد من إجراء بعض الإصلاحات التشريعية و القوانين و النظم العربية بما يؤدي إلى تشجيع استثمار الأموال العربية داخل المنطقة العربية و تفعيل قنوات الاتصال النقدية و المالية و تيسير حركة رؤوس الأموال و الأوراق المالية و تحويل عوائدها و استرداد حصيلة بيعها و توفير التسهيلات التي تكفل أن تكون بمثابة استثناء من نظم الرقابة على النقد في الدول التي لديها هذه النظم.

و رغم كل هذه الجهود التي بذلت من أجل إقامة سوق مالية عربية مشتركة إلا أنها لم تكفل بالنجاح، على مدى عقدين كاملين من القرن العشرين، و فشلت في التوصل إلى صيغة متفق عليها لإقامة سوق مالية و قابلة للتطبيق لأسباب كثيرة، تتلخص في عدم ملائمة البيئة الاقتصادية خلال تلك الفترة لإقامة السوق و الافتقار إلى الآلية المناسبة للوصول إلى هدف إقامة السوق المالية العربية المشتركة، بالإضافة إلى غياب الإرادة السياسية و عدم إدراك أهمية وجود السوق كإحدى أهم قنوات جذب رؤوس الأموال العربية داخل المنطقة العربية، و بالتالي لازال الموضوع يحتاج إلى

تعميق مبدأ الاعتماد المتبادل و تعظيم المصلحة الاقتصادية العربية المشتركة ووضع شبكة متكاملة لسوق المال العربية بتكون أكثر تكاملا و قدرة على انتقال و تحريك رؤوس الأموال العربية داخل المنطقة العربية.¹

المبحث الثاني: معوقات الأسواق المالية العربية

إن أغلب أسواق الأوراق المالية العربية لديها ضعف واضح في أداءها المالي وهذا ما يؤثر بالسلب على تطورها في المستقبل القريب، ومن خلال ما لدينا من معطيات فإننا سنحاول معرفة كل المعوقات التي تحول دون تطور هذه الأسواق.

المطلب الأول: المعوقات الخاصة بالجانب الاقتصادي

إن أسواق الأوراق المالية العربية القائمة تؤدي دورا محدودا في توفير السيولة نظرا لضيقها ومحدودية الأدوات المتداولة فيها وكذا ضآلة الطلب والذي يعود سببه إلى انخفاض عوائد الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق مقارنة مع مجالات الاستثمار الأخرى، ضف إلى ذلك انخفاض الإدارات الفردية والميل التقليدي لأصحابها نحو الاستثمار النقدي (البنوك) والاستثمار العقاري بعيدا عن أسواق المال كل هذه العوائق يمكن عنونها بالمعوقات الاقتصادية والتي يتم التفصيل في كل عنصر منها على حدة من خلال الفروع الآتية:

- العقبات المتعلقة باقتصاديات الدول العربية
- ضيق نطاق السوق.
- ضآلة الطلب.
- مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج.

1- العقبات المتعلقة باقتصاديات الدول العربية

من المعروف بأنه لا يمكن تطوير الأسواق المالية العربية بمعزل عن التطورات والأوضاع الاقتصادية لهذه الدول، وفي ضوء ذلك فإن ضعف الترابط بين هذه الأسواق تعكس بالضرورة الخلل الهيكلي في اقتصاديات الدول العربية، وتشير الدراسات المتعلقة باقتصاديات العربية إلى أن هناك تباينا واضحا في اقتصاداتها وكذلك في السياسات المالية والنقدية التي تنتهجها بالإضافة إلى غياب التنسيق فيما بينها، وعلى العموم يمكن التمييز بين مجموعتين من الدول العربية

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003، ص210.

وذلك من خلال التطور الاقتصادي، الأولى تضم الدول العربية التي يتميز تركيبها الاقتصادي بفائض مالي يقابله شح في عناصر الإنتاج الأخرى، وخاصة العناصر البشرية المدربة، أما المجموعة الثانية، فتتضمن دول عربية يتميز تركيبها الاقتصادي بقلة رأس المال ووفرة عناصر الإنتاج الأخرى وخاصة الأيدي العاملة، وفي ضوء هذه الحقائق فإن السياسات الاقتصادية المتبعة في كلا المجموعتين مختلفة لذلك فإن التحدي القائم يقوم على أساس إيجاد انسجام بين مصالح دول الفائض، وذلك من خلال توفير فرص استثمارية مناسبة وكذلك مصالح الدول العربية الأخرى ذات الإمكانيات التنموية والبشرية.¹

2- ضيق نطاق السوق²

تتصف معظم أسواق الأوراق المالية العربية بالضيق، ويتمثل ضيق هذه الأسواق ومحدوديتها في قلة الأدوات الاستثمارية المتاحة، إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، في حين أن أسواق السندات لا تزال في مراحلها الأولى، حيث تعتمد الشركات في تدويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات، وعدم التزامها بقواعد الشفافية والإصلاح، إضافة إلى النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر على التعاملات في هذه الأسواق الأسهم ووسائل التدويل التقليدية.

ويتمثل ضيق هذه الأسواق في قلة عدد الشركات المدرجة فيها، وترتكز ملكية أسهم الشركات المدرجة على امتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة وضعف حركة التداول وانخفاض معدل الدوران.

3- ضآلة الطلب والعرض

وتعود أسباب ضآلة الطلب إلى العناصر الأساسية التالية:

أ- انخفاض معدلات الادخار: ويعود انخفاض معدلات الادخار في الدول العربية إلى ضعف دخل الفرد، مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار، إضافة ذلك انعدام ثقافة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثيرين

¹ - حملاوي ربيعة، أساليب الخصوصية وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر 2004، ص 6.

² - إنجي توكل، من يربح السياح البنوك أم سوق المال، مجلة المشروعات الدولية الخاصة، العدد 12، 2005، ص 14.

من المستثمرين. والتباين في مستوى دخل الفرد فيما بين الدول العربية راجع إلى أن هناك تناقضا صارخا بين الدول العربية النفطية والدول العربية غير النفطية.

ب- انخفاض العائد: المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع.

ج- ارتفاع سعر الفائدة: يعتبر سعر الفائدة محددًا من محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ أنه كلما كان سعر الفائدة منخفضا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية، وكلما كان سعر الفائدة مرتفعا كلما أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

فالمستثمرون مطالبون بالاختيار بين الاقتراض (البنوك)، أو المشاركة (سوق الأوراق المالية)، وليس هذا وحسب، بل هم مطالبون باختيار الأسلوب المناسب لتجنب مخاطر كل مصدر تمويلي وأثارها على المدى الطويل.

فالاقتراض من البنوك قد يكون قصيرا أو متوسط الأجل، وهو في الأغلب مرتفع التكلفة، وقد يكون طويل الأجل وبتكلفة أقل نسبيا إذا تم من خلال طرح سندات في سوق المال، حيث يمكن التعامل مباشرة مع أصحاب المدخرات دون وساطة البنوك.

أما إذا وقع الاختيار على المشاركة، فإن المفاضلة ستكون بين ضم شركاء جدد معددين ومعروفين مسبقا، وبين إصدار أسهم جديدة، وطرحها للاكتساب المفتوح في سوق المال، ليشترتها من يرغب بغض النظر عن هويته، وهنا تكون الفرصة أكبر لجمع تمويل ضخم لمشروعات كبيرة تسهم في دفع عجلة التنمية، كما أن هذا الأسلوب يفتح الباب أمام صغار المدخرين للمشاركة في جني الأرباح، وعليه، وبالرغم من تعدد مصادر التمويل، واختلاف مزاياها، فإن الكثير من الدراسات يؤكد أن رجال الأعمال في العالم العربي يفضلون الاقتراض من البنوك على مصادر التمويل الأخرى.

د- عدم ملائمة النظام الجنائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الاستثمار في السوق، خاصة في بعض البورصات العربية إذ نجد ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار.

هـ- عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات.

و- ضآلة الانفتاح على الخارج: من العوامل التي لا تزال تعيق عمل أسواق المالية العربية هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في غالبية البلدان العربية، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية العربية وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.¹

4- مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج

تمثل قضية توطین الأموال العربية بالخارج، والحد من هجرتها في الظروف الراهنة إحدى الأوليات الإستراتيجية للعالم العربي وذلك لإحداث نوع من التوازن بين الموارد الاقتصادية العربية بما فيها رأس المال وبين المردود الاقتصادي والاجتماعي لهذه الموارد في ظل فجوة مالية كبيرة تعاني منها معظم البلدان العربية، وتصل في البعض منها إلى 70% ويتم تغطيتها من خلال التمويل الافتراضي والإعانات الخارجية، كما تعمل في نفس الوقت جاهدة على جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية بالداخل بالرغم من منافسة جميع دول العالم لها وضآلة الحجم المتوقع قدومه لها. لهذا تعد قضية الحد من هجرة الأموال العربية للخارج وإعادة توطینها في البلدان العربية من أبرز اهتمامات العرب خاصة في ظل الظروف الصعبة التي تواجهها هذه الأموال بالخارج بعد أحداث 11 سبتمبر والمتمثلة في التجميد والمصادرة في أحيان كثيرة.

أ- الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية للخارج²

سنتناول في هذه النقطة دراسة الجوانب النظرية لهجرة رؤوس الأموال العربية بالخارج، حيث اتضح أن التطبيق العملي للنظرية الاقتصادية كان في الاتجاه المضاد، ثم كيف أن الفرصة البديلة للاستثمار بالعالم الخارجي لم تكن أفضل من الاستثمار في العالم العربي من جميع الوجوه.

ومن المعروف أن النظرية الاقتصادية تركز على انتقال رؤوس الأموال من بلدان الفائض إلى بلدان العجز، والواقع أن التطبيق العملي قد أثبت إلى جانب ذلك انتقال رؤوس الأموال في الاتجاه المضاد أي من بلدان العجز إلى بلدان الفائض، فيكفي أن نشير إلى أن حجم الأموال العربية المستثمرة في الخارج قد بلغت حوالي 800-2400 مليار دولار، ويلاحظ أن نسبة كبيرة من هذه الأموال لبلدان عربية تعاني من قصور في موارد التمويل وكذلك مشكلة

¹ - إبراهيم حسن وآخرون، أسواق الأوراق المالية العربية (الأداء والتحديات) صندوق النقد العربي بحث مقدم إلى ندوة، دور القطاع الخاص في اقتصاديات العربية، الكويت، 1999، ص7.

² - عادل حميد يعقوب عبد العال، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة (الحالة العربية)، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة أم القرى، ص18.

المديونية الخارجية، وارتفاع نسبة البطالة والتضخم، ولم تقتصر هذه الظاهرة على البلدان العربية فقط فقد أدت ظروف الحرب والفساد في روسيا إلى هروب حوالي 130-140 مليار دولار إلى الخارج، كما انتشرت هذه الظاهرة في كثير من دول العالم الثالث في إفريقيا وآسيا وأمريكا اللاتينية بالرغم من حاجتها الماسة لهذه الأموال.

ولا شك أن استثمار الأموال العربية بالخارج يضر مصلحة الاقتصاديات العربية فهو حسب بعض المتخصصين نوع من التحديات، فهو يلحق الضرر بالمجتمع ويعرقل جهود التنمية ويساعد في زيادة حدة المشكلات التي تعاني منها.

ب- أسباب هروب رؤوس الأموال العربية للخارج

كما قد أشرنا سابقا إلى أن أغلب الاستثمارات العربية تتجه نحو المحافظ الاستثمارية المدارة من قبل البنوك خاصة الأمريكية، والمشكلة في وسائل الدفع والأوراق المالية والأسهم، التي لا تعطي حاملها حق الإدارة، كما يتجه البعض منها إلى مجال الودائع المصرفية في البنوك أو شراء أوراق الشركات وحصص الملكية، في حين تتجه بعض الاستثمارات الخاصة نحو الملكية العقارية.

ويرى بعض المتخصصين أن قوة اتجاه الأموال العربية نحو التوظيف في الأسواق الأمريكية بصفة خاصة وبعض الدول الأوروبية (المجلترا) قد جاء نتيجة للروابط التي ربطت لسنين طويلة بعض الدول المنتجة للبتترول وهاتين الدولتين، وكذلك علاقات التشابك الاقتصادية الكثيرة والمتمثلة في البترول والتجارة الخارجية والبنوك فضلا عن اتساع وتنظيم أسواق نيويورك ولندن النقدية والمالية والتجارية.

وهذا وقد أسهمت العديد من العوامل الاقتصادية و غير الاقتصادية في هجرة رؤوس الأموال العربية للخارج كان من بينها عوامل جاذبة من البلدان الأجنبية المستقبلية للأموال، وعوامل طاردة من داخل البلدان العربية.

- الأسباب الخارجية: يمكن إيجاز أهم الأسباب الخارجية على النحو التالي:

* المحافظة على الأموال وكون هذه الاستثمارات مضمونة حيث تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية وبعض دول أوروبا العربية من وجهة نظر الأموال العربية المهاجرة المكان والبلاد الآمن للحفاظ على قيمة هذه الأموال نتيجة لقوة الأداء الاقتصادي بهذه الدول والمتزامن مع القوة السياسية والعسكرية في ظل حرية اقتصادية تمنع الاقتراب من التعدي على هذه الأموال.

* الربحية: يعتبر عنصر الربحية من العناصر المهمة والمحددة لتحركات رؤوس الأموال وهجرتها، بل أنه يمثل في معظم الحالات العنصر الأهم ومن المعروف اقتصاديا أنه كلما زادت درجة نضج الاقتصاد وتطوره قلت فرص الاستثمار

المريح في هذا الاقتصاد، وتصبح بالتالي فرص الاستثمار في البلدان الأقل تطورا مثل البلدان العربية أكثر ربحية منها في الدول المتقدمة، وهو ما يفسر لنا أن أغلب الاستثمارات الأجنبية المباشرة تتم في بلدان مثل الصين، وبعض دول جنوب شرق آسيا التي مازالت أرضا بكرًا للاستثمار المريح علاوة على توفر بعض الشروط الضرورية الأخرى للقيام بهذا الاستثمار، وتتعلق هذه الشروط الضرورية بما يسمى بتهيئة المناخ الاستثماري في أي بلد من بلدان العالم، وهو ما يقدم دائما على أنه السبب الرئيس وراء إحجام الأموال العربية عن التوطن والاستثمار في العالم العربي، وبتطبيق معيار (درجة نضج الاقتصاد وتطوره) على الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا الغربية يلاحظ تدني نسبة الربحية بها مقارنة بمعدل الربحية في دول جنوب شرق آسيا ففي الوقت الذي تصل فيه معدل الربحية من 13-14% في مجموعة دول جنوب شرق آسيا يصل فيه معدل الربحية إلى حوالي 4.3% في الو.م.أ وأوروبا الغربية. وعلى ذلك لا يعتبر عنصر الربحية من العناصر قوية التأثير على هجرة رؤوس الأموال العربية للخارج وتتفق مع ذلك كثير من الدراسات التي تمت بهذا الخصوص.

* قدرة المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال على استرجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت بدون عوائق. تتسابق دول العالم في سن التشريعات الخاصة بتحويل الأرباح أو استرجاع الأموال في أي وقت بالنسبة للاستثمارات الأجنبية ومع ذلك فإن الولايات المتحدة الأمريكية حتى الآن هي الدولة الوحيدة في العالم التي لا تعلن في قوانينها موقفا من تحرك رؤوس الأموال الوطنية أو الأجنبية دخولا أو خروجا، وإن كان هذا لا يعني عدم وجود سياسات تحد من مثل هذه التحركات.

ولا شك أن حرية تحركات الاستثمارات الأجنبية الكبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية وبصفة خاصة الأموال والاستثمارات العربية ليست بالسهولة كالمطبقة في كثير من دول العالم بل أنها تخضع لاعتبارات سياسية واقتصادية تحددها مصلحة المؤسسات والشركات والبنوك والأسواق الأمريكية بالرغم من زعامة الولايات المتحدة الأمريكية لسياسات الحرية والتحرر الاقتصادي و غير المطبقة على أرض الواقع أو المطبقة بعدة مكايل.

هذه هي أهم الأسباب لهجرة رؤوس الأموال العربية للخارج بالإضافة إلى بعض العوامل الأخرى مثل التقدم والتطور في البنية التحتية والفوقية للاستثمار في هذه الدول.

وبعد هذا العرض والتحليل نستطيع أن نحدد أوزانا ترجيحية للأسباب الخارجية لهجرة الأموال العربية للخارج على النحو التالي:

- المحافظة على الأموال والضمان 60%
- الربحية 20%
- القدرة على استرجاع الأموال والأرباح بدون قيود 20%.
- الأسباب الداخلية:¹ أما عن الأسباب الداخلية لهجرة الأموال العربية بالخارج فيمكن توضيح أهمها:
 - * ضعف المقدرة الاستيعابية للاقتصاديات العربية: وتتمثل في عدم استطاعت هذه الاقتصاديات استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالاً كاملاً في تحقيق مستوى من التنمية تتناسب مع مستوى هذه الموارد، ومن أمثلة على ذلك عدم مقدرة البنوك والشركات والمؤسسات المالية العربية على استثمار ما لديها من فوائض مالية بالرغم من توافر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجدوى في المجالات المتعددة مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المحققة.
 - * بالرغم من الإصلاحات الإدارية والقانونية التي تمت في معظم البلدان العربية فلا زالت هناك الكثير من المشاكل التي يتعرض لها المستثمرون العرب داخل البلدان العربية، فلا زالت المزاجية وشيوع الروتين والفساد الإداري والمالي، وغياب الشفافية والتسهيلات تمثل حاجزاً كبيراً لانسياب رؤوس الأموال بين الدول العربية وهروبها إلى الخارج.
 - * شيوع عقلية الربح الكبير والسريع والخوف من المخاطرة لدى قطاع كبير مما يطلق عليه رجال الأعمال تجاوراً، وتحقيق أرباح قدرية بفعل المضاربات وتسكين الأموال في صورة التفضيل الربحي والتطفل في الخارج.
 - * غياب التطبيق العملي على أرض الواقع للإصلاحات الإدارية والتنظيمية وكذلك التشريعات الخاصة لجذب الاستثمارات العربية.
 - * الصراع العربي الإسرائيلي وعدم الاستقرار السياسي في منطقة الشرق الأوسط يجعلها من وجهة نظر الكثيرين منطقة غير آمنة للاستثمار.
 - * عدم كفاية أوعية جذب الاستثمارات العربية: لما كانت الدول العربية تعاني من ضعف المؤسسات المالية، كما أن النشاط الاقتصادي الاستثماري والمالي عادة ما تهيمن عليه الأجهزة الحكومية أو المختلطة مع سيطرة واضحة للقرار الحكومي لذا يجد المستثمر العربي صعوبة كبيرة في توجيه استثماراته.

¹ - سعدون بوكابوس، فارس فضيل، اقتصاديات الدول العربية بين اشكالية النهيمش المالي والأموال المهاجرة، مجلة الدراسات الاقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والدراسات الإنسانية، العدد 6، جويلية 2005، ص 71، 72.

* المعاناة الكبيرة في مراكز الحدود العربية الجوية، البحرية منها والبرية وسوء المعاملة في بعض الأحيان يجعل المستثمرين يجمعون عن العمل بهذه الدول.

ج- مخاطر هجرة رؤوس الأموال العربية¹

يمكن حصر مخاطر هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج في النقاط الآتية:

- معدلات الفوائد الوهمية وليست حقيقية.
- خطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية تجاه العملات العربية.
- خطر عجز الدول والمؤسسات المقترضة للأموال عن التسديد.

المطلب الثاني: معوقات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

تعاني أسواق رأس المال العربية من نقاط ضعف متعددة تحول دون تطور هذه الأسواق، وتحد بالتالي من إمكانيات تعاملها وربطها ببعضها البعض، حيث لا يمكن عزل موضوع تطور أسواق رأس المال عن الأوضاع الاقتصادية والسياسية المتبعة، خاصة فيما يتعلق بعدم توافر إمكانية تحويل الفوائض المالية العربية والموظفة غالباً في شكل ودائع مصرفية في البنوك الأجنبية إلى قروض عربية طويلة الأجل، وذلك من خلال العمل المصرفي العربي الدولي، سواء كان ذلك من داخل الوطن العربي أو من خارجه، وذلك بسبب إغلاق أسواق رأس مال الدول العربية المستوردة لرأس المال من الداخل إلى الخارج نتيجة قلة الموارد المالية من العملات الأجنبية، وبالرغم من انفتاح دول الفائض المالي على تدفق رأس المال إلى خارج أسواقها المحلية، إلا أن السنوات الأخيرة شهدت محاولات جادة ومخلصة من قبل الدول العربية المستوردة لرأس المال لتذليل معوقات الاستثمار وتهيئة الأوضاع والطرق المناسبة لجذب المزيد من الاستثمارات الخارجية.

ويمكن تصنيف القيود التي تحول دون الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية فيما يلي:

1- قيود معلوماتية²:

- ضعف الإيضاح المالي.

¹ - محمد قويدر، محمد فرحي، أهمية الاستثمارات العربية البينية في تعزيز التكامل الاقتصادي العربي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 8-9 ماي 2004، ص 5، 6.

² - أمل مصطفى عصفور، إدارة البورصات العربية وسبل تمتيتها، ملتقى حول بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، شرم الشيخ، من 6-10 مارس 2005، ص 248، 250.

- عدم وجود تحليل فني واقتصادي مستقبلي.
 - انخفاض الوعي الاستثماري وخاصة لدى الأفراد، ووجود اعتبارات دينية تعوق توجيه المدخرات لأنواع من الأوراق المالية، وذلك فيما يتعلق بتوزيع عائد ثابت لبعض الأوراق المالية كسندات.
 - المغالاة في تقدير المراكز المالية.
 - عدم توفر شبكة المعلومات على أسس تنبؤية وليس مجرد عرض للبيانات والمؤشرات، بل لا بد من توضيح دور هذه المؤشرات في عرقلة أو تنمية البورصة مستقبلاً.
 - نقص نظام المعلومات بالبورصات وغياب مراكز دعم القرارات.
 - عدم دراسة السوق المحلي وتحديد صفاته وخصائصه، سواء بالنسبة للمستثمر الفرد أو للشركات، وتوفير مجموعة متنوعة من الأوراق المالية المناسبة لخصائص كل نوع وسلوكه.
- 2- قيود تنظيمية:**¹ وتتلخص فيما يلي:

- ضعف الهياكل التنظيمية واعتمادها على الشكل الهرمي الذي لا يتناسب مع طبيعة العمل بالبورصات.
- غياب التخطيط الاستراتيجي للبورصات العربية.
- غياب أدلة طرق التداول.
- انتشار الشركات الاستثمارية المالية مما يقيد حجم الاستثمارات المالية وشكلها.
- تعدد المصطلحات المالية والاستثمارات نتيجة لتباين الثقافات العربية، وتأثيرها على البورصات، كل ذلك يعوق الاتصالات فيما بين البورصات العربية وبين الشركات المقيدة والمتعاملة داخل البورصات
- عدم وجود ربط بين البورصات والمجتمع وجمهور المتعاملين.
- غياب الابتكار و التجديد في أدوات الاستثمار والادخار.
- نقص التوجه نحو العالمية في الأداء والتركيز على الأبعاد المحلية.
- صعوبة منافسة البورصات العالمية.
- كما أن هناك معوقات لتطبيق الربط بين البورصات العربية، وهي:
- عدم توافق السياسات النقدية وسياسات الاستثمار والإقراض.

¹ - النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر 1998/1999، ص175.

- في أي محاولة لتحقيق التكامل بين البورصات تتجه رؤوس الأموال للأسواق الأقوى مع حرمان بقية الأسواق من الاستثمارات التي تعمل على تنميتها.
- وإضافة إلى قيود المعلومات التنظيمية فإنه يمكن إضافة القيود المالية، وهي كالتالي:
 - الرقابة على النقد الأجنبي.
 - قيود تحويل العملات الأجنبية.
 - تأخر تحويل قيمة الأوراق المالية إلى الخارج.
 - فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول.
 - أثر التضخم على عائد السندات.
 - ضعف البورصات من حيث حجم التداول.
 - غياب السماسرة المتخصصين.
 - عدم السماح لتملك الأوراق المالية لبقية العرب.
 - غياب بنوك الاستثمار والاستثمار في الأوراق المالية.

المطلب الثالث : عقبات آليات العمل بالأسواق المالية العربية¹

هناك مجموعة من العوائق تحد من العمل الجيد للأسواق المالية العربية وتتجلى فيما يلي:

- انعدام توافر الشركات صانعة الأسواق
- بينما يعتبر الوسيط بالعمولة الأداة التي تقوم بمطالبة أوامر البيع والشراء الصادرة عن المشتريين، فإن على صانع السوق القيام بالإعلان عن أسعار البيع والشراء للورقة المالية الواحدة في وقت واحد، ويسمى الفرق بين البيع والشراء هامشاً. وصانع السوق بهذه الوظيفة لا ينتظر أوامر البيع والشراء لمطابقتها حسب رغبات المستثمرين، ولكنه يلتزم بأسعاره المعلن عنها فيما يتعلق بالأسهم، كالأسعار القابلة للتنفيذ الفوري إذا طلب منه أحد الوسطاء بالعمولة أو المستثمر ذاته.

¹ - إبراهيم أحمد جركس، تحرير هناء عبد الغفار السامرائي وعماد عبد اللطيف سالم، تفعيل أداء الأسواق والمؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمة، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية بعنوان الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية ودولية، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، بغداد، 2002، ص 268.

ولما كان معظم تعامل صناع الأسواق إلكترونيا، فإن التنفيذ فيما يتعلق بالأسهم يتم أيضا بواسطة الكمبيوتر دون حاجة لاتصال مباشر، إلا إذا كانت أحجام التعامل المطلوبة تتجاوز الحجم المعروض من قبل صناع السوق الذين لا يعلنون فقط عن أسعار البيع والشراء للأوراق المالية، ولكنهم يحددون أيضا الكميات التي يكونون مستعدين لشراؤها وبيعها بالأسعار المعلنة.

ومع أن صانع السوق يحتفظ بأوامر البيع والشراء صادرة عن الوسطاء أو المستثمرين بأسعار محددة سلفا حسب أنظمة الأسواق المختلفة، وأنه يمكنه بالتالي ملائمة أوامر البيع والشراء المحتفظ بها لديه إذا وصلت الأسعار إلى التطابق المطلوب، فإن حدوث هذا الأمر ليس ضروريا، وبالتالي فإن غياب أوامر الشراء أو البيع محددة الأسعار سلفا يفرض على صانع السوق أن يشتري الورقة المالية أو يبيعها لحسابه الخاص، وأن يتحمل لذلك مخاطر تقلبات الأسعار، وبخاصة في ظروف التقلبات العنيفة

ومع أن هامش السعر المعروض، والذي يمثل الفرق بين سعري البيع والشراء، يشكل نظريا الربح الذي يتقاضاه صانع السوق، إلا أن تغير الأسعار المستمر حتى في سوق مستقر يمكن أن يضيق هامش الربح لديه، لاسيما في سوق يخضع لقوانين العرض والطلب ومؤشرات المنافسة القادمة من صناع سوق آخرين، أو من وسطاء ومتاجرين في الأسواق، ومع أن القاعدة التي تحكم صناع السوق هي واحدة في جميع الأسواق، أي الإعلان عن عروض البيع والشراء في آن واحد، إلا أن الأسواق المختلفة تميز بين وظائف صناع السوق حسب ظروف تطور كل منها، كما أن الضوابط التي تحكم معاملاتهم تختلف من سوق إلى أخرى، وإن كان القاسم المشترك بينها هو التأكد من عدم طغيان مصلحة صانع السوق على مصلحة المستثمرين من خارج السوق.

ويمكن تلخيص نشاط صناع السوق في النقاط التالية:

- إضفاء مزيد من السيولة على الأسواق الثانوية للأوراق المالية خاصة حينما لا تتوفر أوامر الشراء والبيع في الوقت المحدد، ومن المعروف انه لا تتوفر هذه الأوامر في كل وقت بينما يمكن أن يتم الشراء أو بالبيع في كل وقت.

- يعمل صناع السوق على الاستقرار النسبي لاتجاهات الأسعار.

- يساعد صناع السوق على تدقيق المعلومات حول الأسعار واتجاهات الأسواق أمام المستثمرين.

وإذا كان الهدف الأساسي لصناع السوق هو السعي نحو تحقيق الأرباح كوسيط متاجر بين المستثمرين، فإن عليه من أجل تحقيق هذا الهدف أن يقوم:

- * باكتشاف فعلي للسعر الحقيقي لأنه هو الذي يعكس نقطة التوازن بين العرض والطلب في اللحظة المعينة.
- * التأمين الفوري، أي تمكين المستثمرين من تنفيذ أوامر البيع والشراء حسب السعر الحقيقي للسوق كما هو معروض من صناع السوق دون حاجة لانتظار طرف مقابل لأمر البيع أو الشراء من خلال نظام الوساطة التقليدية.
- ولنجاح صناعة الأسواق يجب توفر شروط وآليات كثيرة منها عوامل ذاتية ترتبط بصناع السوق وتعلق بقدرتهم على تحقيق النجاح، وعوامل موضوعية تتمثل فيما يلي:
- توافر الضوابط والتعليمات التي تحمي أطراف عملية التداول.
 - تهيئة الآليات الضرورية التي تجعل صناعة السوق ممكنة.
 - توفير الحد الأدنى من المكونات الإلكترونية الضرورية لتدقيق المعلومات وشفافيتها.
 - إتاحة التنافس الصحي لجمهور المتعاملين.
- بعدما تعرفنا على صناعة السوق والهدف منها، فإن البحث في قصور صناع السوق في أسواق الأوراق المالية العربية يعتبر العامل الرئيسي لتطوير هذه الأسواق ، وبصورة عامة فإن الكثير منها تعاني من التقلب الشديد في الأسعار نتيجة لتقلب أحجام التداول، مما يجعل هذه الأسواق متقلبة نتيجة لقلّة الشركات الصانعة للسوق أو انعدامها.
- مما نتج عنه عجز هذه الأسواق عن تقديم الطمأنة الكاملة للمستثمر فيها، والتقلب في أحجام التداول يعني غياب السيولة عند هذه الأسواق في أحيان كثيرة، رغم أن بعض الأسواق مثل سوق الأردن قد تطور تطوراً معقولاً من خلال نظام الوساطة بالعمولة فقط دون أي انحراف حدي في معايير السيولة فيه، إلا أننا نرى أنه في ظروف استثنائية، وفي ضوء هذا الواقع، يمكن من حيث المبدأ أن تضاف صناع أسواق الأوراق المالية العربية وظائف يمكن أن توفر تحرك الأسهم الجامدة بحكم آلية صناعة السوق، وما تستلزمه من إقراض واقتراض، يشكّلان حافزاً مالياً لطرفي عملية الإقراض، وتعتبر إضافة لازمة عاجلاً أم آجلاً، لاسيما أن معظم الفوائض النقدية للأفراد والمصارف العربية والجهات الرسمية يتم توظيفها في الأسواق الدولية، وأحد أسباب هذا الاتجاه في التوظيف يعود إلى ضعف السيولة والعمق في الأسواق الثانوية للأوراق المالية العربية، علماً بأن ضعف السيولة يؤثر سلباً على الاستثمار في المشاريع الجديدة على هيئة شركات مساهمة عامة قابلة للإدراج لأغراض التداول في بورصات الأوراق المالية، وهذا ما يزيد من الحاجة إلى صناع السوق في أسواق المالية العربية.

- عجز السماسرة عن إعطاء المشورة للمشتريين الراغبين في شراء الأوراق المالية، وعدم إلمامهم بمهنة السمسرة في التعامل بالأوراق المالية.

- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بزمام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

المبحث الثالث: برامج الإصلاحات في أسواق الأوراق المالية العربية

انطلاقاً من قراءتنا لواقع الأسواق العربية للأوراق المالية وما وجهها من مشاكل وعقبات أعاقَتْ نموها وتطورها، بدت الحاجة ملحة لاتخاذ إجراءات إصلاحية توفر بيئة اقتصادية واجتماعية، وكذا نفسية و تشريعية ملائمة لتطوير أداء السوق، وتزيد من إقبال المستثمرين على التعامل بالأدوات المالية للسوق. وبالتالي سوف نتطرق في هذا المبحث إلى أهم الإصلاحات التي قامت عليها الأسواق المالية العربية القديمة والجديدة منها.

المطلب الأول: توصيف أسواق الأوراق المالية العربية في ظل برامج الإصلاح

إن الإجراءات الإصلاحية قد طالت عدة نواحي عديدة: تتمثل فيما يلي:

أ- تعزيز عرض أدوات السوق.

ب- تشجيع الطلب على أدوات السوق.

ج- دعم الهياكل التنظيمية والمؤسسية.

د- الإصلاحات التشريعية.

هـ- خلق وتنمية الوعي التوظيفي.

و- توفير درجة عالية من الشفافية.

حتى النصف الثاني من عقد الثمانينات لم يكن هناك في الدول العربية سوى ستة أسواق لراس المال العربية في كل من مصر وتونس و المغرب والكويت والأردن ولبنان(وإن كانت بورصة بيروت معطلة في ذلك الوقت بسبب الحرب الأهلية). وقبل أن يمر عقد الثمانينات شهدنا إنشاء سوق البحرين المالي، وسوق مسقط للأوراق المالية، سوق بغداد المالي، إضافة لسوق الأسهم السعودي. كما شهد العقد الأخير من القرن الماضي، تطورات هامة بخصوص إنشاء

أسواق رأس مال جديدة في كل من السودان، قطر، فلسطين، والجزائر والإمارات العربية المتحدة، فقفز عدد أسواق الأوراق المالية العربية إلى 14 سوقاً.¹ حيث جرى الإعداد لسوقين في كل من دمشق وصنعاء سنة 2010. وقد كان ذلك في إطار التحولات الاقتصادية التي شهدتها الدول العربية والمتمثلة في تبني برامج الإصلاح الهيكلي، وإسناد دور أكبر للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وهو الوضع الذي غدت في ظله الحكومات العربية مطالبة بإعادة نظر شاملة وجذرية في العديد من أطرها التشريعية والتنظيمية والمؤسسية بهدف تهيئة مناخ أفضل للاستثمار ولجذب رؤوس الأموال العربية والأجنبية على حد سواء، وتعبئة المدخرات لتوظيفها في مختلف قطاعات الاقتصاد. وهدفت عملية تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات، إلى تحقيق درجة عالية من الاستقرار التشريعي، والتنظيمي والإداري مسايرة لتقنيات التداول المستخدمة في أسواق رأس المال العالمية، وتكريس نظام التداول الإلكتروني مع تطوير آلياته، والتأكيد على مبدأ الإفصاح المالي كأساس لترشيد القرار الاستثماري للمتعاملين. وعلى هذا النهج جاءت الإصلاحات التي شهدتها كل من بورصة تونس للأوراق المالية عام 1989م، وبورصة القيم بالدار البيضاء عام 1993م، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بعد صدور قانون رقم(90) لعام 1992م وبورصتي الخرطوم وبيروت عام 1995م، حيث تضمنت تلك الإصلاحات عدد من المبادئ الهامة تدعم من أسواق رأس المال لتضطلع بدورها في تجميع المدخرات وتوظيفها لخدمة أهداف التنمية الاقتصادية المرجوة.²

1- تعبئة المدخرات: هدفت جميع الإصلاحات التي تمت إلى تحديد دور سوق رأس المال بشكل واضح، من حيث كونه يمثل آلية لتعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها في مختلف مجالات الاستثمار، بما يخدم عمليات تمويل التنمية الاقتصادية ويحقق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة، وهو الأمر الذي تطلب ترشيد أساليب التعامل مع السوق بالطريقة التي تكفل سلامة المعاملات ودقتها، وتوفير الحماية للمتعاملين، وتنشيط و استقرار سوق رأس المال. لكن تجدر الإشارة هنا إلى أن الممارسات التي شهدتها أسواق رأس المال العالمية خلال السنوات الأخيرة تؤكد على أن التعامل مع سوق رأس المال ككيان مستقل عن باقي قطاعات الاقتصاد و تحريرها دون ضوابط لن ينجم عنه سوى

¹ - شذا الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي، عمان، 2008، ص73.

² - سليمان المنذرى، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1999، ص133.

تحولها إلى مسرح مضاربات تضر بالاقتصاد القومي، لا تنفعه بل و تستنزف موارده، وكذلك تؤدي إلى ضياع مدخرات صغار المستثمرين.¹

2- تنظيم مهنة الوساطة: تتطلب عملية تنشيط وترشيد عملية الاستثمار في الأوراق المالية تأسيس أو تطوير شركات وساطة وخدمات استثمارية، تتلقى أوامر البيع والشراء من العملاء وتنقلها بوسائل اتصال الكترونية إلى وكلاء يمثلون الشركة في سوق رأس المال لتنفيذها حسب درجة مكانة السوق، وتقوم هذه الشركات إضافة إلى عمليات الوساطة، بمجموعة من الخدمات الاستثمارية الهامة، منها تحليل الأوراق المالية، ووضع تصنيف لنوعية الاستثمار، وتصنيف ائتماني للسندات.²

و نظرا لأهمية الدور الذي تقوم به شركات الوساطة المالية، تضمنت الإصلاحات الجديدة تنظيما لمهنة الوساطة في السوق لتكون قادرة على التحليل وتقديم المشورة بشأن القرار الاستثماري الصائب، وإدارة المحافظ وتقييم أداء الشركات، فبعد أن بقيت مهنة الوساطة والسمسرة تدار حتى وقت قريب من قبل السماسرة الأفراد والبنوك التجارية، جاءت التشريعات الجديدة لتنص على أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، ووضعت مجموعة من الأحكام و الضوابط تنظم عمل تلك الشركات. فدخلت شركات الوساطة لأول مرة في السوق التونسية، وبلغ عددها 30 شركة ومكتتبا، وتم الفصل بين مهنة الوساطة والنشاط المصرفي، ولم تعد البنوك التجارية تمارس هذا الدور في المغرب حيث وصل عدد شركات الوساطة الجديدة 12 شركة وتأسست في السوق المصرية لأول مرة شركات وساطة، والتي تجاوز عددها 153 شركة في القاهرة و الإسكندرية . أما في سوق عمان المالي فقد مارست شركات الوساطة عملها جنباً إلى جنب البنوك التجارية، بينما انفردت تلك الشركات بممارسة مهنة الوساطة، ولم يسمح للبنوك بممارسة هذا الدور في بورصات كل من البحرين، وسوق مسقط، وسوق كويت للأوراق المالية.³

¹ - سليمان المنذرى، البورصات العربية. الدور والعلاقات البينية وتحديات التحرير(الاتجاهات الاقتصادية والإستراتيجية)،مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية- الأهرام، القاهرة، 2001، ص138.

² - أيمن عزت الميداني، الخصخصة.. ودور البورصات العربية والمؤسسات المالية في التنمية الاقتصادية، اتحاد البورصات العربية وسوق المال، القاهرة، 2001، ص30،32.

³ - سليمان المنذرى، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، نفس المرجع السابق، ص133،134.

3- نظم المقاصة و الحفظ المركزي: تحتوي عمليات التسوية و المقاصة للصكوك المالية على عدد من الخطوات ، حيث تبدأ مع تنفيذ الصفقة من قبل أنظمة الوساطة والتي تتراوح من القاعات التي يصرح بها الوسطاء عن رغبتهم في البيع والشراء إلى أنظمة على شبكات الحاسوب الآلي، ويعد وجود نظام سريع و آمن للتسوية والمقاصة والحفظ المركزي دعامة أساسية لقيام السوق بوظائفه بكفاءة ويزيد من درجة سيولته، وهو الأمر الذي يمثل عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي و الأجنبي على حد سواء.¹

وقد كانت سوق الكويت المالية أول سوق تأسس فيها شركة للمقاصة، الشركة الكويتية للمقاصة في عام 1987م، وكانت تلك الشركة منوطة نيابة عن السوق بتسوية الالتزامات الناشئة عن المعاملات، وإجراء المقاصة بين الحقوق والالتزامات الخاصة بالمتعاملين خلال 3 أيام . وقد تم تطوير هذا النظام منذ عام 1988م بحيث أصبحت عملية المقاصة تتم بين المتعاملين يومياً حتى يتمكنوا من التعامل بأرصدهم النقدية، بالأسهل على أن تتم عملية التسوية في نهاية الأسبوع.

وفي المغرب نص القانون الجديد لعام 1993م على أن تقوم شركة المسيرة بتنظيم المقاصة وتسليم السندات، ووسائل الأداء، وعقد جلسات التسليم مرة كل أسبوع على الأقل.

و في السوق المصرية أجاز القانون رقم 95 لعام 1992، آنف الذكر، إنشاء شركات للمقاصة و التسوية في معاملات الاوراق المالية في البورصة هدفها تنظيم استلام و تسليم الاوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة، و تسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول التي تتم بواسطة تلك الشركات، و إتمام المقاصة المترتبة عليها وفقاً لنظام الذي تضعه إدارة البورصة و تعتمد عليه هيئة سوق المال²، و قد تم إنشاء الشركة المصرية للمقاصة و الحفظ المركزي، و باشرت عملها في تسوية مراكز المتعاملين في البورصة المصرية منذ السابع من أكتوبر عام 1996. و في السوق اللبنانية، شهد عام 1994 إنشاء مركز لحفظ و مقاصة الأدوات المالية في لبنان و الشرق الأوسط في شكل شركة مغلقة لبنانية برأسمال قدره ملياري ليرة لبنانية.

¹ - رجا أبو عسلى، دور مؤسسات التقاص في ربط البورصات العربية، ورقة مقدمة لمؤتمر البورصات العربية.. البالية والأهداف ، اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، القاهرة، 1997، ص1.

² - سليمان المنذرى، البورصات العربية: تطورات البيئة الاقتصادية و الدور المرتقب، مجلة شؤون عربية، العدد 87، 1996، ص60.

و كذلك تم تأسيس الشركة التونسية للمقاصة عام 1995. كما يتمتع سوق الأسهم السعودي بوجود الشركة السعودية لتسجيل الأسهم، و هي بمثابة وحدة مركزية لإيداع الاوراق المالية و حفظ كل سجلات باقي الشركات المدرجة.

و في سوق مسقط للأوراق المالية بدا في شهر يناير 1999 بتنفيذ أحكام قانون إعادة هيكلة السوق، الذي نص على إنشاء ثلاثة أجهزة منفصلة هي:

* هيئة سوق مسقط للأوراق المالية

* هيئة مستقلة بالإشراف على إصدار بتداول الاوراق مالية

* شركة مسقط لإيداع و تسجيل الاوراق المالية

4- الفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد و التداول في سوق الاوراق المالية:

تضمنت الإصلاحات تعديلا جوهريا قضت بموجبه بفصل الدور الرقابي عن التنفيذي، حيث تتولى الحكومة الدور الأول بينما يتولى القطاع الخاص الدور الأخير، مما يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حيث اثبت هذا التنظيم فعاليته في العديد من أسواق الأوراق المالية المتقدمة و الناشئة على حد سواء، حيث أن تفعيل الدور الرقابي و الحكومي تعاضم أهميته من خلال المؤسسات ذاتية التنظيم مع إفساح المجال للقطاع الخاص ليقوم بعملية التنفيذ، و جدير بالذكر أن العمل بهذا التنظيم قد بدأ به في السوق المصرية منذ الثمانينات عندما أنشئت هيئة سوق المال، و من ثم انتقلت هذه التجربة إلى البورصات العربية القائمة في سلطنة عمان، تونس، المغرب، الأردن و الإمارات العربية المتحدة¹.

5- تطوير نظم التداول: بقي نظام التداول المطبق في البورصة العربية حتى الوقت القريب يتم وفقا لنظام المزايدة المكتوبة حيث يتم التعامل من خلال تسجيل العروض و الطلبات على اللوحات المعدة في قاعة التداول ليتم التزايد عليها بين الوسطاء، لكل حسب أولويته إلى أن يتم التوافق في ما بينهم، إلا أن الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية تضمنت تحويل نظام التداول الحالي اليدوي إلى تداول آلي باستخدام الحاسبات الآلية، بهدف تحقيق العدالة

¹ - Mustapha Kara, **financial sector reforms: experience in selected Arab countries**, Arab monetary fund, abu dhabi, 2-3 April 2000, p16-17.

بين المتعاملين، و كفالة السرية التامة لهم و ضمان الرقابة اللازمة على أوامر التداول أثناء إدخال العقود، هذا إضافة إلى استخدام نشرات يومية و دورية لأسعار السهم و أحكام التعامل.¹

6- الإفصاح المالي: نظرا لما كانت تعانيه الأسواق العربية لرأس المال من افتقارها إلى النصوص القانونية الواضحة المنظمة لإشهار المعلومات المتعلقة بالشركات، راعت جميع الإصلاحات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية التأكيد على مبدأ الإفصاح المالي و الشفافية، لاسيما و أن المعلومات الداخلية غير المعلنة تكسر ظاهرة عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات، فتحقق مكاسب غير عادية و وفورات مالية للبعض على حساب الآخرين و على حساب كفاءة الأداء داخل السوق.

و على الجانب الآخر فان هذه المعلومات تلعب دور حيوي في الحصول على الوحدات الاقتصادية على مصادر التمويل الخارجي حيث تطلب مؤسسات الإقراض العديد من المعلومات الداخلية المتعلقة بأداء الوحدات الاقتصادية قبل إتمام عملية التمويل.²

المطلب الثاني: تجارب الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية و عوامل تنشيطها

لم تكن الإصلاحات التي قامت بها الدول العربية في مجال الأسواق المالية العربية كافية، حيث لم تحقق النتائج المرجوة منها وهذا لعدة أسباب، أهمها صعوبة التوافق و التكامل بين البورصات العربية، و من هذا المنطلق سوف نقوم بدراسة تجارب الربط التي قامت بها البورصات العربية بعد هاته الإصلاحات و سنركز على آثارها و إن كانت قد حققت الأهداف المطلوبة.

الفرع الأول: محاولات ربط الأسواق الأوراق المالية العربية

1- المرحلة الأولى : امتدت هذه المرحلة منذ عام 1987 و حتى 1992، و تركزت الجهود خلالها على تبادل تسجيل الاوراق المالية للشركات العربية بين الأسواق الأوراق المالية الأعضاء. إلا أن الدراسات الفنية و القانونية، التي أعدتها الأمانة العامة للاتحاد بخصوص تبادل تسجيل الأوراق المالية، قد أثبتت صعوبة تبادل التسجيل نظرا لاختلاف شروط الإدراج، و غياب المؤسسات ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم و المكملة لدور سوق رأس المال مثل مؤسسات التقاص و شركات الوساطة، و اختلاف مراحل التطور بين الاسواق المختلفة. كذلك اختلاف القوانين

¹ - سليمان المنذرى، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص135.

² - جمال عبد اللطيف السراي، دور المعلومات الداخلية في السوق المالي: ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية، الاتحاد العربي لبورصات الاوراق المالية، القاهرة، نوفمبر 1987، ص97.

المنظمة للاستثمار بين تلك الدول، و اقتصار حق تملك الأسهم على مواطني الدولة¹. فضلا عن شرط حصول الترخيص لغير المواطنين للتملك في حدود المسموح به من أسهم الشركات الوطنية، و القيود القانونية للتعامل بالأسهم، و اختلاف قوانين تنظيم الشركات و أسواق المال و الضرائب على أرباح القيم المنقولة أو الرقابة على الصرف مما يؤثر تأثير مباشر على تبادل الأوراق المالية بين مختلف البورصات العربية.²

2- المرحلة الثانية : لقد شهدت هذه المرحلة أول تجربة للربط بين أسواق الأوراق المالية العربية حيث تم التوقيع على اتفاقية للتعاون الثنائي بين سوق الكويت للأوراق المالية و الهيئة العامة لسوق المال في مصر(ابريل 1996) بهدف زيادة و تنمية التعاون المشترك فيما بينهما، و تشجيع الاستثمار في مجال الاوراق المالية و تذليل الصعوبات التي تعترضه. و اقتضت هذه الاتفاقية، والتي انضمت إليها بورصة بيروت في 25 سبتمبر من ذات العام، بان يعمل كل من السوق و الهيئة و بورصة بيروت على تسهيل شروط و إجراءات طرح الأسهم المتبادلة في كل منها و إدراجها في السوق المناظر له في الدولة الأخرى، و العمل على تنظيم عمليات التداول و التسوية و التقاص في كل منها بما يضمن حصول أطراف الصفقات التي تتم في أي من الأسواق الثلاثة على حقوقهم، علاوة على تبادل المعلومات و تنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية الخاصة بالشركات المدرجة في البورصات أطراف الاتفاقية.

الفرع الثاني : آلية تنفيذ اتفاقية الربط

* أولا: توقيع اتفاقية للتعاون بين شركات التقاص في الأسواق الثلاثة(ميد كلير) في لبنان، و الشركة الكويتية للمقاصة، و شركة مصر للمقاصة، و قد كان ذلك في القاهرة بتاريخ 24/10/1996. و نصت الاتفاقية على أن تتولى جهات التقاص، كل من نطاق اختصاصه، تسوية الالتزامات الناشئة عن المعاملات التي تتم على الاوراق المالية المتداولة في كل من سوق الكويت للأوراق المالية و البورصات التي تشرف عليها الهيئة العامة لسوق المال بمصر، و بورصة بيروت، كما تضمنت الاتفاقية القواعد و الأسس التي تنظم التعاون بين الجهات التقاص.³

¹ - صعق عبد الله الرقيب، تجربة ربط البورصات العربية من خلال الاتفاقية الثلاثية بين اسواق الكويت و مصر و لبنان، ورقة مقدمة لمؤتمر ربط البورصات العربية، اتحاد البورصات و هيئات اسواق المال العربية، القاهرة، 1997، ص3.

² - سليمان المنذرى، البورصات العربية. الدور والعلاقات البنينة وتحديات التحرير(الاتجاهات الاقتصادية والإستراتيجية)، مرجع سبق ذكره، ص145.

³ - اتحاد البورصات و هيئات اسواق المال العربية :اتفاقية التعاون الثلاثي بين سوق الكويت للأوراق المالية و الهيئة العامة لسوق المال بمصر و بورصة بيروت، نشرة البورصات العربية، العدد18، 1996، ص5.

* ثانيا: في خطوة تنفيذية نحو التطبيق اتفاقية التعاون الثلاثي بين البورصات العربية تم توقيع اتفاقيات التعاون بين الوسطاء(12-13/12/1996)، حيث عقد الوسطاء المعنيون في الاسواق الثلاثة، و المعتمدون من قبل شركات النقاص، اجتماعا لشرح دورة التعامل التي تم الاتفاق عليها، و تنفيذها في الموعد المحدد من قبل المسؤولين في الاسواق الثلاثة بتاريخ 6/1/1997. و كذلك لتحديد الالتزامات المطلوبة منهم و علاقتهم مع بعضهم البعض او مع شركات النقاص المعنية لهذا المشروع، و لتحديد وكلائهم في كل بلد بعد توقيع اتفاقية التعاون الثنائي بين الوسطاء.¹

الفرع الثالث: نتائج و آثار الربط بين اسواق الاوراق المالية العربية

1- نتائج الاتفاقية الثلاثية للربط :

دخلت الاتفاقية الثلاثية للتعاون بين أسواق رأس المال في مصر و الكويت و لبنان حيز التنفيذ الفعلي في شهر يناير 1997، و قد شهدت الأشهر الخمسة التي تلت توقيع الاتفاقية إقبالا من المستثمرين بدعوة للتفاوض، إلا انه بقي دون مستوى التوقعات، حيث إن قيمة الصفقات التي تم إبرامها حتى شهر مايو 1997 لم تتجاوز 3.4 مليون جنيه مصري. و هذا الرقم لا يتناسب و إمكانيات الأسواق أطراف الاتفاقية، التي بلغت القيمة الرأسمالية لها مجتمعة نحو 43 مليار دولار (63.2% من إجمالي القيمة الرأسمالية للبورصات أعضاء الاتحاد). أما مطلع عام 1998 فقد شهد إقبالا نشطا على التبادل، فقد تم عقد 171 صفقة بقيمة 656 مليون دينار كويتي، و إن كانت سوق المال بمصر قد استحوذت على معظم الصفقات. و خلال الفترة 1997 و حتى أغسطس 2000، شهد التداول بين البورصات الثلاثة نشاطا ملحوظا، فقد بلغ إجمالي عدد الصفقات 557 صفقة، معظمها تم في السوق المصرية .

أما في السوق اللبنانية فقد تمت ثماني صفقات خلال الفترة من 1/1/1997 و حتى 31/8/2000 بقيمة 206,1 ألف دولار أمريكي شراء ، و بقيمة 5150 دولارا بيعا و هو ما يدل على صغر حجم السوق اللبنانية و افتقارها للأدوات المالية الجديدة و المشجعة على الاستثمار في الاوراق المالية. و يمكننا أن نرجع ذلك بصفة أساسية إلى المناخ السياسي و إعادة إعمار البلاد عقب الحرب الأهلية.

¹ - صغفق عبد الله الركيبي، مرجع سبق ذكره، ص 8.

2- آثار اتفاقيات الربط على أسواق الأوراق المالية العربية :

إن آثار اتفاقيات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية في إطار الاتفاقية الثلاثية، يمكن تركيزها في ثلاث محاور أساسية وهي :¹

- أ- على صعيد الأسواق المالية العربية الثلاثة :
 - اجتذاب مستثمرين جدد، و توسيع القاعدة الاستثمارية للأسواق الثلاثة.
 - تشجيع الاستثمار المشترك و اجتذاب رؤوس الأموال التي تسعى إلى الفرص الاستثمارية الأفضل.
 - تبادل الخبرات الفنية و استخدام الوسائل التكنولوجية الحديثة، الأمر الذي يسهم في تطوير العمل بتلك الاسواق.
 - د. توسيع قاعدة الأدوات الاستثمارية المتاحة و تنويعها أمام المستثمرين، و تطوير المزيد منها بما يتناسب و احتياجات المستثمرين.
- ب- على صعيد تطوير مهنة الوساطة :
 - إيجاد تعاون حقيقي و فعلي بين شركات الوساطة العربية العاملة في الأسواق الثلاثة.
 - زيادة نشاط شركات الوساطة نتيجة وجود طلب جديد من قبل المستثمرين في الاسواق الأخرى، مما يترتب عليه زيادة عوائدهم المالية.
 - تطوير مهنة الوساطة حتى تتمكن من تلبية احتياجات المستثمرين في الأسواق الأخرى و توجيه النصائح الاستثمارية لهم، و توفير المعلومات عن الشركات التي يرغب عملائهم في شراء أسهمها.
- ج- على صعيد الاستثمار في الاسواق الثلاثة :
 - إعطاء المستثمرين مجالاً أوسع للاختيار بين الفرص الاستثمارية المتاحة، مع كفالة حرية تحريك أموالهم بين الأسواق.
 - ضمان تسوية حقوق المستثمر و التزاماته من خلال شركات المقاصة في الدول الثلاثة دون حاجة للانتقال إلى الدول الأخرى.
 - توفير المعلومات و البيانات المالية عن الشركات المدرجة في البورصات الثلاث، كما يتاح للمستثمرين في تلك الأسواق الإطلاع بشكل يومي على بيانات التداول و الأسعار من خلال شبكة رويتر التي تبث معلومات عن التداول.

¹ - صغفق عبد الله الركبي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

- إتاحة الفرصة أمام القطاع الخاص في تلك الدول للقيام بدور أكبر في تمويل التنمية الاقتصادية فيها من خلال تكوين شركات مشتركة برؤوس أموال ضخمة تطرح أسهمها في البورصات الثلاثة. و ترتيباً على ما سبق يمكن القول إن الاتفاقية الثلاثية بإطارها التنظيمي تشكل نواة لسوق مالية عربية مشتركة. سوق تتعزز باستكمال الجوانب المؤسسية لها، و المتمثلة في إنشاء مؤسسة التقاص، و شبكة المعلومات المالية التي باشرت أعمالها مطلع سبتمبر 2001.

المطلب الثالث: سبل التكامل في الأسواق الاوراق المالية العربية

رغم نتائج الربط الجيدة المحققة خاصة فيما يتعلق بالجانب التنظيمي للأسواق الاوراق المالية العربية وتعزيز التعاون بين البورصات العربية، إلا أن هاته البورصات مازالت تعاني من عدة صعوبات تحول دون تطورها وتقدمها من اجل منافسة باقي الأسواق الاوراق المالية العالمية، فلهذا في هذا المبحث سوف نتطرق إلى كيفية تفعيل البورصة العربية الموحدة ومتطلبات التكامل بين الأسواق الأوراق المالية العربية وكيفية تطويرها.

الفرع الأول: سبل تفعيل البورصة المالية العربية الموحدة

لقد كان تأسيس صندوق النقد العربي في عام 1976 ، وذلك بتوصية قدمها الصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي إلى مجلس المحافظين ،توصي بتوسع الأسواق المالية العربية واستعمال الدينار العربي في المعاملات الدولية. وتم وضع الصيغة النهائية لاتفاقية صندوق النقد العربي في اجتماع الرباط في المغرب في نيسان 1976 وبدأ العمل بالاتفاقية في شباط من عام 1977 ، يقع مقره في مدينة أبو ظبي "دولة الإمارات العربية المتحدة " وكانت من بين الأهداف المنوط بها تطوير الأسواق المالية العربية ، التي عانت وتعاني في بعض الدول العربية من قلة الموارد المالية الكافية لتمويل المشاريع التنموية ، بينما اضطر البعض الآخر إلى توجيه جانب كبير من الفوائض المالية إلى الاستثمار في أسواق المال الأجنبية والعالمية وبخاصة أسواق أوروبا وأمريكا ، والسبب الرئيس في توجه الفوائض المالية إلى الأسواق العالمية هو قصور الأسواق المالية العربية عن استيعاب الفوائض أو عدم توفر الحوافز والضمانات الضرورية لذلك من الضروري تطوير الأسواق المالية العربية وانفتاح بعضها على البعض الآخر ، بما يفسح السبيل في المستقبل إلى قيام سوق مالية عربية (إقليمية) موحدة يجري فيها التعامل بالأدوات المالية العربية.

لمواجهة المعوقات، وحتى لا تتحول الكيانات التي أقيمت في جامعة الدول العربية بإشراف اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، إلى مجرد كتل إقليمي يشبه العديد من الكيانات التي تهدف إلى تحقيق تكامل عربي دون تحقيق

تقدم في هذا المجال، سوى تبادل الزيارات والوفود وعقد المؤتمرات السنوية لا ينبي عليها عمل ملموس، و لهذا الأمر يحتاج إلى عدة أدوات تكميلية لإيجاد بورصة عربية موحدة يأتي في مقدمتها ما يلي:

- قيام مؤسسة عربية متخصصة، تعمل على استمالة التعامل في الأدوات المالية، وتعمل بوجه خاص في المجالات التالية:¹

* تنظيم أو ترتيب إصدارات أوراق مالية لصالح الحكومات والشركات العربية بالنسبة للدول المساهمة في هذه المؤسسة، وذلك بشكل منفرد أو بالتعاون مع مؤسسات مالية عربية أخرى.

* تقوم الشركة المقترحة بدور الأصيل في عملية الاكتتاب بشراء الأدوات المعروضة لحسابها ثم إعادة بيعها، او بدور الوكيل بتسويق الأوراق المعروضة وبيعها للعملاء العرب.

* تقوم الشركة بالتعامل في الأدوات المالية التي تصدرها الدول العربية المساهمة وذلك بالشراء والبيع لحسابها، او لحساب الغير الذي يحملون جنسية البلاد المساهمة.

* يجري إدراج الأدوات المالية التي تتعامل فيها الشركات، وذلك في كافة أسواق التداول التابعة للدول العربية المساهمة في الشركة. ويتبع ذلك عدم خضوع عمليات الشركة المتعلقة بهذه الأدوات لأية قيود قد تكون قائمة في البلاد العربية المساهمة، و تتعلق بإصدار أو تداول الأوراق المالية، أو الرقابة على الصرف الأجنبي.

* تقدم استشارات في مجال دراسة الموقف المالي للشركات و تحديد الفجوة التمويلية، وكذلك مدى القدرة الاستيعابية للسوق واحتمالات التغطية، فضلا عن اقتراح طرق الترويج والإعلان وخطوات فتح و قبل باب الاكتتاب، وتستعين الشركة المقترحة في ذلك بمركز معلومات تتوفر من خلاله البيانات المتعلقة بشركات المساهمة في العالم العربي و الأوراق المالية التي يجري التعامل بها في أسواق الأوراق المالية العربية.

- توسيع الطاقة الاستيعابية للاقتصاديات العربية و ذلك بتوفير مشاريع إنتاجية و خدماتية ذات ربحية مجزية²

- تجانس التشريعات فيما يتعلق بإعمال البورصات بين الدول العربية، وبذلك يتمكن المستثمر العربي من سهولة التعامل.

¹ - اشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مؤتمر التجارة العربية البنينة و التكامل الاقتصادي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الجامعة الاردنية، 20، 22، سبتمبر 2004، ص 473، 472.

² - ياسر محمد جاد الله، سيد عبد الفضيل، الأفق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 2007، ص 49.

- تنوع الأوراق المالية في البورصة الموحدة، ويبدو هنا أهمية وجود شركات مساهمة عربية تساهم في تنوع هذه الأوراق أمام المستثمر العربي، وفي الوقت نفسه تحقق مزايا المشروعات الكبرى سواء في الإنتاج أو خفض الأسعار، لما لها من قدرة على جذب التكنولوجيا والطرق الحديثة للإنتاج.

فالواقع يكشف أن ضعف التبادل التجاري بين الدول العربية هو نتيجة لضعف الإنتاج، وذلك نظرا لصغر حجم المشروعات الموجودة في كل دولة، وبالتالي صغر طاقتها الإنتاجية، ولا شك أن إنشاء شركات مساهمة مشتركة قد يقضي على هذه الظاهرة، وبخاصة إذا تم إنشاء هذه الشركات بناء على دراسة للمشروعات المناسبة للتنفيذ في الوطن العربي وفقا للاحتياجات الفعلية. فالشركات المساهمة المشتركة تلعب دورا كبيرا في عملية التنمية الاقتصادية نظرا لما تتمتع به من كبر حجم رأسمالها و سهولة تداول أسهمها و الاكتتاب فيها، وتبدو أهمية العناية بها، وتوحيد نظمها في الدول العربية.

- تحقيق نظام موحد لربط البورصات العربية مع بعضها البعض من خلال إصدار عملة عربية موحدة للبورصات والتداول داخل السوق الموحدة لعدة أسواق وبذلك يسمح بتداول أي ورقة مالية عربية مقيدة في أي بورصة عربية داخل السوق الموحدة إذا تحقق فيها معايير الإدراج المحددة من طرف هذه الأخيرة.

- لا بد من وجود بيوت خبرة مالية و شركات سمسة عربية لها تواجد فعال في جميع الأسواق المالية العربية، وتملك المعلومات والأموال الكافية للقيام بدورها، وبنا يتفق مع معايير الوساطة المحددة في البورصة الموحدة. إضافة إلى التوسع في شركات المقاصة و الحفظ المركزي و غيرها من شركات التعامل في الأوراق المالية.

- ضبط حركة الأسعار من خلال إنشاء مؤسسات صناعة السوق لدورها الهام في امتصاص الخلل في آلية العرض والطلب بالشراء لكل من يرغب في البيع، والبيع لكل من يرغب في الشراء بأسعار عادلة من شأنها أن تضع قيودا على التقلبات السعرية في حالة الخلل بين العرض والطلب.

- الاهتمام بنوعية الجمهور العربي بالسوق المالية المشتركة، و نظم عملها بما يوفر للمستثمر العربي الإفصاح الكامل عن الفرص المتاحة أمامه لتوظيف أمواله وتوفير عوامل ثقة، وذلك باستخدام كافة وسائل التوعية، والاتصال من وسائل إعلام مرئية ومقروءة، مع أهمية الاعتماد على المناهج التربوية والتعليمية كإحدى وسائل الضرورية لغرس مفاهيم الادخار و الاستثمار لدى المواطن العربي.

- إنشاء مؤسستين للإشراف و الرقابة على البورصة العربية الموحدة:

* الأولى: هيئة سوق المال العربية: و يتم تشكيل هذه الهيئة من خلال جامعة الدول العربية و يقترح أن تتكون من أهل الاختصاص والخبرة في الأسواق المالية العربية المشهوددة لهم بالسمعة الطيبة، وتمثل هيئة عليا يعهد إليها بالإشراف الكلي على سوق المال العربية الموحدة ووضع القواعد، و اتخاذ كافة الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف السوق، من إصدار ونشر، او الموافقة على نشر معلومات وبيانات دقيقة وكافية عن الأوراق المالية والشركات أو الهيئات المصدرة لها، وحساباتها الختامية و تقييدها بالشروط الخاصة بالإصدارات.

كما تعمل هذه الهيئة على إتاحة المعلومات الدقيقة عن الأسعار الجارية للأوراق المالية وتقديم بعض الدراسات من قبل مختصين فيها عن التغيرات السعرية المتوقعة بناء على أحوال النشاط الحقيقي، إضافة إلى وضع و توضيح اللوائح الخاصة بمراقبة الأعمال في السوق، و التأكد من عدم تعرض أي طرف من أطراف التداول المالي لغش أو غبن أو غرر ووضع الإجراءات التنظيمية المناسبة والكافية لمنع التعامل بالأساليب غير الأخلاقية.

* ثانيا: اتحاد البورصات العربية الموحدة: ويمثل هيئة تنفيذية إدارية تابعة لهيئة سوق المال العربية، وتعمل على إدارة النشاط اليومي و متابعته، و اتخاذ كافة الإجراءات على المستوى التنفيذي لضمان عدم انحراف الممارسات العملية عن القواعد المنظمة لها. ويقترح أن تتولى رئاستها رئيس هيئة سوق المال العربية، أو من ينوب عنه مع أعضاء ممثلين لحكومة البلاد العربية، وممثلين عن البنوك و الشركات العربية و مندوبين عن السماسرة العاملين في البورصة، وبعض أهل الخبرة والاختصاص في شؤون البورصات المشهود لهم بالسمعة الطيبة، و يتولى الاتحاد الإشراف على العمليات اليومية و خدمة المتعاملين من خلال رصد ونشر الأسعار الجارية للأوراق المالية المتداولة، و تقديم بعض التوقعات الأولية حول الاتجاهات المستقبلية للأسعار، واتخاذ الإجراءات العملية الكفيلة بتنظيم السوق بما يمنع الأساليب غير الأخلاقية في التعامل.¹

الفرع الثاني: متطلبات التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية والاستراتيجيات المقترحة لتطويرها

1- متطلبات عملية التكامل بين أسواق الأوراق المالية العربية

تتطلب عملية تفعيل التكامل بين البورصات العربية توفر العديد من المتطلبات أهمها:

اولا- تنسيق التشريعات المالية: تشكل الاختلافات الموجودة بين البورصات العربية عائق أمام عمليات التكامل خاصة إذا تعلق الأمر بالاختلافات في تنظيم البورصات وإدارتها ومتطلبات الإدراج و الإفصاح وإجراء التداول و

¹ - اشرف محمد دوابة، مرجع سبق ذكره، ص 477,478.

التسعير و قد ساهم بلا شك اختلاف مستوى تطور البورصات العربية في زيادة صعوبة الربط بينها، ورغم ذلك فقد حفز النجاح النسبي لبعض تجارب الربط بين البورصات العربية خاصة منها التجربة المصرية والكويتية واللبنانية الخبراء لاستحداث أساليب جديدة لتحسين التداولات عبر الحدود، غير أن ذلك لا يعني من بذل المزيد من الجهود نحو التنسيق بين التشريعات و العمل على تطابق البنى التحتية وفي هذا الإطار يجب دعم القوانين و التشريعات التي تيسر عملية الربط بينها¹

ويتألف الإطار التشريعي من القوانين و القرارات المتعلقة بالشركات، و الأوامر التنفيذية التي تنظم عمليات الإصدار وتداول الأوراق المالية.

* **قوانين و أنظمة سوق الأوراق المالية:** تضم مختلف القواعد الأساسية المتعلقة بإدارة السوق وأهدافها وتنظيمها المالي، كما تحدد العلاقات و إجراءات التعامل داخل البورصة ومتطلبات الإدراج و الإفصاح.

أ- الإدارة و الهيكل المؤسسي: يقصد بالهيكل المؤسسي للسوق مختلف الآليات التي تدار بها أنشطة التداول داخل البورصة و الجهات المشرفة عليها و تقسم أسواق الأوراق المالية العربية من حيث التنظيم القانوني للأسواق الى مجموعتين مجموعة تقوم داخلها البورصة بممارسة الوظائف التشريعية و التنفيذية، و مجموعة أخرى تمارس هاتين الوظائفين مؤسستين مختلفتين تمارس الوظيفة التنفيذية بورصة الأوراق المالية أما الوظيفة التشريعية والرقابية تمارسها هيئة عامة.

ب- العضوية: إن أعضاء السوق هم الشركات المدرجة في البورصة و الوسطاء المعتمدين، وتشمل قوانين العضوية جميع القوانين و الأنظمة التنفيذية المحددة لشروط والمتطلبات القانونية لعمل الوسطاء و التزامهم و حقوقهم و تشترك اغلب البورصات العربية في حصرها لعمليات التداول داخل البورصة من خلال المقصورة، و تختلف القوانين المتعلقة بعمل الوسطاء داخل البورصات العربية وتتشابه في قوانين أخرى.

ج- متطلبات الإدراج: تعتبر عنصرا أساسيا في نظام السوق خاصة أن لها دورا كبيرا في التأثير على قدرات السوق في التطور و تتفق بعض القوانين المتعلقة بشروط الإدراج داخل بعض البورصات العربية، في حين تختلف عن قوانين أخرى ما يعيق عملية التكامل بين البورصات العربية، و تتركز قوانين الإدراج داخل البورصات العربية على:²

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة(ايسكوا)، الأمم المتحدة، نيويورك، 2004، ص14، 16.

² - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة(ايسكوا)، مرجع سبق ذكره، ص17.

- المتطلبات الرأسمالية

- متطلبات أرباح الشركات

- متطلبات عدد المساهمين

- متطلبات متعلقة بعمليات إدراج الشركات الأجنبية

- الإفصاح المالي

د- إجراءات التداول و التسعير: استكملت أغلب البورصات العربية القوانين و اللوائح المتعلقة بإجراءات التداول

كما عززت معظم البورصات العربية كفاءة نظمها لتداول الأوراق المالية باستخدامها لتكنولوجيا الحديثة و من المهم تعميم هذه التكنولوجيا في كل بورصات عربية حتى تدعم و تسيير عملية التكامل و الربط بين البورصات العربية.

هـ- قوانين الشركات: تخص كافة القوانين المتعلقة بإنشاء شركات المساهمة و متطلباتها و تشمل القواعد الهادفة

لحماية المستثمرين و كذلك القواعد المتعلقة بالإفصاح القانوني و مراجعة الحسابات، و تعرف هذه القوانين في الدول

العربية تعديلات باستمرار تهدف لتحديثها بالشكل الذي يشجع على إنشاء شركات المساهمة و يدعم ثقة المساهمين.

و- القوانين و الأنظمة الأخرى ذات الصلة بسوق الأوراق المالية: يؤثر الاختلاف والتباين في قوانين الضرائب

ومراجعة الحسابات و قوانين الاستثمار الأجنبي على عملية التكامل بين البورصات العربية، وقد شهدت اغلب

القوانين الضريبية في الدول العربية تعديلات تهدف إلى تخفيض الأعباء الضريبية على شركات المساهمة و إعفاء

الأرباح الموزعة على المستثمرين من الضرائب، كما تحث الدول العربية بشكل عام شركات المساهمة على نشر تقاريرها

بالشكل الذي يعطي للجمهور فكرة واضحة عن مركزها المالي و تحدد قوانينها مسؤوليات مراجعي الحسابات و عقوبات

عدم الالتزام بالإجراءات و القوانين المتبعة.

ثانيا: البنية التحتية للبورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي: تتشكل هذه البنية من

نظام التداول و الإيداع المركزي للأوراق المالية وقواعد التسوية و المقاصة:

أ- نظام التداول: يتكون من القواعد و الإجراءات المنظمةة لعمليات تداول الأوراق المالية حيث تسمح التكنولوجيا

الحديثة بتسيير عمليات التداول و نشر المعلومات، وقد شهدت أنظمة التداول في البورصات العربية تحديثات مستمرة

لمواكبة التطورات التي شهدتها البورصات العالمية مستهدفة بذلك رفع كفاءة تنفيذ أوامر البيع و الشراء وضمان أكبر قدر من الشفافية و تحقيق العدالة بين المتعاملين.¹

ب- نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية: يتكفل هذا النظام بحفظ جميع الأوراق المالية التي يتم التعامل عليها لدى جهة مركزية واحدة بدل من تداولها من حائز لحائز آخر، لتصبح عملية التداول مجرد قيد في دفاتر، ويعمل هذا النظام كبنك للأوراق المالية و يؤثر على سرعة تداول الأسهم، ويساهم إلى حد كبير في دعم جاذبية السوق و الحد من الأخطاء و الصعوبات التي تنتج عن فقدان الوثائق أو سرقتها أو تزويرها.

ج- المقاصة والتسوية: إن نظام التسوية و المقاصة الكفاء هو ذلك النظام الذي لا يوجد به أخطاء كثيرة و يتحدد حجم هذه الأخطاء من خلال نسبة العمليات التي بها أخطاء ولم تتم تسويتها إلى عدد الأيام التي فيها عملية التسوية حيث كلما انخفضت هذه النسبة كلما دل ذلك على كفاءة النظام.

تتطلب عملية المقاصة والتسوية وجود نظام مركزي لحفظ المعلومات و المستندات، ومن الضروري على الدول العربية حتى تستكمل إجراءات الربط بين البورصات العربية تفعيل المؤسسة العربية للمقاصة وربطها مع باقي هيئات المقاصة و التسوية داخل الدول العربية.

د- نشر المعلومات: تتطلب عملية التداول داخل بورصة الأوراق المالية وجود شبكة الكترونية للاتصال تؤمن نقل المعلومات للمتعاملين و يوجد نوعين من المعلومات الضرورية:

- النوع الأول: يتعلق بمعلومات عن التداول وحركة الأسعار و الصفقات المبرمة و البيانات المالية للشركات
- النوع الثاني: يتعلق بالقيمة المضافة المستمدة من هذه المعلومات و البيانات فتشمل تحليلات المحللين و مؤشرات السوق و المعلومات الاقتصادية.

و يعد وجود شبكة توفر المعلومات بين البورصات العربية أمراً ضروريا لربط بين البورصات العربية وهو ما اتجهت إليه أطراف الاتفاقية الثلاثية مصر كويت لبنان حيث عقدت اتفاق مع رويترز لتتولى مهمة تقديم المعلومات للمستثمرين

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 328.

في البلدان الثلاثة وقد اتجهت جهود اتحاد البورصات العربية إلى إنشاء الشبكة العربية للأسواق المالية في سبتمبر 2001م، لتوفير المعلومات عن التداولات داخل البورصات العربية.¹

ثالثاً- تطوير البورصات العربية-تكثيف الجهود-: تحتاج عملية الربط بين البورصات العربية أن يرتفع أداء هذه البورصات إلى مستوى معين يسمح بعملية التكامل فيما بينها و يهيئها لاستيعاب تكنولوجيا الربط، خاصة وان العديد من الخبراء ينسبون فشل بعض الاتفاقيات بين البورصات العربية إلى التباين الكبير في مستوى تطور البورصة.²

رابعاً: دعم المؤسسات المالية العربية وتأسيس شركات داعمة للسوق: ينسب الخبراء القصور في التدفقات المالية الاستثمارية البينية العربية إلى ضعف أو عدم اكتمال جسر الوساطة المالية الذي تترك عبره هذه التدفقات، نتيجة عدم قدرتها على تشكيل إطار مؤسسي متكامل، إضافة إلى ما تعانيه البورصات العربية بشكل عام من القلة النسبية في مؤسسات الوساطة و المؤسسات الصانعة للسوق و شركات الترويج و الاكتتاب و شركات التقييم.

ولا بد للقائمين على عملية تفعيل التكامل بين البورصات العربية العمل على استكمال إنشاء المؤسسات المتعلقة بنشر المعلومات و تحليلها داخل البورصات العربية و ربطها مع باقي الأجهزة المعلوماتية في بقية البورصات العربية لتشكيل شبكة تضمن نقل المعلومات بين كافة البورصات العربية.

خامساً: تحسين المناخ الاستثماري: يعتبر وجود بيئة استثمارية ملائمة احد أهم متطلبات التكامل بين البورصات العربية، لذلك من المهم إعادة النظر في الكثير من التشريعات المتعلقة بالاستثمار بالشكل الذي يحفز الاستثمار العربية البينية إضافة إلى السعي نحو تحقيق قدر مناسب من التناسق و الانسجام في مختلف السياسات الاقتصادية.

سادساً: تشجيع الاستثمار المؤسسي: تحتاج عمليات التكامل بين البورصات العربية إلى تشجيع المستثمرين الذين يتمتعون بالقدرة على الاستثمار طويل الأجل(صناديق التقاعد و الاستثمار) حيث توجه هذه الاستثمارات المالية إلى مشاريع طويلة الأجل تخدم خطط التنمية داخل الدول العربية.

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة(ايسكوا)، مرجع سبق ذكره، ص30.

² - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا(ايسكوا)، الاستعراض السنوي لتطورات في مجال العولمة و التكامل الإقليمي في الدولة العربية، مطبوعة الأمم المتحدة، و م أ، 2007م، ص9.

2- الإستراتيجية المقترحة لتطوير عمليات التكامل بين البورصات العربية

تبنى هذه الإستراتيجية على الربط بين البورصات العربية مع احتفاظ كل بورصة بخصوصيتها الحالية ودعم جهود التنسيق نحو توحيد التشريعات وفق إستراتيجية تتكون من أربعة محاور أساسية:

أ- **حرية التداول الإقليمي:** من خلال توفير كامل الحرية للمستثمرين العرب بالتداول في كافة البورصات العربية، خاصة انه على الرغم من الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية لازالت توجد منها بورصات تضع قيودا على التدفقات الرأسمالية العربية من خلال تسقيف حجم تملك الأجانب لأسهم شركات المساهمة المحلية دون التفرقة بين العرب و الأجانب ومن بين الدول العربية التي لا تفرض أي قيود على الاستثمار الأجنبي في بورصاتها هي مصر، عمان، المغرب، لبنان، الجزائر، في حين تفرض تونس ودول الخليج بعض القيود، حيث تسمح للأجانب بتملك 49% من أسهم شركات المساهمة المحلية في حين يسمح للمستثمرين الخليجيين بتملك 100% من أسهم الشركات البحرينية و قد شكلت تداولات مواطني دول مجلس التعاون الخليجي 3 بالمئة من القيمة المتداولة في بورصة البحرين.¹

ب- **اعتماد التداول الالكتروني عبر الانترنت:** يعتبر الربط بين البورصات العربية الكترونيا عبر شبكة الانترنت أمرا ضروريا لتفعيل الخطوة الأولى نحو التكامل بين البورصات العربية بالشكل الذي يسمح للمستثمر الجزائري التداول في البورصة المصرية من محل إقامته و يفترض ذلك وجود اتفاقيات مسبقة يكون بموجبها الوسطاء قادرين على تنفيذ المعاملات و المقاصة و التسوية عبر الحدود ونكون هذه الاتفاقيات معتمدة من السلطات الرقابية لكل طرف من الأطراف المعنية، تحتاج هذه الخطوة أيضا إلى تنظيم دورات تدريبية شاملة لجميع الأطراف و للسلطات الرقابية، للوقوف على المتطلبات القانونية و اللوائح التنظيمية لمختلف البورصات المشتركة.

يعتبر الخبراء أن التعامل عبر الحدود عن طريق الانترنت وسيلة أولية و عملية لتحقيق التكامل بين البورصات العربية على المدى الطويل، إضافة إلى أن هذا الخيار لا يعطل الممارسات الحالية في البورصات العربية أو يلزمها بتغيير

¹ - تقرير اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا(ايسكو)، دور أسواق راس المال في التنمية الإقليمية(دراسة حالة أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي)، أبوظبي، الامارات العربية المتحدة، 19-20 سبتمبر 2007، ص28.

قواعدها و لوائحها و إجراءاتها، و يحتاج فقط إلى وجود اتفاقيات بين المتعاملين و الأعضاء في البورصات العربية و إلى إقامة البنية الأساسية المتعلقة بالمعلومات و الاتصالات و برامج التدريب و توعية المشاركين في البورصات العربية.¹

ج- وجود شركات وساطة مالية إقليمية: إن إنشاء شركات وساطة مالية عربية إقليمية يدعم بشكل كبير عملية التكامل بين البورصات العربية خاصة إن هذه الشركات ستكون متواجدة في أكثر من بورصة عربية، و تسير بذلك تدفق الاستثمارات المالية بين البورصات العربية و سيحتاج بذلك المستثمر العربي إلى فتح حساب واحد لدى الشركة يكون من خلاله قادرا على التداول في عدة بورصات عربية إضافة إلى الاستفادة من الخدمات التي تقدمها هذه الشركات في نشر المعلومات و البيانات و التحليلات حول البورصات العربية المشتركة بها.²

وتوجد حاليا بعض شركات الوساطة المالية التي تمارس مهامها ضمن عدة بورصات عربية مثل:

- شركة (المجموعة المالية هيرمس) المصرية والتي تتعامل في كل من بورصتي القاهرة والإسكندرية و سوق أبوظبي للأوراق المالية و سوق دبي المالي بالإضافة إلى سعيها للانضمام لكل من السوق المالية السعودية و بورصة قطر.

- شركة (كيفك) للاستثمار المالي و تسمح لعملائها بالتداول في أربعة بورصات خليجية هي الامارات العربية المتحدة، عمان، المملكة العربية السعودية، الكويت) إضافة إلى سعيها للانضمام إلى كل من البورصة المصرية و بورصة مسقط.

كما شهد الوطن العربي ظهور شركات عربية تولت مهمة نشر المعلومات الفورية و الالكترونية للمستثمرين في البورصات العربية مثل شركة (زواية) في دبي و (المباشر في المملكة العربية السعودية).

د- دعم جهود المؤسسات العربية المشتركة الهادفة لتفعيل التكامل بين البورصات العربية: خاصة الجهود التي يبذلها صندوق النقد العربي و اتحاد البورصات العربية فقد سعى هذا الأخير منذ الثمانينات إلى التنسيق بين أعضاءه و تيسير تبادل المعونات الفنية و تذليل الصعوبات التي تعوق تدفق الاستثمارات المالية العربية البينية، وقد اعترض تطبيق الاتفاقيات بعض الصعوبات و العوائق المتعلقة بعمليات التسوية و التقاص لذلك فقد سعى الاتحاد إلى إنشاء عدة مشاريع على المستوى القومي ليشكل من خلالها الدعائم الأساسية لتفعيل التكامل بين البورصات العربية و ليتغلب على العوائق التي واجهت محاولات الربط السابقة و من بين هذه المشاريع:

¹ - الاتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة جدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا، إدارة الشؤون الاقتصادية ديسمبر، 2008، ص 13.

² - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص 15.

* **المؤسسة العربية للمقاصة:** يكتسي وجود المؤسسة العربية للمقاصة أهمية بالغة حيث يسمح بتسيير عقد الصفقات بين المتعاملين داخل البورصات العربية وتسيير تسويتها كما يضمن وجود آلية للربط بين البورصات العربية، وقد حدد الاتحاد أهداف هذه المؤسسة في:¹

- العمل كمرکز إيداع للأوراق المالية التي يتم التداول بها بين البورصات العربية من خلال إصدار شهادات إيداع عربية يتم التداول عليها بين المستثمرين العرب.

- القيام بعمليات المقاصة بين الأسواق المالية العربية و دعم إنشاء غرف للتقاص داخل البورصات العربية و تطوير القائمة منها.

- قبول الأدوات المالية المختلفة المدرجة في البورصات العربية و فتح حسابات بغرض الاستثمار.

- التنسيق بين هيئات التقاص العربية و تمثيلها في المحافل الدولية أمام هيئات التقاص الدولية.

- المساعدة في قبول الإصدارات التي تتم بين الأسواق المالية العربية.

* **الشبكة العربية للأسواق المالية:** لقد كشفت اتفاقيات الربط بين البورصات العربية السابقة أن ضعف حجم

تعاملات الأوراق المالية عبر الحدود داخل الوطن العربي كان سببه الأساسي ضعف المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين

عن البورصات العربية، و لتجاوز هذا العائق و سعياً لتعزيز دعائم الربط بين البورصات العربية قام اتحاد البورصات

العربية بتأسيس الشبكة العربية لأسواق الأوراق المالية لتشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية و توسيع

قاعدة المستثمرين، حيث تضمن هذه الشبكة توفير المعلومات الحية للمستثمرين العرب عن مختلف البورصات العربية

في نفس الوقت، و تشمل هذه المعلومات أسعار التداول و حركة المؤشرات و التقارير بالشكل الذي يسير

للمستثمرين العرب متابعة التعاملات في البورصات العربية.

* دعم الجهود المبذولة لتوحيد التشريعات بين البورصات العربية و تجاوز الاختلافات و سعي نحو التغلب على كافة

العوائق التي تحول دون عملية الربط بين البورصات العربية و تعيق حركة انتقال رؤوس الأموال العربية.

¹ - صغفق عبد الله الركيبي، مشروع البورصة العربية، مداخلة في المنتدى السادس لمجتمع الأعمال العربي، سوريا، 27-29 أفريل 2002، ص 4.

خلاصة الفصل الثالث

تعتبر الأسواق المالية إحدى الآليات التي من خلالها يمكن الرفع من مستوى اقتصاد أي بلد، فمن خلال دراستنا لهذا الفصل نجد أن أسواق الأوراق المالية العربية ما زالت تعاني بسبب عدم الربط والتعاون بين هاتين الأسواق فنجد أن دول الخليج تسير في الطريق الصحيح وهي تعتبر من الأسواق المالية الناشئة وهذا بفضل أداء شركاتها لكن في الجهة المقابلة نجد أن البورصات المغاربية ما زالت تعاني تخلف كبير بسبب العوائق السياسية أولاً التي وبسببها لا يمكن الرفع من قيمتها، وثانياً تعتبر القيود التنظيمية إحدى المعوقات الكبرى التي وبسببها لا يمكن للبورصات العربية منافسة باقي البورصات العالمية.

إن أسواق الأوراق المالية العربية وجب عليها تفعيل برامج إصلاح على المدى الطويل، لأن الإصلاحات و تجارب الربط التي قامت بها أسواق الأوراق المالية العربية لم تحقق أغلب الأهداف المرجوة فرغم التحسن الطفيف الذي طرأ على أداء بعض الأسواق المالية العربية إلا أن هناك مشاكل وعقبات ما زالت في الطريق، ومن هذا المنطلق لا بد على أسواق الأوراق المالية العربية أن تبحث عن أدوات جديدة تسمح لها بتطوير أداءها المالي، فيعتبر التكامل بين البورصات العربية من إحدى احد البرامج المهمة لمواجهة باقي الأسواق المالية العالمية، وهذا عبر تطبيق شروط التكامل والذي يؤدي في الأخير إلى إنشاء سوق مالية عربية مشتركة فعالة على المستوى الدولي، ومن خلال هذه السوق المالي العربية المشتركة تستطيع البلدان العربية أن تجذب المزيد من الاستثمارات، ولهذا سوف نحاول في الفصل القادم دراسة مدى قدرة إحدى الأسواق المالية العربية في جذب الاستثمارات وبالضبط السوق المالية القطرية.

الفصل الرابع

دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار

مقدمة

تمارس الأسواق المالية دورا كبيرا في جذب الاستثمارات سواء المحلية منها أو الأجنبية، ما يساهم في توفير التمويل اللازم للشركات لتوسيع أنشطتها الإنتاجية، فدولة قطر ومن خلال قدراتها الاقتصادية كانت ولا زالت تسعى إلى بناء أسس اقتصادية سليمة خاصة على المدى المتوسط والطويل، وما يبرز هذا التفكير هو وضع خطط لهذا من أجل مزاحمة الدول الكبرى رغم الوضع السياسي المتقلب في منطقة الخليج.

ومن خلال هذا الفصل تطرقت إلى دور السوق المالي في جذب الاستثمارات وذلك من خلال ما تملكه بورصة قطر من شركات ووضع مؤشرات المالية في قطاعاتها الحساسة المندرجة في السوق المالية، ومن أجل هذا قسمت هذا الفصل إلى مبحثين ففي المبحث الأول درست نظريا وتحليليا نظام السوق المالي القطري أما في المبحث الثاني فخصصته لدراسة مدى قدرة السوق المالي القطري في جذب الاستثمار وهذا بتطبيق المنهج القياسي.

المبحث الأول: إطار نظري وتحليلي للسوق المالية القطرية

تعيش دولة قطر طفرة اقتصادية غير مسبوقه حيث تتواصل جهود الدولة لتنفيذ سياساتها المتعلقة بتنويع مصادر الدخل، وتطوير البنية التحتية للاقتصاد، والاستفادة الكاملة من مواردها الهيدروكربونية التي تعتمد على النفط والغاز والبتر وكيمائيات، و تنمية وتسويق مشاريع الغاز العملاقة بالإضافة إلى تحرير الاقتصاد، و تفعيل دور القطاع الخاص، وإصدار القوانين الرامية إلى تسهيل وتبسيط إجراءات الاستثمار وجذب الاستثمارات الأجنبية. واستمرت الدولة في تنفيذ سياسات ترشيد الإنفاق العام وزيادة مصادر الإيرادات غير النفطية. وبفضل هذه الجهود حقق الاقتصاد في السنوات الأخيرة نمواً حقيقياً موجباً، وتقلص عجز الميزانية العامة وتحسن فائض الحساب الجاري لميزان المدفوعات بالإضافة إلى ثبات معدل التضخم واستقرار سعر الصرف وغداً واحداً من الاقتصاديات الأكثر نمواً في المنطقة، وهو ما أثر إيجاباً على أداء السوق المالية القطرية وهذا ما سنعرفه خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: تعريف السوق المالي القطري وأهدافه

الفرع الأول: تعريف السوق المالي القطري:

لم تمتلك قطر بورصة للأوراق المالية حتى سنة 1995 حيث صدر القانون رقم 14 لسنة 1995 و الخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية وقد بدأت عملها رسمياً في 26 سبتمبر 1997 و قد تطورت بشكل لافت منذ ذلك الوقت¹. و تعتبر بورصة قطر مرآة للأداء الاقتصادي في البلاد بما تضمنه من شركات مدرجة تمثل القطاعات النشطة اقتصادياً في الدولة، وتعد السوق عنصراً رئيساً في عملية النمو والتطور ودعم الاقتصاد الوطني كما تعد مركزاً لتحويل المدخرات إلى استثمارات.

وتبرز أهمية سوق المال في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الإستثمار المتنوع لخدمة الاقتصاد القومي. هذا علاوة على أنها تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات التي تقوم بالادخار ولديها طاقه تمويلية فائضة وبين القطاعات التي تفتقر إلى السيولة لتمويل الاستثمارات والتي بدورها تخدم أهداف التنمية في أي دولة.

¹ - عبد الجواد محمد عوض، على إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 205.

كما تسهم في ازدهار الاقتصاد المحلي وتنظيم الإطار الاقتصادي والاستثماري و بناء قاعدة اقتصادية منظمة ومتطورة وفعالة عبر تنمية الشركات المحلية المصدرة للأوراق المالية من خلال أوعية استثمارية عن طريق اختيار وسيلة الاستثمار التي تناسب الاقتصاد الوطني.

وتسمح بورصة قطر لغير القطريين بالتداول بنسبة 25% في جميع أسهم الشركات المدرجة، وقد سمح لغير القطريين بالمساهمة بنسبة أكبر في بعض الشركات بموافقة من مجلس الوزراء القطري.¹

الفرع الثاني: أهداف السوق المالي القطري:

يهدف سوق الدوحة للأوراق المالية لتحقيق جملة من الأهداف:

- تنمية المدخرات الوطنية وتطوير العادات الادخارية و اتجاهها بين مختلف فئات المواطنين عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية والتوعية له، وتعظيم فرصة كفاءة وكفاية استخدام الموارد المالية المتاحة من هذه المدخرات على النحو الذي يخدم التنمية الاقتصادية.
- تطوير السوق المالي على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية و هذا للمساعدة في تحقيق الأهداف السياسية و الاقتصادية للدولة.
- تطوير وترشيد أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية بالسوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرهما وتوفير الحماية للمتعاملين.
- تطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتجديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب.
- قيد الأوراق المالية الجديدة بالسوق، والتسيير والسرعة في تسييل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق حماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم.
- جمع وتبويب المعلومات و الإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها والمقيدة بالسوق.

¹ - محمد الهاشمي الحجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة مقدمة ليل متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، السنة الجامعية 2011-2012، ص148.

- الاتصال بالأسواق المالية في الخارج بهدف الاطلاع وتبادل المعلومات في هذه الأسواق و هذا يساعد على سرعة تطوير السوق المالي القطري، وكذلك الانضمام لعضوية المنظمات و الاتحادات العربية والدولية.
- تنظيم إجراءات تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسهيلها وتبسيطها.

المطلب الثاني: الجانب التنظيمي والعملي للسوق المالي القطري

الفرع الأول: الجانب التنظيمي للسوق المالي القطري

1- أعضاء السوق: تشمل عضوية السوق كل من:

- مصرف قطر المركزي.
 - البنوك المرخص لها بالعمل في الدولة، ومؤسسات الإقراض المتخصصة.
 - شركات المساهمة القطرية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
 - وسطاء الأوراق المالية لدى السوق.
 - أي شخص طبيعي أو معنوي تقرر اللجنة قبول عضويته.
- ويلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم القيد و رسوم الاشتراك السنوية فيها طبقا لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق. حيث يدفع الأعضاء رسوم الاشتراك السنوية خلال مدة لا تتجاوز الشهر، تبدأ اعتبارا من اليوم الأول من كل سنة، ويتم دفع رسوم الاشتراك في السنة الأولى للعضوية على أساس نسبة الفترة المتبقية من السنة. وكل عضو يتخلف عن دفع الرسوم المستحقة خلال المهلة التي تحددها اللجنة، يتعرض لدفع غرامة تعادل ثلاثة أضعاف قيمة هذه الرسوم بخلاف ما يتعرض له من ملاحظات قانونية.¹

2- قيد الأوراق المالية:

- يجب على كل شركة مساهمة قطرية أن تطلب بكتاب رسمي قيد أسهمها للتداول في السوق بشرط أن تكون قد نشرت ميزانيات (آخر ثلاث سنوات) أو أقل حسب عمر الشركة.
- يجب على كل شركة مساهمة حديثة التأسيس وقطرية الجنسية يبلغ رأسمالها المدفوع عشرة ملايين ريال قطري على الأقل، أن تطلب بكتاب رسمي قيد أسهمها للتداول في السوق خلال شهر من تاريخ تأسيس الشركة نهائيا من قبل الجمعية العامة التأسيسية.

¹ - القرار الوزاري رقم (10) لسنة 1999، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، المواد 5، 6، 7، 8.

الفصل الرابع: دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار

حيث يتم قيد الأوراق المالية، لشركة المساهمة القائمة في السوق، طبقاً للشروط التالية:

- أن لا يقل عدد المساهمين عن (100) مائة سهم.
- أن لا يملك أحد المساهمين ما يزيد عن حد الأقصى المسموح به من رأس مال الشركة وفقاً لعقد التأسيس والنظام الأساسي، فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة.
- تسديد 50% من قيمة الأسهم الاسمية على الأقل.
- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة كما هي في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب القيد وكذلك الحسابات الختامية الأخرى، وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية المتعلقة بتلك السنة، على أن تلتزم الشركة بنشر هذه البيانات في صحيفتين محليتين يوميتين باللغة العربية، وتقديم البيانات المالية التي تغطي الفترة من بداية السنة المالية حتى نهاية الشهر الذي يسبق تقديم طلب القيد.
- أن لا ينطبق على الشركة أي من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها في السوق وعلى الشركة تقديم طلب القيد مرفقاً به من جميع البيانات و المعلومات المطلوبة إلى السوق للدراسة والعرض على اللجنة لاتخاذ اللازم بشأنه، يتم قيد الأوراق المالية لشركة المساهمة حديثة التأسيس في السوق طبقاً للشروط التالية:
- أن لا يقل عدد المكتتبين عن (100) مائة مكتتب.
- أن لا يملك أحد المكتتبين ما يزيد عن الحد الأقصى المسموح به، من رأس مال الشركة، وفقاً لعقد التأسيس و النظام الأساسي، فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة.
- تسديد (50%) من قيمة الأسهم الاسمية على الأقل.
- أن لا ينطبق على الشركة أي من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها في السوق.
- وعلى الشركة تقديم طلب القيد مرفقاً به جميع البيانات والمعلومات المطلوبة والتي تكون على النحو الآتي:
- نسخة من عقد التأسيس و النظام الأساسي.
- قائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة مع نماذج توقيع الأشخاص المفوضين بالتوقيع عن الشركة.
- الميزانية السنوية والحسابات الختامية للشركات القائمة لآخر سنة مالية مصادق عليها من مراقب حسابات قانوني مرخص.
- نسخة من السجل التجاري للشركة ساري المفعول.

- بيانات المساهمين في الشركة بالشكل الذي تحدده إدارة التسجيل المركزي في السوق.
- تعهد من الشركة بأن تنقيد بجميع الأحكام و الواجبات المنصوص عليها في اللوائح الداخلية للسوق والتعليقات الصادرة بموجبها، كما تتعهد الشركة بتقديم أي معلومات تتوفر لديها و ذات أثر على أسعار أسهمها بشكل دوري ومستمر.¹

3- أعضاء السوق:

- تتولى إدارة السوق لجنة تسمى «لجنة السوق»، تتشكل على النحو التالي:
- ممثلان عن الوزارة يكون أحدهما رئيساً.
 - مدير السوق عضواً.
 - ممثل عن مصرف قطر المركزي عضواً.
 - ممثل عن غرفة تجارة وصناعة قطر عضواً.
 - اثنان عن الوسطاء عضوين.
 - اثنان عن الشركات القطرية التي يجري التعامل في أوراقها بالسوق عضوين.
 - اثنان من ذوي الخبرة والكفاءة عضوين.
 - تختار اللجنة من بين أعضائها نائباً للرئيس، وتكون مدة عضوية اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدة أو لمدد آخر مماثلة، ويصدر بتسمية الأعضاء قرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير بالتنسيق مع الجهات المختصة.

تمارس اللجنة جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق، وبوجه خاص ما يلي:

- رسم السياسة العامة للسوق.
- اقتراح اللوائح الداخلية، والهيكل التنظيمي للسوق، ونظام العاملين، ولائحة المشتريات، واللائحة المالية، ولائحة رسم القيد، والعضوية، والتداول، والاشتراكات السنوية، ويصدر بهذه اللوائح والنظم قرار من الوزير.
- وضع القواعد التنظيمية، والتعليقات الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة على تطبيقها، والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.

¹ - القرار الوزاري رقم (10)، نفس المرجع السابق، المواد 10، 11، 12.

الفصل الرابع: دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار

- اتخاذ الإجراءات اللازمة بشأن العمليات المشكوك في سلامتها، في ضوء أحكام اللائحة الداخلية للسوق.
- النظر في طلبات قيد الوسطاء.
- وقف التعامل مؤقتاً في السوق، أو في أوراق شركة أو أكثر، في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.
- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق، وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات.
- تشكيل اللجان المتخصصة، من أعضاء اللجنة أو من غيرهم، سواء بشكل دائم أو مؤقت، لمعالجة ما ترى اللجنة لزوم دراسته عن طريق هذه اللجان.
- العمل على تطوير وتدريب وتأهيل الكوادر القطرية اللازمة لإدارة السوق، وفقاً لأحدث الأساليب الإدارية والفنية، والعمل على نشر الوعي الاستثماري بين المتعاملين في الأوراق المالية.
- اقتراح مشروعات الأدوات التشريعية اللازمة لتنمية التعامل في السوق، وعرض مقترحاتها على الوزير.
- أية صلاحيات أخرى لضمان حسن سير العمل في السوق.¹

الفرع الثاني: الواقع العملي للسوق المالي القطري

1- الأوراق المالية المتداولة

تعتبر الأوراق المالية المرخص بإدراجها و المقبولة للتداول أي أداة مالية قابلة للتحويل ومقبولة في البورصة مثل الأسهم، وشهادات الإيداع المتعلقة بالأسهم، وسندات الدين و الأوراق المالية المشابهة لها و الأوراق المالية الأخرى التي تحول مالها الحصول على أي من الأوراق المالية المذكورة، أو مبلغاً من النقد يتم تحديده بالسعر المستقبلي لأي من الأوراق المالية، أو أي أوراق مالية أخرى خاضعة للقانون الواجب التطبيق والتي تعتبرها البورصة مؤهلة للتداول في البورصة.²

¹ - القانون رقم 14 لسنة 1995، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، المادتين 10، 11.

² - محمد الهاشمي الحجاج، مرجع سبق ذكره، ص 155.

2- التسوية والمقاصة

تقوم البورصة بمهام المقاصة و الإيداع وفقا للمبادئ المنصوص عليها في القواعد والإشعارات التي تنشرها، حيث تتولى جهة الإيداع أعمال المقاصة والتسوية الخاصة بالأوراق المالية بما فيها العمليات المستثناة من نظام التداول، وإجراءات الشركات و عمليات الإقراض و الاقتراض ووضع القيود على ملكية الأسهم طبقا للقوانين واجبة التطبيق. يتم حفظ الأوراق المالية إلكترونيا في القيد المركزي، والذي يشتمل على كافة المعلومات الضرورية عن صاحب الأوراق المالية، وتحتفظ جهة الإيداع بسجل خاص بكافة التحويلات السابقة والتفويضات المتعلقة بالأوراق المالية والتوكيلات وكافة القرارات المتخذة في الاجتماعات العامة لمالكي الأوراق المالية و حصص الأرباح وحقوق الاكتتاب الأولية، ويتم تحديث القيد المركزي في نهاية كل يوم تداول.

3- قواعد تداول الأوراق المالية

تحدد البورصة بعد موافقة الهيئة، أيام التداول سنويا، وكذلك عدد ساعات التداول، ووقت الافتتاح و الإغلاق عن طريق الإشعار الذي تنشره و تبلغ به الأعضاء، ويتم تداول الأوراق المالية بالريال القطري، أو بأي عملة أخرى تكون مناسبة للورقة المالية، و عند إجراء أي عملية تداول في البورصة أن يمثلوا للمتطلبات التشغيلية و الإجراءات الفنية الخاصة بالبورصة وشبكاتهما كما هو محدد في القواعد أو الإشعارات التي تنشرها البورصة. يتم تداول الأوراق المالية عن طريق التداول المستمر أو عن طريق المزاد وذلك حسب قرار البورصة الذي يصدر وفق سيولة الورقة المالية، باستثناء الوقت المحدد للتداول المستمر أو سوق طريق المزاد، ويجوز للبورصة من تلقاء نفسها أو بناء على طلب الهيئة، وقف تداول أي ورقة مالية، مؤقتا، لمنع حالات اضطراب السوق وعدم انتظامه، أو إذا كان من شأن استمرار بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه.

4- مؤشر السوق¹

يتكون مؤشر بورصة قطر من أعلى 20 شركة مرتبة حسب قيمة التعويم الحر لرسملة السوق (قيمة رسملة السوق للأسهم المتاحة للتداول فقط) والمتوسط اليومي للقيمة المتداولة، ويعتبر هذا المؤشر عبارة عن مؤشر سعري لحساب نسبة التغير على أسعار الأسهم.

¹ - عقبة حضير، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الدوحة -قطر - للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2013)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص أسواق مالية و بورصات، جامعة محمد حيدر بيسكرة، السنة الجامعية 2014-2015، ص 164 ، 165.

الفصل الرابع: دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار

المطلب الثالث: تعاملات المستثمرين وعدد الشركات المدرجة في السوق المالية القطرية

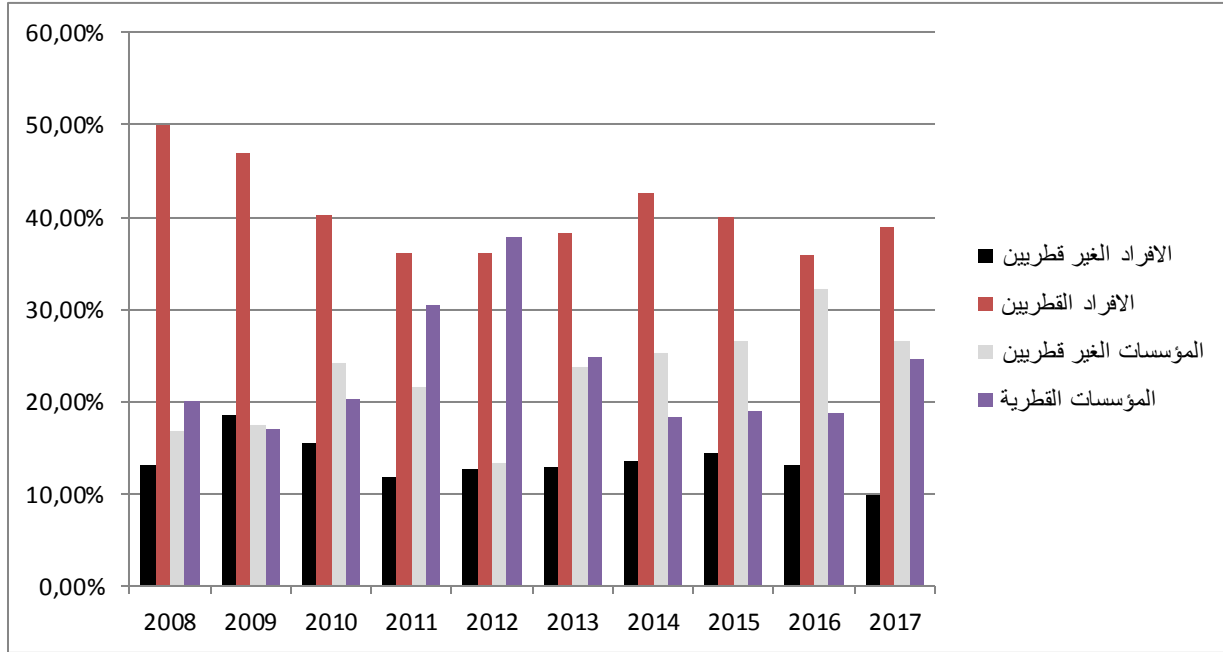
في هذا الجزء سوف نحاول مدى قدرة السوق المالية على جذب المستثمرين لها سواء كانوا قطريين أو غير قطريين وأيضاً معرفة عدد الشركات المدرجة منذ سنة 1997 إلى فترة 2007 ثم فترة 2015.

الجدول 05 : نسبة مساهمة الأفراد و المؤسسات في السوق المالي القطري

النسبة إلى القيمة الإجمالية								
مساهمة المؤسسات				المساهمون الأفراد				السنوات
تعاملات غير قطريين		تعاملات القطريين		تعاملات غير قطريين		تعاملات قطريين		
بيع	شراء	بيع	شراء	بيع	شراء	بيع	شراء	
17.21%	16.77%	13.47%	20.07%	13.51%	13.12%	55.80%	50.03%	2008
15.81%	17.45%	16.54%	17.11%	18.18%	18.44%	49.47%	46.99%	2009
20.79%	24.09%	20.21%	20.27%	15.44%	15.51%	43.57%	40.13%	2010
24.65%	21.53%	26.91%	30.50%	11.70%	11.75%	36.74%	36.21%	2011
17.93%	13.38%	33.05%	37.76%	12.77%	12.70%	36.25%	36.17%	2012
20.56%	23.85%	23.60%	24.87%	13.72%	12.95%	42.12%	38.34%	2013
20.79%	25.28%	19.72%	18.42%	14.26%	13.66%	45.23%	42.64%	2014
25.40%	26.61%	18.88%	18.96%	14.98%	14.41%	40.75%	40.02%	2015
22.97%	32.30%	24.91%	18.74%	13.43%	13.15%	38.70%	35.81%	2016
24.81%	26.56%	23.68%	24.55%	10.10%	9.95%	41.42%	38.94%	2017

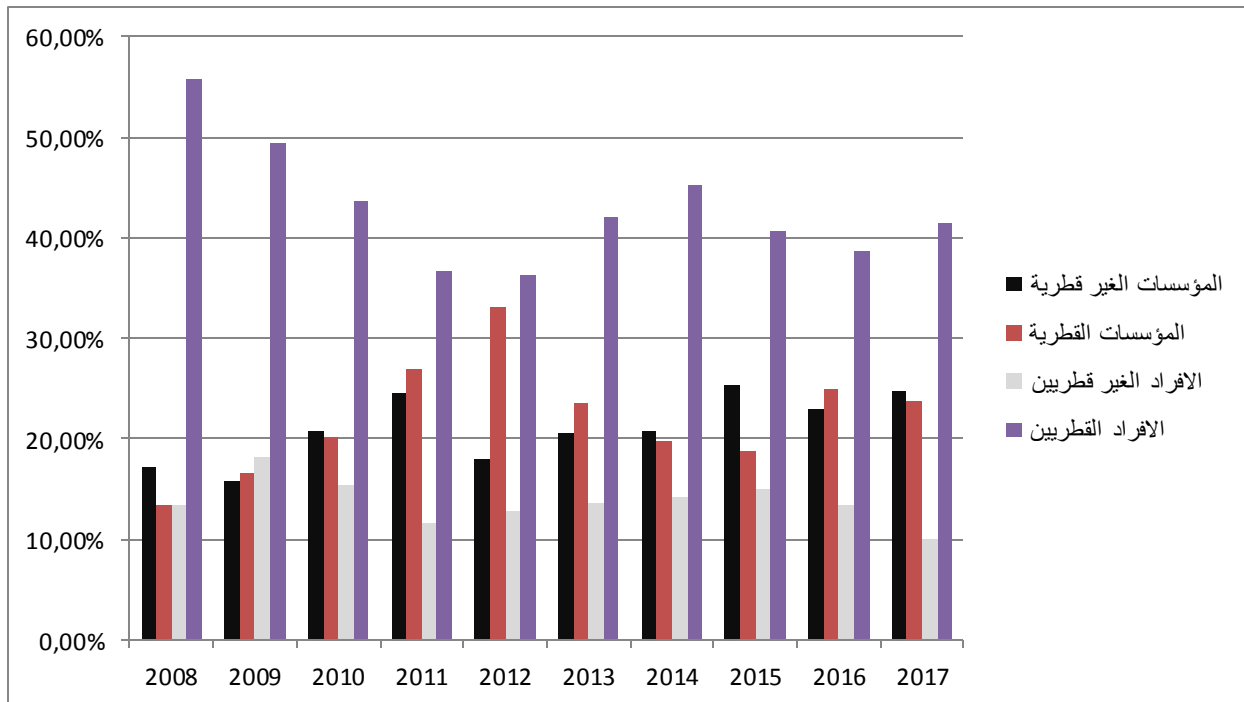
المصدر : من إعداد الباحث بتصريف في بيانات السوق المالي القطري.

شكل منحنى 05: تعاملات المستثمرين الخاصة بعملية الشراء



المصدر : من إعداد الباحث بتصريف في بيانات الجدول رقم (03)

شكل منحنى 06: تعاملات المستثمرين الخاصة بعملية البيع



المصدر : من إعداد الباحث بتصريف في بيانات الجدول رقم (03)

تحليل : من خلال المنحنى رقم 01 و02 اللذين يوضح لنا عملية الشراء و البيع الخاصة بالأفراد و المؤسسات سواء للقطريين و غير القطريين ارتأينا تقسيم المنحنيين إلى فترات :

- الفترة 2008 إلى 2011 : نلاحظ أن الشراء لدى الأفراد القطريين كان له النصيب الأكبر مقارنة بالأفراد غير القطريين ، فمنذ سنة 2008 كانت لعملية الشراء للأفراد القطريين النصيب الأكبر بنسبة تقارب 50% ولكن هذه النسبة بدأت بالانخفاض وصولا إلى سنة 2011 أما نصيب الأفراد غير قطريين فقد سجل المعدل الأقل في سنة 2008 ليعاود الارتفاع سنة 2009 و من ثم بدأ بالتراجع إلى حد سنة 2011 أما بالنسبة للمؤسسات القطرية فنلاحظ انخفاض في نسبة الشراء لسنة 2009 مقارنة بـ 2008 و من ثم صعود مرورا بسنة 2011 وبالنسبة للمؤسسات غير قطرية فكان هناك زيادة طفيفة من 2008 إلى 2009 و من ثم شهدت ارتفاع في 2010 لتعاود النزول مرورا بسنة 2011. (و هذا يرجع حسب الخبراء الاقتصاديين إلى الأزمة المالية في سنة 2008 التي جعلت كل من الأفراد و المؤسسات القطريين يتخوفون من انتقال تداعيات هذه الأزمة إلى السوق المالية القطري بقوة و لكن المؤسسات القطرية دعمت السوق المالية بعد وصول الأزمة خاصة سنة 2011 لكي لا تنهار السوق المالية القطرية أما بالنسبة للأفراد و المؤسسات غير القطريين فسجل ارتفاع خلال سنة 2009 و من ثم انخفضت وصولا إلى 2011 و ذلك بسبب وصول تداعيات الأزمة المالية وخوفهم من حدوث صدمات مالية كبيرة كما حدثت في الولايات المتحدة الأمريكية)، أما بالنسبة لعملية البيع فنرى أن تعاملات المستثمرين خاصة بالنسبة للمؤسسات غير القطرية والقطرية فقد عرفت صعودا تدريجيا وأما الأفراد القطريين وغير القطريين فقد شهدت تعاملاتهم تذبذبا في نفس الفترة.

- الفترة 2011 إلى 2014 : عرفت هذه الفترة تذبذبات على مستوى السوق المالي خاصة على مستوى المؤسسات القطرية و غير قطرية أما على مستوى الأفراد فنلاحظ أنه كان هناك صعود تدريجي لعملية الشراء سواء لدى الأفراد القطرية و كذا غير قطريين وهذا يرجع إلى حماسة الأفراد مقارنة بالمؤسسات على مستوى عمليات الشراء، وأما على مستوى عملية البيع فنلاحظ بالنسبة للمؤسسات القطرية وغير القطرية والأفراد القطرية وغير القطرية فقد شهدت تذبذبات عادية تحدث في أي سوق مالية.

- الفترة 2014 إلى 2017 : بالنسبة إلى هذه الفترة نلاحظ أن الأفراد القطريين كانت عمليات الشراء تنخفض إلى بشكل تدريجي إلى حدود سنة 2016 ومن ثم عرفت ارتفاعا ملحوظا سنة 2017، أما الأفراد غير القطريين

الفصل الرابع: دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار

فكانت عملية الشراء بالنسبة لهم متوازنة إلى غاية 2016 ومن ثم عرفت انخفاضا ملحوظا سنة 2017، بالنسبة للمؤسسات القطرية فقد كانت عملية الشراء متوازنة إلى غاية سنة 2016 أما في سنة 2017 فقد عرفت ارتفاعا ملحوظا، بالنسبة للمؤسسات غير القطرية فقد كانت عملية الشراء قد شهدت ارتفاعا إلى غاية سنة 2016 أما في سنة 2017 فقد عرفت انخفاضا ملحوظا في عملية الشراء، بصفة عامة نلاحظ أن ما بين سنة 2014 إلى غاية 2016 كانت عملية الشراء متذبذبة أما في سنة 2017 وبسبب أزمة الخليج فقد شهدت هذه السنة انخفاضا ملحوظا لعملية الشراء بالنسبة للأفراد والمؤسسات غير القطرية وذلك نتيجة انسحاب بعض المؤسسات و الأفراد خاصة الخليجيين من السوق المالي وأيضا تخوف بعض الأفراد والمؤسسات غير القطرية من غير الخليجيين من الأزمة، وأما الأفراد و المؤسسات القطريين فقد دعموا وبشكل ملحوظ السوق المالي القطري من خلال عملية الشراء وذلك لتجنب وقوع السوق في صدمة مالية وكبيرة. أما عملية البيع فقد شهدت بالنسبة للمؤسسات غير القطرية والأفراد غير القطريين تذبذبات خاصة في السنة الأخيرة نتيجة الأزمة الخليجية وهذا ما اثر أيضا على الأفراد و المؤسسات القطرية من خلال عملية البيع التي عرفت انخفاضا طفيفا خاصة في السنة الأخيرة.

الجدول 06: الشركات المدرجة في السوق المالية القطرية لفترات (1997-2007-2015)

رمز الشركة	اسم الشركة	1997	2007	2015
QNBK	بنك قطر الوطني	69.213.850	182.497.450	669.729.43
QIBK	مصرف قطر الإسلامي	25.000.000	119.340.000	236.293.200
CBQK	البنك التجاري	15.820.300	140.157.933	326.629.210
DHBK	بنك الدوحة	11.812.500	124.817.515	258.372.252
ABQK	البنك الأهلي القطري	11.250.000	50.781.250	181.717.253
QIHK	بنك قطر الدولي الإسلامي	10.000.000	70.078.125	151.368.709
QATI	شركة قطر للتأمين	10.000.000	42.471.000	184.621.437
QGRI	القطرية العامة للتأمين و إعادة التأمين	3.000.000	13.640.000	79.551.549
AKHI	شركة الخليج للتأمين و إعادة التأمين	2.400.000	10.164.000	25.527.902
QIMD	الشركة القطرية للصناعات التحويلية	20.000.000	30.000.000	47.520.000
QNCD	شركة قطر الوطنية لصناعة الإسمنت	8.125.900	35.709.524	54.010.656

الفصل الرابع: دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار

/	7.260.000	5.680.090	شركة مطاحن الدقيق القطرية	QFMD
/	100.000.000	100.000.000	الشركة القطرية للنقل البحري	QSHS
/	72.000.000	25.000.000	الشركة القطرية للاستثمارات العقارية	QRES
114.525.200	46.800.000	20.000.000	شركة الملاحة القطرية	QNNS
6.280.795	2.144.934	1.554.300	شركة قطر للسينما و توزيع الأفلام	QCFS
/	/	3.000.000	الشركة القطرية للمشاريع السياحية و الترفيهية	QLTS
28.144.100	/	5.628.820	المستشفى الأهلي / المجموعة للرعاية الطبية	MCGS
750.000.000	750.000.000	/	مصرف الريان	MARK
/	35.263.440	/	الأولى للتمويل	FFCK
360.000.000	720.000.000	/	بنك الخليج التجاري	KCBK
15.000.000	15.000.000	/	الإسلامية القطرية للتأمين	QISI
50.000.000	12.724.000	/	الدوحة للتأمين	DOHI
354.086.250	107.250.000	/	المتحدة للتنمية	UDCD
11.550.000	5.775.000	/	القطرية الألمانية للمستلزمات الطبية	QGMD
605.000.000	500.000.000	/	صناعات قطر	IQCD
/	80.000.000	/	الخليج للإسمنت	GHCD
/	100.000.000	/	اتصالات قطر (كيوتل)	QTEL
110.000.000	100.000.000	/	الكهرباء و الماء القطرية	QEWS
84.459.375	30.000.000	/	قطر للوقود	QFLS
560.000.000	560.000.000	/	قطر لنقل الغاز (ناقلات)	QGTS
49.480.200	29.988.000	/	الوطنية للإجارة	NLCS
/	4.000.000	/	قطر للفحص الفني	QTIS
114.314.587	82.801.500	/	السلام العالمية	SIIS
/	30.000.000	/	القطرية لتجارة اللحوم و المواشي	QMLS
47.560.975	25.000.000	/	الخليج للمخازن	GWCS
28.416.000	20.000.000	/	دلالة للوساطة و الاستثمار القابضة	DBIS

الفصل الرابع: دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار

389.124.637	200.000.000	/	بروة	BRES
45.619.200	12.000.000	/	مجمع شركات المناعي	MCCS
630.000.000	345.000.000	/	أعمال	AHCS
31.500.000	30.000.000	/	قطر و عمان للاستثمار	QOIS
4.000.000	/	/	المجموعة الإسلامية القابضة	IHGS
13.081.068	/	/	شركة زاد القابضة	ZHCD
18.000.000	/	/	شركة ودام الغذائية	WDAM
20.000.000	/	/	شركة الميرة للمواد الاستهلاكية	MERS
124.326.778	/	/	مجموعة المستثمرين القطريين	QIGD
185.840.869	/	/	الخليج الدولية للخدمات	GISS
1.256.317.500	/	/	مسيعيد للبترول وكيماويات القابضة	MPHC
2.652.496.691	/	/	مجموعة ازدان القابضة	ERES
105.000.000	/	/	شركة مزايا قطر للتطوير العقاري	MRDS
320.320.000	/	/	Ooredoo	ORDS
845.400.000	/	/	فودافون قطر	VFQS

التحليل: من خلال الجدول (2) نلاحظ أن هنالك تطور كبير في عدد الشركات المدرجة للسوق المالي القطري ففي سنة 1997 كان عدد الشركات المدرجة يبلغ 18 شركة وفي سنة 2007 بلغ عدد الشركات نحو 39 شركة، وفي سنة 2015 بلغ عددها 43 شركة وهو ما يوضح حجم التطور الاستثماري الكبير الذي بلغته السوق المالية القطرية منذ نشأتها من خلال عدد الشركات المدرجة سواء المحلية منها أو الأجنبية وهذا يفسر لنا أن السوق المالية في قطر في الطريق الصحيح للوصول إلى مصاف الأسواق المالية الرائدة.

المبحث الثاني: دراسة قياسية لدور السوق المالي القطري في جذب الاستثمارات

المطلب الأول : تقديم نموذج : توصيف النموذج المناسب للدراسة بناء على الدراسات السابقة

1- متغيرات الدراسة:

تتمثل متغيرات الدراسة في خمس متغيرات، مقسمة على متغير تابع واحد وأربعة متغيرات مستقلة والمتمثلة في:

أ- المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع للدراسة في مؤشر السوق (DMS)، حيث يعتبر من أهم المؤشرات الرئيسية المعبرة لأداء السوق و المستخدمة لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة.

ب- المتغيرات المستقلة: تتمثل المتغيرات المستقلة في أربعة متغيرات وهي:

- **IFB**: الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك و المؤسسات المالية.

- **IFI**: الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة.

- **IFA**: الاستثمار الأجنبي في قطاع التأمينات.

- **IFS**: الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات.

2- تحليل الارتباط

	LIFA	LIFB	LIFI	LIFS	LDMS
LIFA	1.000000	-0.743985	0.552487	-0.701957	0.425094
LIFB	-0.743985	1.000000	-0.108425	0.728000	-0.396390
LIFI	0.552487	-0.108425	1.000000	-0.062878	0.270660
LIFS	-0.701957	0.728000	-0.062878	1.000000	-0.581923
LDMS	0.425094	-0.396390	0.270660	-0.581923	1.000000

المصدر: تحليل الارتباط من مخرجات الملاحق 1-2-3-4-5-6-7-8-9-10-11

نلاحظ من خلال مصفوفة الارتباط أن هنالك علاقة طردية بشكل متوسط بين مؤشر السوق وقطاع التأمين ب 0.425، وأن هنالك علاقة عكسية بشكل متوسط بين مؤشر السوق و قطاع البنوك والمؤسسات المالية ب - 0.396، وتوجد أيضا علاقة طردية بشكل ضعيف بين مؤشر السوق وقطاع الصناعة ب 0.27، كما توجد علاقة عكسية بشكل متوسط بين مؤشر السوق و قطاع الخدمات.

المطلب الثاني : دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

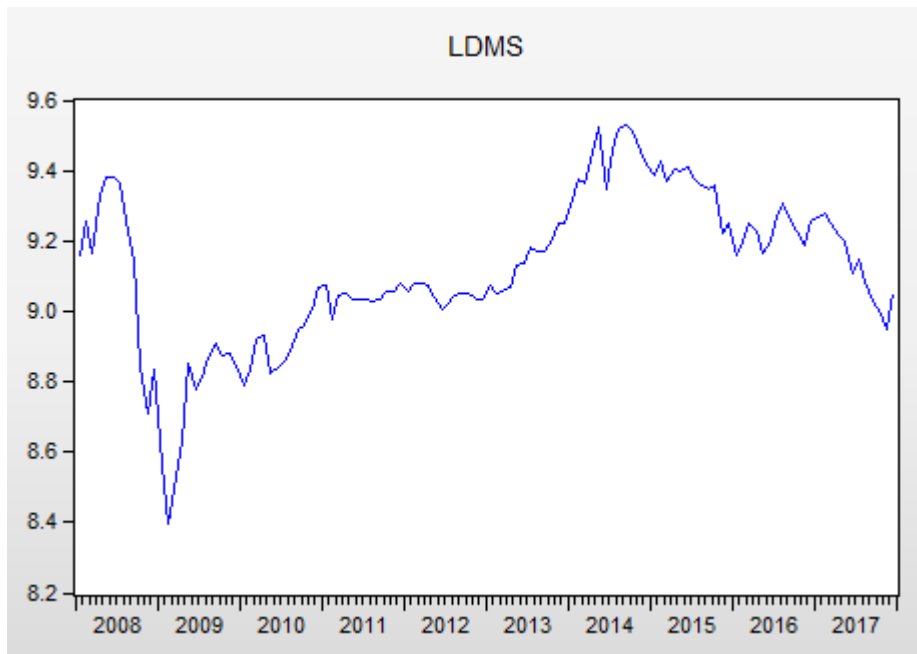
تعتبر الاستقرارية هي أحد أهم الخطوات الفورية في عملية نمذجة الظواهر الاقتصادية، وهي أول خطوة في الكشف و التحقق من أن السلسلة المدرجة مستقرة.

الفرع الأول : دراسة استقرارية سلسلة مؤشر السوق

أولاً : دراسة استقرارية سلسلة LDMS

1- المنحنى البياني لسلسلة LDMS

شكل رقم (07): المنحنى البياني لسلسلة مؤشر السوق (LDMS)



المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات Eviews9

من خلال الشكل البياني نلاحظ أن مؤشر السوق المالي القطري عرف تذبذبات كبيرة خلال الفترة ما بين 2008 إلى غاية 2017، ففي فترة 2008 إلى غاية منتصف سنة 2009 تقريباً عرف المؤشر هبوطاً كبيراً وهذا ناتج تأثير الأزمة المالية العالمية على معظم الأسواق المالية ومن بينها السوق المالي القطري، ولكن بعد ذلك بدأ المؤشر بالصعود تدريجياً إلى غاية سنة 2014 وهو ما يدل على العمل الكبير الذي قامت به الدولة القطرية في تحسين جودة خدمات السوق القطري، وفي منتصف ونهاية سنة 2017 بدأ المؤشر بالهبوط وهذا أيضاً ناتج عن تبعات الأزمة الخليجية والتي أثرت نوعاً ما بالسلب على المؤشر المالي للسوق.

2- دراسة استقرارية المؤشر باستخدام دالة الارتباط الذاتي

تكون السلسلة LDMS مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط تساوي الصفر أو لا تختلف معنويًا عن الصفر أي أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة، ويمكن إجراء اختبار مشترك Ljung-Box حيث هذا الاختبار يؤكد بأن السلسلة تكون غير مستقرة في حالة Q-Stat المحسوبة أكبر من χ^2 حيث يتم الفرض العدمي الذي ينص على أن كل معاملات الارتباط الذاتي يساوي للصفر، ونقبل فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

جدول رقم 07 : جدول الارتباط الذاتي LDMS

Date: 02/16/19 Time: 03:38
Sample: 2008M01 2017M12
Included observations: 120

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.945	0.945	109.93	0.000	
2	0.881	-0.122	206.14	0.000	
3	0.819	0.003	290.07	0.000	
4	0.747	-0.139	360.50	0.000	
5	0.669	-0.079	417.50	0.000	
6	0.586	-0.094	461.67	0.000	
7	0.522	0.134	496.90	0.000	
8	0.478	0.141	526.72	0.000	
9	0.447	0.105	553.11	0.000	
10	0.434	0.118	578.23	0.000	
11	0.420	-0.102	601.87	0.000	
12	0.402	-0.105	623.72	0.000	
13	0.381	-0.104	643.59	0.000	
14	0.364	0.041	661.86	0.000	
15	0.350	0.097	678.97	0.000	
16	0.323	-0.029	693.68	0.000	
17	0.289	-0.021	705.53	0.000	
18	0.257	-0.031	715.00	0.000	
19	0.230	-0.008	722.66	0.000	
20	0.193	-0.164	728.11	0.000	

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات Eviews9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي كلها خارج مجال الثقة والمعبر عنها بالخطين متقطعين مما يعني أن السلسلة تختلف معنويًا على الصفر وبالتالي فهي غير مستقرة، ويمكننا إثبات ذلك من خلال اختبار Ljung-Box حيث نلاحظ أنه عند $h=20$ نجد أن Q-stat يساوي 728.11 وهي أكبر من $\chi^2_{0.05,20}$

الفصل الرابع: دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار

والتي تساوي 31.410 ، كما نلاحظ أن كل الاحتمالات " Prop " هي أقل من 0.05 وبالتالي فإننا نقبل بفرضية عدم استقرار السلسلة (LDMS).

ومن الملاحظ أيضاً من خلال **Corrélogramme** عدم وجود أعمدة خارج مجال الثقة متكررة في نفس الموسم ويمكن القول أن السلسلة لا يوجد بها مركبة فصلية.

3-دراسة استقرارية مؤشر السوق باستخدام اختبار ديكي فولر المطور

– تحديد درجة التأخر للسلسلة (LDMS)

قبل أن نقوم بدراسة استقرارية السلسلة سنقوم بتحديد فترات، حيث يتم تحديد ذلك من خلال فترة الإبطاء التي توافق أقل قيمة ل Akaike و Schwarz، وجاءت النتائج كما هو مبين في الجدول كما يلي:

جدول رقم 08: تحديد درجة التأخير للسلسلة (LDMS)

4	3	2	1	درجات التأخر
-2.47	-2.47	-2.39	-2.41	Akaike
-2.31	-2.33	-2.27	-2.31	Schwarz

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات Eviews9

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن $P=3$ والتي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Akaike و $P=3$ التي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Schwarz ، ومنه فإن عدد فترات الإبطاء تقدر ب $P=3$

– اختبار ديكي فولر المطور للسلسلة (LDMS)

حسب منهجية ديكي فولر المطور فإننا سنبدأ باختبار النموذج السادس الذي يوجد به حد الثابت واتجاه عام، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 09 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 (LDMS).

Null Hypothesis: LDMS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.250401	0.0800
Test critical values:		
1% level	-4.039075	
5% level	-3.449020	
10% level	-3.149720	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LDMS)
Method: Least Squares
Date: 02/16/19 Time: 05:06
Sample (adjusted): 2008M05 2017M12
Included observations: 116 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LDMS(-1)	-0.123408	0.037967	-3.250401	0.0015
D(LDMS(-1))	0.192508	0.091100	2.113147	0.0368
D(LDMS(-2))	-0.007187	0.090687	-0.079250	0.9370
D(LDMS(-3))	0.166964	0.090215	1.850738	0.0669
C	1.088808	0.337378	3.227261	0.0016
@TREND("2008M01")	0.000560	0.000241	2.326057	0.0218

R-squared	0.114178	Mean dependent var	-0.002423
Adjusted R-squared	0.073913	S.D. dependent var	0.070993
S.E. of regression	0.068319	Akaike info criterion	-2.478920
Sum squared resid	0.513423	Schwarz criterion	-2.336493
Log likelihood	149.7774	Hannan-Quinn criter.	-2.421103
F-statistic	2.835692	Durbin-Watson stat	2.080778
Prob(F-statistic)	0.018999		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة معامل خط الاتجاه العام تساوي 2.32 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.79 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود مركبة الاتجاه العام، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 05 الذي يوجد به حد الثابت، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 10 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 (LDMS).

Null Hypothesis: LDMS has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.261964	0.1861
Test critical values:		
1% level	-3.487550	
5% level	-2.886509	
10% level	-2.580163	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LDMS)
Method: Least Squares
Date: 02/16/19 Time: 05:30
Sample (adjusted): 2008M05 2017M12
Included observations: 116 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LDMS(-1)	-0.068898	0.030459	-2.261964	0.0256
D(LDMS(-1))	0.159567	0.091763	1.738904	0.0848
D(LDMS(-2))	-0.032294	0.091814	-0.351738	0.7257
D(LDMS(-3))	0.133978	0.090846	1.474785	0.1431
C	0.626126	0.277864	2.253351	0.0262

R-squared	0.070607	Mean dependent var	-0.002423
Adjusted R-squared	0.037116	S.D. dependent var	0.070993
S.E. of regression	0.069663	Akaike info criterion	-2.448146
Sum squared resid	0.538677	Schwarz criterion	-2.329457
Log likelihood	146.9925	Hannan-Quinn criter.	-2.399965
F-statistic	2.108210	Durbin-Watson stat	2.018922
Prob(F-statistic)	0.084510		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat لمعلمة الحد الثابت تساوي 2.25 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.53 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود حد الثابت، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 04 الذي لا يوجد به الاتجاه العام ولا الحد الثابت ، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 11 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 04 (LDMS).

Null Hypothesis: LDMS has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.388951	0.5420
Test critical values:		
1% level	-2.585050	
5% level	-1.943612	
10% level	-1.614897	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LDMS)
Method: Least Squares
Date: 02/16/19 Time: 05:36
Sample (adjusted): 2008M05 2017M12
Included observations: 116 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LDMS(-1)	-0.000281	0.000722	-0.388951	0.6981
D(LDMS(-1))	0.126631	0.092226	1.373053	0.1725
D(LDMS(-2))	-0.066872	0.092155	-0.725644	0.4696
D(LDMS(-3))	0.096823	0.090949	1.064585	0.2894

R-squared	0.028093	Mean dependent var	-0.002423
Adjusted R-squared	0.002060	S.D. dependent var	0.070993
S.E. of regression	0.070920	Akaike info criterion	-2.420659
Sum squared resid	0.563318	Schwarz criterion	-2.325708
Log likelihood	144.3982	Hannan-Quinn criter.	-2.382114
Durbin-Watson stat	1.995667		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن $t-stat$ لجذر الوحدة تساوي -0.38 وهي أكبر من الجدولة التي تساوي -1.94 عند مستوى 5% ، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر أحادي في السلسلة الأصلية، وبالتالي فإن السلسلة LDMS غير مستقرة ومن نوع DS. ومنه فإن السلسلة LDMS غير مستقرة من نوع DS بدون الحد الثابت، ولجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى.

ثانيا : دراسة استقرارية سلسلة DLDMS

1-استقرارية DLDMS باستخدام دالة الارتباط الذاتي

تكون السلسلة LDMS مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط تساوي الصفر أو لا تختلف معنويا عن الصفر أي أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة، ويمكن إجراء اختبار مشترك Ljung-Box حيث هذا الاختبار يؤكد بأن السلسلة تكون غير مستقرة في حالة Q-Stat المحسوبة أكبر من 2σ حيث يتم الفرض العدمي

الذي ينص على أن كل معاملات الارتباط الذاتي يساوي للصفر، ونقبل فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

جدول رقم 12: استقرارية DLDMS باستخدام دالة الارتباط الذاتي

Date: 02/16/19 Time: 06:03
Sample: 2008M01 2017M12
Included observations: 119

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.074	0.074	0.6752	0.411
		2	-0.017	-0.023	0.7107	0.701
		3	0.087	0.091	1.6595	0.646
		4	0.057	0.043	2.0654	0.724
		5	0.051	0.048	2.3945	0.792
		6	-0.167	-0.183	5.9471	0.429
		7	-0.177	-0.165	9.9897	0.189
		8	-0.118	-0.125	11.792	0.161
		9	-0.137	-0.116	14.247	0.114
		10	0.031	0.090	14.371	0.157
		11	0.020	0.081	14.423	0.210
		12	0.039	0.086	14.627	0.262
		13	-0.023	-0.066	14.701	0.326
		14	-0.038	-0.121	14.903	0.385
		15	0.122	0.007	16.959	0.321
		16	0.061	0.009	17.472	0.356
		17	-0.021	0.011	17.535	0.419
		18	-0.057	-0.015	17.992	0.456
		19	0.087	0.131	19.074	0.452
		20	-0.043	-0.094	19.344	0.500

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة والمعبر عنها بالخطين متقطعين مما يعني أنها مستقرة ، ويمكننا إثبات ذلك من خلال اختبار Ljung-Box حيث نلاحظ أنه عند $h=20$ نجد أن : يساوي 19.344 وهي أقل من $\chi^2_{0.05,20}$ والتي تساوي 31.410 ، كما نلاحظ أن كل الاحتمالات " Prop " هي أكبر من 0.05 وبالتالي فإننا نقبل بفرضية استقرار السلسلة (DLDMS).

3-دراسة استقرارية DLDMS باستخدام اختبار ديكي فولر المطور

- تحديد درجة التأخر للسلسلة (DLDMS)

قبل أن نقوم بدراسة استقرارية السلسلة سنقوم بتحديد فترات، حيث يتم تحديد ذلك من خلال فترة الإبطاء التي توافق أقل قيمة ل Akaike و Schwarz، وجاءت النتائج كما هو مبين في الجدول كما يلي:

جدول رقم (13): تحديد درجة التأخير للسلسلة (DLDMs)

4	3	2	1	درجات التأخر
-2.35	-2.38	-2.40	-2.36	Akaike
-2.18	-2.23	-2.28	-2.26	Schwarz

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن $P=2$ والتي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Akaike و $P=2$ التي تعطي أدنى قيمة

لمؤشر Schwarz ، ومنه فإن عدد فترات الإبطاء تقدر ب $P=2$

- اختبار ديكي فولر المطور للسلسلة (DLDMs)

حسب منهجية ديكي فولر المطور فإننا سنبدأ باختبار النموذج السادس الذي يوجد به حد الثابت واتجاه عام،

والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 14 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 (DLDSMS) .

Null Hypothesis: DLDSMS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.597418	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.039075	
5% level	-3.449020	
10% level	-3.149720	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DLDSMS)
Method: Least Squares
Date: 02/16/19 Time: 06:09
Sample (adjusted): 2008M05 2017M12
Included observations: 116 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLDSMS(-1)	-0.842432	0.150504	-5.597418	0.0000
D(DLDSMS(-1))	-0.030018	0.124270	-0.241558	0.8096
D(DLDSMS(-2))	-0.097219	0.091323	-1.064560	0.2894
C	-0.006959	0.013828	-0.503213	0.6158
@TREND("2008M01")	7.70E-05	0.000198	0.390017	0.6973

R-squared	0.456777	Mean dependent var	-0.000578
Adjusted R-squared	0.437201	S.D. dependent var	0.094910
S.E. of regression	0.071202	Akaike info criterion	-2.404452
Sum squared resid	0.562735	Schwarz criterion	-2.285763
Log likelihood	144.4582	Hannan-Quinn criter.	-2.356271
F-statistic	23.33396	Durbin-Watson stat	2.000087
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج 9.0 Eviews .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة معامل خط الاتجاه العام تساوي 0.39 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.79 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود مركبة الاتجاه العام، ونتنقل لدراسة النموذج رقم 05 الذي يوجد به حد الثابت، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 15 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 (DLDMs).

Null Hypothesis: DLDMs has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.627190	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.487550	
5% level	-2.886509	
10% level	-2.580163	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DLDMs)
Method: Least Squares
Date: 02/16/19 Time: 06:11
Sample (adjusted): 2008M05 2017M12
Included observations: 116 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLDMs(-1)	-0.843548	0.149906	-5.627190	0.0000
D(DLDMs(-1))	-0.029845	0.123797	-0.241083	0.8099
D(DLDMs(-2))	-0.096735	0.090968	-1.063392	0.2899
C	-0.002223	0.006591	-0.337225	0.7366

R-squared	0.456032	Mean dependent var	-0.000578
Adjusted R-squared	0.441462	S.D. dependent var	0.094910
S.E. of regression	0.070932	Akaike info criterion	-2.420324
Sum squared resid	0.563506	Schwarz criterion	-2.325373
Log likelihood	144.3788	Hannan-Quinn criter.	-2.381779
F-statistic	31.29818	Durbin-Watson stat	1.995497
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج 9.0 Eviews .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة الحد الثابت تساوي -0.33 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.53 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود حد الثابت، ونتقل لدراسة النموذج رقم 04 الذي لا يوجد به الاتجاه العام ولا الحد الثابت ، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 16 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 04 (DLDMs).

Null Hypothesis: DLDMS has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.640535	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.585050	
5% level	-1.943612	
10% level	-1.614897	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DLDMS)
Method: Least Squares
Date: 02/16/19 Time: 06:12
Sample (adjusted): 2008M05 2017M12
Included observations: 116 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLDMS(-1)	-0.841601	0.149206	-5.640535	0.0000
D(DLDMS(-1))	-0.031074	0.123258	-0.252108	0.8014
D(DLDMS(-2))	-0.097156	0.090602	-1.072334	0.2859

R-squared	0.455480	Mean dependent var	-0.000578
Adjusted R-squared	0.445842	S.D. dependent var	0.094910
S.E. of regression	0.070653	Akaike info criterion	-2.436551
Sum squared resid	0.564079	Schwarz criterion	-2.365337
Log likelihood	144.3199	Hannan-Quinn criter.	-2.407642
Durbin-Watson stat	1.994907		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t-stat لجذر الوحدة تساوي -5.64 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 1.94- عند مستوى 5%، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر أحادي في السلسلة، وبالتالي فإن السلسلة DLDMS مستقرة.

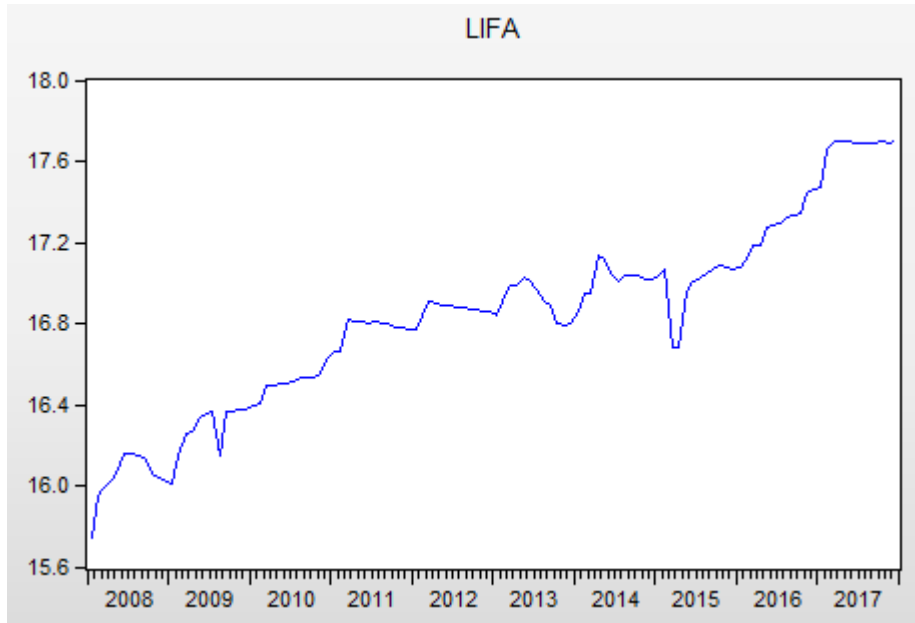
ومنه السلسلة فإن LDMS مستقرة من الدرجة الأولى.

الفرع الثاني : دراسة استقرارية سلسلة مؤشر التأمينات

أولا : دراسة استقرارية سلسلة LIFA

1- المنحنى البياني لسلسلة LIFA

الشكل رقم (08): المنحنى البياني لسلسلة التأمينات (LIFA).



المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات Eviews9

من خلال الشكل البياني نرى أن مؤشر التأمينات قد عرف تذبذبات لكن أغلبها ايجابية من خلال صعوده الكبير من سنة 2008 إلى غاية سنة 2017 أين وصل إلى أكبر نسبة له ومن ثم عرف استقراراً في تلك السنة.

2- دراسة استقرارية المؤشر باستخدام دالة الارتباط الذاتي

تكون السلسلة LIFA مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط تساوي الصفر أو لا تختلف معنوياً عن الصفر أي أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة، ويمكن إجراء اختبار مشترك Ljung-Box حيث هذا الاختبار يؤكد بأن السلسلة تكون غير مستقرة في حالة Q-Stat المحسوبة أكبر من $2p$ حيث يتم الفرض العدمي الذي ينص على أن كل معاملات الارتباط الذاتي يساوي للصفر، ونقبل فرضية عدم معاملات الارتباط الذاتي.

جدول رقم 17: استقرارية دالة الارتباط الذاتي LIFA

Date: 02/16/19 Time: 19:59
Sample: 2008M01 2017M12
Included observations: 120

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.949	0.949	110.75	0.000
		2	0.906	0.056	212.55	0.000
		3	0.867	0.025	306.57	0.000
		4	0.828	-0.014	393.07	0.000
		5	0.790	-0.008	472.53	0.000
		6	0.758	0.038	546.29	0.000
		7	0.727	0.005	614.78	0.000
		8	0.696	-0.009	678.17	0.000
		9	0.664	-0.033	736.32	0.000
		10	0.625	-0.088	788.29	0.000
		11	0.584	-0.055	834.03	0.000
		12	0.550	0.042	875.00	0.000
		13	0.512	-0.053	910.86	0.000
		14	0.478	0.006	942.36	0.000
		15	0.453	0.068	970.93	0.000
		16	0.426	-0.024	996.48	0.000
		17	0.402	0.023	1019.5	0.000
		18	0.379	-0.003	1040.2	0.000
		19	0.356	-0.013	1058.5	0.000
		20	0.322	-0.106	1073.6	0.000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي كلها خارج مجال الثقة والمعبر عنها بالخطين متقطعين مما يعني أن السلسلة تختلف معنوياً على الصفر وبالتالي فهي غير مستقرة، ويمكننا إثبات ذلك من خلال اختبار Ljung-Box حيث نلاحظ أنه عند $h=20$ نجد أن Q-stat يساوي 1073.6 وهي أكبر من $\chi^2_{0.05,20}$ والتي تساوي 31.410، كما نلاحظ أن كل الاحتمالات "Prop" هي أقل من 0.05 وبالتالي فإننا نقبل بفرضية عدم استقرار السلسلة (LIFA)، ومن الملاحظ أيضاً من خلال **Corrélogramme** عدم وجود أعمدة خارج مجال الثقة متكررة في نفس الموسم ويمكن القول أن السلسلة لا يوجد بها مركبة فصلية.

3-دراسة استقرارية مؤشر التأمينات باستخدام اختبار ديكي فولر المطور

- تحديد درجة التأخر للسلسلة (LIFA)

الفصل الرابع: دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار

قبل أن نقوم بدراسة استقرارية السلسلة سنقوم بتحديد فترات، حيث يتم تحديد ذلك من خلال فترة الإبطاء التي توافق أقل قيمة ل Akaike و Schwarz، وجاءت النتائج كما هو مبين في الجدول كما يلي:

جدول رقم (18): تحديد درجة التأخير للسلسلة (LIFA)

4	3	2	1	درجات التأخر
-2.44	-2.47	-2.49	-2.50	Akaike
-2.28	-2.33	-2.37	-2.41	Schwarz

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات Eviews9

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن $P=1$ والتي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Akaike و $P=1$ التي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Schwarz، ومنه فإن عدد فترات الإبطاء تقدر ب $P=1$

- اختبار ديكي فولر المطور للسلسلة (LIFA) حسب منهجية ديكي فولر المطور فإننا سنبدأ باختبار النموذج السادس الذي يوجد به حد الثابت واتجاه عام، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 19: نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 LIFA.

Null Hypothesis: LIFA has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.802083	0.1996		
Test critical values:				
1% level	-4.037668			
5% level	-3.448348			
10% level	-3.149326			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LIFA) Method: Least Squares Date: 02/16/19 Time: 20:02 Sample (adjusted): 2008M03 2017M12 Included observations: 118 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIFA(-1)	-0.127291	0.045427	-2.802083	0.0060
D(LIFA(-1))	0.048245	0.089827	0.537091	0.5923
C	2.062626	0.730617	2.823130	0.0056
@TREND("2008M01")	0.001559	0.000590	2.639887	0.0095
R-squared	0.064495	Mean dependent var	0.014794	
Adjusted R-squared	0.039877	S.D. dependent var	0.069268	
S.E. of regression	0.067873	Akaike info criterion	-2.509056	
Sum squared resid	0.525164	Schwarz criterion	-2.415134	
Log likelihood	152.0343	Hannan-Quinn criter.	-2.470921	
F-statistic	2.619777	Durbin-Watson stat	1.984976	
Prob(F-statistic)	0.054231			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة معامل خط الاتجاه العام تساوي 2.63 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.79 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود مركبة الاتجاه العام، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 05 الذي يوجد به حد الثابت، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 20 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 LIFA.

Null Hypothesis: LIFA has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Fixed)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-0.918923	0.7792
Test critical values:	1% level		-3.486551	
	5% level		-2.886074	
	10% level		-2.579931	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LIFA)				
Method: Least Squares				
Date: 02/16/19 Time: 20:03				
Sample (adjusted): 2008M03 2017M12				
Included observations: 118 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIFA(-1)	-0.013315	0.014490	-0.918923	0.3601
D(LIFA(-1))	-0.001966	0.090040	-0.021832	0.9826
C	0.238985	0.243988	0.979496	0.3294
R-squared	0.007306	Mean dependent var		0.014794
Adjusted R-squared	-0.009958	S.D. dependent var		0.069268
S.E. of regression	0.069612	Akaike info criterion		-2.466669
Sum squared resid	0.557268	Schwarz criterion		-2.396228
Log likelihood	148.5335	Hannan-Quinn criter.		-2.438068
F-statistic	0.423198	Durbin-Watson stat		2.008218
Prob(F-statistic)	0.655965			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة الحد الثابت تساوي 0.97 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.53 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود حد الثابت، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 04 الذي لا يوجد به الاتجاه العام ولا الحد الثابت ، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 21 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 04 LIFA.

Null Hypothesis: LIFA has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	2.233852	0.9939
Test critical values:		
1% level	-2.584707	
5% level	-1.943563	
10% level	-1.614927	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIFA)
Method: Least Squares
Date: 02/16/19 Time: 20:03
Sample (adjusted): 2008M03 2017M12
Included observations: 118 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIFA(-1)	0.000873	0.000391	2.233852	0.0274
D(LIFA(-1))	-0.003597	0.090009	-0.039964	0.9682

R-squared	-0.000976	Mean dependent var	0.014794
Adjusted R-squared	-0.009605	S.D. dependent var	0.069268
S.E. of regression	0.069600	Akaike info criterion	-2.475310
Sum squared resid	0.561917	Schwarz criterion	-2.428349
Log likelihood	148.0433	Hannan-Quinn criter.	-2.456243
Durbin-Watson stat	2.017317		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج 9.0 Eviews .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن $t-stat$ جذر الوحدة تساوي 2.23 وهي أكبر من الجدولة التي تساوي 1.94- عند مستوى 5% ، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر أحادي في السلسلة الأصلية، وبالتالي فإن السلسلة LIFA غير مستقرة ومن نوع DS. ومنه فإن السلسلة LIFA غير مستقرة من نوع DS بدون الحد الثابت، ولجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى.

ثانيا : دراسة استقرارية سلسلة DLIFA

1-استقرارية DLIFA باستخدام دالة الارتباط الذاتي

تكون السلسلة LIFA مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط تساوي الصفر أو لا تختلف معنويا عن الصفر أي أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة، ويمكن إجراء اختبار مشترك Ljung-Box حيث هذا

الاختبار يؤكد بأن السلسلة تكون غير مستقرة في حالة Q-Stat المحسوبة أكبر من $2h$ حيث يتم الفرض العدمي الذي ينص على أن كل معاملات الارتباط الذاتي يساوي للصفر، ونقبل فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

جدول رقم 22: استقرارية دالة الارتباط الذاتي DLIFA.

Date: 02/16/19 Time: 20:06
Sample: 2008M01 2017M12
Included observations: 119

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			-0.004	-0.004	0.0020	0.965
2			-0.153	-0.154	2.9013	0.234
3			0.033	0.032	3.0328	0.387
4			0.002	-0.022	3.0331	0.552
5			-0.143	-0.136	5.6115	0.346
6			-0.093	-0.101	6.7018	0.349
7			-0.096	-0.147	7.8847	0.343
8			-0.012	-0.045	7.9030	0.443
9			0.114	0.078	9.6079	0.383
10			0.056	0.036	10.027	0.438
11			-0.109	-0.115	11.601	0.394
12			0.106	0.072	13.105	0.361
13			0.098	0.043	14.409	0.346
14			-0.088	-0.046	15.480	0.346
15			0.073	0.127	16.219	0.368
16			-0.018	-0.038	16.263	0.435
17			0.010	0.070	16.278	0.504
18			0.039	0.046	16.495	0.558
19			-0.026	-0.009	16.591	0.618
20			-0.077	-0.016	17.463	0.623

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة والمعبر عنها بالخطين متقطعين مما يعني أنها مستقرة ، ويمكننا إثبات ذلك من خلال اختبار Ljung-Box حيث نلاحظ أنه عند $h=20$ نجد أن : يساوي 17.463 وهي أقل من $\chi^2_{0.05,20}$ والتي تساوي 31.410 ، كما نلاحظ أن كل الاحتمالات " Prop " هي أكبر من 0.05 وبالتالي فإننا نقبل بفرضية استقرار السلسلة (DLIFA).

3-دراسة استقرارية DLIFA باستخدام اختبار ديكي فولر المطور - تحديد درجة التأخر للسلسلة

(DLIFA) قبل أن نقوم بدراسة استقرارية السلسلة سنقوم بتحديد فترات، حيث يتم تحديد ذلك من خلال فترة الإبطاء التي توافق أقل قيمة ل Akaike و Schwarz، وجاءت النتائج كما هو مبين في الجدول كما يلي:

جدول رقم (23): تحديد درجة التأخير للسلسلة (DLIFA)

4	3	2	1	درجات التأخر
-2.42	-2.41	-2.44	-2.45	Akaike
-2.25	-2.27	-2.32	-2.36	Schwarz

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن $P=1$ والتي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Akaike و $P=1$ التي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Schwarz ، ومنه فإن عدد فترات الإبطاء تقدر ب $P=1$

- اختبار ديكي فولر المطور للسلسلة (DLIFA) حسب منهجية ديكي فولر المطور فإننا سنبدأ باختبار النموذج السادس الذي يوجد به حد الثابت واتجاه عام، و نتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 24 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 DLIFA.

Null Hypothesis: DLIFA has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.003227	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.038365	
5% level	-3.448681	
10% level	-3.149521	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DLIFA)
Method: Least Squares
Date: 02/16/19 Time: 20:09
Sample (adjusted): 2008M04 2017M12
Included observations: 117 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIFA(-1)	-1.167022	0.129623	-9.003227	0.0000
D(DLIFA(-1))	0.153900	0.090037	1.709301	0.0901
C	0.018358	0.013497	1.360167	0.1765
@TREND("2008M01")	-1.65E-05	0.000191	-0.086485	0.9312

R-squared	0.518850	Mean dependent var	-0.000276
Adjusted R-squared	0.506076	S.D. dependent var	0.098960
S.E. of regression	0.069549	Akaike info criterion	-2.459986
Sum squared resid	0.546585	Schwarz criterion	-2.365553
Log likelihood	147.9092	Hannan-Quinn criter.	-2.421647
F-statistic	40.61801	Durbin-Watson stat	1.989493
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat لمعلمة معامل خط الاتجاه العام تساوي -0.086 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.79 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود مركبة الاتجاه العام، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 05 الذي يوجد به حد الثابت، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 25 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 DLIFA.

Null Hypothesis: DLIFA has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Fixed)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-9.044451	0.0000
Test critical values:				
	1% level		-3.487046	
	5% level		-2.886290	
	10% level		-2.580046	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DLIFA)				
Method: Least Squares				
Date: 02/16/19 Time: 20:10				
Sample (adjusted): 2008M04 2017M12				
Included observations: 117 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIFA(-1)	-1.166668	0.128993	-9.044451	0.0000
D(DLIFA(-1))	0.153585	0.089571	1.714682	0.0891
C	0.017347	0.006717	2.582590	0.0111
R-squared	0.518818	Mean dependent var		-0.000276
Adjusted R-squared	0.510376	S.D. dependent var		0.098960
S.E. of regression	0.069245	Akaike info criterion		-2.477014
Sum squared resid	0.546621	Schwarz criterion		-2.406189
Log likelihood	147.9053	Hannan-Quinn criter.		-2.448260
F-statistic	61.45835	Durbin-Watson stat		1.989477
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج 9.0 Eviews.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat لمعلمة الحد الثابت تساوي 2.58 وهي أكبر من الجدولة التي تساوي 2.53 وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية أي وجود حد الثابت، ومنتقل لدراسة جذر الوحدة في النموذج رقم 05 ونلاحظ أن t -stat موافقة لجذر الوحدة تساوي -9.04 وهي أقل من الجدولة التي تساوي -1.94 عند مستوى 5% ، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر أحادي في السلسلة، وبالتالي فإن السلسلة DLIFA مستقرة.

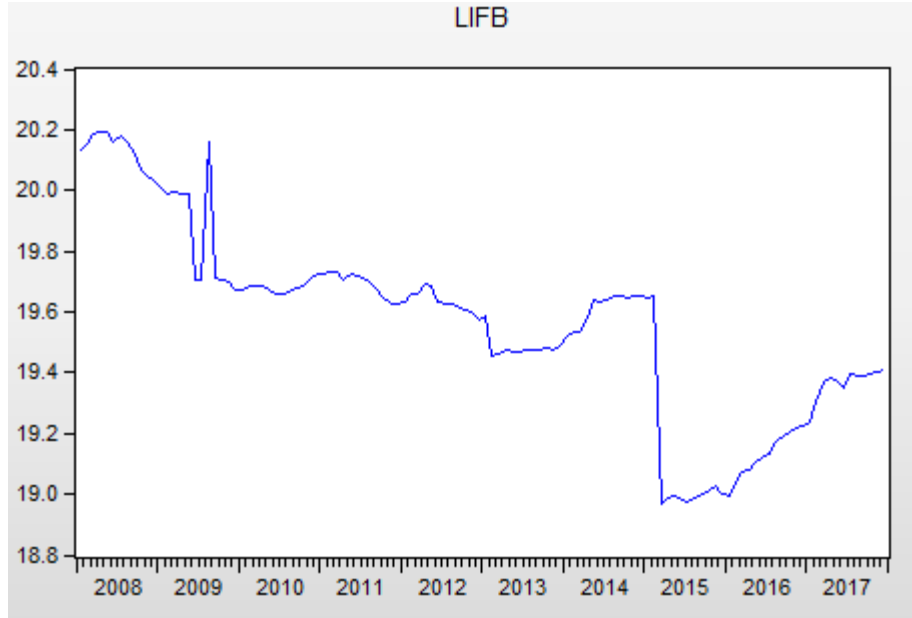
ومنه فإن السلسلة LIFA مستقرة من الدرجة الأولى.

الفرع الثالث : دراسة استقرارية سلسلة مؤشر البنوك والمؤسسات المالية

أولا : دراسة استقرارية سلسلة LIFB

1- المنحنى البياني لسلسلة LIFB

الشكل رقم (09): المنحنى البياني لسلسلة مؤشر البنوك والمؤسسات المالية (LIFB).



المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات Eviews9

من خلال الشكل البياني نرى أن مؤشر البنوك والمؤسسات المالية عرف أيضا تذبذبات حادة إذ ومنذ سنة 2008 إلى غاية منتصف سنة 2009 وهذا ناتج عن الأزمة المالية العالمية التي شهدتها هاته الفترة، ومن بعد ذلك عرف مؤشر البنوك والمؤسسات المالية صعودا وقتيا لم يدم سوى بضعة أشهر ومن ثم عرف هبوطا إلى غاية سنة 2015 أين أصبح المؤشر في أدنى قيمه.

2- دراسة استقرارية المؤشر باستخدام دالة الارتباط الذاتي

تكون السلسلة LIFB مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط تساوي الصفر أو لا تختلف معنويا عن الصفر أي أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة، ويمكن إجراء اختبار مشترك Ljung-Box حيث هذا الاختبار يؤكد بأن السلسلة تكون غير مستقرة في حالة Q-Stat المحسوبة أكبر من $2p$ حيث يتم الفرض العدمي الذي ينص على أن كل معاملات الارتباط الذاتي يساوي للصفر، ونقبل فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

جدول رقم 26: استقرارية دالة الارتباط الذاتي LIFB.

Date: 02/17/19 Time: 19:09
Sample: 2008M01 2017M12
Included observations: 120

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.943	0.943	109.43	0.000
		2	0.902	0.116	210.43	0.000
		3	0.869	0.070	304.99	0.000
		4	0.823	-0.115	390.53	0.000
		5	0.777	-0.053	467.36	0.000
		6	0.732	-0.035	536.12	0.000
		7	0.684	-0.045	596.65	0.000
		8	0.638	-0.011	649.79	0.000
		9	0.593	-0.013	696.15	0.000
		10	0.547	-0.026	736.02	0.000
		11	0.506	0.010	770.42	0.000
		12	0.469	0.022	800.29	0.000
		13	0.434	0.004	826.05	0.000
		14	0.399	-0.019	848.00	0.000
		15	0.369	0.024	867.03	0.000
		16	0.341	-0.003	883.44	0.000
		17	0.312	-0.024	897.29	0.000
		18	0.297	0.100	909.99	0.000
		19	0.285	0.035	921.73	0.000
		20	0.251	-0.184	930.95	0.000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي كلها خارج مجال الثقة والمعبر عنها بالخطين متقطعين مما يعني أن السلسلة تختلف معنويًا على الصفر وبالتالي فهي غير مستقرة، ويمكننا إثبات ذلك من خلال اختبار Ljung-Box حيث نلاحظ أنه عند $h=20$ نجد أن Q-stat يساوي 930.95 وهي أكبر من $\chi^2_{0.05,20}$ والتي تساوي 31.410، كما نلاحظ أن كل الاحتمالات "Prop" هي أقل من 0.05 وبالتالي فإننا نقبل بفرضية عدم استقرار السلسلة (LIFB)، ومن الملاحظ أيضًا من خلال **Corrélogramme** عدم وجود أعمدة خارج مجال الثقة متكررة في نفس الموسم ويمكن القول أن السلسلة لا يوجد بها مركبة فصلية.

3-دراسة استقرارية مؤشر البنوك والمؤسسات المالية باستخدام اختبار ديكي فولر المطور

- تحديد درجة التأخر للسلسلة (LIFB) قبل أن نقوم بدراسة استقرارية السلسلة سنقوم بتحديد فترات، حيث يتم تحديد ذلك من خلال فترة الإبطاء التي توافق أقل قيمة ل Akaike و Schwarz، وجاءت النتائج كما هو مبين في الجدول كما يلي:

جدول رقم (27): تحديد درجة التأخير للسلسلة (LIFB).

4	3	2	1	درجات التأخر
-1.91	-1.92	-1.93	-1.93	Akaike
-1.74	-1.78	-1.81	-1.84	Schwarz

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات Eviews9

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن $P=1$ والتي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Akaike و $P=1$ التي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Schwarz ، ومنه فإن عدد فترات الإبطاء تقدر ب $P=1$

- اختبار ديكي فولر المطور للسلسلة (LIFB)

حسب منهجية ديكي فولر المطور فإننا سنبدأ باختبار النموذج السادس الذي يوجد به حد الثابت واتجاه عام، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 28 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 LIFB.

Null Hypothesis: LIFB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.251486	0.4566
Test critical values:		
1% level	-4.037668	
5% level	-3.448348	
10% level	-3.149326	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIFB)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 19:12
Sample (adjusted): 2008M03 2017M12
Included observations: 118 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIFB(-1)	-0.116258	0.051636	-2.251486	0.0263
D(LIFB(-1))	-0.146914	0.093786	-1.566494	0.1200
C	2.309462	1.035293	2.230734	0.0277
@TREND("2008M01")	-0.000693	0.000475	-1.457993	0.1476

R-squared	0.089061	Mean dependent var	-0.006266
Adjusted R-squared	0.065089	S.D. dependent var	0.093393
S.E. of regression	0.090302	Akaike info criterion	-1.937994
Sum squared resid	0.929617	Schwarz criterion	-1.844072
Log likelihood	118.3416	Hannan-Quinn criter.	-1.899859
F-statistic	3.715217	Durbin-Watson stat	2.037230
Prob(F-statistic)	0.013588		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **EvIEWS 9.0**.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat لمعلمة معامل خط الاتجاه العام تساوي -1.45 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.79 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود مركبة الاتجاه العام، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 05 الذي يوجد به حد الثابت، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 29 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 LIFB.

Null Hypothesis: LIFB has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.937092	0.3144
Test critical values:		
1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIFB)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 19:14
Sample (adjusted): 2008M03 2017M12
Included observations: 118 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIFB(-1)	-0.051692	0.026685	-1.937092	0.0552
D(LIFB(-1))	-0.185974	0.090317	-2.059137	0.0417
C	1.003985	0.522251	1.922419	0.0570

R-squared	0.072075	Mean dependent var	-0.006266
Adjusted R-squared	0.055937	S.D. dependent var	0.093393
S.E. of regression	0.090743	Akaike info criterion	-1.936468
Sum squared resid	0.946951	Schwarz criterion	-1.866026
Log likelihood	117.2516	Hannan-Quinn criter.	-1.907866
F-statistic	4.466233	Durbin-Watson stat	2.061633
Prob(F-statistic)	0.013551		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat لمعلمة الحد الثابت تساوي 1.92 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.53 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود حد الثابت، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 04 الذي لا يوجد به الاتجاه العام ولا الحد الثابت ، و نتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

جدول رقم 30: اختبار ADF ل LIFB.

Null Hypothesis: LIFB has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:		-0.920069	0.3159	
	1% level	-2.584707		
	5% level	-1.943563		
	10% level	-1.614927		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LIFB) Method: Least Squares Date: 02/17/19 Time: 19:14 Sample (adjusted): 2008M03 2017M12 Included observations: 118 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIFB(-1)	-0.000398	0.000433	-0.920069	0.3594
D(LIFB(-1))	-0.204457	0.090841	-2.250713	0.0263
R-squared	0.042255	Mean dependent var	-0.006266	
Adjusted R-squared	0.033999	S.D. dependent var	0.093393	
S.E. of regression	0.091792	Akaike info criterion	-1.921786	
Sum squared resid	0.977383	Schwarz criterion	-1.874825	
Log likelihood	115.3854	Hannan-Quinn criter.	-1.902718	
Durbin-Watson stat	2.068038			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن $t-stat$ لجذر الوحدة تساوي -0.92 وهي أكبر من الجدولة التي تساوي -1.94 عند مستوى 5% ، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر أحادي في السلسلة الأصلية، وبالتالي فإن السلسلة LIFB غير مستقرة ومن نوع DS. ومنه فإن السلسلة LIFB غير مستقرة من نوع DS بدون الحد الثابت، ولجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى.

ثانيا : دراسة استقرارية سلسلة DLIFB

1-استقرارية DLIFB باستخدام دالة الارتباط الذاتي

تكون السلسلة LIFB مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط تساوي الصفر أو لا تختلف معنويا عن الصفر أي أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة، ويمكن إجراء اختبار مشترك Ljung-Box حيث هذا الاختبار يؤكد بأن السلسلة تكون غير مستقرة في حالة Q-Stat المحسوبة أكبر من 2σ حيث يتم الفرض العدمي الذي ينص على أن كل معاملات الارتباط الذاتي يساوي للصفر، ونقبل فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

جدول رقم 31: استقرارية دالة الارتباط الذاتي DLIFB.

Date: 02/17/19 Time: 19:16
Sample: 2008M01 2017M12
Included observations: 119

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 -0.204	-0.204	5.0965	0.024
		2 -0.118	-0.167	6.8115	0.033
		3 0.144	0.088	9.3881	0.025
		4 0.002	0.038	9.3884	0.052
		5 -0.001	0.042	9.3886	0.095
		6 0.012	0.012	9.4068	0.152
		7 -0.015	-0.013	9.4350	0.223
		8 0.001	-0.009	9.4351	0.307
		9 0.034	0.028	9.5843	0.385
		10 -0.057	-0.044	10.008	0.440
		11 -0.058	-0.078	10.454	0.490
		12 -0.008	-0.062	10.464	0.575
		13 0.001	-0.021	10.464	0.656
		14 -0.080	-0.080	11.338	0.659
		15 -0.019	-0.047	11.389	0.725
		16 0.006	-0.022	11.394	0.785
		17 -0.024	-0.016	11.472	0.831
		18 -0.029	-0.031	11.591	0.868
		19 -0.013	-0.025	11.615	0.901
		20 -0.040	-0.056	11.852	0.921

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة والمعبر عنها بالخطين متقطعين مما يعني أنها مستقرة ، ويمكننا إثبات ذلك من خلال اختبار Ljung-Box حيث نلاحظ أنه عند $h=20$ نجد أن : يساوي 11.852 وهي أقل من $\chi^2_{0.05,20}$ والتي تساوي 31.410 ، كما نلاحظ أن أغلب الاحتمالات " Prop " هي أكبر من 0.05 وبالتالي فإننا نقبل بفرضية استقرار السلسلة (DLIFB).

3-دراسة استقرارية DLIFB باستخدام اختبار ديكي فولر المطور

- تحديد درجة التأخر للسلسلة (DLIFB)

قبل أن نقوم بدراسة استقرارية السلسلة سنقوم بتحديد فترات، حيث يتم تحديد ذلك من خلال فترة الإبطاء التي توافق أقل قيمة ل Akaike و Schwarz، وجاءت النتائج كما هو مبين في الجدول كما يلي:

جدول رقم (32): تحديد درجة التأخير للسلسلة (DLIFB).

4	3	2	1	درجات التأخر
-1.85	-1.87	-1.90	-1.92	Akaike
-1.68	-1.73	-1.78	-1.82	Schwarz

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن $P=1$ والتي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Akaike و $P=1$ التي تعطي أدنى قيمة

لمؤشر Schwarz ، ومنه فإن عدد فترات الإبطاء تقدر ب $P=1$

- اختبار ديكي فولر المطور للسلسلة (DLIFB).

حسب منهجية ديكي فولر المطور فإننا سنبدأ باختبار النموذج السادس الذي يوجد به حد الثابت واتجاه عام،

والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 33 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 DLIFB.

Null Hypothesis: DLIFB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.906504	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.038365	
5% level	-3.448681	
10% level	-3.149521	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DLIFB)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 19:18
Sample (adjusted): 2008M04 2017M12
Included observations: 117 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIFB(-1)	-1.423869	0.143731	-9.906504	0.0000
D(DLIFB(-1))	0.175421	0.092378	1.898950	0.0601
C	-0.026931	0.017560	-1.533690	0.1279
@TREND("2008M01")	0.000289	0.000251	1.152065	0.2517

R-squared	0.618711	Mean dependent var	-0.000231
Adjusted R-squared	0.608588	S.D. dependent var	0.145575
S.E. of regression	0.091076	Akaike info criterion	-1.920648
Sum squared resid	0.937323	Schwarz criterion	-1.826215
Log likelihood	116.3579	Hannan-Quinn criter.	-1.882309
F-statistic	61.12091	Durbin-Watson stat	1.976321
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة معامل خط الاتجاه العام تساوي 1.15 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.79 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود مركبة الاتجاه العام، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 05 الذي يوجد به حد الثابت، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 34 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 DLIFB.

Null Hypothesis: DLIFB has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:				
	1% level	-3.487046		
	5% level	-2.886290		
	10% level	-2.580046		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DLIFB) Method: Least Squares Date: 02/17/19 Time: 19:19 Sample (adjusted): 2008M04 2017M12 Included observations: 117 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIFB(-1)	-1.406836	0.143173	-9.826103	0.0000
D(DLIFB(-1))	0.167145	0.092230	1.812262	0.0726
C	-0.009209	0.008481	-1.085906	0.2798
R-squared	0.614232	Mean dependent var	-0.000231	
Adjusted R-squared	0.607464	S.D. dependent var	0.145575	
S.E. of regression	0.091207	Akaike info criterion	-1.926065	
Sum squared resid	0.948332	Schwarz criterion	-1.855240	
Log likelihood	115.6748	Hannan-Quinn criter.	-1.897311	
F-statistic	90.75721	Durbin-Watson stat	1.972175	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة الحد الثابت تساوي 1.08- وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.53 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود حد الثابت، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 04 الذي لا يوجد به الاتجاه العام ولا الحد الثابت ، و نتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 35 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 04 DLIFB.

Null Hypothesis: DLIFB has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.758374	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.584877	
5% level	-1.943587	
10% level	-1.614912	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DLIFB)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 19:21
Sample (adjusted): 2008M04 2017M12
Included observations: 117 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIFB(-1)	-1.390183	0.142461	-9.758374	0.0000
D(DLIFB(-1))	0.158863	0.091986	1.727035	0.0868

R-squared	0.610242	Mean dependent var	-0.000231
Adjusted R-squared	0.606853	S.D. dependent var	0.145575
S.E. of regression	0.091278	Akaike info criterion	-1.932868
Sum squared resid	0.958142	Schwarz criterion	-1.885652
Log likelihood	115.0728	Hannan-Quinn criter.	-1.913699
Durbin-Watson stat	1.970177		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

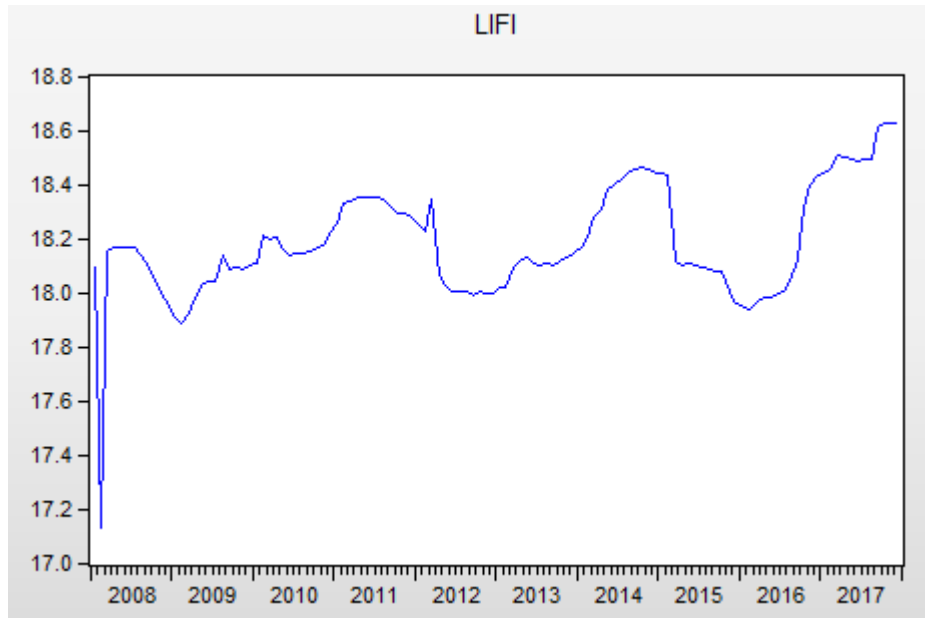
نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t-stat لجذر الوحدة تساوي -9.75 وهي أقل من المحدولة التي تساوي -1.94 عند مستوى 5%، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر أحادي في السلسلة، وبالتالي فإن السلسلة DLIFB مستقرة. ومنه فإن السلسلة LIFB مستقرة من الدرجة الأولى.

الفرع الرابع : دراسة استقرارية سلسلة مؤشر الصناعة

أولا : دراسة استقرارية سلسلة LIFI

1- المنحنى البياني لسلسلة LIFI

الشكل رقم (10): المنحنى البياني لسلسلة مؤشر الصناعة (LIFI).



المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات Eviews9

من خلال الشكل البياني نرى أنه مع بداية سنة 2008 عرف المؤشر هبوطاً حاداً ولكنه سرعان ما عاد لمستواه في نفس السنة ومن ثم عرف تذبذبات لكن لم تكن بالحجم الكبير الى غاية نهاية سنة 2017 أين عرف أكبر صعود لهذا المؤشر في تلك الفترة.

2- دراسة استقرارية المؤشر باستخدام دالة الارتباط الذاتي

تكون السلسلة LIFI مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط تساوي الصفر أو لا تختلف معنوياً عن الصفر أي أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة، ويمكن إجراء اختبار مشترك Ljung-Box حيث هذا الاختبار يؤكد بأن السلسلة تكون غير مستقرة في حالة Q-Stat المحسوبة أكبر من χ^2 حيث يتم الفرض العدمي الذي ينص على أن كل معاملات الارتباط الذاتي يساوي للصفر، ونقبل فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

جدول رقم 36: استقرارية دالة الارتباط الذاتي LIFI.

Date: 02/17/19 Time: 19:44
Sample: 2008M01 2017M12
Included observations: 120

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.748	0.748	68.920	0.000
		2	0.659	0.226	122.88	0.000
		3	0.582	0.075	165.29	0.000
		4	0.497	-0.016	196.47	0.000
		5	0.418	-0.033	218.67	0.000
		6	0.342	-0.039	233.67	0.000
		7	0.267	-0.047	242.89	0.000
		8	0.194	-0.052	247.78	0.000
		9	0.117	-0.068	249.59	0.000
		10	0.041	-0.075	249.81	0.000
		11	-0.027	-0.059	249.91	0.000
		12	-0.095	-0.067	251.14	0.000
		13	-0.170	-0.093	255.08	0.000
		14	-0.243	-0.101	263.24	0.000
		15	-0.303	-0.077	276.05	0.000
		16	-0.331	-0.008	291.51	0.000
		17	-0.345	0.011	308.41	0.000
		18	-0.370	-0.045	328.03	0.000
		19	-0.357	0.024	346.55	0.000
		20	-0.340	0.020	363.45	0.000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي كلها خارج مجال الثقة والمعبر عنها بالخطين متقطعين مما يعني أن السلسلة تختلف معنويًا على الصفر وبالتالي فهي غير مستقرة، ويمكننا إثبات ذلك من خلال اختبار Ljung-Box حيث نلاحظ أنه عند $h=20$ نجد أن Q-stat : يساوي 363.45 وهي أكبر من $\chi^2_{0.05,20}$ والتي تساوي 31.410 ، كما نلاحظ أن كل الإحتمالات " Prop " هي أقل من 0.05 وبالتالي فإننا نقبل بفرضية عدم استقرار السلسلة (LIFI)، ومن الملاحظ أيضًا من خلال **Corrélogramme** عدم وجود أعمدة خارج مجال الثقة متكررة في نفس الموسم ويمكن القول أن السلسلة لا يوجد بها مركبة فصلية.

3-دراسة استقرارية المؤشر مؤشر الصناعة باستخدام اختبار ديكي فولر المطور - تحديد درجة التأخر للسلسلة

(LIFI) قبل أن نقوم بدراسة استقرارية السلسلة سنقوم بتحديد فترات، حيث يتم تحديد ذلك من خلال فترة الإبطاء التي توافق أقل قيمة ل Akaike و Schwarz، وجاءت النتائج كما هو مبين في الجدول كما يلي:

جدول رقم (37): تحديد درجة التأخير للسلسلة (LIFI).

4	3	2	1	درجات التأخر
-2.93	-2.94	-2.94	-1.95	Akaike
-2.77	-2.80	-2.82	-1.86	Schwarz

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات Eviews9

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن $P=2$ والتي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Akaike و $P=2$ التي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Schwarz ، ومنه فإن عدد فترات الإبطاء تقدر ب $P=2$

- اختبار ديكي فولر المطور للسلسلة (LIFI)

حسب منهجية ديكي فولر المطور فإننا سنبدأ باختبار النموذج السادس الذي يوجد به حد الثابت واتجاه عام، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 38 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 LIFI.

Null Hypothesis: LIFI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.843292	0.6772
Test critical values:		
1% level	-4.038365	
5% level	-3.448681	
10% level	-3.149521	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIFI)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 19:46
Sample (adjusted): 2008M04 2017M12
Included observations: 117 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIFI(-1)	-0.058621	0.031802	-1.843292	0.0679
D(LIFI(-1))	0.111530	0.055445	2.011536	0.0467
D(LIFI(-2))	0.064728	0.042470	1.524092	0.1303
C	1.049296	0.574186	1.827451	0.0703
@TREND("2008M01")	0.000317	0.000164	1.931811	0.0559

R-squared	0.063098	Mean dependent var	0.004066
Adjusted R-squared	0.029637	S.D. dependent var	0.055115
S.E. of regression	0.054292	Akaike info criterion	-2.947077
Sum squared resid	0.330136	Schwarz criterion	-2.829036
Log likelihood	177.4040	Hannan-Quinn criter.	-2.899154
F-statistic	1.885726	Durbin-Watson stat	1.899944
Prob(F-statistic)	0.117844		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة معامل خط الاتجاه العام تساوي 1.93 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.79 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود مركبة الاتجاه العام، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 05 الذي يوجد به حد الثابت، و نتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 39 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 LIFI.

Null Hypothesis: LIFI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.130050	0.7022
Test critical values:		
1% level	-3.487046	
5% level	-2.886290	
10% level	-2.580046	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIFI)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 19:47
Sample (adjusted): 2008M04 2017M12
Included observations: 117 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIFI(-1)	-0.033077	0.029271	-1.130050	0.2608
D(LIFI(-1))	0.093849	0.055342	1.695807	0.0927
D(LIFI(-2))	0.056899	0.042784	1.329924	0.1862
C	0.604259	0.532264	1.135263	0.2587

R-squared	0.031880	Mean dependent var	0.004066
Adjusted R-squared	0.006178	S.D. dependent var	0.055115
S.E. of regression	0.054945	Akaike info criterion	-2.931394
Sum squared resid	0.341136	Schwarz criterion	-2.836961
Log likelihood	175.4865	Hannan-Quinn criter.	-2.893055
F-statistic	1.240349	Durbin-Watson stat	1.849344
Prob(F-statistic)	0.298498		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج 9.0 Eviews .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة الحد الثابت تساوي 1.13 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.53 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود حد الثابت، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 04 الذي لا يوجد به الاتجاه العام ولا الحد الثابت ، و نتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

جدول رقم 40: استقرارية ADF ل LIFI

Null Hypothesis: LIFI has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.533254	0.8297
Test critical values:		
1% level	-2.584877	
5% level	-1.943587	
10% level	-1.614912	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIFI)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 19:48
Sample (adjusted): 2008M04 2017M12
Included observations: 117 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIFI(-1)	0.000151	0.000283	0.533254	0.5949
D(LIFI(-1))	0.081862	0.054394	1.504990	0.1351
D(LIFI(-2))	0.047248	0.041984	1.125382	0.2628

R-squared	0.020838	Mean dependent var	0.004066
Adjusted R-squared	0.003660	S.D. dependent var	0.055115
S.E. of regression	0.055014	Akaike info criterion	-2.937147
Sum squared resid	0.345027	Schwarz criterion	-2.866322
Log likelihood	174.8231	Hannan-Quinn criter.	-2.908393
Durbin-Watson stat	1.862342		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن $t-stat$ لجذر الوحدة تساوي 1.12 وهي أكبر من الجدولة التي تساوي -1.94 عند مستوى 5% ، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر أحادي في السلسلة الأصلية، وبالتالي فإن السلسلة LIFI غير مستقرة ومن نوع DS. ومنه فإن السلسلة LIFI غير مستقرة من نوع DS بدون الحد الثابت، ولجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى.

ثانيا : دراسة استقرارية سلسلة DLIFI

1-استقرارية DLIFI باستخدام دالة الارتباط الذاتي

تكون السلسلة LIFI مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط تساوي الصفر أو لا تختلف معنويا عن الصفر أي أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة، ويمكن إجراء اختبار مشترك Ljung-Box حيث هذا الاختبار يؤكد بأن السلسلة تكون غير مستقرة في حالة Q- Stat المحسوبة أكبر من 2σ حيث يتم الفرض العدمي

الذي ينص على أن كل معاملات الارتباط الذاتي يساوي للصفر، ونقبل فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

جدول رقم 41: استقرارية دالة الارتباط الذاتي DLIFI

Date: 02/17/19 Time: 19:49
Sample: 2008M01 2017M12
Included observations: 119

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			-0.393	-0.393	18.892	0.000
2			0.015	-0.165	18.919	0.000
3			0.019	-0.047	18.965	0.000
4			0.010	0.004	18.977	0.001
5			-0.008	0.003	18.985	0.002
6			-0.001	-0.002	18.985	0.004
7			-0.007	-0.012	18.992	0.008
8			0.003	-0.007	18.994	0.015
9			-0.004	-0.008	18.996	0.025
10			-0.011	-0.019	19.012	0.040
11			-0.000	-0.016	19.012	0.061
12			0.013	0.006	19.035	0.088
13			0.002	0.013	19.035	0.122
14			-0.012	-0.004	19.054	0.163
15			-0.030	-0.045	19.179	0.206
16			-0.014	-0.059	19.208	0.258
17			0.031	-0.004	19.348	0.309
18			-0.077	-0.080	20.199	0.322
19			-0.007	-0.083	20.206	0.382
20			-0.019	-0.082	20.261	0.442

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة والمعبر عنها بالخطين متقطعين مما يعني أنها مستقرة ، ويمكننا إثبات ذلك من خلال اختبار Ljung-Box حيث نلاحظ أنه عند $h=20$ نجد أن : يساوي 20.261 وهي أقل من $\chi^2_{0.05,20}$ والتي تساوي 31.410 ، كما نلاحظ أن أغلب الإحتمالات " Prop " هي أكبر من 0.05 وبالتالي فإننا نقبل بفرضية استقرار السلسلة (DLIFI).

3-دراسة استقرارية DLIFI باستخدام اختبار ديكي فولر المطور

- تحديد درجة التأخر للسلسلة (DLIFI)

الفصل الرابع: دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار

قبل أن نقوم بدراسة استقرارية السلسلة سنقوم بتحديد فترات، حيث يتم تحديد ذلك من خلال فترة الإبطاء التي توافق أقل قيمة ل Akaike و Schwarz، وجاءت النتائج كما هو مبين في الجدول كما يلي:

جدول رقم (42): تحديد درجة التأخير للسلسلة (DLIFI).

4	3	2	1	درجات التأخر
-2.87	-2.90	-2.92	-2.93	Akaike
-2.70	-2.75	-2.80	-2.83	Schwarz

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن $P=1$ والتي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Akaike و $P=1$ التي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Schwarz ، ومنه فإن عدد فترات الإبطاء تقدر ب $P=1$

- اختبار ديكي فولر المطور للسلسلة (DLIFI)

حسب منهجية ديكي فولر المطور فإننا سنبدأ باختبار النموذج السادس الذي يوجد به حد الثابت واتجاه عام، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 43 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 DLIFI.

Null Hypothesis: DLIFI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.32777	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.038365	
5% level	-3.448681	
10% level	-3.149521	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DLIFI)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 19:55
Sample (adjusted): 2008M04 2017M12
Included observations: 117 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIFI(-1)	-0.865642	0.083817	-10.32777	0.0000
D(DLIFI(-1))	-0.047467	0.041862	-1.133903	0.2592
C	-0.008920	0.010576	-0.843442	0.4008
@TREND("2008M01")	0.000191	0.000151	1.268044	0.2074

R-squared	0.786770	Mean dependent var	-0.008731
Adjusted R-squared	0.781109	S.D. dependent var	0.117269
S.E. of regression	0.054865	Akaike info criterion	-2.934286
Sum squared resid	0.340151	Schwarz criterion	-2.839852
Log likelihood	175.6557	Hannan-Quinn criter.	-2.895947
F-statistic	138.9814	Durbin-Watson stat	1.897716
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج 9.0 Eviews.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat المعلمة معامل خط الاتجاه العام تساوي 1.26 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.79 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود مركبة الاتجاه العام، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 05 الذي يوجد به حد الثابت، و نتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 44: نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 DLIFI.

Null Hypothesis: DLIFI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.37614	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.487046	
5% level	-2.886290	
10% level	-2.580046	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DLIFI)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 19:56
Sample (adjusted): 2008M04 2017M12
Included observations: 117 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIFI(-1)	-0.870931	0.083936	-10.37614	0.0000
D(DLIFI(-1))	-0.047243	0.041973	-1.125564	0.2627
C	0.002803	0.005150	0.544214	0.5874

R-squared	0.783736	Mean dependent var	-0.008731
Adjusted R-squared	0.779942	S.D. dependent var	0.117269
S.E. of regression	0.055011	Akaike info criterion	-2.937250
Sum squared resid	0.344992	Schwarz criterion	-2.866425
Log likelihood	174.8291	Hannan-Quinn criter.	-2.908496
F-statistic	206.5666	Durbin-Watson stat	1.862189
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat لمعلمة الحد الثابت تساوي 0.54 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.53 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود حد الثابت، ونتقل لدراسة النموذج رقم 04 الذي لا يوجد به الاتجاه العام ولا الحد الثابت ، و نتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 45: نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 04 DLIFI.

Null Hypothesis: DLIFI has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.44748	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.584877	
5% level	-1.943587	
10% level	-1.614912	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DLIFI)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 19:57
Sample (adjusted): 2008M04 2017M12
Included observations: 117 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIFI(-1)	-0.863944	0.082694	-10.44748	0.0000
D(DLIFI(-1))	-0.049669	0.041608	-1.193745	0.2350

R-squared	0.783174	Mean dependent var	-0.008731
Adjusted R-squared	0.781289	S.D. dependent var	0.117269
S.E. of regression	0.054843	Akaike info criterion	-2.951750
Sum squared resid	0.345888	Schwarz criterion	-2.904533
Log likelihood	174.6774	Hannan-Quinn criter.	-2.932580
Durbin-Watson stat	1.866728		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t-stat لجذر الوحدة تساوي -10.44 وهي أقل من الجدولة التي تساوي -1.94 عند مستوى 5%، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر أحادي في السلسلة، وبالتالي فإن السلسلة DLIFI مستقرة.

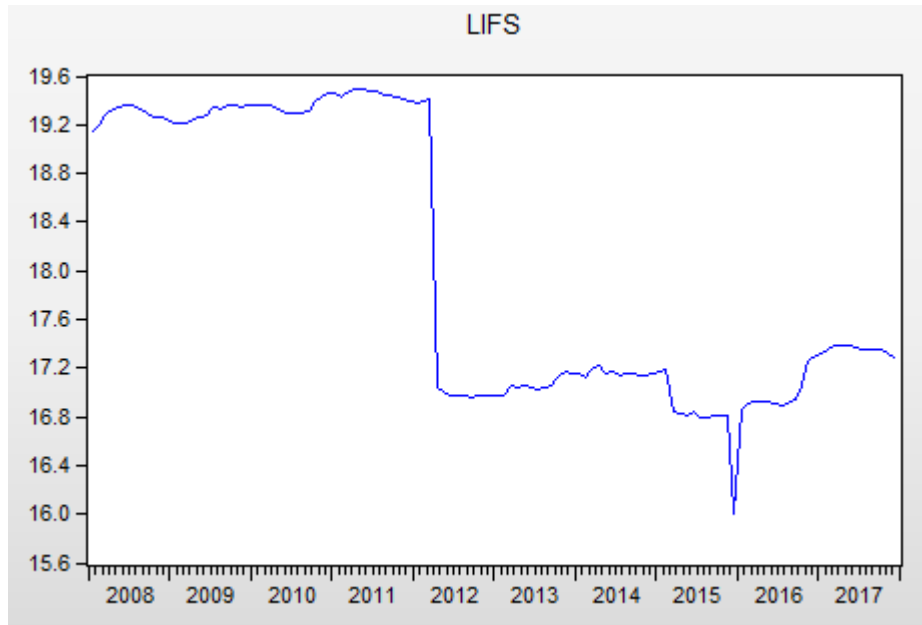
ومنه فإن السلسلة LIFI مستقرة من الدرجة الأولى.

الفرع الخامس : دراسة استقرارية سلسلة مؤشر الخدمات

أولا : دراسة استقرارية سلسلة LIFS

-1 المنحنى البياني لسلسلة LIFS.

الشكل رقم (11): المنحنى البياني لسلسلة مؤشر الخدمات (LIFS)



المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات Eviews9

من خلال الشكل البياني أنه في البداية عرف استقراراً ملحوظاً إلى غاية سنة 2012 أين كان هبوطاً حاداً وهذا كان ناتجاً لانفصال بعض الشركات عن قطاع الخدمات ومن ثم كان استقراراً في المؤشر لغاية منتصف سنة 2015 و من بعده عرف هبوطاً لم يدم طويلاً حيث رجع إلى استقراره التي كان عليها من قبل.

2- دراسة استقرارية المؤشر باستخدام دالة الارتباط الذاتي

تكون السلسلة LIFS مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط تساوي الصفر أو لا تختلف معنوياً عن الصفر أي أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة، ويمكن إجراء اختبار مشترك Ljung-Box حيث هذا الاختبار يؤكد بأن السلسلة تكون غير مستقرة في حالة Q-Stat المحسوبة أكبر من χ^2 حيث يتم الفرض العدمي الذي ينص على أن كل معاملات الارتباط الذاتي يساوي للصفر، ونقبل فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

جدول رقم 46: استقرارية دالة الارتباط الذاتي LIFS.

Date: 02/17/19 Time: 20:00
Sample: 2008M01 2017M12
Included observations: 120

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 0.971	0.971	116.01	0.000
		2 0.946	0.046	226.96	0.000
		3 0.920	-0.022	332.75	0.000
		4 0.893	-0.024	433.36	0.000
		5 0.866	-0.025	528.76	0.000
		6 0.838	-0.030	618.87	0.000
		7 0.810	-0.007	703.92	0.000
		8 0.783	-0.016	783.98	0.000
		9 0.755	-0.020	859.13	0.000
		10 0.725	-0.053	929.08	0.000
		11 0.696	-0.000	994.20	0.000
		12 0.670	0.025	1055.0	0.000
		13 0.644	0.000	1111.8	0.000
		14 0.618	-0.009	1164.6	0.000
		15 0.591	-0.047	1213.3	0.000
		16 0.563	-0.035	1257.9	0.000
		17 0.536	-0.014	1298.7	0.000
		18 0.509	-0.005	1335.8	0.000
		19 0.484	0.027	1369.8	0.000
		20 0.460	0.002	1400.7	0.000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **Eviews 9.0**.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي كلها خارج مجال الثقة والمعبر عنها بالخطين متقطعين مما يعني أن السلسلة تختلف معنوياً على الصفر وبالتالي فهي غير مستقرة، ويمكننا إثبات ذلك من خلال اختبار Ljung-Box حيث نلاحظ أنه عند $h=20$ نجد أن Q-stat يساوي 1400.7 وهي أكبر من $\chi^2_{0.05,20}$ والتي تساوي 31.410، كما نلاحظ أن كل الإحتمالات "Prop" هي أقل من 0.05 وبالتالي فإننا نقبل بفرضية عدم استقرار السلسلة (LIFS)، ومن الملاحظ أيضاً من خلال **Corrélogramme** عدم وجود أعمدة خارج مجال الثقة متكررة في نفس الموسم ويمكن القول أن السلسلة لا يوجد بها مركبة فصلية.

3-دراسة استقرارية مؤشر الخدمات باستخدام اختبار ديكي فولر المطور - تحديد درجة التأخر للسلسلة

(LIFS) قبل أن نقوم بدراسة استقرارية السلسلة سنقوم بتحديد فترات، حيث يتم تحديد ذلك من خلال فترة الإبطاء التي توافقت أقل قيمة ل Akaike و Schwarz، وجاءت النتائج كما هو مبين في الجدول كما يلي:

جدول رقم (47): تحديد درجة التأخير للسلسلة (LIFS).

4	3	2	1	درجات التأخر
0.15	0.13	0.10	0.08	Akaike
0.32	0.27	0.22	0.17	Schwarz

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات Eviews9

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن $P=1$ والتي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Akaike و $P=1$ التي تعطي أدنى قيمة

لمؤشر Schwarz ، ومنه فإن عدد فترات الإبطاء تقدر ب $P=1$

- اختبار ديكي فولر المطور للسلسلة (LIFS)

حسب منهجية ديكي فولر المطور فإننا سنبدأ باختبار النموذج السادس الذي يوجد به حد الثابت واتجاه عام،

والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 48 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 LIFS.

Null Hypothesis: LIFS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.729405	0.7321
Test critical values:		
1% level	-4.037668	
5% level	-3.448348	
10% level	-3.149326	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIFS)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 20:02
Sample (adjusted): 2008M03 2017M12
Included observations: 118 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIFS(-1)	-0.061610	0.035625	-1.729405	0.0864
D(LIFS(-1))	-0.054485	0.094012	-0.579555	0.5634
C	1.184595	0.703937	1.682815	0.0951
@TREND("2008M01")	-0.001502	0.001194	-1.257828	0.2110

R-squared	0.033717	Mean dependent var	-0.016240
Adjusted R-squared	0.008289	S.D. dependent var	0.248978
S.E. of regression	0.247944	Akaike info criterion	0.082084
Sum squared resid	7.008301	Schwarz criterion	0.176006
Log likelihood	-0.842976	Hannan-Quinn criter.	0.120219
F-statistic	1.325962	Durbin-Watson stat	1.996887
Prob(F-statistic)	0.269445		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة معامل خط الاتجاه العام تساوي -1.25 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.79 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود مركبة الاتجاه العام، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 05 الذي يوجد به حد الثابت، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 49 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05 LIFS.

Null Hypothesis: LIFS has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.223304	0.6628
Test critical values:		
1% level	-3.486551	
5% level	-2.886074	
10% level	-2.579931	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIFS)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 20:04
Sample (adjusted): 2008M03 2017M12
Included observations: 118 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIFS(-1)	-0.024527	0.020050	-1.223304	0.2237
D(LIFS(-1))	-0.075786	0.092708	-0.817466	0.4154
C	0.424806	0.362372	1.172291	0.2435

R-squared	0.020307	Mean dependent var	-0.016240
Adjusted R-squared	0.003269	S.D. dependent var	0.248978
S.E. of regression	0.248571	Akaike info criterion	0.078918
Sum squared resid	7.105565	Schwarz criterion	0.149359
Log likelihood	-1.656169	Hannan-Quinn criter.	0.107519
F-statistic	1.191844	Durbin-Watson stat	2.000153
Prob(F-statistic)	0.307383		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج 9.0 Eviews .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة الحد الثابت تساوي 1.17 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.53 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود حد الثابت، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 04 الذي لا يوجد به الاتجاه العام ولا الحد الثابت ، و نتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

جدول رقم 50: استقرارية ADF ل LIFS

Null Hypothesis: LIFS has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-0.842015	0.3492
Test critical values:	1% level		-2.584707	
	5% level		-1.943563	
	10% level		-1.614927	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LIFS) Method: Least Squares Date: 02/17/19 Time: 20:04 Sample (adjusted): 2008M03 2017M12 Included observations: 118 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIFS(-1)	-0.001070	0.001271	-0.842015	0.4015
D(LIFS(-1))	-0.086849	0.092375	-0.940170	0.3491
R-squared	0.008599	Mean dependent var		-0.016240
Adjusted R-squared	0.000053	S.D. dependent var		0.248978
S.E. of regression	0.248972	Akaike info criterion		0.073848
Sum squared resid	7.190477	Schwarz criterion		0.120809
Log likelihood	-2.357047	Hannan-Quinn criter.		0.092916
Durbin-Watson stat	2.001115			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن $t-stat$ لجذر الوحدة تساوي -0.34 وهي أكبر من الجدولة التي تساوي -1.94 عند مستوى 5% ، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر أحادي في السلسلة الأصلية، وبالتالي فإن السلسلة LIFS غير مستقرة ومن نوع DS. ومنه فإن السلسلة LIFS غير مستقرة من نوع DS بدون الحد الثابت، ولجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى.

ثانيا : دراسة استقرارية سلسلة DLIFS

1-استقرارية DLIFS باستخدام دالة الارتباط الذاتي

تكون السلسلة LIFS مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط تساوي الصفر أو لا تختلف معنويا عن الصفر أي أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة، ويمكن إجراء اختبار مشترك Ljung-Box حيث هذا الاختبار يؤكد بأن السلسلة تكون غير مستقرة في حالة Q-Stat المحسوبة أكبر من 2σ حيث يتم الفرض العدمي الذي ينص على أن كل معاملات الارتباط الذاتي يساوي للصفر، ونقبل فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

جدول رقم 51: استقرارية دالة الارتباط الذاتي DLIFS.

Date: 02/17/19 Time: 20:05
Sample: 2008M01 2017M12
Included observations: 119

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.087	-0.087	0.9216	0.337
		2	0.006	-0.001	0.9261	0.629
		3	-0.001	-0.000	0.9261	0.819
		4	0.002	0.002	0.9268	0.921
		5	0.013	0.014	0.9486	0.967
		6	-0.017	-0.015	0.9870	0.986
		7	0.006	0.003	0.9912	0.995
		8	0.007	0.008	0.9969	0.998
		9	0.044	0.045	1.2468	0.999
		10	-0.033	-0.026	1.3906	0.999
		11	-0.052	-0.058	1.7551	0.999
		12	-0.015	-0.025	1.7840	1.000
		13	-0.017	-0.020	1.8219	1.000
		14	0.013	0.009	1.8433	1.000
		15	-0.008	-0.003	1.8512	1.000
		16	-0.020	-0.021	1.9079	1.000
		17	-0.021	-0.027	1.9705	1.000
		18	-0.065	-0.072	2.5770	1.000
		19	-0.021	-0.031	2.6414	1.000
		20	-0.023	-0.023	2.7199	1.000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معاملات الارتباط الذاتي كلها داخل مجال الثقة والمعبر عنها بالخطين متقطعين مما يعني أنها مستقرة ، ويمكننا إثبات ذلك من خلال اختبار Ljung-Box حيث نلاحظ أنه عند $h=20$ نجد أن : يساوي 2.7199 وهي أقل من $\chi^2_{0.05,20}$ والتي تساوي 31.410 ، كما نلاحظ أن كل الاحتمالات " Prop " هي أكبر من 0.05 وبالتالي فإننا نقبل بفرضية استقرار السلسلة (DLIFS).

3-دراسة استقرارية DLIFS باستخدام اختبار ديكي فولر المطور

- تحديد درجة التأخر للسلسلة (DLIFS)

قبل أن نقوم بدراسة استقرارية السلسلة سنقوم بتحديد فترات، حيث يتم تحديد ذلك من خلال فترة الإبطاء التي توافق أقل قيمة ل Akaike و Schwarz، وجاءت النتائج كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم (52): تحديد درجة التأخير للسلسلة (DLIFS)

4	3	2	1	درجات التأخر
0.19	0.16	0.14	0.11	Akaike
0.36	0.31	0.25	0.20	Schwarz

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن $P=1$ والتي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Akaike و $P=1$ التي تعطي أدنى قيمة لمؤشر Schwarz، ومنه فإن عدد فترات الإبطاء تقدر ب $P=1$

– اختبار ديكي فولر المطور للسلسلة (DLIFS)

حسب منهجية ديكي فولر المطور فإننا سنبدأ باختبار النموذج السادس الذي يوجد به حد الثابت واتجاه عام، والنتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 53 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 06 DLIFS.

Null Hypothesis: DLIFS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.874281	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.038365	
5% level	-3.448681	
10% level	-3.149521	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DLIFS)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 20:07
Sample (adjusted): 2008M04 2017M12
Included observations: 117 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIFS(-1)	-1.091502	0.138616	-7.874281	0.0000
D(DLIFS(-1))	0.002501	0.093969	0.026613	0.9788
C	-0.033908	0.048263	-0.702567	0.4838
@TREND("2008M01")	0.000253	0.000691	0.366972	0.7143
R-squared	0.544727	Mean dependent var		-0.000690
Adjusted R-squared	0.532640	S.D. dependent var		0.368747
S.E. of regression	0.252089	Akaike info criterion		0.115524
Sum squared resid	7.181048	Schwarz criterion		0.209958
Log likelihood	-2.758181	Hannan-Quinn criter.		0.153863
F-statistic	45.06750	Durbin-Watson stat		2.001525
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة معامل خط الاتجاه العام تساوي 0.36 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.79 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود مركبة الاتجاه العام، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 05 الذي يوجد به حد الثابت، و نتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 54 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 05.

Null Hypothesis: DLIFS has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:			-7.896051	0.0000
	1% level		-3.487046	
	5% level		-2.886290	
	10% level		-2.580046	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DLIFS) Method: Least Squares Date: 02/17/19 Time: 20:08 Sample (adjusted): 2008M04 2017M12 Included observations: 117 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIFS(-1)	-1.089575	0.137990	-7.896051	0.0000
D(DLIFS(-1))	0.001570	0.093577	0.016778	0.9866
C	-0.018419	0.023319	-0.789890	0.4312
R-squared	0.544184	Mean dependent var		-0.000690
Adjusted R-squared	0.536187	S.D. dependent var		0.368747
S.E. of regression	0.251131	Akaike info criterion		0.099621
Sum squared resid	7.189606	Schwarz criterion		0.170446
Log likelihood	-2.827857	Hannan-Quinn criter.		0.128376
F-statistic	68.05047	Durbin-Watson stat		2.001128
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t -stat معلمة الحد الثابت تساوي -0.78 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 2.53 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود حد الثابت، ومنتقل لدراسة النموذج رقم 04 الذي لا يوجد به الاتجاه العام ولا الحد الثابت ، و نتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 55 : نتائج الاستقرارية للنموذج رقم 04.

Null Hypothesis: DLIFS has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.869501	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.584877	
5% level	-1.943587	
10% level	-1.614912	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DLIFS)
Method: Least Squares
Date: 02/17/19 Time: 20:08
Sample (adjusted): 2008M04 2017M12
Included observations: 117 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIFS(-1)	-1.079403	0.137163	-7.869501	0.0000
D(DLIFS(-1))	-0.003378	0.093215	-0.036240	0.9712

R-squared	0.541689	Mean dependent var	-0.000690
Adjusted R-squared	0.537704	S.D. dependent var	0.368747
S.E. of regression	0.250720	Akaike info criterion	0.087986
Sum squared resid	7.228955	Schwarz criterion	0.135202
Log likelihood	-3.147157	Hannan-Quinn criter.	0.107155
Durbin-Watson stat	2.000684		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه للاختبار ADF أن t-stat لجذر الوحدة تساوي -7.86 وهي أقل من الجدولة التي تساوي 1.94- عند مستوى 5%، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر أحادي في السلسلة، وبالتالي فإن السلسلة DLIFS مستقرة. ومنه فإن السلسلة LIFS مستقرة من الدرجة الأولى.

المطلب الثالث : تقدير نموذج شعاع تصحيح الخطأ *VECM* بين المتغيرات

الفرع الأول : اختبار تكامل المتزامن (اختبار العلاقة في المدى الطويل)

عزذ تحليلنا لاستقرارية ومعالجة السلاسل استخلصنا أن كل السلاسل مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ ، وبالتالي تنمو بنفس وتيرة الاتجاه على المدى الطويل، وبالتالي إمكانية وجود تكامل متزامن بينها لذا سوف نقوم بواسطة اختبار جوهانسون، ولكن قبل ذلك نقوم أولاً بتحديد درجة التأخير كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم 56: اختبار تكامل الزمن

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: LDMS LIFA LIFB LIFI LIFS
 Exogenous variables: C
 Date: 02/23/19 Time: 06:52
 Sample: 2008M01 2017M12
 Included observations: 116

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-19.45044	NA	1.05e-06	0.421559	0.540249	0.469740
1	645.6749	1261.445	1.69e-11*	-10.61509*	-9.902950*	-10.32600*
2	667.4541	39.42778*	1.79e-11	-10.55955	-9.253972	-10.02956
3	681.1697	23.64766	2.19e-11	-10.36500	-8.465968	-9.594099
4	690.7489	15.69004	2.89e-11	-10.09912	-7.606646	-9.087317

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews9.0

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن $P=1$ تعطي أدنى قيمة لأغلب المعايير، ومنه فإن عدد فترات الإبطاء تقدر ب

$P=1$. بعد القيام بتحديد فترات الإبطاء المثلى باستخدام برنامج Eviews والذي يوافق $p=1$ جاءت نتائج اختبار

Johansen كما هو مبين في الجدول كما يلي:

جدول رقم 57: نتائج اختبار Johansen

λ trace احصائية		القيمة الذاتية	الفرضية البديلة	فرضية العدم
القيمة الحرجة عند %5	القيمة المحسوبة			
69.81889	92.45338	0.428795	$r>0$	$r=0$
47.85613	26.37250	0.082910	$r>1$	$r=1$
29.79707	16.15965	0.073467	$r>2$	$r=2$

15.49471	7.155581	0.044658	r>3	r=3
3.841466	1.764670	0.014844	r>4	r=4

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews9.0 والملحق رقم 12

من الجدول السابق نلاحظ أن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة عند 5% بالنسبة لاختبار الأثر trace بالنسبة لفرضية الأولى ($r=0$) فقط، حيث نلاحظ أن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة عند 5%، وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك على الأقل، وعليه نستنتج وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشر السوق و باقي متغيرات الدراسة.

الفرع الثاني : اختبار السببية (اختبار العلاقة في المدى القصير)

قبل إجراء اختبار السببية بين المتغيرات الدراسة يجب أولاً تحديد درجة الإبطاء المثلى كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم 58: اختبار VAR Lag order selection في المدى القصير

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DLDMS DLIFA DLIFB DLIFI DLIFS

Exogenous variables: C

Date: 02/23/19 Time: 08:08

Sample: 2008M01 2017M12

Included observations: 115

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	334.8600	NA	2.22e-09	-5.736696	-5.617351	-5.688255
1	593.4746	490.2433	3.82e-11	-9.799559	-9.083490*	-9.508910*
2	628.5766	63.48874*	3.21e-11*	-9.975245*	-8.662451	-9.442388
3	640.2217	20.04978	4.08e-11	-9.742985	-7.833467	-8.967922
4	648.3084	13.22001	5.53e-11	-9.448841	-6.942599	-8.431570

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 .

الفصل الرابع: دور السوق المالي القطري في جذب الاستثمار

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن $P=1$ تعطي أدنى قيمة لأغلب المعايير، ومنه فإن عدد فترات الإبطاء تقدر ب $P=1$ ، بعد القيام بتحديد فترات الإبطاء المثلى باستخدام برنامج Eviews والذي يوافق $p=1$ جاءت نتائج اختبار غرانجر كما هو مبين في الجدول كما يلي:

جدول رقم 59: نتائج اختبار السببية حسب غرانجر

الملاحظة	Prob	F-statistic	الفرضيات
عدم وجود علاقة سببية بين مؤشر السوق و قطاع التأمين	0.859	0.031	DLIFA لا يسبب DLDMS
	0.793	0.068	DLDMS لا يسبب DLIFA
عدم وجود علاقة سببية بين مؤشر السوق و الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك و المؤسسات المالية	0.895	0.017	DLIFB لا يسبب DLDMS
	0.407	0.689	DLDMS لا يسبب DLIFB
وجود علاقة سببية بين مؤشر السوق و الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة في اتجاه مؤشر السوق.	0.003	9.006	DLIFI لا يسبب DLDMS
	0.151	2.088	DLDMS لا يسبب DLIFI
عدم وجود علاقة سببية بين مؤشر السوق و الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات	0.776	0.081	DLIFS لا يسبب DLDMS
	0.691	0.158	DLDMS لا يسبب DLIFS
وجود علاقة سببية بين الاستثمار الأجنبي في قطاع التأمينات و الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك و المؤسسات المالية عند مستوى معنوي 10%	0.086	2.995	DLIFB لا يسبب DLIFA
	0.067	3.414	DLIFA لا يسبب DLIFB
وجود علاقة سببية بين الاستثمار الأجنبي في قطاع التأمينات و الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة في اتجاه الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة	0.451	0.571	DLIFI لا يسبب DLIFA
	0.0004	13.311	DLIFA لا يسبب DLIFI
عدم وجود علاقة سببية بين الاستثمار الأجنبي في قطاع التأمينات و الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات.	0.720	0.128	DLIFS لا يسبب DLIFA
	0.486	0.488	DLIFA لا يسبب DLIFS
وجود علاقة سببية بين الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك و المؤسسات المالية و الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة في اتجاه الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة عند مستوى معنوي 10%	0.900	0.015	DLIFI لا يسبب DLIFB
	0.089	2.925	DLIFB لا يسبب DLIFI
عدم وجود علاقة سببية بين الاستثمار الأجنبي في قطاع البنوك و المؤسسات المالية و الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات	0.716	0.132	DLIFS لا يسبب DLIFB
	0.703	0.145	DLIFB لا يسبب DLIFS
عدم وجود علاقة سببية بين الاستثمار الأجنبي في قطاع الصناعة و الاستثمار الأجنبي في قطاع الخدمات	0.696	0.153	DLIFS لا يسبب DLIFI
	0.170	1.898	DLIFI لا يسبب DLIFS

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews9.0 والملحق رقم 13

من خلال الجدول نلاحظ

* عدم وجود علاقة سببية بين مؤشر السوق و قطاع التأمين عند مستوى معنوية 05%، (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.859 وهي أكبر من 0.05) وبالتالي فإن مؤشر السوق المباشر لا يؤثر في قطاع التأمين ، والعكس صحيح أيضا حيث نلاحظ عدم وجود السببية بين قطاع التأمين و مؤشر السوق عند مستوى معنوية 05%، (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.793 وهو أكبر من 0.05) أي ليس هناك سببية في الاتجاهين.

* عدم وجود علاقة سببية بين مؤشر السوق و قطاع البنوك و المؤسسات المالية عند مستوى معنوية 05% (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.895 وهي أكبر من 0.05)، وبالتالي فإن مؤشر السوق لا يؤثر في قطاع البنوك والمؤسسات المالية، والعكس صحيح أيضا حيث نلاحظ عدم وجود السببية بين قطاع البنوك والمؤسسات المالية و مؤشر السوق عند مستوى معنوية 05%، (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.407 وهو أكبر من 0.05) أي ليس هناك سببية في الاتجاهين.

* وجود علاقة سببية بين مؤشر السوق وقطاع الصناعة عند مستوى معنوية 05% (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.003 وهو أقل من 0.05)، وبالتالي فإن مؤشر السوق يؤثر على قطاع الصناعة، ونلاحظ أنه لا توجد علاقة سببية بين قطاع الصناعة و مؤشر السوق عند مستوى معنوية 05% (لان احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.15 وهو أكبر من 0.05)، وبالتالي فإن قطاع الصناعة لا يؤثر على مؤشر السوق، أي هنالك سببية في اتجاه واحد.

* عدم وجود علاقة سببية بين مؤشر السوق و قطاع الخدمات عند مستوى معنوية 05%، (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.776 وهي أكبر من 0.05) وبالتالي فإن مؤشر السوق المباشر لا يؤثر في قطاع الخدمات، والعكس صحيح أيضا حيث نلاحظ عدم وجود السببية بين قطاع الخدمات و مؤشر السوق عند مستوى معنوية 05%، (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.691 وهو أكبر من 0.05) أي ليس هناك سببية في الاتجاهين.

* وجود علاقة سببية بين قطاع التأمين وقطاع البنوك و المؤسسات المالية عند مستوى معنوية 10% (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.086 وهو أقل من 0.1)، وبالتالي فإن قطاع التأمين يؤثر على قطاع البنوك والمؤسسات المالية، أيضا هنالك وجود علاقة سببية بين قطاع البنوك و المؤسسات المالية وقطاع التأمين عند مستوى معنوية 10% (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.067 وهو أقل من 0.1)، وبالتالي فإن قطاع البنوك والمؤسسات المالية يؤثر على قطاع التأمين، أي هنالك سببية في الاتجاهين.

* عدم وجود علاقة سببية بين قطاع التأمين وقطاع الصناعة عند مستوى معنوية 05% (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.451 وهو أكبر من 0.05)، وبالتالي فإن قطاع التأمين لا يؤثر على قطاع الصناعة، ونلاحظ أنه توجد علاقة سببية بين قطاع الصناعة و قطاع التأمين عند مستوى معنوية 05% (لان احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.0004 وهو أقل من 0.05)، وبالتالي فإن قطاع الصناعة يؤثر على قطاع التأمين، أي هنالك سببية في اتجاه واحد.

* عدم وجود علاقة السببية بين التأمين و قطاع الخدمات عند مستوى معنوية 05%، (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.720 وهي أكبر من 0.05)، وبالتالي فإن التأمين لا يؤثر في قطاع الخدمات ، والعكس صحيح أيضا حيث نلاحظ عدم وجود السببية بين قطاع الخدمات وقطاع التأمين عند مستوى معنوية 05%، (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.486 وهو أكبر من 0.05) أي ليس هناك سببية في الاتجاهين.

* عدم وجود علاقة سببية بين قطاع البنوك والمؤسسات المالية و قطاع الصناعة عند مستوى معنوية 05% (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.900 وهو أكبر من 0.05)، وبالتالي فإن قطاع البنوك و المؤسسات المالية لا يؤثر على قطاع الصناعة، ونلاحظ أنه توجد علاقة سببية بين قطاع الصناعة و قطاع البنوك والمؤسسات المالية عند مستوى معنوية 10% (لان احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.089 وهو أقل من 0.1)، وبالتالي فإن قطاع الصناعة يؤثر على قطاع البنوك والمؤسسات المالية، أي هنالك سببية في اتجاه واحد.

* عدم وجود علاقة السببية بين قطاع البنوك والمؤسسات المالية و قطاع الخدمات عند مستوى معنوية 05%، (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.716 وهي أكبر من 0.05) وبالتالي فإن قطاع البنوك والمؤسسات المالية لا يؤثر في قطاع الخدمات، والعكس صحيح أيضا حيث نلاحظ عدم وجود السببية بين قطاع الخدمات و قطاع البنوك والمؤسسات المالية عند مستوى معنوية 05%، (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.703 وهو أكبر من 0.05) أي ليس هناك سببية في الاتجاهين.

* عدم وجود علاقة السببية بين قطاع الصناعة و قطاع الخدمات عند مستوى معنوية 05%، (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.696 وهي أكبر من 0.05) وبالتالي فإن قطاع الصناعة لا يؤثر في قطاع الخدمات، والعكس صحيح أيضا حيث نلاحظ عدم وجود السببية بين قطاع الخدمات و قطاع الصناعة عند مستوى معنوية 05%، (لأن احتمال قبول هذه الفرضية هو 0.170 وهو أكبر من 0.05) أي ليس هناك سببية في الاتجاهين.

الفرع الثالث : تقدير نموذج *VECM*

من خلال ما سبق، وبعد أن قمنا باختبار استقرارية السلاسل الزمنية المتعلقة بمتغيرات الدراسة وتأكدنا من استقرارية جميع السلاسل في الفروق الأولى وبعد التأكد أيضاً من وجود علاقة تكامل مشترك ، سنقوم بتقدير نموذج شعاع تصحيح الخطأ *VECM* والنتائج موضحة في الجدول التالي :

جدول رقم 60: تقدير نموذج *VECM*

Vector Error Correction Estimates						
Date: 02/25/19 Time: 19:56						
Sample (adjusted): 2008M03 2017M12						
Included observations: 118 after adjustments						
Standard errors in () & t-statistics in []						
Cointegrating Eq:		CointEq1				
LDMS(-1)		1.000000				
LIFA(-1)		1.266426 (0.16042) [7.89467]				
LIFB(-1)		1.054178 (0.15306) [6.88745]				
LIFI(-1)		-2.187339 (0.23233) [-9.41484]				
LIFS(-1)		0.257170 (0.03983) [6.45605]				
C		-15.93496				
Error Correction:		D(LDMS)	D(LIFA)	D(LIFB)	D(LIFI)	D(LIFS)
CointEq1		-0.043300 (0.02864) [-1.51165]	-0.039157 (0.02819) [-1.38892]	0.007553 (0.03729) [0.20257]	0.182048 (0.03153) [5.77303]	-0.059523 (0.10283) [-0.57883]
D(LDMS(-1))		0.121118 (0.09444) [1.28248]	-0.022210 (0.09295) [-0.23894]	-0.149819 (0.12293) [-1.21874]	-0.015935 (0.10397) [-0.15327]	0.270701 (0.33904) [0.79843]
D(LIFA(-1))		0.060636 (0.10005) [0.60603]	0.019903 (0.09848) [0.20212]	0.238937 (0.13024) [1.83463]	0.155559 (0.11015) [1.41227]	-0.146062 (0.35920) [-0.40863]
D(LIFB(-1))		-0.009127 (0.07658) [-0.11919]	0.149077 (0.07537) [1.97787]	-0.222550 (0.09968) [-2.23259]	-0.036540 (0.08431) [-0.43341]	0.041603 (0.27493) [0.15132]
D(LIFI(-1))		0.096394 (0.05618) [1.71591]	-0.025580 (0.05529) [-0.46266]	0.010594 (0.07312) [0.14487]	-0.253724 (0.06184) [-4.10265]	-0.098820 (0.20167) [-0.49000]
D(LIFS(-1))		0.021179 (0.02718) [0.77933]	0.012735 (0.02675) [0.47614]	0.004818 (0.03537) [0.13621]	0.055064 (0.02992) [1.84056]	-0.068617 (0.09756) [-0.70333]
C		-0.002698 (0.00676) [-0.39907]	0.015666 (0.00665) [2.35410]	-0.011823 (0.00880) [-1.34333]	0.011901 (0.00744) [1.59877]	-0.013720 (0.02427) [-0.56520]
R-squared		0.102981	0.046250	0.082344	0.515648	0.017840
Adj. R-squared		0.054494	-0.005304	0.032741	0.489467	-0.035250
Sum sq. resids		0.552711	0.535406	0.936472	0.669857	7.123459
S.E. equation		0.070565	0.069451	0.091851	0.077684	0.253328
F-statistic		2.123869	0.897109	1.660071	19.69536	0.336027
Log likelihood		149.0179	150.8947	117.9082	137.6764	-1.804566
Akaike AIC		-2.407083	-2.438893	-1.879800	-2.214854	0.149230
Schwarz SC		-2.242721	-2.274530	-1.715437	-2.050491	0.313593
Mean dependent		-0.001745	0.014794	-0.006266	0.012706	-0.016240
S.D. dependent		0.072570	0.069268	0.093393	0.108722	0.248978
Determinant resid covariance (dof adj.)			3.83E-11			
Determinant resid covariance			2.82E-11			
Log likelihood			595.9857			
Akaike information criterion			-9.423487			
Schwarz criterion			-8.484271			

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات *Eviews*

$$D(LDMS) = - 0.043*(LDMS(-1) + 1.266*LIFA(-1) + 1.054*LIFB(-1) - 2.187*LIFI(-1) + 0.257*LIFS(-1) - 15.934) + 0.121*D(LDMS(-1)) + 0.060*D(LIFA(-1)) - 0.009*D(LIFB(-1)) + 0.096*D(LIFI(-1)) + 0.021*D(LIFS(-1)) - 0.002+e_t$$

التقييم الاقتصادي :

من خلال المعادلة التي تفسر مؤشر السوق (FDI) بدلالة القيمة السابقة و بلمتغيرات المتأخرة قطاع التأمين و قطاع الخدمات و قطاع الصناعة و قطاع البنوك و المؤسسات المالية نلاحظ مايلي :

- نلاحظ أن معدل نمو مؤشر السوق (DLDMS) يتأثر بصفة مباشرة بمعدل نمو مؤشر السوق (DLDMMS) للفترة السابقة بشكل ايجابي، حيث أن زيادة مؤشر السوق (DLDMS) في الفترة السابقة ب 1% يزداد (DLDMS) للفترة الحالية ب 0.121.

- كما وجدنا أن هناك علاقة طردية بين معدل نمو مؤشر السوق (DLDMS) و قطاع التأمين (DLIFA) للفترة السابقة حيث إذا زاد (DLIFA) للفترة السابقة ب 1% يزداد (DLDMS) للفترة الحالية ب 0.06، وهذا منطقي لأن زيادة قطاع التأمين يؤدي الى زيادة في نسبة الاستثمار في قطاع التأمين مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها في السوق.

- كما وجدنا أن هناك علاقة عكسية بين معدل نمو مؤشر السوق (DLDMS) و قطاع البنوك و المؤسسات المالية (DLIFB) للفترة السابقة حيث إذا زاد (DLIFB) للفترة السابقة ب 1% ينقص (DLDMS) للفترة الحالية ب 0.009، وهذا راجع لسرعة تأثر البنوك و المؤسسات المالية بالأزمات المالية مما يجعل الدولة تقوم بدعمها من أجل عدم الإفلاس وهذا ما يجعل معدل نمو مؤشر السوق يكون متناقضا مع نسب البنوك و المؤسسات المالية.

- كما وجدنا أن هناك علاقة طردية بين معدل نمو مؤشر السوق (DLDMS) و قطاع الصناعة (DLIFI) للفترة السابقة حيث إذا زاد (DLIFI) للفترة السابقة ب 1% يزداد (DLDMS) للفترة الحالية ب 0.09، وهذا منطقي لأن زيادة نسبة الاستثمار في قطاع الصناعة مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها في السوق.

- كما وجدنا أن هناك علاقة طردية بين معدل نمو مؤشر السوق (DLDMS) وقطاع الخدمات (DLIFS) للفترة السابقة حيث إذا زاد (DLIFS) للفترة السابقة بـ 1% يزداد (DLDMS) للفترة الحالية بـ 0.02، وهذا منطقي لأن زيادة نسبة الاستثمار في قطاع الخدمات مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها في السوق.

التقييم الإحصائي: من خلال المعادلة السابقة، يتضح بأن معامل التحديد يساوي 0.10، أي المتغيرات المستقلة الداخلة النموذج تُفسر التغيرات والتقلبات الحاصلة في مؤشر السوق بنسبة 10%.

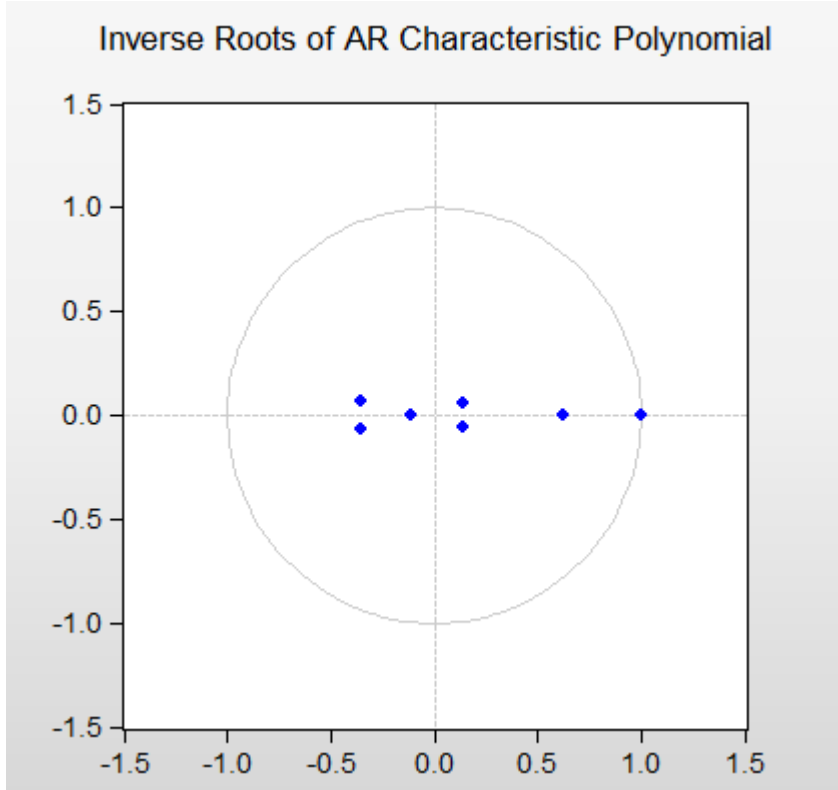
ومن خلال المعادلة أيضاً، يتضح بأن حد قوة الإرجاع (coint) نحو التوازن (سرعة التعديل إلى التوازن في الأجل الطويل) ذو إشارة سالبة (-0.04) وهو معنوي عند 10% وهذا ما يُدعم إمكانية تمثيل نموذج تصحيح الخطأ لتأثير المتغيرات المستقلة على مؤشر السوق، أي أنه عن حدوث أي صدمة قد يستغرق مؤشر السوق (1/0.04) في سنة حتى يصل إلى وضع التوازن في المدى الطويل.

كما نلاحظ أن بعض المعلمات لها دلالة معنوية وهذا ما يؤكد التأثير الكبير للمتغيرات المستخدمة في التأثير على مؤشر السوق وهذا عند مستوى معنوية 10%، كما أن معامل فيشر من جهته أيضاً أكبر من القيمة الجدولة عند مستوى معنوية 10% أي المتغيرات المستخدمة تؤثر معاً في النموذج.

استقرارية نموذج متجهات تصحيح الخطأ (VECM)

يتم اختبار استقرارية النموذج ككل، للتأكد من وجود جذور وحدوية للنموذج، وجاءت نتائج اختبار جذر الوحدة كما يلي:

شكل رقم (12): استقرارية نموذج تصحيح الخطأ الموجه (VECM)



المصدر: تم إعداداه اعتماداً على مخرجات Eviews

من الشكل أعلاه نلاحظ لنا أن جميع المعاملات هي أصغر من الواحد وجميع مقلوب الجذور تقع داخل دائرة الوحدة، مما يعني أن النموذج لا يعاني من مشكلة ارتباط الأخطاء أو عدم ثبات التباين.

– اختبار الارتباط الكلي والجزئي لبواقي النموذج

نتائج هذا الاختبار موضحة في الجدول التالي :

جدول رقم (61): دالة الارتباط الكلي والجزئي لبواقي النموذج

Date: 02/25/19 Time: 20:22
Sample: 2008M01 2017M12
Included observations: 118

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.015	-0.015	0.0269	0.870
		2	-0.054	-0.055	0.3872	0.824
		3	0.090	0.089	1.3868	0.709
		4	0.045	0.045	1.6414	0.801
		5	0.063	0.075	2.1374	0.830
		6	-0.107	-0.111	3.5984	0.731
		7	-0.204	-0.215	8.9265	0.258
		8	-0.087	-0.132	9.8910	0.273
		9	-0.018	-0.036	9.9355	0.356
		10	-0.057	-0.022	10.366	0.409
		11	0.017	0.079	10.403	0.495
		12	0.098	0.150	11.695	0.470
		13	-0.052	-0.057	12.066	0.522
		14	0.042	-0.027	12.310	0.581
		15	0.058	-0.034	12.776	0.620
		16	0.078	0.040	13.623	0.627
		17	0.003	-0.012	13.624	0.693
		18	-0.034	0.016	13.792	0.743
		19	0.086	0.128	14.860	0.731
		20	-0.009	-0.004	14.872	0.784

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات Eviews

من خلال الشكل أعلاه، يتضح من تحليل دالة الارتباط الذاتي لبواقي معادلة البطالة أن كل قيم دالة الارتباط الذاتي موجودة داخل مجال الثقة، كما أن إحصائية Ljung-Box المحسوبة (Q-Stat) أقل من القيمة المحدولة عند التأخير $p=20$ ($prob>0.05$)، ومنه فإن البواقي تشكل شوشرة بيضاء، أي أنها مستقرة.

خلاصة الفصل الرابع

إن السوق المالي القطري يعتبر من الأسواق المالية العربية الأكثر تنظيماً و كفاءة، وهذا ما يدل على الاهتمام الكبير الذي توليه حكومة قطر في تطوير مؤسساتها الاقتصادية والمالية و من ضمنها البورصة المالية، وقد ظهر تطور قطر في بورصتها من خلال الزيادة المعتبرة في عدد الشركات المدرجة، وما شجع هاته الشركات على إدراج أسهمها في البورصة هو عدم وجود عراقيل قانونية و في نفس الوقت وجود تسهيلات كبيرة، وقد رافق هاته الإجراءات جهد آخر يتمثل في العمل على رفع درجة الوعي الاستثماري و زيادة تعزيز ثقافة الاستثمار لدى المواطن المحلي وأيضاً المقيم.

ومن خلال دراستي لبورصة قطر فقد استنتجت أنها جاذبة للاستثمار غير المباشر ولكن بنسب على مختلف القطاعات حيث يستحوذ قطاع البنوك و المؤسسات المالية على النسبة الأكبر مقارنة بباقي القطاعات الأخرى، كما لاحظت أن بورصة قطر ومن خلال السلسلة فهي مستقرة قى أغلب الفترات وهذا يدل على أن السوق له كفاءة متوسطة.

الخاتمة العامة

خاتمة

تعتبر الأسواق المالية بمثابة أداة تفاعل و مكان التقاء لقوى الاستثمار المختلفة ولها دور فعال في توجيه الاقتصاد دون حواجز و تحريك عجلته و تنشيط دورته الاقتصادية وتوزيع الأدوار الاقتصادية و إعطاء قوة دفع أكبر وأوسع للمشروع الاقتصادي الحضاري القومي وذلك بأنها أصبحت من شروط التقدم و أداة لتحقيق التنمية، وكل هذا بفضل الخصائص التي تتمتع بها الأسواق المالية و أهدافها التنموية الاقتصادية و منها يمكننا أن نقول أن الأسواق المالية هي مكان معلوم ومحدد مسبقا بقدر مناسب من الشفافية و العلانية لرصد المتغيرات و المستجدات بسهولة وقياس ومعرفة الاتجاهات المختلفة لإتمام المعاملات بجوانبها وذلك بتسيير التبادل وتسيير نقل الملكية وتسيير الحياة والانتفاع. إن وجود سوق للأوراق المالية يعتبر أداة مهمة لتوفير وتقديم المال وتعبئة المدخرات، للمنظمات والشركات العامة والخاصة، مما قد يساعد الشركات الناجحة في الحصول على التمويل اللازم للتوسع في نشاطها من خلال توجيه الأفراد إلى شراء أسهم هذه الشركات، ومن تم إعادة استثمارها وتوجيهها إلى الأفراد ومنظمات الأعمال . كما تعتبر سوق الأوراق المالية مؤشرا للمناخ الاستثماري والاقتصادي لكل دولة من الدول عن طريق تجميع المدخرات وتخصيصها إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا ماليا.

كما تعمل البورصة على التخفيف من تأثير الضغوط التضخمية الناجمة عن الإقبال على موارد المصارف بالتوسع في منح الائتمان، لذلك فانه من الضروري تأسيس هذه الأسواق على أسس سليمة لكي تؤدي هدفها بالصورة المطلوبة و كذلك ضرورة التعرف على عمل جوهر البورصات الدولية بصفة خاصة ، وكيفية إدارتها. إن وجود سوق للأوراق المالية يحتاج إلى أدوات ومن بين أهم هذه الأدوات الكوادر الإدارية العاملة في البورصة بحيث تكون هذه الكوادر على درجة عالية من التأهيل والخبرة لكي تمارس نشاطها بفاعلية وكفاءة. إن الاهتمام بالأسواق يجب أن يوازي الاهتمام بتطوير القطاعات الاقتصادية الصناعية والخدمية، مع الأخذ في الاعتبار جميع الخطوات الأساسية مثل تحديد الأهداف بالنسبة للمستثمر ، تحليل القوائم المالية ، التعرف على الأصول الواجب الاستثمار فيها، وكذلك دور تقييم المحفظة الاستثمارية.

إن الدول العربية حديثة العهد نسبيا بالأسواق المالية التي كان إنشاؤها نابعا من الظروف الاقتصادية التي ميزتها خاصة الجانب المالي فيه، والذي عانى من نقص واضح في الموارد التمويلية ووقف حائلا أمام أي توسع اقتصادي أو زيادة في الكفاءة الإنتاجية. وجاء هذا الاهتمام نتيجة لما لهذه الأسواق من دور ريادي في خدمة التنمية المحلية وتوفير البدائل التمويلية اللازمة.

وقد تضافرت جملة عوامل حالت دون قيام البورصات بمهامها المأمولة محليا وإقليميا، الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه البورصات تتمثل في كونها أسواقا صغيرة الحجم، تعاني من ارتفاع درجة تركيز التداول؛ وضعف الفرصة المتاحة للتنويع، والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية، كما يلاحظ أن الهياكل التنظيمية والتشريعية والمؤسسية

للبورصات العربية يعترتها الضعف، وأن عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدود الخبرة، بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة.

وما زالت البورصات العربية تعاني من تفاوت في مستويات التطور والنمو والأولوية في البرامج والسياسات الاقتصادية العربية، وهذه السمات لا تتيح للبورصات العربية الوصول لمرحلة النضوج والوقوف على قدم المساواة مع البورصات الناضجة في العالم، بل وحتى الناشئة منها.

وعلى الرغم من ذلك فإن إمكانيات تطوير البورصات العربية وإيجاد قنوات الربط فيما بينها يتطلب اتخاذ عدد من الإجراءات الإصلاحية لتطوير هذه الأسواق ورفع كفاءتها من خلال إعادة النظر في الأطر التشريعية والتنظيمية والمؤسسية، إلى جانب تبني السياسات المالية السليمة لتفعيل دور المؤسسات المالية العربية في تعزيز انسياب الموارد المالية عبر البورصات العربية، ولا شك أن تطوير وتوحيد النظم المحاسبية والإفصاح المالي وإنشاء شبكة اتصالات ومعلومات عربية متطورة من شأنه أن يسهم إلى درجة عالية في رفع كفاءة البورصات العربية، وزيادة الترابط فيما بينها لتغدو أكثر قدرة على الابتكار والإبداع بمحارة المستجدات والتطورات السريعة في البورصات العالمية.

وضمن هذا التوجه لا بد من الإسراع في إيجاد مناخ استثماري ملائم يضمن توفير قدر كاف من الثقة اللازمة لإعادة تدوير الفوائض المالية العربية المهاجرة إلى الخارج وتوطينها داخل حدود الوطن العربي من خلال إتباع السياسات المالية والنقدية الملائمة لاستقطابها بهدف تعزيز التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي في المنطقة العربية.

ولقد عمدت الدول العربية إلى تشجيع وتوفير المناخ المناسب الجيد والجاذب للاستثمار مع إمكانية استغلال الفوائض المالية المتحصلة عليها في المشاريع المشتركة بين الدول العربية، ويمكن تحقيق مثل هذا الهدف من خلال تحقيق تجربتها المتمثلة في السوق المالية العربية المشتركة.

ورغم أن هذه التجربة تبقى مجرد فكرة إلى أن معظم الدول العربية تبذل جهوداً رامية إلى تحقيق اتحاديات واتفاقيات ثنائية وثلاثية.

فالسوق المالية القطرية تعبر نموذج مثالي للأسواق المالية الصاعدة في المنطقة العربية، على الرغم من حداثة نشأتها وهذا ما ركزنا عليه في الفصل الرابع.

النتائج المتوصل إليها

- إن الإفصاح والشفافية ضروريان لقيام أي سوق مالي فعال.
- من خلال استعراض العقبات التي تواجه عملية الربط والانفتاح بين البورصات العربية تتضح جليا أن معظمها يعاني من نقص كبير في الأطر القانونية والتنظيمية والمؤسسية وضيق القاعدة الاستثمارية، وافتقارها إلى الأدوات المالية المتنوعة، بالإضافة إلى وجود ضعف شديد في آليات عمل البورصات العربية.
- إن إنشاء سوق مالية عربية مشتركة أصبح شيء مفروض منه في ظل هاته المعوقات من اجل تطوير آليات العمل في الاسواق الاوراق المالية العربية.
- لقد أظهر البحث أن السوق المالية القطرية سوق واعدة، وعلى الرغم من حداتها، إلا أنها يمكن أن تسهم في استقطاب نسبة جيدة من الاستثمارات التي تبحث عن فرص استثمارية مناسبة، من حيث العائد والأمان، إذا تمت معالجة بعض المعوقات التي تواجهها، و أيضا استطاعت بورصة قطر استقطاب كبير من المدخرات الوطنية و الخليجية وتحويلها إلى استثمارات محلية، كما استطاعت أن تجذب نسبة معقولة من الاستثمارات الخارجية وتضخها في البورصة، لتصب في مصلحة التنمية الاقتصادية، ما يساهم في سد الفجوة المتفاقمة بين الادخار و الاستثمار في دولة قطر.

وما يشجع الاستثمار في السوق المالية القطرية هو سرعة انجاز المعاملات وعدم وجود ظاهرة الفساد و الرشاوى، ووجود قطاع مصرفي مستقر و سليم، ووجود فرص استثمارية مجزية، وحرية تدفق الأموال من دولة قطر وإليها من دون قيود، ووجود مجموعة من القوانين الأنظمة التي تحكم عمل البورصة وتنظمها، والتي تعزز الشفافية، ومحاولات ناجحة لتوعية المستثمرين في الداخل، ما يجد من خروج رؤوس الأموال المحلية إلى الأسواق الخارجية.

ومن خلال الدراسة وجد أن الاستثمار الأجنبي في القطاعات الاقتصادية له تأثير ذو معنوية إحصائية، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية للاستثمار الأجنبي في القطاعات الاقتصادية على مؤشر السوق وهو ما يثبت صحة الفرضية القائمة على أن بورصة قطر لها كفاءة شبه قوية.

وفي المقابل كانت هنالك مجموعة أخرى من العوامل التي لا تخدم عملية جذب الاستثمارات خاصة منها الأجنبية لبورصة قطر، ومن بينها عدم الاستقرار السياسي و الأمني في منطقة الخليج، و أيضا ضالة البورصة من حيث قلة عدد الشركات فيها مقارنة بالبورصات العالمية، وصغر أحجام هذه الشركات، و افتقار البورصة إلى أدوات استثمارية متنوعة وحديثة.

التوصيات المتوصل إليها

- من الطبيعي أن يكون التحدي الأكبر أمام الاستثمار في أي مكان في العالم، هو حالة عدم الاستقرار السياسي و الاقتصادي، إذ تصنف دولة قطر من الدول المستقرة وسياسيا وأمنيا على الرغم من تأثرها بحالة

- عدم الاستقرار الاقتصادي العالمي، وبالتالي فمن المهم أن تقوم دولة قطر بتوفير البيئة المؤاتية للاستثمار في حدود ما يمكنها القيام به، وبخاصة إصلاح الجهاز القضائي، واستكمال التشريعات الاقتصادية.
- يجب العمل بجهد أكبر على تسويق الأسهم القطرية في الأسواق الخارجية، وبخاصة في الأسواق الخليجية و العربية و الآسيوية و الأوروبية و الأمريكية وغيرها، من خلال عقد ورش عمل و ندوات لشرح الحوافز التي تقدمها البورصة القطرية إلى المستثمرين الأجانب، سواء من حرية تحويل الأموال، إلى معاملة المستثمر الأجنبي معاملة المستثمر المحلي نفسها.
 - تطوير نظام إلكتروني يسمح للمستثمرين الأجانب بالتداول عبر الانترنت.
 - ربط بورصة قطر بالقنوات الفضائية ووسائل الإعلام المختلفة، وزيادة الجهات التي تبث المعلومات عن السوق في الداخل و الخارج، مثل وكالة رويترز التي تقوم حاليا ببث المعلومات المتعلقة بالبورصة القطرية.

قائمة المراجع

قائمة الكتب:

- 01- احمد محمد لطفي احمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الاحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- 02- ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع بالأردن، سنة 2012.
- 03- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر الأردن، الطبعة الأولى، سنة 2010.
- 04- النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر 1999/1998.
- 05- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء للنشر والتوزيع بالقاهرة، سنة 2007.
- 06- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل الى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع الأردن، الطبعة العربية 2015.
- 07- دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية و النقدية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الطبعة الأولى، سنة 2012.
- 08- ديماء وليد حنا الرضوي، الأسواق المالية "تركيبتها. كفاءتها. سيولتها. والتجربة العربية، اليرموك بالأردن، 2015.
- 09- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، سنة 2007.
- 10- سليمان المنذرى، البورصات العربية. الدور والعلاقات البنينة وتحديات التحرير(الاتجاهات الاقتصادية والإستراتيجية)، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية - الأهرام، القاهرة، 2001.
- 11- سليمان المنذرى، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1999.
- 12- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دراسات الاقتصاد الإسلامي، سنة 1981.
- 13- شذا الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لراس المال، دار مجدلاوي، عمان، 2008.

- 14- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتاب للطباعة و النشر و التوزيع، مصر، 2003.
- 15- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع بالأردن، الطبعة الأولى 2010.
- 16- عبد الجواد محمد عوض، علي إبراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2006.
- 17- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية بالإسكندرية، 2006-2007.
- 18- عبد القادر أحمد محمد الصباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي، المركز العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2018.
- 19- عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003.
- 20- عبد المعطي رضا أرضيد و حسين علي خربوش : الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار الزهران للنشر، الأردن 1999.
- 21- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار النشر عمان، سنة 2009.
- 22- عقيل جاسم : مدخل في تقييم المشروعات، دار حامد للنشر والتوزيع، مصر 1999.
- 23- مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع بالرياض، الطبعة الأولى، سنة 2005.
- 24- محمد أحمد السريتي و د.محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود و البنوك الأسواق المالية، مؤسسة رؤية للطباعة و النشر و التوزيع المعمورة، سنة 2010.
- 25- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية و التحليل الأساسي، زمزم ناشرون و موزعون بالأردن، الطبعة الأولى 2009.
- 26- مروان شموط و كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، طبعة 2008/01/05.
- 27- مصطفى يوسف كافي، د محمود عزت اللحام، د علاء مسلم البكور، أسواق مالية و مصرفية، دار الإعصار العلمي، الطبعة الأولى، سنة 2017.
- 28- مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، أسواق مالية و نقدية، دار الإعصار العلمي، الطبعة الأولى، سنة 2017.

- 29- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 30- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار النشر بمنشأة المعارف، بالإسكندرية، الطبعة الثانية سنة 2002.
- 31- موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل و الاستثمار في صناعة السياحة، مؤسسة الوراق بعمان، سنة 2009.
- 32- وليد صافي، أنس بكري، الأسواق المالية و الدولية، دار البداية عمان، الطبعة الأولى، سنة 2010.
- 33- يعقوب محمد السيد، مشاهد عثمان إبراهيم، سوق الوراق المالية في السودان - النشأة و التطور و الرؤى المستقبلية، بنك السودان المركزي، جوان 2011.

المذكرات و الأطروحات:

- 01- المنسب رباح أمين، الهندسة المالية و أثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود وبنوك، جامعة الجزائر 03، السنة الجامعية 2010/2011.
- 02- أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية و محاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس بسطيف، السنة الجامعية 2011/2012.
- 03- بلجيلية سمية، اثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير فرع تسيير المؤسسات، جامعة بقسنطينة، السنة الجامعية 2009-2010.
- 04- بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك و مالية، جامعة أبو بكر بلقايد بتلمسان، السنة الجامعية 2012-2013.
- 05- بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، السنة الجامعية 2011.2012.

- 06-** بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، سنة 2005/2006.
- 07-** حسين عبد المطلب الاسرج، دور سوق الاوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة الرقازيق، مصر، مارس 2002.
- 08-** حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية و البورصات، جامعة محمد خيضر ببسكرة، السنة الجامعية 2015/2014.
- 09-** خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية-دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، سنة 2006.
- 10-** سرامة مریم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، جامعة منتوري بقسنطينة، السنة الجامعية 2012/2011.
- 11-** سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، تخصص علوم تجارية، سنة 2015/2014.
- 12-** صايفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي و أثاره على أسواق الأوراق المالية(دراسة مقارنة بين مصر، تونس و الجزائر)، مذكرة مقدمة للنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة احمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009/2008.
- 13-** صلاح الدين شريط، دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجرية جمهورية مصر العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر3، السنة الجامعية 2012-2011.
- 14-** عبد الكريم بعداش، الاستثمار الأجنبي المباشر و أثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2008/2007.
- 15-** عقبة خضير، اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الدوحة -قطر- للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2013)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم

الاقتصادية تخصص أسواق مالية و بورصات، جامعة محمد خيضر ببسكرة، السنة الجامعية 2014-2015.

- 16-** علاء الدين الرفاتي، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، " قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال"، الجامعة الإسلامية-غزة، سنة 2007.
- 17-** عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك و الأسواق المالية، السنة الجامعية 2014/2015.
- 18-** قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر ببسكرة، السنة الجامعية 2015/2016.
- 19-** كمال قويدري، السياسة المالية و أثرها على الاستثمار -دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير تخصص نقود و مالية و بنوك، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سعد دحلب بالبليدة، السنة الجامعية 2006.
- 20-** لطرش سمير، كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، السنة الجامعية 2009-2010.
- 21-** محمد الهاشمي الحجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة مقدمة ليل متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، السنة الجامعية 2011-2012.
- 22-** منصور الزين، آليات تشجيع و ترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة الجزائر.
- 23-** مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، جامعة محمد خيضر ببسكرة، السنة الجامعية 2014/2015.
- 24-** نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية و أثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، سنة 2014/2015.

المجلات، الملتقيات و الندوات:

- 01- اشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مؤتمر التجارة العربية البينية و التكامل الاقتصادي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الجامعة الأردنية، 20، 22 سبتمبر 2004.
- 02- ايمن عزت الميداني، الخخصة.. ودور البورصات العربية والمؤسسات المالية في التنمية الاقتصادية، مجلة اتحاد البورصات العربية وسوق المال، القاهرة، 2001.
- 03- إبراهيم أحمد جركس، تحرير هناء عبد الغفار السامرائي وعماد عبد اللطيف سالم، تفعيل أداء الأسواق والمؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمة، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية بعنوان الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية ودولية، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، بغداد 2002.
- 04- إبراهيم حسن وآخرون، أسواق الأوراق المالية العربية (الأداء والتحديات) صندوق النقد العربي بحث مقدم إلى ندوة، دور القطاع الخاص في اقتصاديات العربية، الكويت، 1999.
- 05- إنجي توكل، من يربح السباق البنوك أم سوق المال، مجلة المشروعات الدولية الخاصة، العدد 12، 2005.
- 06- أمل مصطفى عصفور، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى حول بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، شرم الشيخ، من 6-10 مارس 2005.
- 07- جمال عبد اللطيف السرايبي، دور المعلومات الداخلية في السوق المالي: ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية، الاتحاد العربي لبورصات الاوراق المالية، القاهرة، نوفمبر 1987.
- 08- حملاوي ربيعة، أساليب الخوصصة وتجارب بعض الدول العربية في مجال الإصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر 2004.
- 09- سامية بوضياف، زينب حجاج، واقع بورصة الجزائر وسبل تفعيلها و تنشيطها لمسايرة متطلبات العولمة المالية، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية بين الفرص و التحديات، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 أكتوبر 2011.
- 10- سحنون محمد، محسن سمير، مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، ملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس بسطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

- 11- سعدون بوكابوس، فارس فضيل، اقتصاديات الدول العربية بين اشكالية التهميش المالي والأموال المهاجرة، مجلة الدراسات الاقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والدراسات الإنسانية، العدد 6، جويلية 2005.
- 12- سليمان المنذرى، البورصات العربية: تطورات البيئة الاقتصادية و الدور المرتقب، مجلة شؤون عربية، العدد 87، 1996.
- 13- صعفق عبد الله الركيبي، تجربة ربط البورصات العربية من خلال الاتفاقية الثلاثية بين اسواق الكويت و مصر و لبنان، ورقة مقدمة لمؤتمر ربط البورصات العربية، اتحاد البورصات و هيئات اسواق المال العربية، القاهرة، 1997.
- 14- صعفق عبد الله الركيبي، مشروع البورصة العربية، مداخلة في الملتقى السادس لمجتمع الأعمال العربي، سوريا، 27-29 افريل 2002.
- 15- عادل حميد يعقوب عبد العال، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة (الحالة العربية)، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة أم القرى.
- 16- علي زيان محمد واعمر، سلوى تيشات، انعكاسات الأسواق المالية على اقتصاديات الدول النامية، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية: بين الفرص و التحديات، معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي بغيليزان، في 12-13 اكتوبر، 2011.
- 17- فريد بن شنهو، بلقاسم بن علال، واقع السوق المالي في الجزائر و آفاق تطوير فعاليته، الملتقى الوطني الأول حول عولمة الأسواق المالية بين الفرص و التحديات، المركز الجامعي بغيليزان، الجزائر، في 12 اكتوبر 2011.
- 18- فوزي زكي، "المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية"، مجلة دراسات اقتصادية، الجزائر: دار الخلدونية، العدد الثاني: 2000.
- 19- محمد قويدر، محمد فرحي، أهمية الاستثمارات العربية البينية في تعزيز التكامل الاقتصادي العربي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 8-9 ماي 2004.
- 20- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الاوراق المالية(دراسة لواقع أسواق الاوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009/2010.
- 21- ياسر محمد جاد الله، سيد عبد الفضيل، الآفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 2007.

التقارير :

- 01- اتحاد البورصات و هيئات اسواق المال العربية :اتفاقية التعاون الثلاثي بين سوق الكويت للأوراق المالية و الهيئة العامة لسوق المال بمصر و بورصة بيروت، نشرة البورصات العربية، العدد18، 1996.
- 02- الاتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة جدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا، إدارة الشؤون الاقتصادية ديسمبر، 2008.
- 03- القانون رقم 14 لسنة 1995، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، المادتين 10، 11.
- 04- القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، المواد 5، 6، 7، 8، 10، 11، 12.
- 05- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (ايسكوا)، الاستعراض السنوي لتطورات في مجال العولة و التكامل الإقليمي في الدولة العربية، مطبوعة الأمم المتحدة، و م أ، 2007.
- 06- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، استجابة للعمولة: ربط أسواق الأوراق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة(ايسكوا)، الأمم المتحدة، نيويورك، 2004.
- 07- تقرير اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (إسكوا)، دور أسواق راس المال العربية في التنمية الاقتصادية(دراسة حالة بورصة بيروت)، الامارات العربية المتحدة، سبتمبر 2006.
- 08- تقرير اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا(ايسكوا)، دور أسواق راس المال في التنمية الإقليمية(دراسة حالة أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي)، أبوظبي، الامارات العربية المتحدة، 19-20 سبتمبر 2007.
- 09- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003.
- 10- صندوق النقد العربي، مجموع النشرات الفصلية حول الأسواق العربية، 1994-2000-2016-2017.

المراجع باللغة الأجنبية :

- 01- A.CHOINEL, et G, ROUYER, Les marchés financiers structures et acteurs, Revue banque, Paris, 2éme édition 1997.
- 02- B.laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990

- 03-** Bernard JACQUILIA ,Bruno SOLNIK, Marchés Financiers: Gestion de Portefeuille et des Risques, Paris : Dunod, 1997.
- 04-** F. Rosenfeld, Analyse des valeurs mobilières, dunod, Paris, 1993, volume2
- 05-** G. DEFOSSE et P. Balley, La bourse des valeurs, que sais-je, Edition Bouchène, Alger, 16ème édition 1993.
- 06-** Mustapha Kara, financial sector reforms: experience in selected Arab countries, Arab monetary fund, abu dhabi,2-3 April 2000.

المواقع الالكترونية:

- 01-** www.bahrainbourse.net، 11/05/2019، 13:30
- 02-** www.msm.gov.om ، 11/05/2019، 13:40

الملاحق

ملحق رقم 01 : تملك الغير القطريين للأسهم لسنة 2008

تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع		تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع	
564,526,933	2,229,435,203	البنوك و المؤسسات المالية	2008 فبري	555,098,549	2,192,935,713	البنوك و المؤسسات المالية	2008 جانفي
8,485,235	104,884,600	التأمين		6,895,403	93,999,000	التأمين	
27,515,333	765,994,524	الصناعة		71,850,292	767,994,524	الصناعة	
218,872,345	2,324,778,534	الخدمات		206,034,541	1,817,878,534	الخدمات	
819,399,846	5,425,092,861	المجموع		839,878,785	4,872,807,771	المجموع	
588,781,946	2,466,649,155	البنوك و المؤسسات المالية	2008 أفريل	585,028,411	2,370,785,961	البنوك و المؤسسات المالية	2008 مارس
9,179,970	104,884,600	التأمين		8,817,846	104,884,600	التأمين	
77,832,711	816,357,524	الصناعة		76,580,080	815,994,524	الصناعة	
245,943,229	2,436,364,215	الخدمات		234,367,068	2,384,683,215	الخدمات	
921,737,856	5,824,255,494	المجموع		904,793,405	5,676,348,300	المجموع	
568,783,511	2,497,932,167	البنوك و المؤسسات المالية	2008 يون	586,629,075	2,497,932,167	البنوك و المؤسسات المالية	2008 ماي
10,400,009	110,160,600	التأمين		9,651,329	110,160,600	التأمين	
77,678,562	816,537,524	الصناعة		77,426,845	816,537,524	الصناعة	
254,067,390	2,559,234,211	الخدمات		253,570,784	2,559,234,211	الخدمات	
910,929,472	5,983,864,502	المجموع		927,278,033	5,983,864,502	المجموع	
567,321,577	2,521,932,167	البنوك و المؤسسات المالية	2008 أوت	580,128,506	2,521,932,167	البنوك و المؤسسات المالية	2008 جويلية
10,264,711	110,160,600	التأمين		10,420,050	110,160,600	التأمين	
75,352,199	822,132,524	الصناعة		77,579,903	822,132,524	الصناعة	
248,717,011	2,595,900,878	الخدمات		256,732,556	2,595,900,878	الخدمات	
901,655,498	6,050,126,169	المجموع		924,861,015	6,050,126,169	المجموع	
519,719,532	2,521,932,167	البنوك و المؤسسات المالية	2008 أكتوبر	547,485,800	2,521,869,099	البنوك و المؤسسات المالية	2008 سبتمبر
9,422,132	110,160,600	التأمين		10,057,240	110,160,600	التأمين	
68,854,277	822,132,524	الصناعة		72,258,786	822,132,524	الصناعة	
233,543,206	2,595,900,878	الخدمات		238,484,127	2,595,900,878	الخدمات	
831,539,147	6,050,126,169	المجموع		868,285,953	6,050,063,101	المجموع	
500,033,560	2,521,932,167	البنوك و المؤسسات المالية	2008 ديسمبر	509,942,085	2,521,932,167	البنوك و المؤسسات المالية	2008 نوفمبر
9,094,777	110,160,600	التأمين		9,235,786	110,160,600	التأمين	
62,779,714	822,132,524	الصناعة		65,604,479	822,132,524	الصناعة	
226,459,296	2,595,900,878	الخدمات		231,420,555	2,595,900,878	الخدمات	
798,367,347	6,050,126,169	المجموع		816,202,905	6,050,126,169	المجموع	

ملحق رقم 02: تملك الغير القطريين للأسهم لسنة 2009

تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع		تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع	
480,615,735	2,602,312,140	البنوك و المؤسسات المالية	2009 فبري	490,125,036	2,521,932,167	البنوك و المؤسسات المالية	2009 جانفي
10,315,735	142,013,850	التأمين		8,953,770	110,160,600	التأمين	
58,704,467	822,132,524	الصناعة		59,954,950	822,132,524	الصناعة	
221,290,643	2,595,900,878	الخدمات		221,498,037	2,595,900,878	الخدمات	
770,926,580	6,162,359,392	المجموع		780,531,793	6,050,126,169	المجموع	
481,156,342	2,632,934,497	البنوك و المؤسسات المالية	2009 أفريل	481,474,779	2,620,151,501	البنوك و المؤسسات المالية	2009 مارس
11,600,878	147,128,850	التأمين		11,479,851	147,128,850	التأمين	
64,254,580	832,584,505	الصناعة		60,678,376	831,059,905	الصناعة	
228,793,165	2,618,688,802	الخدمات		221,977,780	2,618,401,802	الخدمات	
785,804,965	6,231,336,654	المجموع		775,610,786	6,216,742,058	المجموع	
361,249,074	2,272,934,497	البنوك و المؤسسات المالية	2009 يون	478,613,499	2,632,934,497	البنوك و المؤسسات المالية	2009 ماي
12,688,851	147,128,850	التأمين		12,487,635	147,128,850	التأمين	
68,228,265	832,584,505	الصناعة		67,692,024	832,584,505	الصناعة	
234,079,946	2,616,188,802	الخدمات		233,311,375	2,618,688,802	الخدمات	
676,246,136	5,868,836,654	المجموع		792,104,533	6,231,336,654	المجموع	
567,321,577	2,521,932,167	البنوك و المؤسسات المالية	2009 أوت	361,288,756	2,272,934,497	البنوك و المؤسسات المالية	2009 جويلية
10,264,711	110,160,600	التأمين		12,817,505	147,128,850	التأمين	
75,352,199	822,132,524	الصناعة		68,582,514	876,911,283	الصناعة	
248,717,011	2,595,900,878	الخدمات		251,056,867	3,461,588,802	الخدمات	
901,655,498	6,050,126,169	المجموع		693,745,642	6,758,563,432	المجموع	
362,424,601	2,272,934,497	البنوك و المؤسسات المالية	2009 أكتوبر	363,239,972	2,272,934,497	البنوك و المؤسسات المالية	2009 سبتمبر
12,819,847	147,128,850	التأمين		12,798,448	147,128,850	التأمين	
71,986,511	876,911,283	الصناعة		71,425,746	876,911,283	الصناعة	
254,464,765	3,471,588,802	الخدمات		255,664,312	3,461,588,802	الخدمات	
701,695,724	6,768,563,432	المجموع		703,128,478	6,758,563,432	المجموع	
349,206,932	2,272,934,497	البنوك و المؤسسات المالية	2009 ديسمبر	358,252,431	2,272,934,497	البنوك و المؤسسات المالية	2009 نوفمبر
12,964,504	147,128,850	التأمين		12,878,562	147,128,850	التأمين	
72,526,098	876,911,283	الصناعة		71,743,855	876,911,283	الصناعة	
255,755,360	3,471,588,802	الخدمات		253,224,356	3,471,588,802	الخدمات	
690,452,894	6,768,563,432	المجموع		696,099,204	6,768,563,432	المجموع	

ملحق رقم 03: تملك الغير القطريين للأسهم لسنة 2010

تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع		تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع	
354,860,305	2,371,883,142	البنوك و المؤسسات المالية	فبراير 2010	349,296,355	2,272,934,497	البنوك و المؤسسات المالية	جانفي 2010
13,293,455	147,128,850	التأمين		13,135,991	147,128,850	التأمين	
81,056,757	903,723,783	الصناعة		73,234,226	876,911,283	الصناعة	
256,070,133	5,667,185,493	الخدمات		255,460,133	5,667,185,493	الخدمات	
705,280,650	9,089,921,268	المجموع		691,126,705	8,964,160,123	المجموع	
353,453,621	2,401,265,910	البنوك و المؤسسات المالية	أفريل 2010	354,097,119	2,390,955,645	البنوك و المؤسسات المالية	مارس 2010
14,599,341	153,522,600	التأمين		14,599,622	153,522,600	التأمين	
80,224,013	904,638,543	الصناعة		79,911,878	903,723,783	الصناعة	
252,235,099	5,773,981,681	الخدمات		254,924,122	5,667,185,493	الخدمات	
700,512,074	9,233,408,734	المجموع		703,532,741	9,115,387,521	المجموع	
345,506,330	2,401,265,910	البنوك و المؤسسات المالية	يون 2010	348,749,308	2,401,265,910	البنوك و المؤسسات المالية	ماي 2010
14,672,768	153,522,600	التأمين		14,678,156	153,522,600	التأمين	
75,359,686	904,638,543	الصناعة		76,788,550	904,638,543	الصناعة	
238,368,649	5,716,155,500	الخدمات		243,974,300	5,773,981,681	الخدمات	
673,907,433	9,175,582,553	المجموع		684,190,314	9,233,408,734	المجموع	
347,232,465	2,401,265,910	البنوك و المؤسسات المالية	أوت 2010	346,158,153	2,401,265,910	البنوك و المؤسسات المالية	جويلية 2010
15,089,771	153,522,600	التأمين		14,778,696	153,522,600	التأمين	
75,897,395	910,638,543	الصناعة		75,664,949	910,638,543	الصناعة	
240,235,920	5,716,155,500	الخدمات		239,932,665	5,716,155,500	الخدمات	
678,455,551	9,181,582,553	المجموع		676,534,463	9,181,582,553	المجموع	
353,563,728	2,401,265,910	البنوك و المؤسسات المالية	أكتوبر 2010	350,967,037	2,401,265,910	البنوك و المؤسسات المالية	سبتمبر 2010
15,136,045	153,522,600	التأمين		15,075,234	153,522,600	التأمين	
77,534,900	910,638,543	الصناعة		76,484,884	910,638,543	الصناعة	
266,396,856	5,816,155,500	الخدمات		241,826,909	5,716,155,500	الخدمات	
712,631,529	9,281,582,553	المجموع		684,354,064	9,181,582,553	المجموع	
368,751,618	2,401,265,910	البنوك و المؤسسات المالية	ديسمبر 2010	361,553,688	2,401,265,910	البنوك و المؤسسات المالية	نوفمبر 2010
16,752,398	153,522,600	التأمين		15,385,942	153,522,600	التأمين	
82,586,559	910,638,543	الصناعة		78,327,001	910,638,543	الصناعة	
281,952,470	5,816,155,500	الخدمات		274,119,394	5,816,155,500	الخدمات	
750,043,045	9,281,582,553	المجموع		729,386,025	9,281,582,553	المجموع	

ملحق رقم 04: تملك الغير القطريين للأسهم لسنة 2011

تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع		تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع	
370,557,252	2,562,388,208	البنوك و المؤسسات المالية	2011 فبري	368,087,969	2,401,265,910	البنوك و المؤسسات المالية	2011 جانفي
17,225,648	153,522,600	التأمين		17,164,746	153,522,600	التأمين	
91,182,592	937,451,543	الصناعة		84,685,766	910,638,543	الصناعة	
274,361,441	5,828,827,500	الخدمات		282,318,070	5,816,155,500	الخدمات	
753,326,933	9,482,189,851	المجموع		752,256,551	9,281,582,553	المجموع	
362,089,454	2,530,778,386	البنوك و المؤسسات المالية	2011 أفريل	370,010,935	2,594,693,370	البنوك و المؤسسات المالية	2011 مارس
19,948,738	166,310,100	التأمين		20,159,822	166,310,100	التأمين	
93,465,806	945,515,234	الصناعة		91,665,476	945,515,234	الصناعة	
290,886,786	5,886,173,662	الخدمات		288,095,178	5,886,173,662	الخدمات	
766,390,784	9,528,777,382	المجموع		769,931,411	9,592,692,366	المجموع	
365,282,852	2,658,001,920	البنوك و المؤسسات المالية	2011 يونان	367,713,452	2,658,001,920	البنوك و المؤسسات المالية	2011 ماي
19,821,005	166,310,100	التأمين		19,917,880	166,310,100	التأمين	
93,193,905	948,533,942	الصناعة		93,401,894	948,533,942	الصناعة	
289,280,789	5,931,173,662	الخدمات		292,841,306	5,931,173,662	الخدمات	
767,578,551	9,704,019,624	المجموع		773,874,532	9,704,019,624	المجموع	
355,742,765	2,658,001,920	البنوك و المؤسسات المالية	2011 أوت	363,399,377	2,658,001,920	البنوك و المؤسسات المالية	2011 جويلية
19,773,798	166,310,100	التأمين		19,920,734	166,310,100	التأمين	
92,019,893	948,533,942	الصناعة		93,579,408	948,533,942	الصناعة	
280,049,178	5,931,173,662	الخدمات		285,491,713	5,931,173,662	الخدمات	
747,585,634	9,704,019,624	المجموع		762,391,232	9,704,019,624	المجموع	
339,584,935	2,658,001,920	البنوك و المؤسسات المالية	2011 أكتوبر	349,403,316	2,658,001,920	البنوك و المؤسسات المالية	2011 سبتمبر
19,453,673	166,310,100	التأمين		19,732,085	166,310,100	التأمين	
87,812,745	948,533,942	الصناعة		89,787,733	948,533,942	الصناعة	
274,494,434	5,936,876,062	الخدمات		277,832,966	5,931,173,662	الخدمات	
721,345,787	9,709,722,024	المجموع		736,756,100	9,704,019,624	المجموع	
333,289,486	2,658,001,920	البنوك و المؤسسات المالية	2011 ديسمبر	333,727,494	2,658,001,920	البنوك و المؤسسات المالية	2011 نوفمبر
19,135,106	166,310,100	التأمين		19,317,548	166,310,100	التأمين	
86,697,932	948,533,942	الصناعة		87,947,598	948,533,942	الصناعة	
266,494,583	5,936,876,062	الخدمات		269,864,506	5,936,876,062	الخدمات	
705,617,107	9,709,722,024	المجموع		710,857,146	9,709,722,024	المجموع	

ملحق رقم 05: تملك الغير القطريين للأسهم لسنة 2012

تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع		تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع	
346,080,177	2,763,660,563	البنوك و المؤسسات المالية	2012 فبري	335,029,642	2,721,613,687	البنوك و المؤسسات المالية	2012 جانفي
20,484,967	181,174,950	التأمين		19,143,122	166,310,100	التأمين	
82,332,201	948,533,442	الصناعة		83,935,293	948,533,942	الصناعة	
263,118,107	5,977,787,371	الخدمات		258,990,023	5,936,876,062	الخدمات	
712,015,452	9,871,156,326	المجموع		697,098,080	9,773,333,791	المجموع	
356,407,549	2,852,147,363	البنوك و المؤسسات المالية	2012 أفريل	344,202,423	2,763,660,563	البنوك و المؤسسات المالية	2012 مارس
21,888,639	191,945,700	التأمين		22,048,288	191,945,700	التأمين	
70,162,964	1,590,414,469	الصناعة		92,412,439	1,124,883,442	الصناعة	
25,205,450	252,774,569	الخدمات		270,822,403	6,054,498,070	الخدمات	
473,664,602	4,887,282,101	المجموع		729,485,553	10,134,987,775	المجموع	
336,272,014	2,868,640,763	البنوك و المؤسسات المالية	2012 جوان	355,447,982	2,866,290,355	البنوك و المؤسسات المالية	2012 ماي
21,564,684	191,945,700	التأمين		21,694,913	191,945,700	التأمين	
66,030,803	1,590,414,469	الصناعة		67,401,136	1,590,414,469	الصناعة	
23,605,391	252,774,569	الخدمات		24,378,622	252,774,569	الخدمات	
447,472,892	4,903,775,501	المجموع		468,922,653	4,901,425,093	المجموع	
333,385,131	2,868,640,763	البنوك و المؤسسات المالية	2012 أوت	332,936,353	2,868,640,763	البنوك و المؤسسات المالية	2012 جويلية
21,332,585	191,945,700	التأمين		21,447,997	191,945,700	التأمين	
65,970,081	1,590,414,469	الصناعة		66,088,087	1,590,414,469	الصناعة	
23,490,016	252,774,569	الخدمات		23,554,797	252,774,569	الخدمات	
444,177,813	4,903,775,501	المجموع		444,027,234	4,903,775,501	المجموع	
327,488,709	2,868,640,763	البنوك و المؤسسات المالية	2012 أكتوبر	329,871,095	2,868,640,763	البنوك و المؤسسات المالية	2012 سبتمبر
21,188,528	191,945,700	التأمين		21,218,264	191,945,700	التأمين	
65,815,451	1,590,414,469	الصناعة		65,022,157	1,590,414,469	الصناعة	
23,503,144	252,774,569	الخدمات		23,215,358	252,774,569	الخدمات	
437,995,832	4,903,775,501	المجموع		439,326,874	4,903,775,501	المجموع	
317,009,658	2,868,640,763	البنوك و المؤسسات المالية	2012 ديسمبر	324,171,834	2,868,640,763	البنوك و المؤسسات المالية	2012 نوفمبر
21,024,859	191,945,700	التأمين		20,996,789	191,945,700	التأمين	
65,558,199	1,590,414,469	الصناعة		65,557,886	1,590,414,469	الصناعة	
23,444,915	252,774,569	الخدمات		23,437,845	252,774,569	الخدمات	
427,037,631	4,903,775,501	المجموع		434,164,354	4,903,775,501	المجموع	

ملحق رقم 06: تملك الغير القطريين للأسهم لسنة 2013

تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع		تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع	
281,360,858	2,883,590,763	البنوك و المؤسسات المالية	2013 فبري	321,845,610	2,883,590,763	البنوك و المؤسسات المالية	2013 جانفي
22,070,172	209,783,520	التأمين		20,666,491	191,945,700	التأمين	
66,684,481	1,601,819,269	الصناعة		66,866,905	1,601,819,269	الصناعة	
23,587,495	252,774,569	الخدمات		23,363,538	252,774,569	الخدمات	
393,703,006	4,947,968,121	المجموع		432,742,544	4,930,130,301	المجموع	
286,510,066	2,937,465,213	البنوك و المؤسسات المالية	2013 أفريل	282,779,589	2,883,590,763	البنوك و المؤسسات المالية	2013 مارس
23,797,073	222,488,490	التأمين		23,800,415	222,488,490	التأمين	
73,896,511	1,656,819,269	الصناعة		72,214,359	1,656,819,269	الصناعة	
25,280,666	275,768,319	الخدمات		25,440,230	275,768,319	الخدمات	
409,484,316	5,092,541,291	المجموع		404,234,593	5,038,666,841	المجموع	
284,922,535	2,937,465,213	البنوك و المؤسسات المالية	2013 جوان	284,909,531	2,937,465,213	البنوك و المؤسسات المالية	2013 ماي
24,434,748	243,893,874	التأمين		24,823,147	243,893,874	التأمين	
72,921,109	1,656,819,269	الصناعة		74,742,348	1,656,819,269	الصناعة	
25,111,594	275,768,319	الخدمات		25,434,418	275,768,319	الخدمات	
407,389,986	5,113,946,675	المجموع		409,909,444	5,113,946,675	المجموع	
286,964,406	2,937,465,213	البنوك و المؤسسات المالية	2013 أوت	287,342,808	2,937,465,213	البنوك و المؤسسات المالية	2013 جويلية
22,036,809	243,893,874	التأمين		23,465,131	243,893,874	التأمين	
73,028,499	1,656,819,269	الصناعة		72,782,555	1,656,819,269	الصناعة	
25,082,225	275,768,319	الخدمات		24,813,775	275,768,319	الخدمات	
407,111,939	5,113,946,675	المجموع		408,404,269	5,113,946,675	المجموع	
288,260,885	2,937,465,213	البنوك و المؤسسات المالية	2013 أكتوبر	287,849,012	2,937,465,213	البنوك و المؤسسات المالية	2013 سبتمبر
19,740,502	243,893,874	التأمين		21,619,684	243,893,874	التأمين	
73,663,164	1,656,819,269	الصناعة		72,776,592	1,656,819,269	الصناعة	
27,231,067	275,768,319	الخدمات		25,500,958	275,768,319	الخدمات	
408,895,618	5,113,946,675	المجموع		407,746,246	5,113,946,675	المجموع	
290,738,206	2,937,465,213	البنوك و المؤسسات المالية	2013 ديسمبر	287,164,128	2,937,465,213	البنوك و المؤسسات المالية	2013 نوفمبر
19,770,741	243,893,874	التأمين		19,621,897	243,893,874	التأمين	
75,736,627	1,656,819,269	الصناعة		74,980,090	1,656,819,269	الصناعة	
28,291,602	275,768,319	الخدمات		28,616,215	275,768,319	الخدمات	
414,537,176	5,113,946,675	المجموع		410,382,330	5,113,946,675	المجموع	

ملحق رقم 07: تملك الغير القطريين للأسهم لسنة 2014

تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع		تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع	
304,913,049	2,975,587,714	البنوك و المؤسسات المالية	2014 فيفري	300,446,266	2,937,465,213	البنوك و المؤسسات المالية	2014 جانفي
22,850,308	276,001,950	التأمين		21,048,400	243,893,874	التأمين	
80,407,153	2,978,636,769	الصناعة		77,835,721	1,656,819,269	الصناعة	
27,355,779	275,768,299	الخدمات		28,424,046	275,768,319	الخدمات	
435,526,289	6,505,994,732	المجموع		427,754,433	5,113,946,675	المجموع	
317,953,268	3,025,076,988	البنوك و المؤسسات المالية	2014 أفريل	304,507,378	2,975,587,714	البنوك و المؤسسات المالية	2014 مارس
27,706,969	316,913,816	التأمين		22,996,662	276,001,950	التأمين	
89,541,203	3,023,724,943	الصناعة		86,389,316	3,023,724,943	الصناعة	
30,268,243	295,258,944	الخدمات		28,937,769	295,258,944	الخدمات	
465,469,683	6,660,974,691	المجموع		442,831,125	6,570,573,551	المجموع	
335,066,263	3,025,076,988	البنوك و المؤسسات المالية	2014 يون	337,801,749	3,025,076,988	البنوك و المؤسسات المالية	2014 ماي
25,408,259	316,913,816	التأمين		27,067,113	316,913,816	التأمين	
97,811,100	3,023,724,943	الصناعة		96,110,218	3,023,724,943	الصناعة	
28,631,950	295,258,944	الخدمات		28,234,674	295,258,944	الخدمات	
486,917,572	6,660,974,691	المجموع		489,213,754	6,660,974,691	المجموع	
343,798,400	3,025,076,988	البنوك و المؤسسات المالية	2014 أوت	337,643,384	3,025,076,988	البنوك و المؤسسات المالية	2014 جويلية
25,133,708	316,913,816	التأمين		24,235,089	316,913,816	التأمين	
102,317,306	3,023,724,943	الصناعة		99,713,960	3,023,724,943	الصناعة	
28,013,842	295,258,944	الخدمات		27,758,438	295,258,944	الخدمات	
499,263,256	6,660,974,691	المجموع		489,350,871	6,660,974,691	المجموع	
340,557,017	3,025,076,988	البنوك و المؤسسات المالية	2014 أكتوبر	342,462,586	3,025,076,988	البنوك و المؤسسات المالية	2014 سبتمبر
24,956,727	316,913,816	التأمين		25,152,559	316,913,816	التأمين	
104,129,508	3,023,724,943	الصناعة		103,708,650	3,023,724,943	الصناعة	
27,599,419	295,258,944	الخدمات		28,182,618	295,258,944	الخدمات	
497,242,671	6,660,974,691	المجموع		499,506,413	6,660,974,691	المجموع	
343,026,983	3,025,076,988	البنوك و المؤسسات المالية	2014 ديسمبر	343,632,731	3,025,076,988	البنوك و المؤسسات المالية	2014 نوفمبر
24,614,436	316,913,816	التأمين		24,616,784	316,913,816	التأمين	
101,781,295	3,023,724,943	الصناعة		103,741,394	3,023,724,943	الصناعة	
28,285,136	295,258,944	الخدمات		27,826,973	295,258,944	الخدمات	
497,707,850	6,660,974,691	المجموع		499,817,882	6,660,974,691	المجموع	

ملحق رقم 08: تملك الغير القطريين للأسهم لسنة 2015

تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع		تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع	
343,734,925	3,041,596,738	البنوك و المؤسسات المالية	فبراير 2015	340,901,976	3,025,076,988	البنوك و المؤسسات المالية	جانفي 2015
25,881,899	340,994,873	التأمين		25,033,305	316,913,816	التأمين	
101,068,739	3,023,724,943	الصناعة		101,750,900	3,023,724,943	الصناعة	
28,951,911	295,258,944	الخدمات		28,609,246	295,258,944	الخدمات	
499,637,474	6,701,575,498	المجموع		496,295,427	6,660,974,691	المجموع	
176,507,084	3,077,506,302	البنوك و المؤسسات المالية	أفريل 2015	172,449,239	3,041,596,738	البنوك و المؤسسات المالية	مارس 2015
17,559,892	354,700,888	التأمين		17,519,006	354,700,888	التأمين	
72,478,270	3,058,635,003	الصناعة		73,481,507	3,058,635,003	الصناعة	
20,274,472	295,829,925	الخدمات		20,627,023	295,258,944	الخدمات	
286,819,718	6,786,672,118	المجموع		284,076,775	6,750,191,573	المجموع	
175,295,100	3,077,506,302	البنوك و المؤسسات المالية	يون 2015	177,635,594	3,077,506,302	البنوك و المؤسسات المالية	ماي 2015
24,334,334	354,700,888	التأمين		23,257,352	354,700,888	التأمين	
72,676,086	3,058,635,003	الصناعة		73,039,209	3,058,635,003	الصناعة	
20,615,993	295,829,925	الخدمات		20,128,765	295,829,925	الخدمات	
292,921,513	6,786,672,118	المجموع		294,060,920	6,786,672,118	المجموع	
176,788,954	3,077,506,302	البنوك و المؤسسات المالية	أوت 2015	173,841,417	3,077,506,302	البنوك و المؤسسات المالية	جويلية 2015
25,433,681	354,700,888	التأمين		24,461,023	354,700,888	التأمين	
71,618,536	3,058,635,003	الصناعة		72,042,477	3,058,635,003	الصناعة	
19,735,815	295,829,925	الخدمات		19,547,003	295,829,925	الخدمات	
293,576,986	6,786,672,118	المجموع		289,891,920	6,786,672,118	المجموع	
180,034,011	3,077,506,302	البنوك و المؤسسات المالية	أكتوبر 2015	178,149,177	3,077,506,302	البنوك و المؤسسات المالية	سبتمبر 2015
26,214,002	354,700,888	التأمين		25,734,283	354,700,888	التأمين	
70,769,397	3,058,635,003	الصناعة		70,779,540	3,058,635,003	الصناعة	
19,915,777	295,829,925	الخدمات		20,060,109	295,829,925	الخدمات	
296,933,187	6,786,672,118	المجموع		294,723,109	6,786,672,118	المجموع	
178,523,505	3,077,506,302	البنوك و المؤسسات المالية	ديسمبر 2015	183,391,767	3,077,506,302	البنوك و المؤسسات المالية	نوفمبر 2015
25,882,232	354,700,888	التأمين		26,016,898	354,700,888	التأمين	
62,984,347	3,058,635,003	الصناعة		66,065,775	3,058,635,003	الصناعة	
8,944,235	295,829,925	الخدمات		20,057,065	295,829,925	الخدمات	
276,334,319	6,786,672,118	المجموع		295,531,505	6,786,672,118	المجموع	

ملحق رقم 09: تملك الغير القطريين للأسهم لسنة 2016

تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع		تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع	
185,929,209	3,228,201,632	البنوك و المؤسسات المالية	فبراير 2016	177,282,818	3,077,506,302	البنوك و المؤسسات المالية	جانفي 2016
27,046,675	373,163,031	التأمين		25,963,360	354,700,888	التأمين	
61,605,874	3,064,036,069	الصناعة		62,285,233	3,058,635,003	الصناعة	
21,905,083	295,829,925	الخدمات		21,148,141	295,829,925	الخدمات	
296,486,841	6,961,230,657	المجموع		286,679,552	6,786,672,118	المجموع	
193,831,631	3,228,201,632	البنوك و المؤسسات المالية	أفريل 2016	191,558,285	3,228,201,632	البنوك و المؤسسات المالية	مارس 2016
29,189,680	381,118,185	التأمين		28,958,234	381,118,185	التأمين	
64,681,717	3,064,036,069	الصناعة		63,116,508	3,064,036,069	الصناعة	
22,550,331	302,586,675	الخدمات		22,595,876	302,586,675	الخدمات	
310,253,359	6,975,942,561	المجموع		306,228,903	6,975,942,561	المجموع	
200,560,480	3,428,201,632	البنوك و المؤسسات المالية	يون 2016	199,046,624	3,428,201,632	البنوك و المؤسسات المالية	ماي 2016
32,063,189	419,173,264	التأمين		31,833,386	419,173,264	التأمين	
64,843,952	3,064,036,069	الصناعة		64,652,521	3,064,036,069	الصناعة	
22,214,952	302,586,675	الخدمات		22,473,292	302,586,675	الخدمات	
319,682,573	7,213,997,640	المجموع		318,005,823	7,213,997,640	المجموع	
211,492,326	3,428,201,632	البنوك و المؤسسات المالية	أوت 2016	203,207,190	3,428,201,632	البنوك و المؤسسات المالية	جويلية 2016
33,363,905	419,173,264	التأمين		32,389,029	419,173,264	التأمين	
68,188,310	3,064,036,069	الصناعة		65,961,014	3,064,036,069	الصناعة	
22,017,980	302,586,675	الخدمات		21,677,252	302,586,675	الخدمات	
335,062,521	7,213,997,640	المجموع		323,234,485	7,213,997,640	المجموع	
218,762,833	3,428,201,632	البنوك و المؤسسات المالية	أكتوبر 2016	216,461,340	3,428,201,632	البنوك و المؤسسات المالية	سبتمبر 2016
33,932,313	419,173,264	التأمين		33,590,887	419,173,264	التأمين	
89,839,677	3,018,416,869	الصناعة		74,097,162	3,064,036,069	الصناعة	
25,776,427	348,205,875	الخدمات		22,969,173	302,586,675	الخدمات	
368,311,250	7,213,997,640	المجموع		347,118,562	7,213,997,640	المجموع	
223,865,457	3,428,201,632	البنوك و المؤسسات المالية	ديسمبر 2016	222,267,720	3,428,201,632	البنوك و المؤسسات المالية	نوفمبر 2016
38,315,676	419,173,264	التأمين		37,679,192	419,173,264	التأمين	
101,079,187	3,018,416,869	الصناعة		97,766,393	3,018,416,869	الصناعة	
32,878,342	348,205,875	الخدمات		31,342,990	348,205,875	الخدمات	
396,138,662	7,213,997,640	المجموع		389,056,295	7,213,997,640	المجموع	

ملحق رقم 10: تملك الغير القطريين للأسهم لسنة 2017

تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع		تملك الغير قطريين	عدد الأسهم المكتتب بها	القطاع	
241,848,758	3,570,992,693	البنوك و المؤسسات المالية	2017 فيفري	225,806,302	3,428,201,632	البنوك و المؤسسات المالية	2017 جانفي
46,833,624	455,344,062	التأمين		38,706,858	419,173,264	التأمين	
103,265,104	3,018,416,869	الصناعة		101,931,777	3,018,416,869	الصناعة	
34,196,045	348,205,875	الخدمات		33,054,712	348,205,875	الخدمات	
426,143,531	7,392,959,499	المجموع		399,499,649	7,213,997,640	المجموع	
261,410,889	3,599,805,485	البنوك و المؤسسات المالية	2017 أفريل	257,958,741	3,580,532,849	البنوك و المؤسسات المالية	2017 مارس
48,482,833	455,344,062	التأمين		48,436,122	455,344,062	التأمين	
108,200,858	3,024,358,041	الصناعة		109,132,020	3,024,358,041	الصناعة	
35,508,497	356,415,326	الخدمات		35,564,788	356,415,326	الخدمات	
453,603,077	7,435,922,914	المجموع		451,091,671	7,416,650,278	المجموع	
253,052,855	3,599,805,485	البنوك و المؤسسات المالية	2017 جوان	258,603,170	3,599,805,485	البنوك و المؤسسات المالية	2017 ماي
47,919,623	455,344,062	التأمين		48,467,437	455,344,062	التأمين	
106,709,437	3,024,358,041	الصناعة		107,575,619	3,024,358,041	الصناعة	
34,891,810	356,415,326	الخدمات		35,669,796	356,415,326	الخدمات	
442,573,725	7,435,922,914	المجموع		450,316,022	7,435,922,914	المجموع	
264,015,410	3,651,479,935	البنوك و المؤسسات المالية	2017 أوت	265,426,245	3,651,479,935	البنوك و المؤسسات المالية	2017 جويلية
48,205,062	455,344,062	التأمين		48,094,407	455,344,062	التأمين	
107,718,337	3,024,358,041	الصناعة		107,216,965	3,024,358,041	الصناعة	
34,431,940	356,415,326	الخدمات		34,572,092	356,415,326	الخدمات	
454,370,749	7,487,597,364	المجموع		455,309,709	7,487,597,364	المجموع	
265,752,347	3,651,479,935	البنوك و المؤسسات المالية	2017 أكتوبر	263,165,609	3,651,479,935	البنوك و المؤسسات المالية	2017 سبتمبر
48,501,262	455,344,062	التأمين		48,290,505	455,344,062	التأمين	
122,772,583	3,107,358,041	الصناعة		121,347,825	3,107,358,041	الصناعة	
34,529,821	356,415,326	الخدمات		34,495,172	356,415,326	الخدمات	
471,556,013	7,570,597,364	المجموع		467,299,111	7,570,597,364	المجموع	
269,504,240	3,651,479,935	البنوك و المؤسسات المالية	2017 ديسمبر	267,171,831	3,651,479,935	البنوك و المؤسسات المالية	2017 نوفمبر
48,621,597	455,344,062	التأمين		48,321,260	455,344,062	التأمين	
123,233,129	3,107,358,041	الصناعة		122,975,199	3,107,358,041	الصناعة	
32,207,134	356,415,326	الخدمات		32,605,450	356,415,326	الخدمات	
473,566,100	7,570,597,364	المجموع		471,073,740	7,570,597,364	المجموع	

ملحق رقم 11
: مؤشر السوق
المالي القطري
من سنة 2008
الى سنة 2017

جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	سنة 2008
9,485.25	10,472.61	9,554.71	11,289.26	11,884.77	11,863.86	
جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	سنة 2009
11,633.42	10,443.22	9,314.53	6,928.00	6,071.93	6,886.12	
جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	سنة 2010
6,558.45	6,872.82	7,462.49	7,547.41	6,785.96	6,899.81	
جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	سنة 2011
7,029.45	7,226.15	7,694.88	7,795.95	8,142.12	8,681.65	
جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	سنة 2012
8,745.14	7,932.84	8,456.17	8,548.30	8,375.19	8,361.07	
جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	سنة 2013
8,402.86	8,351.77	8,393.92	8,594.86	8,592.40	8,779.03	
جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	سنة 2014
8,568.23	8,746.98	8,790.73	8,703.64	8,416.83	8,123.02	
جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	سنة 2015
8,298.33	8,483.64	8,510.21	8,546.49	8,400.54	8,358.94	
جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	سنة 2016
8,724.77	8,528.58	8,577.72	8,677.10	9,238.00	9,275.56	
جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	سنة 2017
9,704.98	9,619.04	9,608.32	9,837.49	10,375.06	10,379.59	
جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	سنة 2018
11,155.73	11,771.83	11,639.79	12,677.59	13,694.19	11,488.87	
جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	سنة 2019
12,877.31	13,596.66	13,728.31	13,498.86	12,760.46	12,285.78	
جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	سنة 2020
11,899.63	12,445.34	11,711.40	12,164.48	12,048.26	12,201.02	
جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	سنة 2021
11,785.22	11,563.56	11,465.22	11,604.59	10,090.81	10,429.36	
جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	سنة 2022
9,481.30	9,892.32	10,376.20	10,186.18	9,538.77	9,885.22	
جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	سنة 2023
10,603.96	10,989.79	10,435.46	10,172.95	9,793.83	10,436.76	
جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	سنة 2024
10,597.22	10,702.12	10,390.60	10,064.35	9,901.38	9,030.44	
جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	سنة 2025
9,406.06	8,800.56	8,312.43	8,165.06	7,714.26	8,523.38	

Johansen :12 اختبار

ملحق رقم

Date: 02/23/19 Time: 07:02
Sample (adjusted): 2008M03 2017M12
Included observations: 118 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: LDMS LIFA LIFB LIFI LIFS
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.428795	92.45338	69.81889	0.0003
At most 1	0.082910	26.37250	47.85613	0.8769
At most 2	0.073467	16.15965	29.79707	0.7011
At most 3	0.044658	7.155581	15.49471	0.5596
At most 4	0.014844	1.764670	3.841466	0.1840

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

ملحق رقم 13: اختبار غرانجر

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 02/23/19 Time: 08:09

Sample: 2008M01 2017M12

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLIFA does not Granger Cause DLDMS DLDMS does not Granger Cause DLIFA	118	0.03164 0.06890	0.8591 0.7934
DLIFB does not Granger Cause DLDMS DLDMS does not Granger Cause DLIFB	118	0.01728 0.68988	0.8956 0.4079
DLIFI does not Granger Cause DLDMS DLDMS does not Granger Cause DLIFI	118	9.00646 2.08883	0.0033 0.1511
DLIFS does not Granger Cause DLDMS DLDMS does not Granger Cause DLIFS	118	0.08100 0.15814	0.7765 0.6916
DLIFB does not Granger Cause DLIFA DLIFA does not Granger Cause DLIFB	118	2.99582 3.41458	0.0862 0.0672
DLIFI does not Granger Cause DLIFA DLIFA does not Granger Cause DLIFI	118	0.57177 13.3114	0.4511 0.0004
DLIFS does not Granger Cause DLIFA DLIFA does not Granger Cause DLIFS	118	0.12887 0.48846	0.7203 0.4860
DLIFI does not Granger Cause DLIFB DLIFB does not Granger Cause DLIFI	118	0.01561 2.92560	0.9008 0.0899
DLIFS does not Granger Cause DLIFB DLIFB does not Granger Cause DLIFS	118	0.13267 0.14561	0.7163 0.7035
DLIFS does not Granger Cause DLIFI DLIFI does not Granger Cause DLIFS	118	0.15319 1.89899	0.6962 0.1709