



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة كربلاء

كلية الإدارة والاقتصاد

قسم الاقتصاد

دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تطوير السوق المالية لتحقيق متطلبات

الاستقرار المالي - تجارب مختارة - مع اشارة خاصة للعراق

تقدمت بها

شيماء عبدالمهدي حسين الشريف

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة كربلاء

كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية

بأشراف

الاستاذ المساعد الدكتور

محمد ناجي محمد الزبيدي

الاستاذ المساعد الدكتور

كاظم سعد عبد الرضا الاعرجي

2022 م

1443 هـ



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ وَقُلْ اَعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ

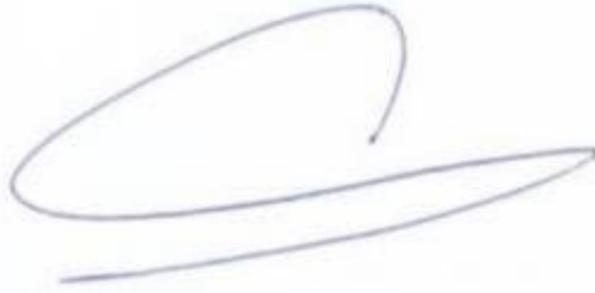
إِلَىٰ عَالِمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُم بِمَا كُنتُمْ تَعْمَلُونَ ﴾ .

صدق الله العلي العظيم

(التوبة - 105)

اقرار الخبير اللغوي

اقر ان الاطروحة الموسومة ب(دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تطوير السوق المالية لتحقيق متطلبات الاستقرار المالي - تجارب مختارة - مع اشارة خاصة للعراق)
قد اجريت مراجعتها من الناحية اللغوية حتى اصبحت ذات اسلوب لغوي سليم وخال من
الاطعاء اللغوية ولأجله وقعت .



م. د. م. سري سليم المعمار

كلية الادارة والاقتصاد / جامعة بابل

٢٠٢٢ / /

أقرار رئيس لجنة الدراسات العليا

بناءاً على ترشيح السيد المشرف والسيد رئيس القسم وكذلك التوصية العلمية للمقومين العلمي واللغوي لأطروحة الدكتوراه / قسم الاقتصاد/ للطالبة (شيماء عبد الهادي حسين علي الشريفي) . لأطروحتها الموسومة (دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تطوير السوق المالية لتحقيق متطلبات الاستقرار المالي - تجارب مختارة - مع اشارة خاصة للعراق) .



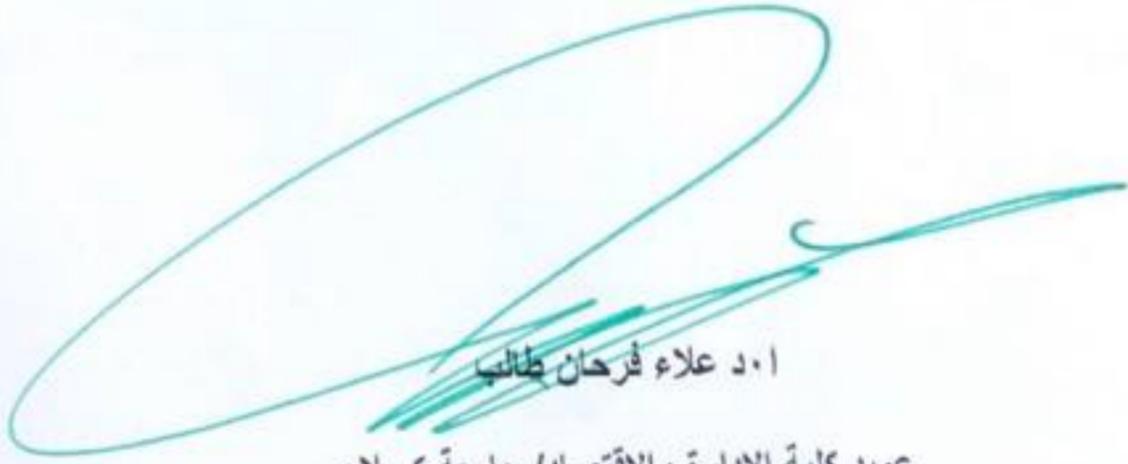
د. محمد حسين كاظم الجبوري

رئيس لجنة الدراسات العليا

معاون العميد للشؤون العلمية والدراسات العليا

مصادقة مجلس الكلية

صادق مجلس كلية الادارة والاقتصاد / جامعة كربلاء على توصية لجنة المناقشة .

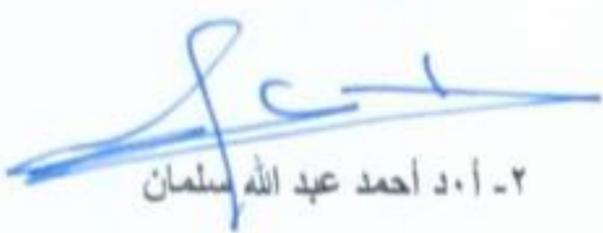


د. علاء فرحان طالب

عميد كلية الادارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء

اقرار لجنة المناقشة

نشهد نحن اعضاء لجنة المناقشة باننا اطلعنا على اطروحة الدكتوراه الموسومة (دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تطوير السوق المالية لتحقيق متطلبات الاستقرار المالي- تجارب مختارة - مع اشارة خاصة للعراق) والمقدمة من قبل الطالبة (شيماء عبد الهادي حسين علي الشريفي) وقد ناقشنا الطالبة في محتوياتها وفي ماله علاقة بها، ووجدنا انها جديرة بالقبول لنيل درجة الدكتوراه فلسفة في علوم الاقتصاد بتقدير (جيد جدا) .



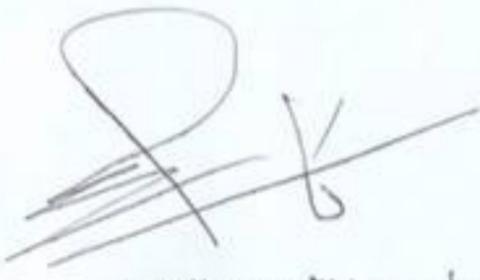
٢- ١٠ د احمد عبد الله سلمان

عضواً



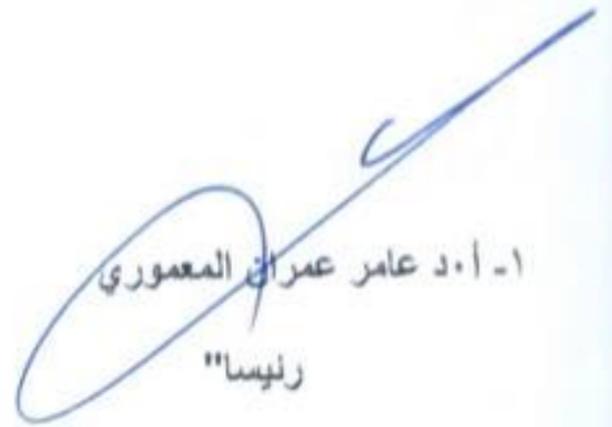
٤- ١٠ د عادل عيسى الوزني

عضواً



٦- ١٠ م كاظم سعد الاعرجي

عضواً ومشرفاً



١- ١٠ د عامر عمران المعموري

رئيساً



٣- ١٠ د مصطفى كامل رشيد

عضواً



٥- ١٠ م سلطان جاسم سلطان

عضواً



٧- ١٠ م محمد ناجي محمد

عضواً ومشرفاً

الأهداء

الى من تمنّيا أن أكون ما أنا عليه الآن الى من غابا عن ناظري وهما

حاضران بخاطري (والدي وولدي) رحمهم الله . . .

سأعتني بكما . . . رغم البعد بيننا في دُعائي . . . وصلاتي . . .

وأحرفي وثنايا ذاكرتي .

الباحثة

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على خير الكائنات محمد المصطفى الأمين (صلى الله عليه واله وسلم) وصبحه الغر الميامين وعلى من سار على نهجه بإحسان الى يوم الدين .

اما بعد فيلزمني الوفاء والعرفان بالجميل أن أقدم شكري وتقديري الى استاذي المشرفين (الدكتور كاظم الاعرجي والدكتور محمد ناجي) لتحملهم عناء متابعة البحث وتوصياتهم العلمية الدقيقة والتي ساهمت في دعم الجوانب الايجابية وتقويتها في البحث وتقليل الجوانب السلبية فجزاهم الله عني خير جزاء ووقفهم وآنار طريقهم بالخير لخدمة طلبة العلم .

كما وأقدم خالص شكري وتقديري الى رئيس اللجنة واعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة اطروحتي ولما سيرفدونني به من ملاحظات قيمة علمية بناءة تسهم في اغناء الاطروحة وجعلها اكثر رصانة سائلة المولى القدير ان يديم عليهم نعمة الصحة والعافية والعلم والمعرفة .

وايضاً أقدم شكري وتقديري الى جامعة كربلاء / كلية الادارة والاقتصاد قسماً وعمادة واستاذة لما ابدوه لي من مساعدة ولم يبخلوا عليّ بالاجابة عن الاسئلة والمشورة والنصيحة ، هذا واتقدم بالشكر والعرفان الى عمادة واستاذة جامعة بابل / كلية الادارة والاقتصاد لمساعدتي في تخطي الصعوبات ولكل من ساندني له وافر الشكر والامتنان .

واقدم شكري وتقديري الى موظفي مكتبة كلية الادارة والاقتصاد – جامعة كربلاء وجامعة بابل والجامعة المستنصرية وموظفي مكتبة العتبتين الحسينية والعباسية المقدستين وموظفي المكتبة العلوية المقدسة .

والشكر والتقدير لكل من مد يد العون من زملائي واخصهم بالذكر الأخ (المعتز) فجزاه الله عني خيراً.

واخيراً شكري وتقديري الى الاخ (عباس خالد) لاتمام طباعة اطروحتي فجزاه الله عني خيراً.

الباحثة

المستخلص :

احتلت الاسواق المالية مكانة بارزة في اقتصاديات العالم لا سيما في ظل الثورات المتلاحقة والانفتاح والتحرر وازالة القيود . لما لها من دور بارز في حشد المدخرات وتوفير الموارد المالية اللازمة لتمويل عملية التنمية الاقتصادية من خلال جذب رؤوس الاموال (الاجنبية وغير الاجنبية) .

وفي هذا الاطار يهدف البحث الى بيان الدور الكبير الذي تمارسه الاسواق المالية في تحقيق متطلبات الاستقرار المالي ، اذ ان زيادة حجم الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة من شأنها ان تؤثر في تطوير الاسواق المالية ، الامر الذي انعكس ايجاباً على الاستقرار المالي . وقد توصل البحث الى جملة من الاستنتاجات أهمها ، ضعف اداء سوق العراق للاوراق المالية بالنسبة لحجم اقتصاده . اذ لم يكن له الدور الكبير للارتقاء بمستوى حجم الاستثمارات مقارنة بالدول الاخرى (مصر والامارات) .

ويعد الاستثمار الاجنبي غير المباشر من أهم واحداث الموارد المالية لتنشيط عمل الاسواق المالية من خلال جذب رؤوس الاموال وزيادة التدفقات النقدية من خلال تنويع المحفظة الاستثمارية . اما فيما يتعلق بالتوصيات فتضمنت ضرورة السعي الى تحقيق الاستقرار المالي من خلال توجيه كافة الامكانيات والطاقات اللازمة لمواجهة الصدمات والازمات التي يمر بها الاقتصاد وخاصة الاقتصاد العراقي لتحقيق اكبر قدر من الاستقرار الاقتصادي والاستعادة من تجارب الدول (مصر والامارات) في تحقيق الاستقرار المالي .

قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	الاية
ب	الاهداء
ت	شكر وتقدير
ث	المستخلص
ج - خ	قائمة المحتويات
د	قائمة المخططات
ذ	قائمة الجداول
ر	قائمة الاشكال
1	المقدمة
1	أهمية البحث
1	مشكلة البحث
1	اهداف البحث
2	فرضية البحث
2	الحدود الزمانية والمكانية للبحث
2	هيكلية البحث
-4	الفصل الاول - المفاهيم النظرية لاسواق المال والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي
4	تمهيد
19-5	المبحث الاول - الاطار النظري للأسواق المالية
7-5	اولاً - مفهوم الاسواق المالية
8-7	ثانياً - نشأة الاسواق المالية وتطورها
10-9	ثالثاً - وظائف اسواق الاوراق المالية
17-10	رابعاً - انواع الاسواق المالية
19-17	خامساً - المشاركون في الاسواق المالية (المتعاملون)
32-20	المبحث الثاني - الاطار المفاهيمي للاستثمار الاجنبي غير المباشر
21-20	اولاً - الاستثمار الاجنبي غير المباشر

21	ثانياً - مزايا الاستثمار الاجنبي غير المباشر
21	ثالثاً - عيوب (سلبيات) الاستثمار الاجنبي غير المباشر
22	رابعاً - اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر
25-22	خامساً - المخاطرة الاجمالية للاستثمار الاجنبي غير المباشر
28-25	سادساً - محددات مخاطر الاستثمار الاجنبي غير المباشر
30-28	سابعاً - عوائد الاستثمار في الاوراق المالية
31-30	ثامناً - اشكال الاستثمار الاجنبي غير المباشر
32	تاسعاً - بيئة الاستثمار الاجنبي غير المباشر
49-33	المبحث الثالث - الاطار النظري لمفهوم الاستقرار المالي
36-33	اولاً - مفهوم الاستقرار المالي
38-36	ثانياً - أهمية الاستقرار المالي
40-38	ثالثاً - دعائم الاستقرار المالي
41	رابعاً - وظائف النظام المالي التي تساهم في تحقيق الاستقرار المالي
42-41	خامساً - المشكلات التي تواجه الاستقرار المالي
43-42	سادساً - مخاطر النظام المالي
43	سابعاً - مقررات بازل (3) وسبل تعزيز الاستقرار المالي
44-43	ثامناً - مؤشرات الاستقرار المالي
45-44	تاسعاً- احتساب مؤشر الاستقرار المالي في الدول العربية
46	عاشراً- المتغيرات المستخدمة في احتساب مؤشر الاستقرار المالي في الدول العربية
47	احد عشر - علاقة المتغيرات المستخدمة في المنهجية لمؤشر الاستقرار المالي
49-48	اثنا عشر- المتغيرات المستخدمة في احتساب مؤشر الاستقرار المالي في الدول العربية
86-51	الفصل الثاني - تحليل مؤشرات اداء السوق المالي والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي لبلدان العينة
51	تمهيد
71-52	المبحث الاول - تحليل مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي لجمهورية مصر العربية
52	اولاً - نشأة سوق الاوراق المالية في مصر

52	ثانياً - مؤشرات اداء سوق جمهورية مصر العربية للاوراق المالية
68-53	ثالثاً - الاستثمار الاجنبي غير المباشر في جمهورية مصر العربية
69	رابعا - مؤشرات الاستقرار المالي في جمهورية مصر العربية
71-70	خامسا - تحليل احتساب مؤشر الاستقرار المالي في مصر
88-72	المبحث الثاني - تحليل مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي في الامارات العربية المتحدة
73-72	اولاً - الاسواق المالية في دولة الامارات العربية المتحدة
80-73	ثانياً - مؤشرات اداء سوق دبي للاوراق المالية .
85-80	ثالثاً - الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الامارات العربية المتحدة
86	رابعا - مؤشرات الاستقرار المالي في دولة الامارات العربية المتحدة
88-86	خامساً- احتساب مؤشر الاستقرار المالي في الامارات العربية المتحدة
113 – 90	الفصل الثالث : تحليل مؤشرات اداء سوق الاوراق والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي في العراق
90	تمهيد
102-91	المبحث الاول - تحليل مؤشرات سوق العراق للاوراق المالية
91	اولا- نشأة السوق المالية في العراق
92	ثانيا- تنظيم سوق العراق للأوراق المالية
93-92	ثالثا - اهداف سوق العراق للأوراق المالية
93	رابعا- التحديات التي تواجه سوق العراق للأوراق المالية
94-93	خامساً- الهيكل المؤسسي لسوق العراق للأوراق المالية
102-94	سادساً- مؤشرات اداء سوق العراق للأوراق المالية
113-103	المبحث الثاني- الاستثمار الاجنبي غير المباشر في العراق
107-103	اولا - الاستثمار الاجنبي غير المباشر في العراق
109-108	ثانيا- مؤشرات الاستقرار المالي في العراق
110	ثالثاً - خطوات قياس المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق
113-111	رابعا - تحليل المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق
116-115	الاستنتاجات والتوصيات
125-117	المصادر

قائمة المخططات

الصفحة	عنوان المخطط	تسلسل المخطط
13	قنوات التمويل المباشر	1
15	التحويلات في الاسواق الاولية والثانوية للأموال	2
16	التمويل غير المباشر	3
18	اللاعبون الرئيسون في السوق المالية	4
23	مصادر المخاطرة الاجمالية للاستثمار في الاوراق المالية	5
39	دعائم الاستقرار المالي	6

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	تسلسل الجدول
46	المتغيرات المستخدمة في احتساب مؤشر الاستقرار المالي	1
47	المتغيرات المستخدمة في المنهجية على مؤشر الاستقرار المالي	2
49-48	الاوزان الترجيحية للمتغيرات المكونة للاستقرار المالي	3
54	اداء مؤشرات جمهورية مصر العربية للاوراق المالية للمدة من (2004 – 2020)	4
64	صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر لجمهورية مصر العربية	5
67	معاملات المستثمرين الاجانب ونسبة تعاملهم في مصر	6
69	مكونات مؤشر الاستقرار المالي لدى البنك المركزي المصري	7
70	المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في مصر ومؤشراته الفرعية	8
74	مؤشرات سوق دبي للأوراق المالية	9
81	صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الامارات العربية	10
84	معاملات المستثمرين الاجانب ونسبة تعاملهم في الامارات العربية المتحدة	11
86	مكونات مؤشر الاستقرار المالي لدى مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي	12
87	المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في المارات والمؤشرات الفرعية المكونه له	13
95	اداء مؤشرات العراق للاوراق المالية للمدة من (2004 – 2020)	14
104	صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر في العراق	15
106	معاملات المستثمرين الاجانب ونسبة تعاملهم في العراق	16
109	المتغيرات الداخلة في تكوين الاستقرار المالي في العراق	17
111	المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق والمؤشرات الفرعية المكونة له	18

قائمة الاشكال

الصفحة	عنوان الشكل	ت
24	اثر التنوع بالمخاطر غير النظامية	1
55	المؤشر العام للاسهم للاوراق المالية في مصر	2
57	مؤشر حجم التداول للاوراق المالية في مصر	3
59	مؤشر القيمة السوقية للاوراق المالية في مصر	4
60	مؤشر معدل الدوران للاوراق المالية في مصر	5
63	مؤشر عدد الشركات للاوراق المالية في مصر	6
66	صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر للاوراق المالية في مصر	7
68	معاملات المستثمرين الاجانب ونسبة تعاملهم في مصر	8
71	المؤشر التجميعي لاستقرار المالي في مصر	9
75	المؤشر العام للاسعار للاوراق المالية في الامارات العربية	10
76	مؤشر حجم التداول للاوراق المالية في الامارات العربية	11
78	مؤشر القيمة السوقية للاوراق المالية في الامارات العربية	12
79	مؤشر معدل الدوران للاوراق المالية في الامارات العربية	13
80	مؤشر عدد الشركات للاوراق المالية في الامارات العربية	14
83	صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الامارات العربية المتحدة	15
85	معاملات المستثمرين الاجانب ونسبة تعاملهم في الامارات العربية المتحدة	16
88	المؤشر التجميعي لاستقرار المالي في الامارات العربية المتحدة	17
97	المؤشر العام لاسعار السهم للاوراق المالية في العراق	18
98	مؤشر حجم التداول المؤشر العام للاوراق المالية في العراق	19
100	مؤشر القيمة السوقية للاسهم للاوراق المالية في العراق	20
101	مؤشر معدل الدوران للاوراق المالية في العراق	21
102	مؤشر عدد الشركات للاوراق المالية في العراق	22
106	صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر في العراق	23
108	معاملات المستثمرين الاجانب ونسبة تعاملهم في العراق	24
112	المؤشر التجميعي لاستقرار المالي في العراق	25

المقدمة :

وتعد دراسة الاسواق المالية من الدراسات المهمة والحديثة نسبياً التي احتلت مكانة واسعة في اقتصادات العالم المتقدم والنامي وبسبب الدور الذي تؤديه الاسواق المالية في توجيه المدخرات المالية من الوحدات ذات الفائض المالي الى الوحدات ذات العجز المالي لما لها من دور في جذب رؤوس الاموال الاجنبية من خلال الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة والتي تؤدي الى توفير الاموال اللازمة لدفع عجلة الاقتصاد الى الامام وتمثل مؤشرات الاسواق المالية من احدى المؤشرات المهمة التي تعكس نشاط اتجاهها الاقتصادي وتعبر عن مدى تطور هذه الاسواق وتقييم ادائها ، لذلك فإن تنشيط وتطوير دور الاسواق المالية وارتباطها بالاسواق العالمية يساعد على جذب الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة والمتمثلة باستثمارات الاوراق المالية والتي بدورها تؤثر على تحقيق الاستقرار المالي الذي يعمل على تخفيف حدة الصدمات ومعالجة الآثار السلبية للأزمات وخاصة في القطاع المصرفي الذي يعد من القطاعات المهمة في تحقيق الاستقرار المالي من خلال تطبيق الانظمة والقوانين التي تحكم عمل هذه المصارف وتفعيل دور الرقابة عليها للوقوف على متابعة مدى تحقيق الاستقرار المالي من خلال مؤشراتهِ والتنبؤ بحدوث الصدمات المالية والاستعداد لمواجهتها ومعالجة المشكلات والآثار السلبية التي يمكن ان تتعرض اليها .

أهمية البحث :

تنبثق أهمية البحث في الوقوف على مدى الدور الذي يؤديه العلاقة الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الاسواق المالية ومدى تأثير هذا الدور في تحقيق الاستقرار المالي لما له من أهمية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي .

مشكلة البحث :

تنطلق مشكلة البحث في الاجابة عن السؤال الاتي .

هل تساهم الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة في تطوير سوق الاوراق المالية ؟ وهل تؤثر العلاقة بين الاستثمار الاجنبي غير المباشر والاسواق المالية في تحقيق الاستقرار المالي ؟

اهداف البحث :

يهدف البحث الى مدى تأثر الاسواق المالية بالاستثمار الاجنبي غير المباشر ، ومدى قدرة الاسواق المالية في جذب الاستثمارات الاجنبية بهدف تحقيق الاستقرار المالي .

فرضية البحث :

للاستثمارات الاجنبية دور اساسي في رفع كفاءة الاسواق المالية وتنشيطها محقق بذلك استقرار مالي ودفع الاقتصاد الى الامام .

الحدود الزمانية والمكانية للبحث :

الحدود الزمانية للبحث :- غطى البحث المدة من (2010 – 2020) تتمثل في بيانات الاستثمار الاجنبي غير المباشر والاسواق المالية والاستقرار المالي .

الحدود المكانية :- تتمثل في ثلاث دول مختارة هي كل من (مصر ، الامارات ، العراق) .

هيكلية البحث :

للإحاطة العلمية بعنوان البحث وتحقيقاً لاهدافه تم تقسيم البحث الى ثلاثة فصول تضمن الفصل الاول المفاهيم النظري لاسواق المال والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي . اما الفصل الثاني تضمن تحليل مؤشرات اداء السوق المالي والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي لدول العينة (مصر ، الامارات) اما الفصل الثالث تضمن : تحليل مؤشرات اداء السوق المالي والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي للعراق .

الفصل الاول

المفاهيم النظرية لاسواق المال والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي

المبحث الاول

الاطار النظري للأسواق المالية

المبحث الثاني

الاطار المفاهيمي للاستثمار الاجنبي غير المباشر

المبحث الثالث

الاطار النظري لمفهوم الاستقرار المالي

الفصل الاول : المفاهيم النظرية لاسواق المال والاستثمار الاجنبي غير المباشر
والاستقرار المالي

تمهيد :

تعد دراسة الاسواق المالية من الدراسات الحديثة نسبياً التي احتلت مكانة واسعة في اقتصادات دول العالم لارتباط مفهومها بالتطور الاقتصادي الذي تشهده دول العالم . لكونها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع من الاوراق المالية بحيث يتمكن المستثمر من بيع وشراء عدد من الاسهم والسندات داخل الاسواق من خلال السماسرة او الشركات الخاصة التي تعمل في هذا المجال وما لها من أهمية في جذب الاستثمار الاجنبي غير المباشر وان الاستثمار الاجنبي غير المباشر هو قيام الافراد والمؤسسات بشراء الاوراق المالية التي تدر عوائد في فترة زمنية معينة قصيرة الاجل وبأقل الاخطار الممكنة . اذ ان تطور مفهوم الاستثمار في الاوراق المالية لم يقف عند تحقيق الارباح بل تبعت الى تنويع الاصول لتحقيق الامان كون الاستثمار في الاوراق المالية يعد (فن وعلم له اصوله وقواعده) وما له من علاقة مهمة في تحقيق الاستقرار المالي الذي يمكن ان يعرف هو عدم الوقوع في الازمات المالية لان الازمة المالية هي فقدان الثقة في عملة البلد او الاصول المالية مما يتسبب في سحب المستثمرين الاجانب لرؤوس اموالهم من البلد .

المبحث الاول

الاطار النظري للأسواق المالية

اولاً - مفهوم الاسواق المالية :

تعد الاسواق المالية الوجه الحضاري لاقتصاديات البلدان وتقدمها ، فقد ارتبط مفهوم الاسواق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي التي مرت به بلدان العالم ، ان مصطلح السوق المالية (Financial market) مصطلح مركب من كلمتين هما (السوق والمال) اذ ان كلمة السوق تعني في اللغة موضع البياعات (جمع بياعة) بالكسر وهي السلعة وتصغير كلمة سوق (سوقية) وسميت السوق بهذا الاسم لان التجارة تجلب اليها وتساق نحوها المبيعات وهي مأخوذة من (ساق - يسوق - سوقاً) (أي حدود الشيء) . أما معنى السوق في المصطلح الاقتصادي ويختلف تماماً عن المفهوم الشائع له (المكان الذي يلتقي به البائعون والمشترون من اجل التعامل على سلعة معينة او عدة سلع) ولا يقصد الاقتصاديون بمصطلح السوق مكاناً للبيع أو الشراء بل كل الاقليم الذي تتم فيه عملية الاتصال ومساواة الاثمان التي من نوع واحد وذات سهولة وسرعة مثل وسائل الاتصال والبريد والهاتف والتلكس وغيرها . وهناك نظريات ركزت على فكرة الاسواق المالية ومنها نظرية (ادم سميث) ، اذ تقوم هذه النظرية على تقسيم العمل وتعتمد هذه الفكرة على اكبر حجم للسوق والانتاج وما يترتب عليه من ايجاد نوع التخصيص تبعاً للنظرية النسبية والذي انعكست بشكل دقيق على التطور بالاوراق المالية . اذ يترتب عليه ايجاد سوق متخصص للاوراق المالية وهذه ما يطلق عليه سوق الاوراق المالية (1)

وقد عرّفت الاسواق المالية بعدة تعاريف وهي " المكان او الوسيلة المنظمة والذي يكون من خلالها الجمع بين الطلب على الاموال والعرض للأموال سواء كان ذلك اتصالاً مباشراً أو غير مباشر بواسطة السماسرة او شركات عاملة . (2)

أو (هي آلية تداول الاصول المالية (بيع وشراء) ومن خلال تلك الآلية تتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي) . (3)

¹ - اديب قاسم شندي ، "الاسواق المالية الفرص والمخاطر " ، ط 1 ، دار الكتب والوثائق ، بغداد ، 2013 ، ص 59 .

² - المصدر نفسه ، ص 60 .

³ - عاطف وليم اندرواسي ، " اسواق الاوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها) " ، ط 1 ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، 2008 ، ص 21 .

الفصل الاول : المبحث الاول . . . الاطار النظري للاسواق المالية

أو " هو نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع من الاوراق المالية أو الاصول المالية المعينة بحيث يتمكن المستثمر من بيع وشراء عدد من الاسهم والسندات داخل الاسواق اما عن طريق السماسرة أو الشركات الخاصة التي تعمل في هذا المجال " . (1)

اضافة الى ذلك يمكن تعريف الاسواق المالية " هي الاسواق المختصة بالمعاملات المالية طويلة الاجل والتي تتضمن اسواق الاسهم والسندات وتعد كل من اسواق رأس المال (طويلة الاجل او قصيرة الاجل) هي اسواق ذات تعاملات نقدية لان تعاملاتها تنطلق على عملية استلام شيء منصوص عليه في الصفقة الى المقرض او المستثمر الذي ينهي الصفقة بالسداد النقدي" . (2)

وكذلك يمكن ان تعرف على انها " الوظيفة الاساسية لها جمع المدخرات والاموال وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل (3) .

وايضاً يمكن ان يعرف اسواق رأس المال على انها " السوق الذي يتم تداول فيه الاوراق المالية التي تصدرها منظمات الاعمال " . (4) .

أو هي " المكان الذي تسهل البيع واعداد البيع للاوراق المالية القابلة للتنقل " . (5)

كما يمكن تعريفه على انه " سوق مالي يجمع بين وحدات الفائض المالي للذين تفوق دخولهم الجارية نفقاتهم الجارية والذين يرغبون في ادخار جزء من دخولهم ووحدات العجز المالي الذين تفوق نفقاتهم الجارية اي يجمع بين المقترضين والمقترضين ووظيفته المالية تحويل الموارد المالية بينها " . (6)

ويمكن ان يعرف على انه " هو الاسواق والافراد والمؤسسات ذات القوانين والاجراءات التنظيمية التي يتم من خلالها تداول الاصول المالية مثل الاسهم والسندات وغيرها " . (7)

ويمكن القول " انها اسواق مالية منتظمة يتد تداول فيه الاسهم والسندات وفق اسعار معينة ضمن قانوني العرض والطلب " . (8)

- 1 - محمد احمد عبد النبي ، الاسواق المالية (الاصول العلمية والتحليل الاساسي) ، عمان ، ط1 ، 2009 ، ص 22 .
- 2 - برايان كويل ، اسواق المال ، قسم الترجمة ، ط بلا ، دار الفاروق للنشر ، القاهرة ، مصر ، 2005 ، ص 7 .
- 3 - عصام فهد العريبي ، الاستثمار في بورصات الاوراق المالية (بين النظرية والتطبيق) ، 2002 ، ص 20 .
- 4 - رسمية قرياقص ، اسواق المال (اسواق رأس المال – المؤسسات) ، ط بلا ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2002 – 2003 ، ص 11 .
- 5 - مائير كوهين ، ترجمة ، عبدالكريم احمد الخزاعي ، الاسواق والمؤسسات المالية (الفرص والمخاطر) ، ط بلا ، دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2007 ، ص 7 .
- 6 - محمود يونس محمد ، وآخرون ، النقود والمصارف والتجارة الدولية ، ط1 ، دار التعليم الجامعية ، الاسكندرية ، 2018 ، ص 32 .
- 7 - اكرم محمود الجوراني ، عبدالرزاق حسن حساني ، منشورات جامعة دمشق (كتيب) ، ص 13 .
- 8 - احمد محي الدين ، اسواق الاوراق المالية واثارها الائتمانية في الاقتصاد الاسلامي ، جدة ، ط1 ، 1995 ، ص 22 .

نرى انه " المكان الذي يجمع اصحاب الاموال الفائزة (المدخرة) مع الاطراف ذات العجز المالي بطريقة مباشرة او غير المباشرة وفق نظام معين وقوانين ذات شروط خاصة " .

ومن خلال التقدم العلمي والتكنولوجي تطورت وسائل الاتصال والشبكات اللاسلكية والسلكية والحاسبات بحيث قللت من أهمية التواجد في مقرات هذه الاسواق وسمحت لهم بالتعامل خارج السوق من خلال شركات السماسرة المنتشرة في كافة انحاء العالم . وتعتبر اسواق الاوراق المالية احد العناصر الثلاثة لاسواق المال المتكونة من الاتي : (1)

1. سوق النقود والذي يكون فيه الدور الرئيسي للجهاز المصرفي .
2. سوق رأس المال والذي يتكون من بنو الاستثمار وشركات التأمين .
3. سوق الاوراق المالية اذ يتم التعامل فيه بالاوراق المالية من صكوك الاسهم والسندات التي يكون اصداها من خلال الشركات والبنوك واكثرها من المؤسسات الحكومية والهيئات العامة والتي تكون قابلة للتداول .

ثانياً - نشأة الاسواق المالية وتطورها :

تطورت الاسواق المالية تاريخياً بتطور الاقتصاد والصناعة التي مرت في دول العالم ولا سيما الدول الرأسمالية ، ولأنتشار الشركات المساهمة واقبال الحكومات على الاقتراض ادى الى خلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي ادى بدوره الى ظهور بورصات الاوراق المالية ، اذ كان التعامل في تلك الصكوك بداية الامر يكون على قارعة الطريق في الدول الكبيرة مثل فرنسا وامريكا وانكلترا وبعدها استقر التعامل في ابنية خاصة والتي تعرف باسواق الاوراق المالية . (2)

ويعود مفهوم البورصة الى القرن الخامس الميلادي نسبة الى عائلة (فان در بورص *) اذ كانت تمتلك فندق يمثل المكان الذي تجتمع فيه التجار القادمون من فلورنسا الى مدينة بريدج البلجيكية التي كانت مقصداً لجميع التجار من كافة مناطق العالم ، ونظراً لعدم اصطحاب التجار لبضائعهم معهم كانت تتم الصفقات على شكل عقود وتعهدات وتم استبدال البضائع الحاضرة الى التزامات مستقبلية وكانت قائمة على الاطراف المتبادلة اذ تم انشاء اول مكان للبورصة في مكان بناء مدينة (an Verse) في

1 - محمد احمد عبد النبي ، مصدر سابق ، ص 22 .

2 - المصدر نفسه ، ص 21 .

* اسم أحد كبار التجار الاغنياء وكان اسمه (فان در بورص) (ven Den Bourse) والذي كان يقيم في مدينة بروج البلجيكية (BRUGES) اذ كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار ، ولذلك فان لفظ بورصة جاءت منسوبة الى اسم الشخص الذي يجتمع عنده التجار لاتمام عمليات البيع والشراء سواء البضائع أو بيع العملات المختلفة . للمزيد ينظر في ذلك : عاطف وليم اندرواس ، اسواق الاوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها ، ط1، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية، 2008 ، ص 24 .

بلجيكا (1460)م ثم بعد ذلك ظهرت العديد من البورصات في اوربا . اذ تعد مدينة ليون في فرنسا أول من نظم البورصة وجاءت بورصة تولوز وباريس وهذا في عامي (1549 ، 1563) م على التوالي ، لتأتي بعدها بورصة روما (1566) م ، ثم بورصة (بوردو) بـ (8) سنوات بعد بورصة باريس .

حتى ظهرت بورصة امستردام بهولندا عام (1608) م وفي فيينا (1762) م تليها بعد ذلك بورصة لندن في بريطانيا عام (1773) م وبورصة نيويورك عام (1792)م والتي تعد من أهم البورصات في العالم نظرا لحجم التبادلات اليومية . وكلما كانت الدول متقدمة كلما تنوعت البورصات (اسواق المال) العاملة فيها .⁽¹⁾

اما في الوطن العربي ، تعد البورصة المصرية اول البورصات العربية ، يعود تأريخها الى القرن التاسع عشر تحت ظروف الهيمنة الانكليزية فكانت نشأة بورصة الاسكندرية عام (1883)م وبورصة القاهرة عام (1890) م وبورصة لبنان تعتبر من أقدم الاسواق المالية اذ يرجع تاريخ تأسيسها الى عام (1920) م تحت سلطة الانتداب الفرنسي وتعد ثاني اقدم سوق مالية في الوطن العربي وانحصر التداول فيها بالذهب والعملات الاجنبية ، وفي بداية الثلاثينيات شملت اسهم شركات لبنانية – فرنسية اما في اوائل الخمسينيات تميز النشاط اللبناني بنشاط واضح اذ بدأت الشركات الصناعية والمصرفية والخدماتية تدخل البورصات حتى اصبحت بيروت افضل سوق مالي مع دخول حوالي خمسين شركة انذاك وبدأ سوق عمان الاردني اعماله عام 1976م من خلال مكاتب غير متخصصة دعت الحكومة الى التفكير بانشاء سوق منظم لاصدار الاوراق المالية والتعامل بها حتى باشر السوق اعماله بتاريخ 1/1/ 1978 .⁽²⁾

وشهد عقد التسعينات من القرن العشرين تطورات هامة باتجاه انشاء بورصات جديدة . اذ تم انشاء بورصة الجزائر في 23 مايس (1993) ، وفي نهاية عام (1999) م أنشأت كل من بورصة السودان وقطر وفلسطين ، اما في عام (2000) فقد أنشأت في دولة الامارات العربية المتحدة . وقد يلاحظ ان البورصات العربية القائمة قبل التسعينات قد شهدت عدة اصلاحات كما هو الحال في البورصة المغربية والمصرية والتونسية واعيدت الحياة لبورصة بيروت عام 1995 م ، اما في العراق تأسست سوق بغداد للاوراق المالية بموجب القانون 24 عام 1991.⁽³⁾

1 - احمد عبد النبي ، مصدر سابق ، ص 22 .

2 - شريط صلاح الدين ، "اصول صناديق الانتماء في سوق الاوراق المالية" ، ط1، دار حميثر للنشر، 2018 ، ص 24 .

3 - سالم صلاح راهي الحساوي ، "الاستثمار والتمويل في الاسواق المالية " ط1، الشركة العربية المتحدة ، القاهرة ، ، 2017 ، ص 168 .

ثالثا - وظائف اسواق الاوراق المالية :

هناك العديد من الوظائف للاسواق المالية الا انه يمكن تجميعها في أربعة وظائف رئيسية الى جانب الوظائف الاخرى التي ظهرت نتيجة التكنولوجيا والتطورات التي حدثت في سوق الاوراق المالية منها ما يأتي : (1)

1. الوظيفة التمويلية

2. الوظيفة التثمينية (التسعير)

3. الوظيفة الاعلامية

4. الوظيفة التوزيعية

1- الوظيفة التمويلية :

وهي الوظيفة الاساسية لتهيئة الادخارات وتوزيعها على المشاريع الاقتصادية المختلفة وتوفير قدر معين من السيولة لكل من المدخرين والمستثمرين .

اضافة الى ان سوق الاوراق المالية يعد خزين للثروة اي امكانية تحويل الاوراق المالية الى سيولة نقدية للمدخرين بسرعة وسهولة انخفاض كلفة تمويل وهذا يوفر للمدخرين الحصول على السيولة والعائد في نفس الوقت . (2)

ويمكن لهذا النوع من التمويل الذي يمثل بحرية حركة راس المال والمواجهة بين المشروعات والمدخرين والمستثمرين بشكل مباشر دون تدخل وسطاء حاليين ويمكن ان يحقق ثلاثة اهداف هي : (3)

أ :- السيطرة على الادارة (السلطة الاقتصادية)

ب :- التركيز

ج :- اعادة التأهيل للمشاريع من اجل نمو مؤسساته الصناعية المالية

فيكون التمويل على طريقتين :-

1- زيادة المديونية (التمويل بالسندات)

2- المشاركة في رأس المال

¹ - Peters, Rose, Money and capital Markets, 8th edition , Mc Grow-Hill, Inc,USA,2003,p,7.

² - سالم صلال راهي الحسناوي ، مصدر سابق ، ص 56-59 .

³ - المصدر نفسه ، ص 57 .

ومن خلال الفصل بين الاستثمار وبين تمويل الاستثمار والطلب من السوق المالي للاموال ، ويعد هذا تعديلاً هيكلياً في هيكل الاصول القائمة من السوق ومصحوباً بالمخاطرة الاقتصادية من خلال عدم القدرة للحصول على التمويل والسداد او عدم قدرة المشروع في مواجهة الآثار المترتبة على المديونية .

2- الوظيفة التثمينية (التسعير) :

اي قيام الاسواق المالية بتسعير الاصول المالية وذلك من خلال ايجاد آلية تسعير عادلة للاصول المالية وهذا يؤدي الى توفير السعر العادل لكل من المشتري والبائع وحسب فرضية كفاءة السوق . ان السعر العادل يتحرك بسرعة ليعكس لنا جميع المعلومات والبيانات المتاحة وصولاً الى حالة التوازن مما يؤكد على وجود ثقة لدى كل من البائع والمشتري بأن الاسعار عادلة ومقبولة . (1)

3- الوظيفة الاعلامية :

تقدم سوق الاوراق المالية المعلومات والبيانات المالية للافراد والمشاريع التي تتعلق بالاصول المالية المختلفة ومعلومات تتعلق بالوضع المالي للشركات وهذا بدوره يؤدي الى تقليل كلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث الجهد والوقت والمخاطر فضلاً عن دقة هذه البيانات والمعلومات المقدمة كونها مؤسسات مالية متخصصة وتمثل هذه المعلومات اساس التوقعات التي يتم اعتمادها من قبل المدخرين والمستثمرين . (2)

4- الوظيفة التوزيعية :

وهي من الوظائف المهمة للسوق المالية التي يكون على اساسها تحريك الهياكل الصناعية اي عند قيام المشروعات وارسال اخبارها الى السوق يترتب عليه تغير للطاقة وللقوة الانتاجية وتغير المساهمين والسلطة الاقتصادية ، فضلاً عن ذلك تقوم السلطة المالية بزيادة في عدد المؤسسات واعداد المدخرين والقيام بإعادة توزيع الذمم المالية ، واختيار وقت البيع والشراء واعادة توزيع مصادر التمويل واعتماد المؤسسة على السوق المالية في تنظيم وتحريك رأس المال وتوجيه المدخرات وتعبئة الفوائض . (3)

كما يمكن ان يضاف الى وظائف الاسواق المالية انها تساهم في بعض الوظائف منها : (4)

أ- تنظيم الاستهلاك

ب- توزيع المخاطر

¹ - Keith pilbeam, Finance and Financial markets, 3rd ed .palgrave macmillan,UK,2010.p:36

² - عبدالنافع عبدالله الرزري ، غازي توفيق فرج ، "الاسواق المالية" ، ط1، دار وائل للنشر ، عمان، 2002 ، ص 32 .

³ - سالم صلال راهي الحسناوي ، مصدر سابق ، ص 59 .

⁴ - عدنان سليمان ، سليمان موصلي ، " الاسواق المالية " منشورات جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ، 2013-2014 ، ص 17 .

ج- تمويل الشركات

د- توفير السيولة للمستثمرين

هـ - تخصيص الموارد ، حيث يكون للمستثمرين الدور الاكبر في تحديد الشركات التي تستمر والشركات التي ستغادر .

رابعاً - انواع الاسواق المالية :

يمكن التمييز بين انواع الاسواق المالية على اسس مختلفة منها . (1)

1) التمييز على اساس القوانين التي يخضع لها السوق :

أ- السوق المحلية

ب- السوق الاجنبية

ج- السوق الخارجية

السوق الوطنية او المحلية ، تنفرد تلك الاسواق بقوانينها واجراءاتها ومؤسساتها التي تميزها عن الاسواق الاخرى والذي يقتصر التعامل فيها على المقيمين او المواطنين في ذلك البلد .

اما السوق الاجنبية ، وهي سوق ملحقة بالسوق المحلية وتطبق التعليمات والقوانين الخاصة بالاجانب الذين يشاركون في عرض الاموال او الطلب عليها ولكن ضمن القواعد والقوانين المقررة لغير المقيمين في السوق المحلية .

اما السوق الخارجية فهي عادة ما تنطبق على اية سوق يكون فيها التعامل المالي خارج حدود سلطة البلد السياسية ولا يرتبط بالسوق المحلي سوى بالعملة المستخدمة كوحدة لقياس قيمة الحقوق المالية فمثلاً القروض والودائع المصرفية والادوات المالية التي تستخدم فيها الباوند كوحدة لقياس القيمة فمثلاً يعتبر ضمن السوق الخارجية في حالة استخدامها خارج الحدود البريطانية ولا يربطها بالسوق البريطانية سوى العملة (اي انها لا تخضع للقوانين والتعليمات البريطانية باي شكل من الاشكال) .

¹ - عبدالمنعم السيد علي و نزار سعد الدين عيسى ، " النقود والمصارف والاسواق المالية " ، ط1 ، دار ومكتبة الحامد ، عمان، 2004 ، ص 118-117 .

2) تقسيم الاسواق المالية طبقاً لاجال استحقاق الاوراق المالية :- وفقاً لهذا التقسيم يمكن تقسيم سوق الاوراق المالية الى الاتي : (1)

أ- اسواق النقد :

يتم من خلال هذه الاسواق التعامل في آجال قصيرة الامد لا تزيد عن السنة ومن خلالها يتم اللقاء بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت مع الوحدات ذات الفائض المالي المؤقت وتتميز بانخفاض المخاطر فيها مثل (ودائع التوفير ، الودائع لاجل ، شهادات الابداع ، القبولات المصرفية) وغيرها .

ومن أهم المؤسسات التي تعمل بها هي البنك المركزي والبنوك التجارية وتميز هذا السوق بأهميته بالنسبة للاقتصاد لاسباب منها :- (2)

1- يمكن للافراد والمؤسسات تعديل سيولتهم من خلال ادوات تتوفر في هذا السوق ، فالافراد الذين لديهم مدفوعات مستقبلية قريبة يمكنهم استثمار اموالهم من خلال سوق النقد في ادواته القصيرة الاجل مقابل العوائد او تلجأ البنوك والمؤسسات لشراء ادوات سوق النقد مقابل اعادة بيعها لمواجهة سحب الودائع او القروض .

2- يمكن للسلطات المسؤولة عن ادارة العرض النقدي (سلطة نقدية) من تنفيذ عملياتها في سوق النقد.

وتساعد هذه الاسواق البنك المركزي في تحقيق الرقابة اللازمة من خلال التأثير على كمية واسعار الاموال السائلة من خلال التدخل في هذا السوق (العرض والطلب) على الاموال وفقاً للسياسة النقدية وتحديد سعر الفائدة وتوجيه وضبط الائتمان كماً ونوعاً مثل سياسة الاحتياطي النقدي ، والسقوف الائتمانية ، وسياسة مواجهة العجز المؤقت في ميزانية الدولة ، فضلاً عن تنظيم سياسة دخول وخروج العملات الصعبة واجراءات التحويلات بالنقد الاجنبي .

ب- اسواق رأس المال :

هو الاطار الذي يجمع الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار ذات الفوائض العالية لعقد صفقات طويلة الاجل ، وذلك عن طريق الاكتتاب الاولي أو عن طريق ادوات السوق وتكون السمة الاساسية لهذه الاسواق هي المخاطرة العالية (High Risk) ، وتتميز هذه الاسواق بكون حجم الصفقات من قبل المدخرين والمستثمرين لذلك يكون اكثر تنظيماً من سوق النقد وتكون الاسهم (Stock) والسندات (Bond) اكثر الادوات شيوعاً في هذا السوق ، وتتجلى أهمية سوق رأس المال من خلال اضافة

1 - عاطف وليم اندراوس ، مصدر سابق ، ص 16-17 .
2 - محمد احمد عبد النبي ، مصدر سابق ، ص 29-30 .

الصفة الغالبة وهي العمق (Depth) والانتساع (Breadth) للادوات المصدرة بالسوق . الى جانب توفير عنصر المرونة وتوفير صفة الاستمرارية للسعر وصفة التمويل لمختلف القطاعات . ويتكون هيكل سوق رأس المال من السوق الاولية (تتضمن عمليات الصيرفة الاستثمارية) والسوق الثانوية (حدودها تتوزع بين عمليات السوق المنظمة) . (1)

(3) التمييز على اساس طبيعة التمويل :

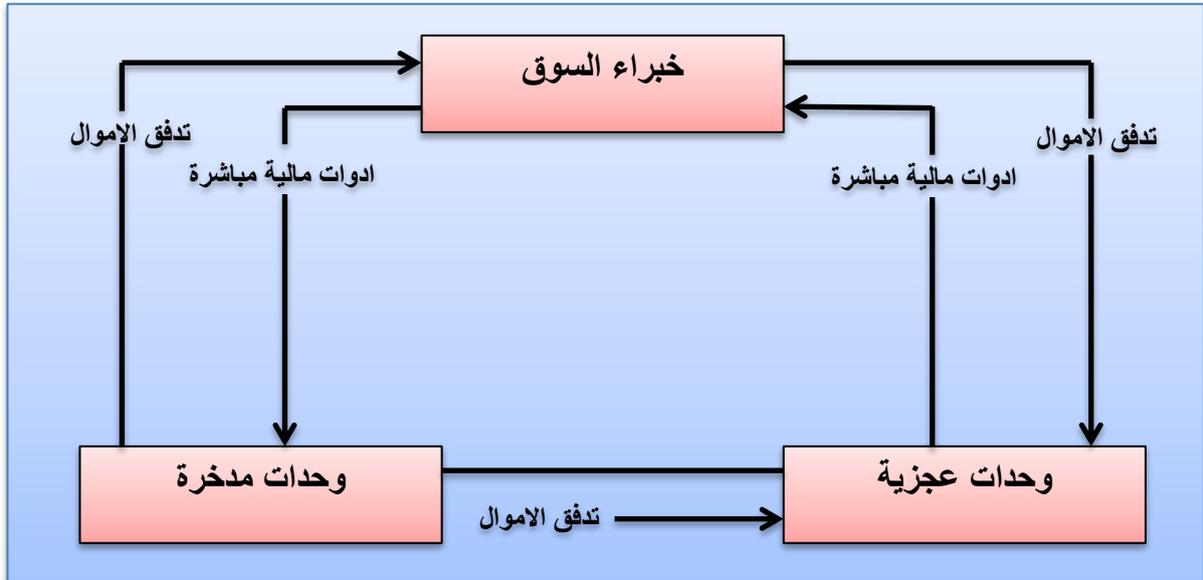
أ- سوق التمويل المباشر:

يتضمن هذا النوع من الاسواق على التعامل بكافة الادوات المالية الاولية التي تصدر من الشركات المقترضة وتسوقها مباشرة ، او من خلال خبراء التسويق (متاجرين او سماسرة) بدون تدخل الوسطاء الماليين ، اي استخدام اي اداة من الادوات المالية مثل (الاسهم والسندات للقروض الطويلة الاجل) والاوراق التجارية للقروض القصيرة الاجل وهذا يقودنا للتمييز بين نوعين من الاسواق الماليين هما الاسواق الاولية (Primary Markets) والاسواق الثانوية (Secondary Markets) . (2)

وسيوضح لنا المخطط (1) هذا النوع من التمويل

المخطط (1)

يوضح قنوات التمويل المباشر



المصدر: عبد المنعم السيد علي ، نزار سعدالدين العيسى ، النقود والمصارف في الاسواق المالية ، ط1، دار الحامد ، عمان ، ، 2004 ، ص 89 .

¹ - أرشد فؤاد التميمي ، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات ، ط1، دار البازوري ، عمان، 2010 ، ص 92 .

² - عبد المنعم السيد علي و نزار سعدالدين العيسى ، مصدر سابق ، ص 89 .

اي قيام الوحدات الانفاقية العجزية (ذات العجز المالي) باصدار الادوات المالية والقيام ببيعها في الاسواق بمساعدة خبراء الاسواق أو بدونهم الى الوحدات المدخرة مباشرة ، وتسمى هذه الادوات (بالاوراق المالية المباشرة) . وللتميز بين الاسواق الاولية والثانوية التي تظهر لنا حسب طبيعة التمويل كما يأتي :- (1)

اولاً - الاسواق الاولية :

هي تلك الاسواق التي تتعامل بالاصدارات الاولية الجديدة من الاوراق المالية والتي تؤسس من قبل الشركات حديثاً ولهذا تسمى بسوق الاصدارات الاولية للاوراق المالية للشركات عند الاكتتاب لأول مرة ، والهدف الرئيسي منها هو الحصول على رأس المال للمشاريع أو زيادة العوائد ، ويتم التداول بهذه الاوراق بصورة مباشرة او غير مباشرة .

كما ويمكننا تعريفها هي الاسواق التي يقوم فيها مستخدمو الاموال (الشركات) بجمع الاموال من خلال اصدارات جديدة من الادوات المالية مثل الاسهم والسندات للحصول على احتياجاتهم اللازمة من الاموال لتنفيذ خططهم الاستثمارية .

ثانياً - الاسواق الثانوية :

هو سوق يتداول الادوات المالية بمجرد اصدارها بشكل اولي في السوق الاولي ، وتوفير عنصر السيولة . (2)

اي قيام المؤسسات المالية بتنشيط تداول الاوراق المالية الاولية التي تم اصدارها مسبقاً وتمثل بشركات السمسرة وصناديق الاستثمار وشركات ادارة محافظ الاوراق المالية ، وتعد اذونات الخزانة ذات سوق ثانوية نشيطة كما تتمتع شهادة الايداع التي تصدر من البنوك الكبرى سيولة عالية ذات طلب قوي في السوق الثانوي . (3) حيث يتم عرض اصدارات جديدة من الادوات المالية للبيع .

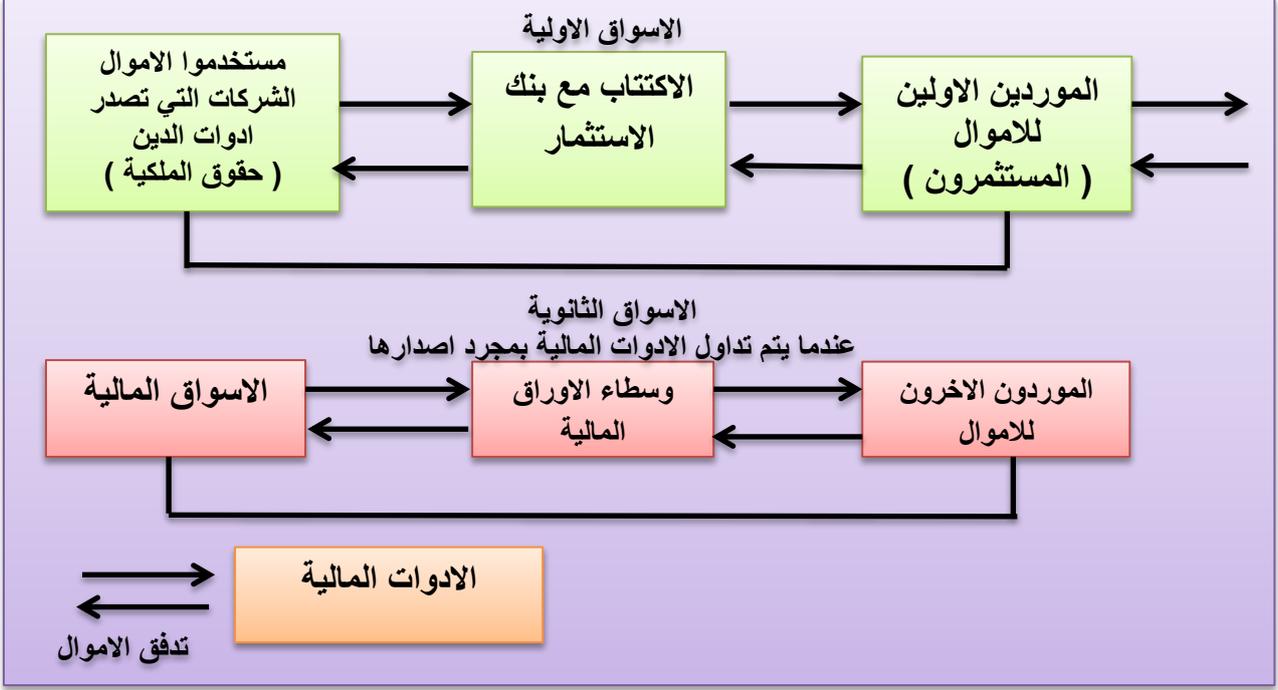
¹ - دريد كامل شبيب ، مصدر سابق ، ص 51 .

² - Anthony Saunders, Marcia Milloncorntt, Financial Markets and Ins titutions international edition, Mc Graw-Hill, New york , 2012 , p4.

³ - محمد احمد عبدالنبي ، مصدر سابق ، ص 32 .

المخطط (2)

التحويلات فى الاسواق الاولية والثانوية للأموال



Source: Anthony saunders, Marcia millon oncorntt, Financial markets and Institutions international edition, MC,crow-Hill,New York,2012,p:4.

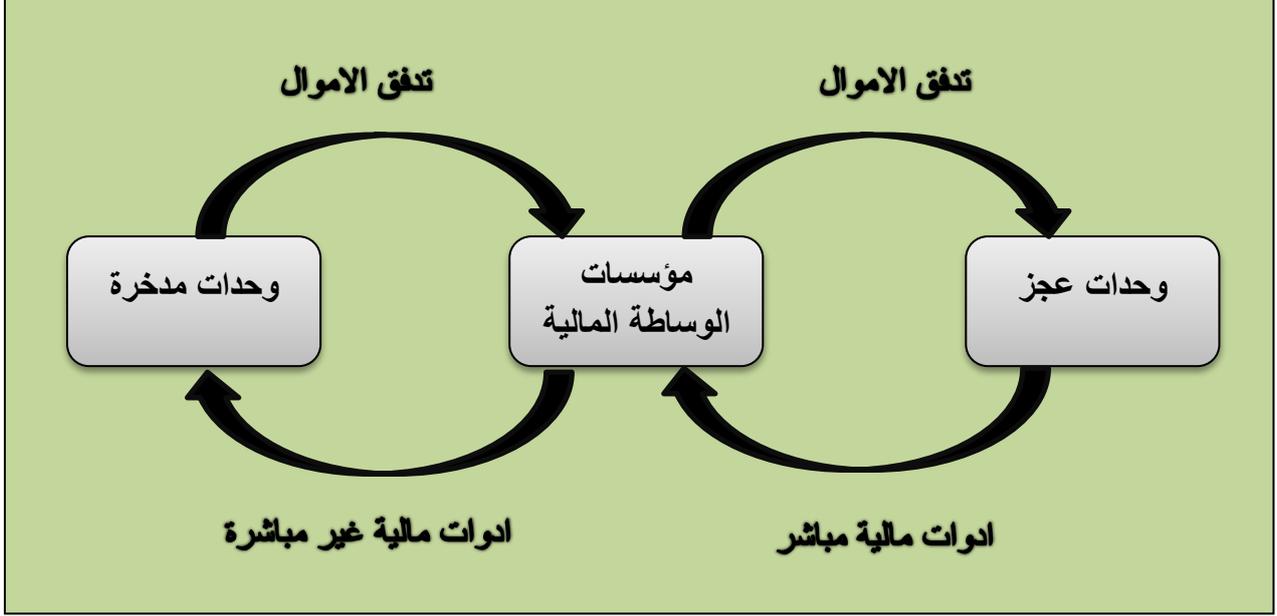
اي يبرز من خلال المخطط اعلاه يظهر لنا فى سوق الاوراق المالية الاولية يكون الاكتتاب من خلال بنك الاستثمار يتم التعامل بين الموردين الاولين للاموال (المستثمرون) وبين مستخدموا الاموال اي الشركات التى تصدر ادوات الدين (حقوق الملكية) . اما فى الاسواق الثانوية فهناك يكون الوسيط المالي (اي السماسرة) بين الموردين للاموال والاسواق المالية .

ب- سوق التمويل غير المباشر :

هو جميع التعاملات التى تتم بواسطة (الوسطاء الماليين) الذين يقومون بشراء الادوات المالية من الاسواق الأولية (المقترضين) وبيعها كأدوات ثانوية مالية فى الاسواق الثانوية من طرف آخر . اذ يتضمن سوق التمويل غير المباشر التعامل فى السوقين الاولية والثانوية .

المخطط (3)

يوضح التمويل غير المباشر



المصدر : عبدالمنعم السيد علي ، نزار سعد الدين ، النقود والمصارف والاسواق المالية ، ط1، دار ومكتبة الحامد ، عمان، 2004 ، ص 9 .

نلاحظ من المخطط اعلاه قيام مؤسسات الوساطة المالية بدورين منفصلين خلال عملية تدفق الاموال من الوحدات المدخرة الى الوحدات العاجزة . فهي تشتري ادوات مالية مباشرة (الادوات الاولية Primary securities) من الوحدات ذات العجز المالي لقاء الحصول على مبالغ مالية (الجزء الايمن) وفي الوقت ذاته تقوم باصدار ادوات مالية خاصة تدعى الادوات الغير مباشرة او الثانوية (Indirect or secondary securities) والتي تباع الى الوحدات المدخرة مقابل مبالغ متفق عليها والتي تظهر في الجزء الايسر من المخطط اعلاه .

4- التميز على اساس توقيت التنفيذ :

أ- الاسواق الفورية (الحاضرة) (1) :

هي الاسواق التي يكون التعامل فيها بواسطة الاوراق المالية الطويلة الاجل كالاسهم والسندات وتنتقل خلالها ملكية الورقة المالية عند اتمام الصفقة بعد دفع قيمتها (قيمة العقد) اي يكون تنفيذها للصفقات بصورة فورية (آلية) مباشرة بعد عقد الصفقة .

¹ - دريد كامل ال شبيب ، الاسواق المالية والنقدية ، ط1 ، دار الميسرة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2012 ، ص 50 .

ب- الاسواق المستقبلية :

هي اسواق تكون للعقود الآجلة اذ يتم التعامل فيها بواسطة الاوراق المالية التي يتم تنفيذ الصفقات فيها في تاريخ لاحق .

ج- اسواق الخيارات :

وتكون مشابهة للأسواق المستقبلية اذ يكون التعامل فيها بين طرفي العملية (البائع والمشتري) ويكون وفق عقود نظامية متفق عليها يتم بموجبها استلام وتسليم حقوق الملكية في موعد لاحق وبسعر متفق عليه (كما هو الحال في الاسواق المستقبلية) .
اما في الخيارات يكون التسليم والاستلام غير الزامي (غير اجباري) اي اختياري خلال فترة العقد مع الزام المشتري بدفع الفرق بين السعر المتفق عليه والسعر الفعلي في حالة انخفاض الاسعار ، أما البائع فيدفع الفرق في حالة ارتفاع الاسعار .⁽¹⁾

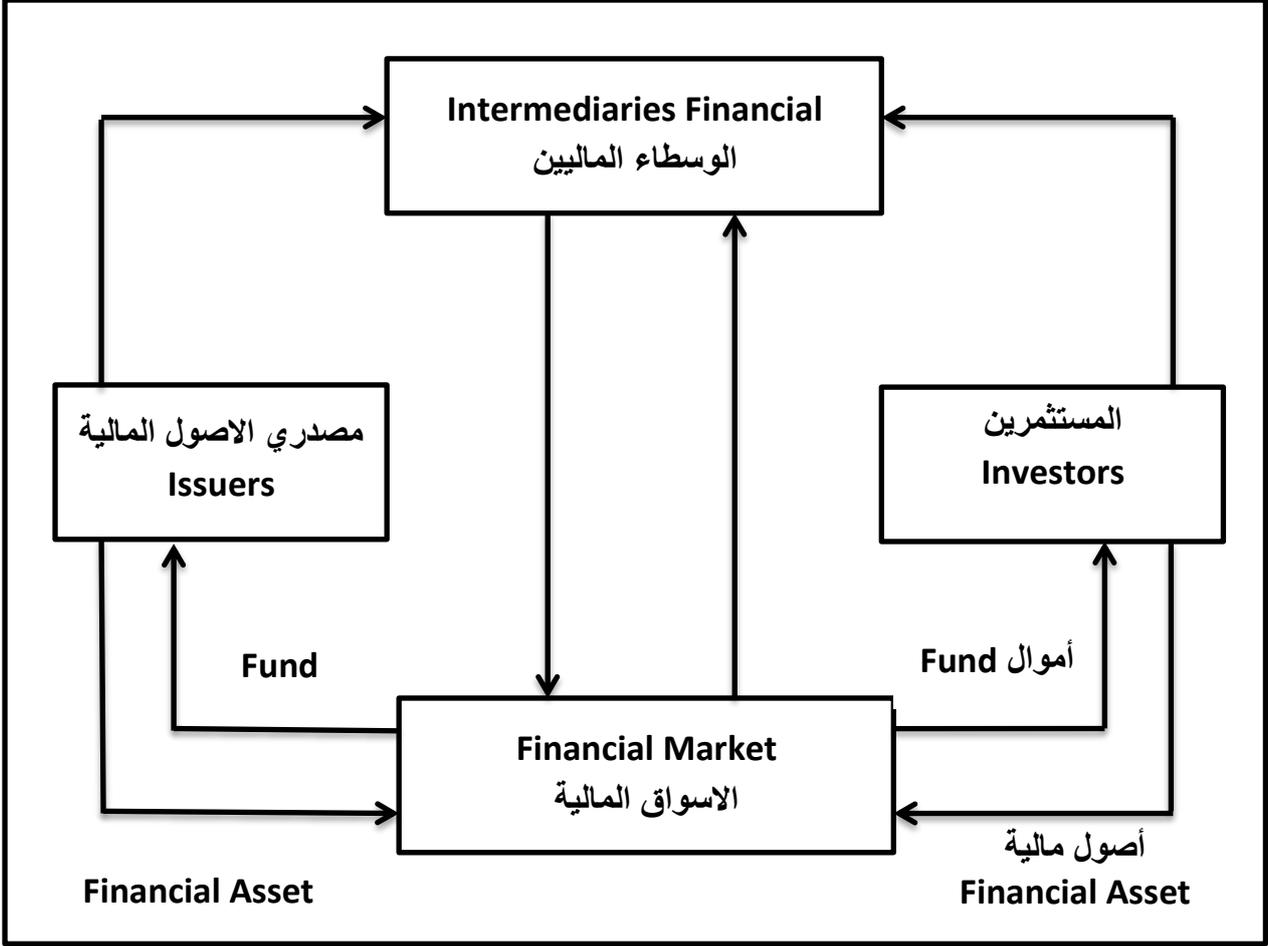
خامسا - المشاركون في الاسواق المالية (المتعاملون)

هذا ويطلق على المشاركون في السوق المالية (اللاعبين) (Players) وهم مصدرّي الاصول المالية (Financial Asset) و المستثمرين بها (Investors) علاوة على ذلك الوسطاء الماليين وهم (Financial In term diaries) وهم يؤدون وظائف مهمة و اساسية في السوق كما في المخطط البياني المذكور في ص 24 الاتية :-

¹ - عبدالمنعم السيد علي ، نزار سعد الدين عيسى ، مصدر سابق ، ص 12 .

المخطط (4)

اللاعبون الرئيسون في السوق المالية



المصدر : ارشد فؤاد التميمي ، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات، ط1 ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ، 2010 ، ص 22.

يوضح هذا المخطط ان مصدري الاصول المالية يعملون على توسيع قاعدة الخيارات من خلال اصدار وخلق للمنتجات المالية بصورة تجعلها قادرة على جذب المدخرات ورؤس الاموال من المستثمرين (افراداً وشركات) . اذ يجعل الخيارات تتنوع بين ادوات الملكية (Equity) والتي تصدر من خلال الشركات المساهمة وادوات الدين (Debt) والتي تتعدد جهات اصدارها مثل الحكومة المركزية والمحلية والوكالات الخاصة اذ ان الصفة الغالبة لاصداراتها هي الالتزامات الثابتة (ادونات وسندات) القصيرة والطويلة الاجل وان الشركات المساهمة تقوم بتصدير ادوات الدين (السندات طويلة الاجل) لتشكيل جزء من هيكلها المالي .

والوسيط المالي :- هو مؤسسة تمثل حلقة وصل وظيفتها الربط بين المقرضين (Borrowers) والمقرضين (Lenders) اي القيام بالاقتراض من الدائن النهائي ثم يقرضها الى المدين النهائي .

ويمكن ان يكون الوسيط شخص طبيعي او معنوي ويجب ان يحمل رخصة قانونية ضمن انظمة وتعليمات السوق المالي وقوانينه وتعليماته .

ومن أهم المتعاملون في السوق المالي يمكن تقسيمهم الى ثلاثة مجموعات هم (السماسرة، صانعو الاسواق ، متعهدو تغطية الاصدارات المالية) ويمكن ان تكون المهام بحسب الفئات منها .⁽¹⁾

1) وسيط العمولة اي ان تكون مهمته بيع وشراء الاوراق المالية لصالح العميل وفق اوامر صادرة منه مقابل عمولة محددة من قبل لجنة ادارة السوق .

2) وسيط لصالح محفظته يكون العمل بموجب ترخيص خاص اي ان يقوم بدور صانع الاسواق .

3) وسيط مغطي الاصدارات الاوراق المالية الجديدة اي وسيط بين الجمهور ومصدري الاوراق المالية كالاسهم والسندات مقابل مبلغ مالي (عمولة) تحدد في اتفاقية التغطية .

4) يمكن للوسيط ان يكون المستشار المالي للمستثمرين في الاوراق المالية اذا كان مؤهلاً وتكون طبيعة الاستشارة وحدودها التي يمكن ان يقدمها العميل تتوقف على شروط الاتفاقية وهي نوعان:-

أ- **اتفاقية استشارية :-** وهنا يمارس الوسيط دوره كمستشار بالنسبة للعميل اي يتعهد بالاشراف الدائم على استثماراته ويمكن ان يتخطى ذلك الى تقديم توصيات محددة بشأن الاستثمار او بشأن السياسات الاستثمارية دون ان يصل دوره الى متخذ القرار .

ب- **اتفاقية ادارية :-** وهنا يمارس الوسيط دوره في مسؤولية ادارة محفظة العميل وهنا يتعدى دور الوسيط دوره في ظل الاتفاقية الاستشارية اذ يمكن له ان يصل ضمن اختصاصاته الى عقد الصفقات الخاصة لمحفظة العميل سواء بالبيع او الشراء .

¹ - زياد رمضان ، مروان شموط ، " الاسواق المالية " ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ، القاهرة ، ط3 ، 2014 ، ص 134 .

المبحث الثاني

الاطار المفاهيمي للاستثمار الاجنبي غير المباشر

اولا - الاستثمار الاجنبي غير المباشر :

ويسمى هذا النوع من الاستثمار استثمار المحفظة اي يتضمن هذا النوع من الاستثمار شراء الاسهم والسندات او الاكتتاب في اسهم وسندات في مشروعات قائمة بدون ممارسة الاشراف⁽¹⁾ . او قد تسمى بالاستثمارات المالية وهي " الاستثمارات المتعلقة بالاسهم والسندات واذونات الخزنة والدورات التجارية ويعد هذا النوع من الاستثمارات اكثر تنظيماً وفق مؤسسات واسواق وتشريعات وسياسات (دولية) اي ان الاستثمار هو عبارة عن تحول النقود الى اوراق مالية " ⁽²⁾ . كما يمكن ان يعرف الاستثمار الاجنبي غير المباشر هو قيام المؤسسات او الافراد بشراء الاصول المالية التي تدر عوائد في فترة زمنية معينة (قصيرة الاجل) وباقل الاخطار الممكنة⁽³⁾ . كما يمكن ان يعرف هو " عملية استثمار الاوراق المالية وتتمثل هذه الخطوة نصف الطريق الذي يمر به المستثمر في اتخاذ القرارات الخاصة بعملية اختيار الاوراق المالية ومقدار الاستثمار والوقوف المناسب للاستثمار منه " ⁽⁴⁾ . ويتطلب قبول عملية الاستثمار الاجنبي غير المباشر فرض رقابة على المؤسسات المستثمر فيها حيث توجد الية يجب ان تفرض عليها الرقابة وهي :- ⁽⁵⁾

أ- ويختلف عن الاستثمار الاجنبي المباشر(الذي يمثل انتقال رؤوس الاموال فقط) اما غير المباشر (هو الاستثمار الذي يقتصر على انتقال الاموال النقدية والذي يكون في سوق الاوراق المالية (اسهم وسندات) ولا يسهم في توليد او دخول سلع وخدمات جديدة ولا يهدف الى ممارسة الاشراف والسيطرة على المشاريع الاستثمارية وانما يتمثل بشراء الاوراق المالية .

وان تطور مفهوم الاستثمار في الاوراق المالية لم يقف عند تحقيق الارباح بل يتعدى الى تنويع الاصول وتحقيق الامان اذ يعد الاستثمار في الاوراق المالية (فن وعلم له اصوله وقواعده) اي يحتاج المستثمر الى الخبرات والمهارات حتى يستطيع ان يوظف ما لديه من اموال في اصول رابحة وامنة في

¹ - اديب قاسم شندي ، " الاقتصاد العراقي الى اين "، ط3 ، دار المواهب للطباعة ، بغداد، 2011 ، ص233 .

² - هوشيار معروف ، " الاستثمارات والاسواق المالية "، مصدر سابق ، ص33 .

³ - عبد الله بن محمد بن حمد الرزين ، مصدر سابق ، ص101 .

⁴ - خالد احمد حسن لطفي ، " البيات وقواعد تعامل صناديق الاستثمار في سوق الاوراق المالية "، ط1 ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية، 2021 ، ص55 .

⁵ - محمد الشريف بن زوار واخرون " راس المال المخاطر الاليات المالية والاستثمارية "، ط1، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، 2021 ، ص56 .

نفس الوقت اي يتمثل الاستثمار تنبؤ بالمستقبل استناداً على تحركات الاسهم والسندات وعنصري الطلب والعرض لشراء الاوراق المالية الامنة والتي تدر العائد خلال فترة زمنية قادمة (1) .

ثانيا - مزايا الاستثمار الاجنبي غير المباشر :

للاستثمار الاجنبي غير المباشر العديد من المزايا نوجز اهمها الاتي : (2)

- 1- وجود اسواق مالية منظمة للتعامل بالاصول المالية .
- 2- تجانس وحدات الاصول المالية وهذا سهل عملية التقويم والبيع واحتساب العائد لكل منها
- 3- انخفاض تكاليف المتاجرة بالاصول المالية مقارنة بتكاليف المتاجرة بالاوراق الاخرى .
- 4- الوسطاء الماليين المتخصصين يقومون بتقديم الخدمات الاستثمارية الجديدة دون اللجوء الى الخبراء .
- 5- سهولة تنويع الاستثمارات في الانشطة المختلفة ولا يحتاج الى خبرة كبيرة (3)

ثالثا - عيوب (سلبيات) الاستثمار الاجنبي غير المباشر:

وتتمثل هذه الاستثمارات بوجود العديد من العيوب والتي تتمثل بالاتي :- (4)

1. هذا النوع من الاستثمارات لا يساهم بشكل مباشر في تنمية الاقتصاد الوطني سواء في خفض معدلات البطالة او زيادة الطاقة الانتاجية او زيادة معدلات النمو وذلك كونه يقتصر على الاستثمار في الاوراق المالية فقط .
2. الانسحاب المفاجئ لهذه الاستثمارات من الاسواق المالية نتيجة عوامل عديدة تؤثر في سوق الاوراق المالية في الدول المضيفة ومنها سعر الصرف نتيجة الضغط على العملة المحلية وزيادة الطلب على العملة الاجنبية .
3. يتعرض المستثمر في السندات (طويلة او متوسطة الاجل) الى مخاطر منها انخفاض القوة الشرائية بسبب عامل التضخم (5) .

1 - كنعان علي ، " الاسواق المالية "، منشورات جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد ، 2018-2019 ، ص132-133 .

2 - زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط 4 ، دار وائل للنشر ، عمان، 2007 ، ص41 .

3 - عيد الله بن محمد ، مصدر سابق ، ص106 .

4 - المصدر نفسه ، ص 106 .

5 - زياد رمضان ، " مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي " ، مصدر سابق ، ص41 .

رابعا - اهمية الاستثمار الاجنبي غير المباشر :

يحقق الاستثمار الاجنبي غير المباشر (المحفظي) العديد من المنافع للدول النامية ، ويكون ذا اهمية بالغة وخاصة في تنشيط وتطوير الاسواق المالية وذلك من خلال (1)

1. تمويل الشركات المحلية في الاسواق الاولية وذلك عن طريق المشاركة في الملكية (الاسهم) او من خلال الاقرار للتمويل (السندات) .

2. درجة سيولة الاوراق المالية تكون عالية ، وذلك لان المستثمر يستطيع ان يشتري هذه الاوراق ويبيعها بسرعة واستعادة امواله متى شاء ، وهذا يؤدي الى زيادة الطلب على الاوراق المالية وارتفاع قيمتها وانخفاض كلفة الحصول على رأس المال وهذا يشجع الشركات على طرح اصدارات جديدة مما يساعد على تنشيط سوق الاوراق المالية المحلية .

3. تدفق رؤوس الاموال من المستثمرين الاجانب يعمل على زيادة كفاءة الاسواق المالية المحلية من خلال الاتصال بالمؤسسات الاجنبية التي تمتلك تكنولوجيا مالية حديثة التي تساعد على جذب المزيد من التدفقات المالية وزيادة المصارف وتشجيع الاستثمار .

4. تطوير القواعد المحاسبية من خلال المشاركة الاجنبية في اسواق رأس المال المحلية ويرفع من مستوى الافصاح عن المعلومات لإداء الشركات .

خامسا - المخاطرة الاجمالية للاستثمار الاجنبي غير المباشر :

بشكل عام ان المخاطرة هي عبارة عن خسارة مالية ، وترتبط المخاطرة بالعائد في اطار الاستثمار بالأوراق المالية والمخاطرة هي احتمال اختلاف العائد المتحقق عن الواقع ولان العائد مفهوم مالي فان المخاطرة ايضا مفهوم مالي وقابل للقياس الكمي (2) . وتقسم المخاطرة للاستثمار الاجنبي غير المباشر الى قسمين هما (3) :

1. المخاطرة النظامية :

2. المخاطرة غير النظامية :

1 - اميره حسب الله محمد ، "محددات الاستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية دراسة مقارنة (تركيا ، مصر ، سوريا)" ط1 ، الدار الجامعية ، 2005 ، ص46 .

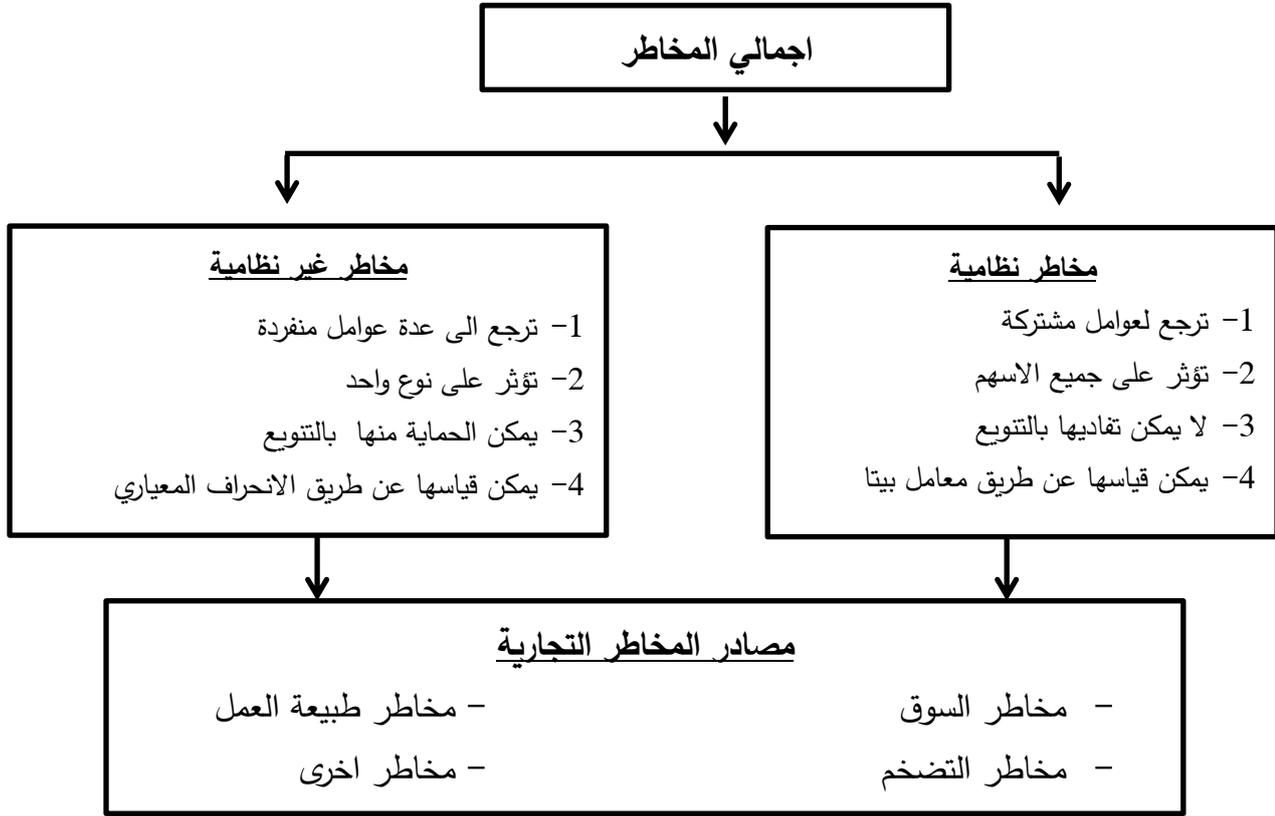
2 - ارشد فؤاد التميمي ، "الاسواق المالية في اطار التنظيم وتقييم الادوات" ، مصدر سابق ص 166 .

3 - محمد صالح جابر ، "الاستثمارات بالأسهم والسندات وادارة المحافظ الاستثمارية" ، ط3، دار وائل للنشر ، عمان ، 2005 ، ص80-81 .

لا يوجد شخص يمكنه التنبؤ بالمستقبل بدقة تامة ، فحتى الاوراق المالية التي وصفت (بالأمان المطلق) قد تحمل درجات من المخاطرة (1) ، وهذا ما يوضحه لنا المخطط (5) الاتي :-

المخطط (5)

مصادر المخاطرة الاجمالية للاستثمار في الاوراق المالية



المصدر:- امين السيد لطفي ، التحليل المالي لاغراض تقييم ومراجعة الاداء والاستثمار في البورصة ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، ط1، 2005 ، ص 17 .

1. المخاطر النظامية :

يقصد بها تلك المخاطر المتعلقة بالنظام نفسه، ويكون تأثيرها يشمل عوائد وارباح جميع الاسهم التي تتداول في البورصة ، وتحدث هذه المخاطر في الاسواق المالية عادة عند وقوع حادث كبير يؤثر على السوق بأكمله (الحروب، احداث داخلية مفاجئة ، تغير في النظام السياسي) . ولا يوجد لهذا النوع من المخاطر وسائل للحماية من تلك الاحداث الا انه يجب على المستثمر ان يأخذ بنظر الاعتبار تأثير الاسهم بتلك المخاطر (2) .

1 - جلال البنا ، " ماذا تعرف عن الاستثمار في الاوراق المالية والبورصات والمشتقات " ، ط1، شركة ندى للطباعة ، طنطا ، 2006 ، ص 19 .
2 - امين السيد احمد لطفي ، مصدر سابق ، ص 17 .

2. المخاطرة غير النظامية :

يقصد بها المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة او قطاع معين وهي عوامل مستقلة عن العوامل التي تؤثر على النشاط الاقتصادي واهم هذه المخاطر التي يمكن ان تحدث في شركة ما هي : (1)

أ. اضراب عمال الشركة او قطاع معين لتلك الشركة .

ب. اخطاء ادارية في تلك الشركة .

ت. ظهور براءات اختراع جديدة تكون ضامنة لما تتجه اليه الشركة .

ث. الدعاية الاعلانية من المتنافسين .

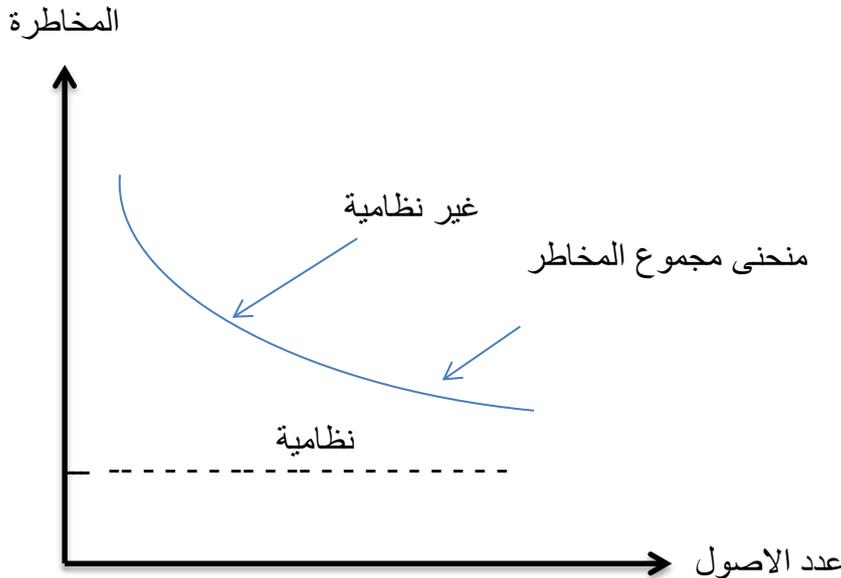
ج. تغير في اذواق المستهلك بالنسبة لسلعة هذه الشركة .

ح. ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة

وبين لنا الشكل الاتي اثر التنوع بالمخاطر غير النظامية :-

شكل (1)

اثر التنوع بالمخاطر غير النظامية



المصدر: زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، دار وائل للنشر ، عمان ، ط4، 2007 ، ص 434 .

¹ - زياد رمضان ، " مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي "، مصدر سابق ، ص334 .

من خلال الشكل تبين لنا ان المخاطرة غير النظامية هي مخاطر تؤثر في الشركة فقط او في قطاع معين ولا يمكن لها ان تؤثر في النشاط الاقتصادي وهي على عكس المخاطر النظامية التي تؤثر على السوق بأكمله والنشاط الاقتصادي فيها .

سادسا - محددات الاستثمار الاجنبي غير المباشر

يواجه الاستثمار الاجنبي غير المباشر عدة مخاطر واهمها ما يلي :-⁽¹⁾

1-المخاطر السياسية :

هي احد انواع المخاطر غير النظامية بالنسبة للمستثمر الاجنبي وذلك لارتباطها بدولة معينة والتي يمكن ان يتجنبها عن طريق الاستثمار في مجموعة متنوعة من الاسواق المالية في بلدان مختلفة من العالم . وان المخاطر السياسية تعزى الى التغيرات في الظروف السياسية والتي تؤثر في اسهم الشركات وسنداتها اي مثل تدخل الدولة في القطاع الخاص وتقويم العملة او تغيير الحكومة وفرض ضرائب على الدخل فكل جانب من هذه الجوانب تأثيره على هذه الارباح ولهذا يجب على المستثمر تجنب الاستثمار في الدول المضطربة سياسياً الا انه من الصعب التنبؤ بالأحداث السياسية التي تؤثر على اسعار الاسهم .

2.مخاطر سعر الفائدة :

لأسعار الفائدة تأثير عكسي على اسعار الاوراق المالية ، اذا ان ارتفاع سعر الفائدة يؤدي الى انخفاض اسعار الاسهم والسندات وذلك لان المستثمر يفضل بيع الاوراق المالية التي بحوزته وايداع ما بذمته في البنك⁽²⁾ .

3- مخاطر الضرائب :

تفرض الضرائب على توزيعات الارباح او ايرادات الفوائد لذلك يفضل الاستثمار في البلدان ذات الضرائب المنخفضة ولان الضرائب تستقطع جزء من الدخل لذلك يتحمل المستثمر الضرائب اما الارباح الرأسمالية تخضع لمعدل الضريبة بشكل اقل مقارنة بعوائد الاستثمارات الاخرى ، كما حدث في الولايات المتحدة الامريكية فان اكبر معدل للضريبة على الدخل الشخصي (39,6%) اما معدل الضريبة على الارباح الرأسمالية (20%)⁽³⁾ .

¹ - عبد الغفار حنفي ، " استراتيجيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية "، اسهم وسندات وثنائق الاستثمار ، الخيارات ، ط1 ، الدار الجامعية ، مصر ، 2007 ، ص204 .

² - قيصير عبد الكريم الهيتي ، "اساليب الاستثمار الاسلامي واثرها على الاسواق المالية " ، ط1، دار رسلان للطباعة والنشر ، بغداد ، 2009 ، ص238

³ - عبد الغفار حنفي ، مصدر سابق ، ص208 .

4- مخاطر التضخم :

التضخم يؤدي الى انخفاض القوة الشرائية للنقود ، وهذا يحتم على المستثمر النظر الى الاستثمار في الاوراق المالية يحميه من التضخم واثاره ، وكما يمكن ان يكون ارتفاع الاسعار قد يفوق العوائد التي يمكن ان يحققها المستثمر من استثماراته في السندات والاستثمارات ذات الدخل الثابت والتي تعد من ادوات الاستثمار الضعيفة المقاومة عند التضخم اما الاسهم فهي تتأثر ايضا بالتضخم وبصيغة خاصة الاستثمارات الطويلة الاجل ما عدا الاستثمار في العقارات والاشياء النادرة التي لا تنخفض قيمتها بل يمكن ان تزداد باستمرار مع ارتفاع نسب التضخم⁽¹⁾ . ونرى ذلك لان الارتفاع العام للأسعار سيكون له تأثير مباشر في ارتفاع اسعار العقارات بسبب زيادة الطلب وذلك لان ارتفاع الاسعار يترتب عليه ارتفاع الايجارات (مسكن او محال تجارية) مما يدفع المستثمرين الى توجيه استثماراتهم نحو الاستثمار العقاري ولان الارتفاع في قيمة العقار بطريقة تكون اسرع من الارباح التي تحققها بعض المشاريع الاستثمارية . والعقارات تكون المخزن المفضل للقيمة او الوعاء الاستثماري الاكثر اماناً .

5- مخاطر السيولة :

تكمن الخطورة في حالة عدم تمكن المستثمر من تصفية استثماراته في الوقت الذي يناسبه وهذا ما يطلق عليه بمخاطر السيولة ، وان السيولة لاي نوع من انواع الاستثمارات تكون ذات اهمية للمستثمر الذي يرغب ان تتسم محافظته الاستثمارية بالسيولة والمرونة ، وان الوضع الذي يمثل الخطورة للمستثمر هو في حالة ان المستثمر يخفض كثيراً في اسعار الاسهم حتى يتمكن من ايجاد مشتري لها في الوقت الذي يرغب فيه⁽²⁾ . وتمثل مدى صعوبة بيع وشراء الاوراق المالية في السوق الثانوي⁽³⁾ .

6- المخاطر الاقتصادية :

في حالة الاستثمار في الاسهم فان اسعار هذه الاسهم تتأثر بمقدار الارباح التي يمكن ان تحققها الشركة وكذلك مقدار الارباح التي توزع وبما ان الارباح تتأثر بالأوضاع الاقتصادية التي تعمل في ظلها الشركة وهذا يؤثر على اسعار الاسهم وان صاحب السهم سيتعرض للمخاطر الاقتصادية من خلال تأثر الشركة (عوامل العرض والطلب والاحداث العالمية وغيرها)⁽⁴⁾ .

1 - امين السيد احمد لطفي ، مصدر سابق ، 20 .

2 - محمد صالح جبر ، " الاستثمار بالاسهم والسندات وادارة المحافظ الاستثمارية " ، ط3، دار وائل للنشر ، عمان ، 2005 ، ص85 .

3 - خالد احمد فرحان المشهداني و راند عبد الخالق عبد الله العبيدي ، " مدخل الى الاسواق المالية " ، ط بلا ، دار الايام للنشر والتوزيع ، عمان ، 2013 ، ص188 .

4 - زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، مصدر سابق ، ص332 .

7- مخاطر البيئة :

تؤثر مخاطر البيئة في الاصول المادية و ثم المالية بمجموعة من الظواهر ، التلوث في الجو والترربة والمياه والذي تمثل عائق وتسهم في زيادة التكاليف وكذلك حالات الظواهر (كالبراكين والزلازل والفيضانات وكوارث الاوبئة والامراض وما يتسبب من تعطل او ابطاء في نمو النشاطات الانتاجية والتسويقية والتحويلية) (1) .

8- مخاطر السوق :

تتأثر الاسهم في السوق المالية بالتغيرات التي تحدث في السوق من خلال ارتفاع او انخفاض اسعار تلك الاسهم وهذه التغيرات في الاسعار تحدث للعديد من الاسباب مثل الشائعات وغيرها . مما يجعل من اتجاهات تلك الاسعار اتجاهات عشوائية (2) .

9- مخاطر اسعار الصرف :

تمثل مخاطرة سعر الصرف "درجة التقلب في سعر صرف عملة معينة نسبة الى العملات " (3) كما يمكن ان تؤثر اسعار الصرف في الطلب الاجنبي على السندات ، اي عندما ترتفع قيمة عملة البلد المحلي فان سندات تصيح اكثر كلفة بالنسبة للأجانب (4) . وهذا بدوره يؤدي الى انخفاض الطلب والذي يؤدي الى انخفاض التدفقات النقدية الداخلة ومن امثلة مخاطر سعر الصرف هي الازمة الاسيوية عام(1998م) فعند انخفاض عملات بعض الدول الاسيوية اكثر من (20%) من قيمتها في اسبوع واحد مقابل الدولار وان الاموال الاسيوية المحولة من قبل الفروع الاسيوية انخفضت بنسبة (20%) وهذا يبين ضعف عملة البلد المحلي (5) . وسعر الصرف هو مقابلة عملة محلية مقابل عملة اجنبية (الدولار) مثلا يمكن ان نعرفه هو (عدد وحدات العملة المحلية (the domestic currency) مقابل وحدة واحدة من العملة الاجنبية (the foreign currency)) فعند انخفاض قيمة العملة في البلد المضيف سيؤثر بشكل مباشر في ارباح المستثمر نتيجة تأثرها بالتغيرات في قيمة العملة في حالة انخفاضها وفي حالة ارتفاعها يكون العكس صحيح (6) .

ونرى بان هذه المخاطر منتظمة والتغير في اسعار الصرف لا يؤثر فقط على الشركات التي تستورد وتصدر بل الى جميع المستهلكين الى نهاية المطاف .

¹ - هوشيار معروف ، مصدر سابق ، ص261 .

² - زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، مصدر سابق ، ص332 .

³ - shabiro , Alan , Multinational financial management , 7th . ed , printice- Hall,Inc,2003 ,p534 .

⁴ - حيدر نعمه الفرجي ، اثر تقلب صرف اليورو في المخاطرة المصرفية ، دراسة تحليلية ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، المجلد الثالث ، العدد العاشر ، 2006 ، ص2 .

⁵ - Madura , Jeff , International financial , Management 6th , ed , south , western college publishing , USA , 2000 , p17 .

⁶ - منير ابراهيم هندي ، " اساسيات الاستثمار وتحليل الاوراق المالية للاسهم والسندات " ، ط1، دار المعرفة الجامعية ، الاسكندرية ، 2010 ، ص 230 .

10- المخاطر الادارية :

تأتي نتيجة بعض ظواهر التخلف الاداري او القصور في بعض وظائف الشركة وخاصة في صنع القرارات ونذكر منها ما يلي (1) .

أ. عدم الالتزام بالقوانين والانظمة مثل (التهرب الضريبي، عدم الالتزام بالقيود البيئية وتجاوز انظمة وتشريعات الاستثمار مما يولد التزامات اضافية او عقوبات مالية ، ادارية) .

ب. عدم الاهتمام (البحث والتطوير) والذي يؤدي الى تدهور الكفاءة التنافسية بسبب التقادم التكنولوجي

ج. الارتباط بمتعاقدين واحد او جهة معينة وحدة في شراء المستلزمات او تصريف المنتجات او التسهيلات الائتمانية مما يجعل الاستثمار رهيناً للظروف المحيطة بالنشاط نفسه وحسب ظروف الجهة المعتمد عليها .

د. سياسة اهمال اتجاهات الماضي وحوادثه والتسرع في صنع القرارات للأصول المالية وخاصة في حالة التحول من اصل الى اخر (احلال اسهم ذات كفاءة بأسهم ضعيفة) او التركيز على اسهم شركة واحدة ، وهذا يتولد من قرارات ادارية ضعيفة وارباح واطئة او قد تؤدي الى خسارة كبيرة احياناً . وهذه المخاطر تترك اثار عكسية على القيمة السوقية للأوراق المالية وانها تصنف ضمن المخاطر الغير منتظمة سواء كانت قرارات مقصودة او غير مقصودة (2) .

سابعا - عوائد الاستثمار في الاوراق المالية :

الاستثمار في الاوراق المالية هو التضحية بمبالغ مالية مؤكدة على امل الحصول على مبالغ اكثر من المستقبل لكنها غير مؤكدة ويتم اتخاذ القرار على ضوء العوائد والمخاطرة وهناك انواع للعائد في استثمار الاوراق المالية ومنها :- .

1. **العائد على الاستثمار :** وهي قدرة العملة الواحدة (الدينار الواحد) المستثمرة في المشروع على توليد الارباح الاضافية للمستثمرين ويستخدم ذلك المقياس الى تحديد كفاءة الادارة ويتم استخراجها عن طريق المعادلة التالية :- (3)

$$\text{الاستثمار على العائد} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{مجموع الاموال المستثمرة (مجموع الاصول)}} \times 100\%$$

1 - هوشيار معروف ، مصدر سابق ، ص 262-263 .

2 - منير ابراهيم هندي ، مصدر سابق ، ص 233 .

3 - محمد صالح جبر ، مصدر سابق ، ص 86 .

الفصل الاول : المبحث الثاني . . . الاطار المفاهيمي للاستثمار الاجنبي غير المباشر

2.العائد على حقوق المساهمين : ويقاس هذا العائد قدرة (العملة الواحدة الدينار الواحد) من حقوق المساهمين ويتمثل في (رأس مال الشركة + جميع الاحتياطات الاجبارية + الاختيارية + الارباح المرحلة لتوليد الارباح ويتم استخراج المعدل عن طريق المعادلة الاتية : (1)

$$\text{المساهمين حقوق على العائد} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{حقوق المساهمين}} \times 100\%$$

وهناك مفاهيم عديدة للاستثمار في الاسهم على النحو الاتي نذكر منها.

أ. **معدل العائد المحتمل :** وهو عبارة عن

$$\text{التوزيع المتوقع} + (\text{سعر بيع السهم} - \text{سعر شراء السهم}) \times 100\% = \frac{\text{سعر شراء السهم}}$$

وهذا يعني ان المستثمر عند شرائه للسهم في وقت معين يفترض انه يحتفظ به لمدة سنة ثم يقوم ببيعه فانه من المحتمل يحصل على دخل دوري (توزيع متوقع) وكذلك يحصل على ارباح رأسمالية (الفرق بين سعر الشراء وبيع السهم) .

ب. **معدل العائد المتوقع :** وهنا يتم توزيع احتمالي للعائد المتوقع في ظل ظروف اقتصادية مصحوبة باحتمالات حدوثها ، ويتم تقدير العائد المرجح باحتمالات على النحو التالي . العائد المتوقع = مجموع (العائد المحتمل × الاحتمال) .

ج. **العائد المطلوب:** ويقصد به العائد الذي يطلبه المستثمر ويأمل في ان يتحقق ويقبل على شراء الاسهم ويتكون هذا العائد الخالي من المخاطرة (سعر الفائدة الخالي من المخاطرة) اما بدل المخاطرة (جزء من العائد يحصل عليه المستثمر لكي يعوضه على المخاطر) ويتم قياس عوائد الاستثمار لسنة واحدة او عدة سنوات خلال المعادلات التالية :-

1. عوائد الاستثمار السنوية (عوائد فترة الاحتفاظ) Holding period yield ويمكن حسابها من خلال التعبير الرياضي التالي :- (2)

$$\text{عوائد فترة الاحتفاظ} = \frac{s - s_1 + i}{s}$$

¹ - امين السيد احمد لطفي ، مصدر سابق ، ص 10-11 .
² - المصدر نفسه ، ص 11 .

الفصل الاول : المبحث الثاني . . . الاطار المفاهيمي للاستثمار الاجنبي غير المباشر

حيث ان (s) : سعر السهم عند شرائه s_1 : سعر السهم عند بيعه في نهاية فترة الاحتفاظ (i) : الارباح السنوية التي وزعت على السهم خلال فترة الاحتفاظ وتكون العوائد موجبة في حالة ارتفاع السعر وسالبة في حالة العكس .

2. عوائد الاستثمار لسنوات عديدة : يحتفظ المستثمر في بعض الحالات بالأسهم لسنوات عديدة وبذلك يمكن التعبير عنه بالتعبير الرياضي التالي :- (1)

$$(s - s_1) \div p + i (s - s_1) \div 2$$

حيث ان (p) هو عدد السنوات التي تم الاحتفاظ بها . ويمكن مواجهة مشكلة الاختلاف بين الاوراق المالية من حيث تكلفة الاستثمار بحساب معدل العائد خلال فترة الاحتفاظ .
المعادلة الآتية : (2)

$$\text{معدل العائد خلال فترة الاحتفاظ} =$$

$$\frac{\text{الارباح التي تم الحصول عليها خلال فترة الاحتفاظ + قيمة الاستثمار في نهاية فترة الاحتفاظ بالورقة (سعر البيع) - تكلفة الاستثمار (تكلفة الشراء)}}{\text{تكلفة الاستثمار (تكلفة الشراء)}}$$

ثامنا - اشكال الاستثمار الاجنبي غير المباشر :

هناك عدة اشكال للاستثمار الاجنبي غير المباشر ينظر اليها من خلال طريقة الحصول على الاصول المالية وهي (3) .

1. شراء الاوراق المالية مباشرة من البورصة : اي التعامل المباشر الاجنبي بالبيع او الشراء في سوق الاوراق المالية (سوقي الاصدار والتداول بحيث لا تتعدى نسبة مساهمة المستثمر الاجنبي حداً معيناً يتيح له السيطرة على الشركة) .

2. صناديق الاستثمار الدولية : ويقصد بها تجميع الاموال من المستثمرين لاستثمارها في اسواق خارج الدولة الام ويكون اما محلي او دولي او اقليمي ومن مزايا هذا الاستثمار هو اتاحة فرصة التنوع في اسهم دولية بتكلفة منخفضة وانخفاض درجة المخاطر بالنسبة للمستثمر اما بالنسبة للشركات المحلية يتيح لها فرصة الدخول الى الاسواق المحلية وخفض تكلفة الحصول على رأس المال (4) .

1 - امين السيد احمد لطفي ، مصدر سابق ، ص 12-15 .

2 - المصدر نفسه ، ص 15 .

3 - سمير عبد الله مصطفى ، " الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق الاوراق المالية العراقية " ، مجلة كلية القانون ، الجزء (780) الصفحة 778 ، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2020/12/29 .

<http://almer.a.com>

4 - علا عادل عبد العال ، " دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية " ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العددان 63 - 64 ، 2013 ، ص 82 .

3. **الاصدارات العالمية :** هو قيام الشركة بالتوظيف السريع لحجم من الاوراق المالية (اسهم وسندات) داخل السوق المحلية عن طريق قيام مجموعة من الاسواق الناشئة بالاستفادة من رؤوس الاموال الاجنبية وعن طريق اصدارات تسجل في اسواق الاوراق المالية العالمية ، والتي تتصف بالعمق وصولاً الى توسيع قاعدة رأس المال خارج البلد الام وخفض تكلفة رأس المال اذا لابد من توافر شروط معينة في هذه الشركات المصدرة المحلية اذ يجب ان تكون متميزة في ادائها بالأسواق المحلية في مجال تخصصها الانتاجي ولها بيانات وتقارير دورية معدة وفقاً لمعايير محاسبية مقبولة دولياً (1) .

4. **صناديق رأس المال :** أما هذا النوع من الاستثمار يتطلب توفير بيئة اقتصادية مستقرة وسوق مالي نشط وسيولة نقدية واطار قانوني يتصف بالشفافية ويكون عمل هذه الصناديق توفير التمويل وتقديم الخبرات الادارية والفنية للشركات التي لم تسجل في البورصة (الشركات الصغيرة والمتوسطة) والتي يطبق عليها برنامج الخصخصة على شرط ان يتوقع لها معدل نمو جيد مستقبلاً بتحقيق الارباح (2) .

5. **محفظة الاوراق المالية :** يكون الاستثمار الاجنبي فردي ويقصد به شراء اصل واحد فقط حتى لو تكررت الوحدات المشتراة من نفس الاصل او قد يكون متعدد (اثنين او اكثر) من الاصول المالية وهو ما يسمى بمحفظة الاوراق المالية (3) .

6. **القروض :** وهي التي تقدم من قبل الاشخاص والشركات او الهيئات الاجنبية الخاصة والتي تقدم للدول لمساعدتها لاقتناء السلع والخدمات والتي تقدم على شكل تسهيلات مصرفية لغرض تغطية العجز في النقد الاجنبي (4) . وقد يتخذ الاستثمار الاجنبي غير المباشر صورة اخرى منها (5)

أ- شراء السندات الخاص بالدين (سندات الدين) العامة والخاصة .

ب- شراء الذهب والمعادن النادرة .

ج- الايداع في البنوك المحلية .

د- شراء القيم المنقولة .

1 - مفتاح صالح ود و ابو عبد الله علي ، "واقع الاستثمار الاجنبي في سوق الاوراق المالية العربية" ، مجلة ابحاث اقتصادية وادارية ، جامعة محمد خضير ، بسكرة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، العدد الرابع عشر ، 2013 ، ص89 .

2 - مصطفى جمال حسن ، " محددات تدفق الاستثمارات الاجنبية الى اسواق رأس المال الناشئة " ، دراسة تطبيقية على مصر ، معهد التخطيط القومي ، 2004 - 2005 ، ص62 .

3 - مفتاح صالح ود و ابو عبد الله ، مصدر سابق ، ص67 .

4 - مصطفى جمال حسن ، مصدر سابق ، ص62 .

5 - صفوة احمد عبد الحفيظ ، " دور الاستثمار الاجنبي في تطور احكام القانون الدولي الخاص " ، ط1 ، دار المطبوعات الجامعية ، الاسكندرية ، 2005 ، ص46 .

تاسعا - بيئة الاستثمار الاجنبي غير المباشر :

وتشمل بيئة هذا النوع من الاستثمار ثلاث عناصر اساسية هي :- (1)

1. الاوراق المالية : وتشمل في الاصول المالية او الاستثمارات المالية اي يمكن تعريف الورقة المالية على انها (تمثيل قانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط معينة) .

2. اسواق الاوراق المالية : وتسمى الاسواق المالية وتمثل الجمع بين البائعين والمستثمرين للأصول المالية ومهمتها الاساسية هي تسهيل عملية تداول وتبادل الاصول المالية .

3. مؤسسات الوساطة المالية : وهي المؤسسات المالية التي تقوم بإصدار الاوراق المالية التي تمثل التزامات على هذه المؤسسات مقابل النقد الذي تحصل عليه والتي تعاود استثماره على شكل شراء اصول مالية من الاخرى وتمثل هذه المؤسسات في البنوك الاستثمارية والبنوك التجارية وشركات التأمين وغيرها .

¹ - عيد الرزاق قاسم ، احمد العلي ، " ادارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية " . منشورات جامعة دمشق ، 2016-2017 ، ص20.

المبحث الثالث

" الاطار النظري لمفهوم الاستقرار المالي "

اولاً - مفهوم الاستقرار المالي :

يعد الاستقرار المالي من أهم المواضيع في الوقت الحالي التي تسعى البنوك الى تحقيقها والحفاظ عليها واعتماد الطرق الصحيحة في إداء مهامها وظهر مصطلح الاستقرار المالي نتيجة لتوالي الازمات المالية في البلدان المتقدمة والنامية على حدٍ سواء ، على الرغم من تباين تأثيرها من بلدٍ لآخر على مر العقود السابقة واصبحت من اكثر المصطلحات المتداولة في كافة مجالات العمل السياسية والاقتصادية والمالية والاجتماعية . ويعرّف الاستقرار لغة : على انه " هو السكون والثبات " أو هو المحافظة على الوضع الطبيعي بغض النظر عن كونه مثالياً أو غير مثالي بغية تهيئة الظروف المناسبة لتحسين ذلك الوضع وكذلك هو التمهيد من اجل استعادة التوازن " (1).

أو يعرّف الاستقرار المالي " هو كفاءة وحسن اداء النظام المالي والذي يعتمد على كفاءة الوظائف الاقتصادية الرئيسية مثل تخصيص الموارد وتوزيع المخاطر وتسوية المدفوعات والعمل على استيعاب الصدمات المفاجئة للنظام المالي والتي تسببها الازمات " (2) . كما يعرّف على انه " تجنب الوقوع في الازمات المالية وكفاءة الموارد المالية والاقتصادية والتوزيع الجغرافي لها وفقاً للمعاملات المالية (ادخار ، استثمار ، قروض) والجوانب الاقتصادية (تراكم الثروة ، ونمو الناتج المحلي الاجمالي) بالإضافة الى العمليات الادارية مثل (تقييم المخاطر المالية ، ادارة السيولة) وتوزيعها من خلال التأكيد بالعمل على سلامة وقوة مكونات النظام المالي " (3).

ويمكن ان يعرف على انه " قدرة النظام المالي على اداء وظائفه بكفاءة حتى في حالة تعرضه للصدمات " (4).

¹ - نداء محمد الزامل ، دور الانفاق الحكومي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في العراق للمدة (2003-2012) ، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية وكلية الادارة والاقتصاد و المجلد 16 ، العدد 1 ، 2014 ، ص 192 .

² - بشار ذنون محمد الشكرجي ، محمد يونس محمد الشرايبي ، التنبؤ بالاستقرار المالي للمصارف الاهلية العراقية باستخدام مؤشرات السلامة للمدة (2008-2012) ، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية ، المجلد السابع ، العدد (1) ، 2017 ، ص 206 .

³ - فاضل موسى المالكي ، اسراء نظام الدين الطائي ، ضوابط الاستقرار المالي في المصارف الاسلامية ، مجلة الادارة والاقتصاد جامعة كربلاء ، المجلد الخامس ، العدد العشرون ، ص 182 .

⁴ - نادية عز الدين ، بسمة عولمي ، اثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الامريكية دراسة قياسية خلال الفترة (2008-2018) ، مجلة الباحث ، العدد 20 ، 2020 ، ص 341 .

أو هو " التأكد من قوة وسلامة جميع المكونات الخاصة بالنظام المالي وغياب الاضطرابات والتوترات في هذا الجهاز والتي تنعكس بصورة سلبية على الاقتصاد " .⁽¹⁾

وانه هو " حالة النظام المالي حينما يكون قادراً على تسهيل (عدم إعاقة) الاداء الاقتصادي وتشثيت الاختلالات المالية (عدم التوازن للنظام المالي) التي تظهر نتيجة احداث سلبية وغير متوقعة والتي تظهر داخلياً " .⁽²⁾

بل يعرف " هو عدم الوقوع في الازمات المالية لان الازمة المالية هي فقدان الثقة في عملة البلد أو اصوله المالية الاخرى مما يتسبب في سحب المستثمرين الاجانب لرؤوس أموالهم من البلد " .⁽³⁾

وكذلك يعرف البنك المركزي العراقي الاستقرار المالي على انه " الحالة التي يكون فيها النظام قادراً على اداء وظائفه وتسهيل انسيابية تخصيص الموارد من المدخرين الى المستثمرين بكفاءة عالية " .⁽⁴⁾

وهناك من يعرفه هو " تجنب الوقوع في الازمات المالية " .⁽⁵⁾

أو يعرف " هو الحالة التي تتمتع فيها المؤسسات المالية بقدر كبير من الثقة بقدرتها على الاستمرار في اداء مهامها المالية دون الحاجة الى مساعدات خارجية " .⁽⁶⁾

وكذلك هو " الحرص على عدم دخول عناصر النظام المالي في سلسلة من الاختلالات الدورية التي تهدد الفعالية الاقتصادية ولإن الاستقرار المالي هو شرط في تحديد وادارة المخاطر المالية من أجل تعظيم الفعالية الاقتصادية " .⁽⁷⁾

ونرى ان الاستقرار المالي " حالة تخطي الازمات المالية من خلال مواجهة الصدمات التي تصيب عمل جميع مكونات النظام المالي في المؤسسات المالية من خلال تأمين كافة الاحتياطات المالية والاستعداد لها قبل وقوعها " .

¹- Ahmed M. Bolouafi, Islamic Economics Research center King Abdul Aziz uniersity, Jaddah, Saudi Arabia,2008,p. 96 .

²- Garry J. Schinasi, Defining Financial Stability, IMF, 2004, p. 8.

³ - مشتاق محمود السبعوي واخرون ، الاستقرار المالي في ظل النظام المالي والمصرفي ، دراسة تحليلية لعينة من المصارف الاسلامية في ضوء المؤشرات العالمية للأزمة المالية ، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية ، المجلد الثاني ، العدد(2) ، 2012 ، ص 69 .

⁴ - البنك المركزي العراقي ، التحول من الاستقرار النقدي الى الاستقرار المالي وتعزيز التنمية ، 2017 ، ص 20 .

⁵ - مطاي عبدالقادر واخرون ، آليات ضبط استقرار النظام المالي في ظل انتهاج سياسية المالي وانتشار الازمات بالاشارة الى حالة الجزائر ، مجلة الاقتصاد الجديد ، المجلد (10) ، العدد 3 ، 2019 ، ص 11 .

⁶ - احمد شفيق الشاذلي ، الاطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيق منشورات صندوق النقد الدولي ، 2014 ، ص 41 .

⁷ - زواوي الحبيب ، الاستقرار المالي والبنوك الاسلامية تحليل تجريبي ، مجلة دراسات مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية ، الجزائر ، العدد 16 ، 2010 ، ص 72 .

أما حالات عدم الاستقرار المالي كما عرفها صندوق النقد الدولي :

هي الاضطرابات الحادة في نظام الاسواق المالية والتي تحدث بسبب نوبات ضمن النظام المالي وتضعف قابلية النظام على تقديم الخدمات ومخاطر التمويل وتخصيص الائتمان والسيولة والذي يؤدي الى انخفاض في النشاط الحقيقي . (1)

كما يعرف ايضاً عدم الاستقرار المالي على انه " هو الحالة التي يصبح عندها القطاع المالي غير قادر على القيام بوظائفه بصورة كاملة كوسيط مالي ، وتندفق من خلاله الموارد المالية من اصحاب رؤوس الاموال (المدخرين) الى المستثمرين لاستغلال الفرص الاستثمارية الممكنة . (2)

أو هو " انحراف اسعار مجموعة من الاصول المالية المهمة بصورة كبيرة عن المستوى المتوقع ، وحدثت اختلالات في اداء الاسواق وعدم القدرة في الحصول على الائتمان او الارتفاع المبالغ فيه من خلال ارتفاع تكلفة الحصول عليه من المصادر سواء كانت محلية أم عالمية ، وانحراف الانفاق بصورة شديدة والذي يقلل القدرة الاستيعابية للاقتصاد " . (3)

وان عدم الاستقرار المالي يؤثر سلباً على النمو الاقتصادي والذي يسبب بدوره الانكماش في الاقتصاد ويرفع من معدلات البطالة . (4)

ويمكن عد النظام المالي مستقراً اذا أتمم بالامكانيات الاتية :- (5)

- 1- كفاءة توزيع الموارد الاقتصادية وحسب المناطق الجغرافية مع كفاءة العمليات المالية والاقتصادية مثل (الادخار والاستثمار والاقراض والاقتراض ، وخلق السيولة وتوزيعها وتحديد اسعار الاصول المالية ، وتراكم الثروة ونمو الناتج) .
- 2- تحديد المخاطر المالية وتقييم وارداتها .
- 3- اداء الوظائف الاساسية وقدرتها على الاستمرار حتى وان تعرضت الى الصدمات الخارجية في حالة تراكم الاختلالات .

¹ - مشتاق محمود السباعي ، مصدر سابق ، ص 67 .

² - Mish kin Frederick " Clobal Financial Instability Framc work Ernets Issues , Journal of Economic perspectives , vol, 13, April , 2009.

³ - Ferguson Rogcr, " should Financial stability Be An Explicit Centrol Bank objective, washing ton Federal Rescrve Board , 2003 .

⁴ - هوزان تحسين توفيق ، قياس الاستقرار المالي لعينة من المصارف التجارية في سوق العراق للاوراق المالية، مجلة جامعة زاخو ، العراق ، مجلد 3 ، العدد 3 ، 2015 ، ص 537 .

⁵ - شو يطر جميلة ، اثر استقرار النظام المالي على الوساطة المالية في الجزائر خلال الفترة (1990-2014) دراسة قياسية ، اطروحة دكتوراه منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير ، الجزائر ، 2016-2017 ، ص 20 .

- 4- الحد من الافراط في المداينات وبيع الديون وتوزيعها والتصرف فيها .⁽¹⁾
- 5- احداث توازن بين الصيغ القائمة على تحقيق مبدأ المشاركة في الربح والخسارة والصيغ الخاصة بالتمويل المبني على الدين غير المرتبط بنمو الثروة .
- 6- استخدام آلية معدل الربح بديلاً عن آلية سعر الفائدة وايجاد وسائل للدفع اكثر عدلاً واستقراراً .
- 7- تفعيل دور الدولة في رعاية النظام المالي والنقدي والرقابة على المعاملات والاسواق المالية لتحقيق نمو متوازن .
- 8- وضع ضوابط محددة لترشيد سلوك المتعاملين في الاسواق المالية وايجاد آليات عادلة لضمان الحقوق المالية للمقترضين مع عدم الحاق الضرر بالمقترضين .

ثانياً - أهمية الاستقرار المالي :

إن للاستقرار المالي أهمية كبيرة من خلال النظر الى الآثار التي تركتها الازمة المالية على القطاع المالي والاقتصادي ككل ومنها ما يلي :-⁽²⁾

- 1- الاختلالات المالية تقف على رأس المخاطر التي لها دور كبير في تهديد استقرار الاقتصاد العالمي اذ أشار تقرير منتدى الاقتصاد العالمي (2008) م الى ان النظم المالية المضطربة ومنها أزمة الرهن العقاري في امريكا التي تفاقمت منتصف واواخر عام (2007) م تمثل التحدي الاكبر الذي يؤثر على استقرار الاقتصاد العالمي وبهذا طالب التقرير بتدخل اسواق المال لتقليل حدة المخاطر .
- 2- ان غياب الاستقرار المالي يؤثر على النمو الاقتصادي ففي أزمة الرهن العقاري التي انطلقت شراراتها من امريكا وامتدت الى غيرها من الدول وهذا جعل صندوق النقد الدولي يعيد النظر الى كل توقعاته بشأن النمو الاقتصادي ، حيث ذكر الصندوق كلما زادت الازمات المالية وطالت فترة بقائها كلما قلت معدلات النمو الاقتصادي .⁽³⁾
- 3- ان الانتشار الواسع للاضطرابات المالية على مستوى الاقتصاد المحلي والعالمى تحدث تأثير متزايد على كل قنوات الائتمان المصرفي وغير المصرفي وان هذه الاضطرابات المالية تبين مدى هشاشة النظام المالي القائم اذ ان صندوق النقد الدولي يذكر في تعليقه على ازمة الرهن العقاري الامريكية في تقريره

¹ - بريش عبدالقادر ، زهير غرابية ، مقررات بازل (3) ودورها في تحقيق مبادئ الحوكمة وتعزيز الاستقرار المالي والمصرفي العالمي ، مجلة الاقتصاد والمالية ، العدد (55) ، 2015 ، ص 113-114 .
² - ريمة ذهبي ، الاستقرار المالي النظامي ، بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011) ، اطروحة دكتوراه منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة قسنطينية ، 2013 ، ص 21-22 .
³ - مشتاق محمود السباعي واخرون ، مصدر سابق ، ص 70 .

الدوري المنشور عن الاستقرار المالي الصادر عام (2008) م اذ ذكر فيه ان احداث الفترة الممتدة من (اكتوبر 2007 الى ابريل 2008) م برهنت على هشاشة النظام المالي العالمي .⁽¹⁾

4- تعرض العديد من البنوك العالمية وخاصة منها (اسيا واروبا) لخسائر بسبب الازمة المالية الامر الذي ادى الى انتشار المخاوف بين البنوك من الاقراض وتراجع في معدلات تقديم الائتمان المصرفي في العديد من الدول الامر الذي ادى الى دفع البنوك المركزية الى ضخ المزيد من الاموال في اسواق المال لتقليل حدة هذه الازمة .⁽²⁾

5- تراجع السيولة بسبب الازمة والذي تسببت في اغلاق عدد من البنوك في العالم يصل عددها الى حوالي (25) بنك وخسارة اكثر من (300) مليار دولار من قيمة اصولها وذلك بسبب انخفاض قيمة الاوراق المالية والتي كانت مضمونة بقروض عقارية منذ عام (2007) م .⁽³⁾

6- تأثر الاقتصادات العالمية ومنها الاقتصاد الهندي بالازمة المالية والتي ادت الى تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي ، مما ادى الى انخفاض حاد في الطلب على الصادرات الهندية في الاسواق الرئيسية واهم القطاعات التي تضررت هي قطاع المجوهرات والاحجار الكريمة حيث فقد اكثر من (3000000) عامل وظائفهم في ذلك القطاع ، اضافة الى ذلك قطاع تصدير الملابس الجاهزة وقطاع المنسوجات والجلود والصناعات اليدوية ومكونات السيارات حيث بلغ مقدار الضرر في قطاعات الصادرات في الهند بشكل عام حوالي (21 %) من الناتج المحلي الاجمالي ويعد أشد انخفاض في الصادرات على مدى عقدين كاملين .⁽⁴⁾

7- اثرت الازمة على الاقتصاد الياباني حيث شهد تراجعاً في النمو الاقتصادي وكان الاثر كبيراً مما ادى الى عدم الاستقرار وخاصة في اسواق الاسهم مما دفع البنك المركزي الى الابقاء على معدل الفائدة المنخفض (صفر %) وتراجع مبيعات الشركات المصدرة نتيجة انخفاض الدولار وانخفاض انتاج المصانع لادنى مستوياته منذ خمس سنوات بمعدل (1.3 %) وهذه الاثار السلبية حدثت بسبب عدم الاستقرار المالي .⁽⁵⁾

¹ - عبدالرحمن بن ساعد ، اتجاهات وآليات الاستقرار المالي في اعقاب الازمة المالية العالمية ، اطروحة دكتوراه منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية ، الجزائر ، 2013-2014 ، ص 22 .

² - مشتاق محمود السبعوي واخرون ، مصدر سابق ، ص 70-71 .

³ - فاضل موسى المالكي واخرون ، مصدر سابق ، ص 184 .

⁴ - مشتاق محمود السبعوي واخرون ، مصدر سابق ، ص 72 .

⁵ - زينب بولمة ، مبروكة حميد ، دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي للدول النامية حالة الجزائر وجمهورية التشيلي ، دراسة تحليلية تقييمية للفترة (2000-2017) ، اطروحة دكتوراه ، منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية والتيسير والعلوم التجارية ، 2018 ، ص 21 .

ولأهمية الاستقرار المالي فلا يكاد البنك المركزي يخلو من وحدة خاصة يكون عملها الاساسي هو الحفاظ على الاستقرار المالي من خلال المواظبة على اعداد التقارير والدراسات وتوجيه التحذيرات والتنبيهات واهم هذه المبادرات التي قامت بها البنوك هي الاتي :- (1)

أ- انشاء معهد خاص بالاستقرار المالي من قبل بنك التسويات الدولية ولجنة بازل عام (1999) م على أثر الازمة التي حدثت جنوب شرق آسيا بهدف مساعدة هيئات الرقابة المالية على مستوى العالم وتقوية الانظمة المالية التابعة لها .

ب- انشاء منتدى خاص بالاستقرار المالي من قبل (26) دولة عام (1999) م وسلطات مالية عالمية ومحلية من دول متقدمة بهدف المساهمة في الاستقرار المالي العالمي وذلك من خلال تبادل المعلومات والتعاون في مجال الاشراف والمراقبة من قبل جهات مختصة .

ج- استحداث خارطة من قبل صندوق النقد الدولي يكون من خلالها التنبؤ بالازمات مستقبلاً قبل وقوعها حتى اصبح الصندوق قادراً على اعداد تقريراً دورياً يُعد مرتين في السنة . اذ من خلاله يحاول رصد التوترات والاختلالات المالية والحد من انتشارها وعلى الرغم من ذلك لم تكن هذه الاجراءات كافية لتفادي الازمات والحد من حدوث ازمات متكررة وابرازها ما حدث في ازمة (2008) م .

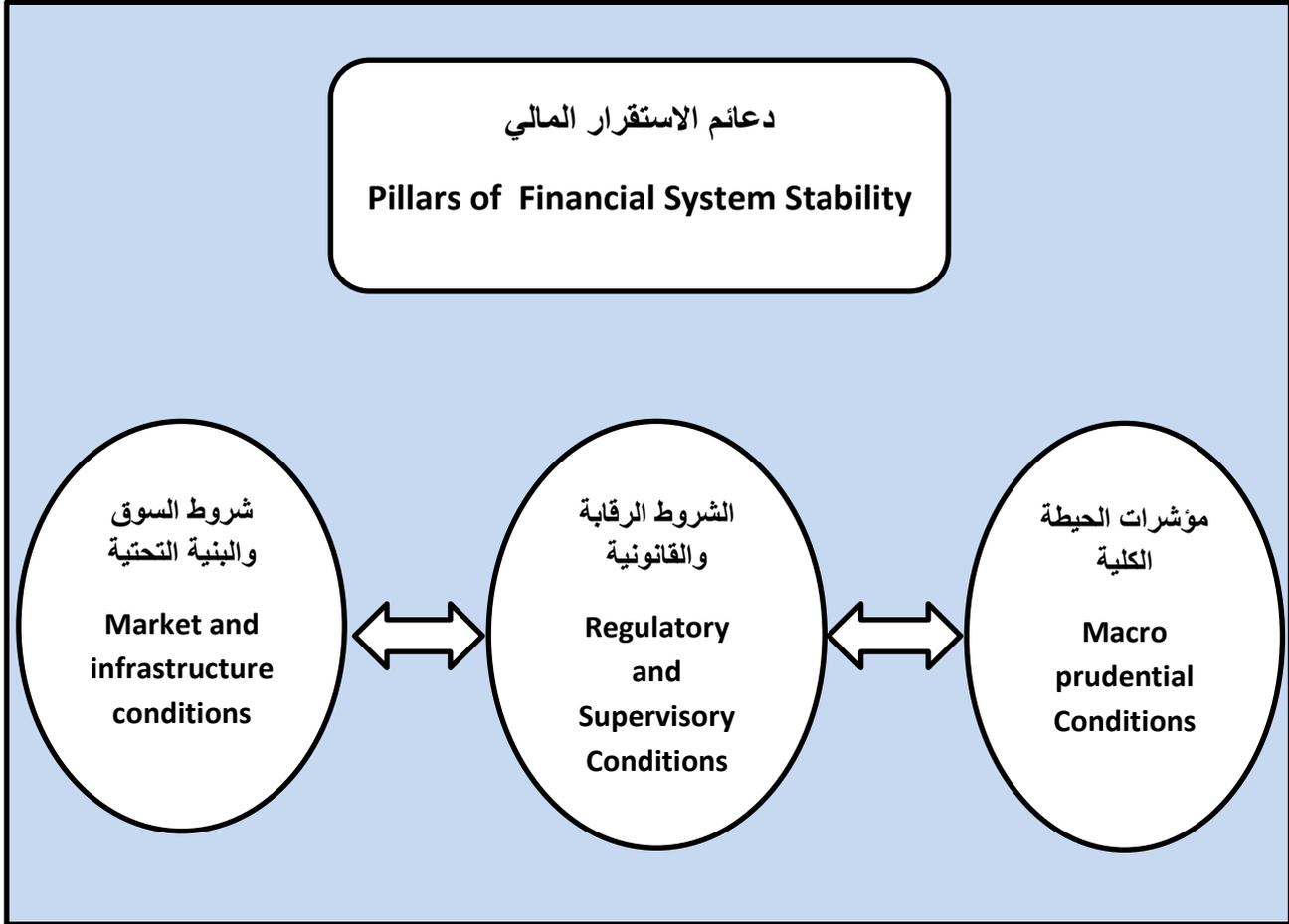
ثالثاً - دعائم الاستقرار المالي :

أصدر كل من البنك الدولي وصندوق النقد العربي دليلاً كاملاً لبرنامج تقييم القطاع المالي (FSAP) (Financial Sector Assessment Program) والذي يحاول تحقيق تحليل متكامل لقضايا الاستقرار والتنمية من خلال استخدام مجموعة واسعة من الادوات التحليلية والتي تمثل الدعائم الاساسية التالية .

¹ - فرح علي توفيق الزبيدي ، المعايير الدولية للاشراف والرقابة المصرفية واثرها في الاستقرار المالي للقطاع المصرفي الخاص في العراق ، اطروحة دكتوراه ، غير منشورة ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، 2015 ، ص 41 .

المخطط (6)

دعائم الاستقرار المالي



Source : Datuk seri panglima Andrew sheng, Islamic financial policy and Stability, March , 2007, p. 12.

1- الدعامة الاولى :- مؤشرات الحيطة الكلية (Macro prudential conditions) اكتسبت سياسة

الحيطة الكلية التركيز بشكل خاص بعد الازمة المالية عام (2008) م .⁽¹⁾

وان انضباط البيئة الاقتصادية يسهم في تحقيق الاستقرار المالي وسلامة اداء المؤسسات المالية حيث تتأثر مؤسسات الائتمان بالتغيرات التي تطرأ على الاقتصاد الكلي في البيئة التي تعمل بها لوجود علاقة بينهما وان انضباط احدهما يؤثر ويتأثر بالآخر.⁽²⁾

¹- central Bank of Jordan. Financial stability Report, 2012 , p. 68 .

²- AGENCE Monetairy delafrique Delouest (AMAO) Stability Financil . Freetown Novembre, 2009,p.3.

وتعتمد تدابير سلامة الحيطه الكلية على ثلاثة خطوات هي :- (1)

- أ- يجب توفير البيانات اللازمة لمراقبة المخاطر على الاستقرار المالي .
- ب- اجراء الاستعدادات اللازمة لضمان حصولهم على السلطة القانونية والقدرة التحليلية الضرورتين لاستخدام ادوات السياسة الاحترازية الكلية والتي تنشأ الحاجة اليها .
- ج- يجب تخويل صناعات السياسات بالتحرك عند الحاجة حتى وان كانت التدابير المطلوبة لا تحظى بشعبية كبيرة وهذا يتطلب وجود تواصل فعال ومتوازن مع الجمهور لتوضيح التدابير المستخدمة.

2- الدعامة الثانية :- الشروط الرقابية والقانونية (Regulatory and Supervisory Condition) وتتطلب هذه الشروط الرقابية ما يلي :- (2)

- أ- مراقبة وضبط المؤسسات المالية على المستويين الجزئي والكلي بهدف تسيير وادارة المخاطر .
- ب- وجود اطار فعال للتعامل مع الازمات المالية ومعالجتها واثارها لتقليل اثرها على الاستقرار المالي من خلال مراقبة عمل جميع الجهات ذات العلاقة مثل (البنك المركزي ، ومؤسسة ضمان الودائع ، ووزارة المالية) .
- ج- الاهتمام بعمل السياستين المالية والنقدية والسياسات الاخرى مثل (حماية الزبائن والتنافسية واعتماد المعايير المحاسبية) على المستوى والاقتصاد المحلي والاقليمي والعالمي .

3- الدعامة الثالثة :- الشروط المتعلقة بالسوق والبنى التحتية (Infrastructure Market and Conditions) وتتضمن هذه الشروط المتعلقة بالسوق والبنى التحتية ما يلي :- (3)

- أ- البنى التحتية القانونية للتحويل بما في ذلك نظام الاعسار وحقوق الدائن وشيكات الامان المالية .
- ب- نظام البنى التحتية للسيولة مثل العمليات النقدية والصرف والمدفوعات ونظم التسوية للاوراق المالية واسواق الاوراق المالية .
- ج- البنى التحتية لشفافية المعلومات وتتضمن شفافية السياسة المالية والنقدية واطار المحاسبية والتدقيق وتقارير نظام الائتمان .

¹ - تقرير الاستقرار المالي العالمي ، المخاطر والسيولة وصيرفة الظل يشجع التجاوزات وتشجيع النمو ، 2014، ص4.
² - محمد عمارة ، دور البنوك المركزية في الحد من المخاطر النظامية وحماية الاستقرار المالي ، الملتقى الاقتصادي العربي الاول لادارة المخاطر في المؤسسات المالية والمصرفية ، عمان ، 2015، ص 5 .
³ - اميرة بن مخلوق ، آليات الحكومة لادارة المخاطر المصرفية وتعزيز الاستقرار المالي ، دراسة حالة عينة من البنوك التجارية العاملة في الجزائر ، اطروحة دكتوراه منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التيسر قسم العلوم الاقتصادية، 2016، ص 173.

رابعاً - وظائف النظام المالي التي تساهم في تحقيق الاستقرار المالي

للنظام المالي وظائف عديدة ذات أهمية بالغة في تحقيق الاستقرار المالي بشكل كبير وأهم هذه الوظائف هي :- (1)

1- الادخار :- وتعني مبادلة المدخرات بموجودات مالية مثل الاسهم والسندات وغيرها من الاوراق المالية التي تدر عائداً يتميز بمعدل مخاطرة منخفض يساهم في تمويل الاشعارات .

2- الثروة :- توفر الاسواق المالية أدوات مثلى للثروة والاحتفاظ بها فهي لا تتعرض للتقادم وتكون ذات دخل ثابت لصاحبها وبذلك تحافظ على قيمة الثروة .

3- الائتمان :- اي توفير التمويل اللازم من قبل المؤسسات المالية الى الوحدات الاقتصادية والقدرة على تأمين احتياجاتها وتوسيع مشاريعها .

4- المدفوعات :- تكون آلية الدفع مقابل السلع والخدمات في النظام المالي اي ان بعض الموجودات كالودائع الجارية تعمل لتسوية المدفوعات .

5- السيولة :- وجود الاسواق المالية يضمن السيولة بتحويل الادوات المالية الى سيولة بسهولة وذات مخاطرة منخفضة للمدخرين المتحفظين بإدواتها .

6- المخاطرة :- يحصل الافراد والشركات على الحماية ضد المخاطرة من خلال الاسواق المالية التي يمكن ان يتعرض لها وذلك عن طريق شركات التأمين وحماية الاسواق لثروات المستهلكين وشركات الاعمال .

خامساً - المشكلات التي تواجه الاستقرار المالي :

تتباين وتتنوع المشكلات التي تواجه هذا القطاع من بلد لآخر وهو ما يترتب عليه صعوبة الاستفادة من تجارب البلدان الاخرى لذلك يواجه الاستقرار المالي عدّة مشاكل ويمكن تصنيفها حسب درجة أهميتها وخطورتها الى ثلاثة مجموعات وهي :- (2)

1- المجموعة الاولى :- تتضمن المشكلات التي تنشأ عند حدوث اختلالات في مؤسسات أو سوق مالية واحدة وتكون ذات احتمالات قوية لانتقال تبعاتها الى النظام المالي بأكمله .

¹ - الهام بن عيسى وآخرون ، دور استقرار النظام المالي في دعم النمو والتطور الاقتصادي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي ، جامعة المسلية ، المجلد 3 ، العدد 1 ، ص75 .

² - احمد شفيق الشاذلي ، مصدر سابق ، ص 43.

- 2- **المجموعة الثانية :-** مشكلات ترتبط بوجود اختلالات في اداء عدة مؤسسات كبرى في القطاع المالي مما يزيد احتمال أنتقال تداعياتها الى الاسواق المالية أو المؤسسات المالية .
- 3- **المجموعة الثالثة :-** المشكلات التي تحدث عند حدوث اضطرابات في عدد من المؤسسات المالية أو الاسواق المالية الرئيسية أو في البنى التحتية للقطاع المالي كنظام للمدفوعات مثلاً وتنتشر في باقي المؤسسات المالية مثل اسواق المعاملات الآجلة واسواق النقد المتداول بين البنوك واسواق الاسهم .

سادسا - مخاطر النظام المالي :

هناك مخاطر يتعرض لها النظام المالي وتتمثل في مواطن الضعف بالقطاع المالي فقد تكون مخاطر داخلية تنشأ نتيجة تعرض النظام المالي أو احد مكوناته لاضطرابات أو قد تكون مخاطر خارجية من خلال حدوث اضطرابات بالبيئة الاقتصادية الكلية سواء على المستوى المحلي او العالمي ومن أهم المخاطر التي يمكن ان يتعرض لها النظام المالي هي (1):-

(1) تراجع النشاط الاقتصادي :- صعوبة قيام المشروعات القائمة بالوفاء بالتزاماتها بسبب نقص الطلب على منتجاتها في ظل تراجع القدرة الشرائية قد يؤدي الى تقليص حجم الشركات لاعمالها بسبب تقليص حجم النشاط الاقتصادي مما يؤدي الى زيادة معدلات البطالة وعدم قدرة القطاع العائلي على الادخار أو الوفاء بالتزاماته تجاه البنوك وزيادة حجم الديون المتعثرة لدى البنوك .

(2) التغيرات غير الحقيقية في اسعار الاصول :- اي سيادة جو من عدم الثقة يؤدي الى انهيار الاسواق المالية، وخاصة اذا كانت هذه الاصول مكوناً أساسياً في الضمانات المقدمة للبنوك من اجل الحصول على قروض . فإن انخفاض اسعارها يؤدي الى تزايد مشكلة الديون المتعثرة بالبنوك وانهيار القطاع المصرفي وتراجع الثقة به .

(3) مخاطر خارجية :- تؤدي الصدمات الخارجية الى حساسية القطاع المالي مثل (الكوارث الطبيعية أو الاحداث السياسية او تقلبات اسعار النفط ، او تغيرات غير متوقعة في اسعار الصرف) وقد يؤدي انهيار شركة كبرى (دولية) تمارس نشاطها في السوق المحلي الى خلق اختلالات في النظام المالي .

(4) عدم التناسق بين طرفي المراكز المالية للبنوك :- وتكون من حيث المكونات أو الاجال او كلاهما ، ويكون هذا الاختلال في ميزانيات البنوك في حالة توسع البنوك بالاقرض الطويل الاجل في ظل اعتماد مصادر تمويل مغيرة الأجل أو تقوم بمنح القروض بالعملة الاجنبية في ظل عدم وجود مصادر للعملة

¹ - Cunnar Bardsen, Kjersti- Gro lindquist and Dimitrios P.Tsomocos " Eralution ofmacroeconomic Models for financial stability analysis " February, 2006.

الاجنبية وفي حالة عدم قدرة المقترضين من السداد فإن حالة حدوث تغيرات غير طبيعية في اسواق الصرف تؤدي الى عدم تمكنهم من توفير المبالغ اللازمة للوفاء بالتزاماتهم. (1)

سابعاً :- مقررات بازل (3) وسبل تعزيز الاستقرار المالي

جاءت معايير بازل (3) * كرد فعل للازمة المالية العالمية خاصة بعد فشل وقصور معايير بازل (2) * في معالجة الازمة المالية نتيجة اتساع نقاط الضعف في بنية النشاطات والممارسات المصرفية وخاصة ما يتعلق بالاستثمارات عالية المخاطر ، واهم معايير ومقررات بازل (3) تتمثل في النقاط التالية :- (2)

1. تغيرات على اطار مخاطر السوق
2. السعي لجعل ادوات المصارف اكثر فعالية لملائمة متطلبات رأس المال حسب وضعية المخاطر في كل مصرف .
3. زيادة احتياطات رأس المال وتحسين نوعيتها بحيث تكون قادرة على امتصاص الخسائر وامتصاص الصدمات خلال فترات الشدائد .
4. تغيير نسبة الاسهم العادية من 2% حسب مقررات بازل (2) الى 4.5% ابتداءً من عام (2013) م .
5. رفع نسبة رأس المال من 4% الى 6% .
6. تغيير النسبة الدنيا لمتطلبات رأس المال من (8%) الى (10.5) % كنسبة من الاصول المرجحة بالمخاطر ابتداءً من (2019) م .

ثامناً : مؤشرات الاستقرار المالي :

يعد تحقيق الاستقرار المالي من الاهداف الرئيسية الذي يسعى البنك المركزي الى ديمومتها لانها النقطة الاساسية والتي تعد نقطة البداية نحو تحقيق الاستقرار الاقتصادي ، ومن أهم هذه المؤشرات هي :- (3)

¹ - احمد الشاذلي ، مصدر سابق ، ص 9 .

* بازل (1) :- نشأت هذه الاتفاقية (1988)م نظراً لاهمية وخطورة نشاط البنوك وتنامي تيار العمولة فقد تم الاهتمام بوضع معايير دولية للرقابة واطلق عليه اتفاقية بازل (1) وركزت على كفاية رأس المال ومدى قدرته على امتصاص الخسائر .

* بازل (2) :- نشأت هذه الاتفاقية نتيجة الثغرات والقصور واستمرار هاجس الازمات المالية وخاصة أزمة دول جنوب شرق اسيا بالرغم من تطبيق الدول بمبادئ بازل (1).

* بازل (3) :- تتكون من 27 عضو وتتمثل في محافظي البنوك المركزية والمسؤولين الماليين ومقرها في بازل السويسرية عقدت في 12 ايلول (2010) م وجاءت لتصحح مقررات بازل (2) من اجل تعزيز سبل الاستقرار المالي . للمزيد انظر الى بريش عبد القادر واخرون ، " مقررات بازل ودورها في تحقيق مبادئ الحوكمة وتعزيز الاستقرار المالي والمصرفي العالمي " بحث منشور في مجلة الاقتصاد والمالية ، الجزائر ، العدد (55) ، 2015 ، ص 909 .

² - بريش عبدالقادر، زهير عرابة ، مصدر سابق ، ص 108 .

³ - صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2019 ، ص 112 .

- 1- مؤشر القطاع المصرفي :- يقس هذا المؤشر المكونات الرئيسية للقطاع المصرفي وتأثير هذه المتغيرات المكونة لهذا المؤشر سلباً أو ايجاباً بالاستقرار المالي .
- 2- مؤشر الاقتصاد الكلي :- يقس هذا المؤشر تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على الاستقرار المالي .
- 3- مؤشر سوق رأس المال :- يقس هذا المؤشر تأثير اسواق رأس المال على الاستقرار المالي باستعمال مؤشرين هما (مؤشر سوق رأس المال ، القيمة السوقية للاسهم / GDP) ، اذ يعتبر من أهم المؤشرات التي يتم اخذها بعين الاعتبار عند المؤشر التجميعي . (والذي سيتم التركيز عليه في دراستنا) .
- 4- مؤشر الدورة المالية :- ويقس هذا المؤشر أثر الدورة المالية على الاستقرار المالي عن طريق تحليل (فجوة الائتمان / GDP) والذي تكون بطبيعة الحال ذات علاقة عكسية مع الاستقرار المالي فكلما زادت الفجوة بين الائتمان و GDP ، اثر ذلك على الاستقرار المالي اذ يدل على ان الائتمان المقدم للقطاع الخاص اكبر من GDP .

تاسعاً – احتساب مؤشر الاستقرار المالي في الدول العربية (AFSI) :

وفقاً لأفضل الممارسات الدولية ، سيتم احتساب المؤشر سنوياً حسب المنهجية التالية⁽¹⁾:

- 1- تحويل البيانات الأساسية الى قيم معيارية وفقاً للطريقة التجريبية (Empirical Normalization) التالية :

$$d_{jt} = \frac{X_{jt} - X_{jmin}}{X_{jMax} - X_{jmin}}$$

حيث :

d_{jt} = القيمة المعيارية للمتغير (ج) في الفترة (t) .

X_{jt} = يمثل قيمة المتغير (ج) في الفترة (t) .

Min = أقل قيمة للمتغير خلال فترة الاحتساب .

Max = أكبر قيمة للمتغير خلال فترة الاحتساب .

- 2- ترجيح المؤشرات الفرعية sub-index وفق الصيغة التالية :

$$I_t = \sum_{j=1}^n w_j d_{jt}$$

¹ - صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي للدول العربية ، 2021 ، ص 218 .

حيث ان :

I_t = يمثل قيمة المؤشر الفرعي .

n = يمثل عدد المتغيرات .

W_j = يمثل الوزن الممنوح للمتغير .

3- حساب المؤشر التجمعي للاستقرار المالي وفق الصيغة التالية :

$$AFSI_t = \sum_j^n = 1 w_{jBI}d_{jt} + \sum_j^n = 1 w_{jEI}d_{jt} + \sum_j^n = 1 w_{jCI}d_{jt} + w_{jFI}d_{jt}$$

$$=BI+EI+CI+FI$$

AFSI : مؤشر الاستقرار المالي العربي .

W_i : الاوزان الترجيحية .

BI : مؤشر القطاع المصرفي .

EI : مؤشر الاقتصاد الكلي .

CI : مؤشر سوق رأس المال .

FI : مؤشر الدورة المالية .

t : العام الذي يتم فيه الاحتساب .

كلما اقتربت قيمة المؤشر (AFSI) من (1) كلما زاد مستوى الاستقرار المالي (انخفاض المخاطر)

الفصل الأول : المبحث الثالث . . . الاطار النظري لمفهوم الاستقرار المالي

عاشراً - المتغيرات المستخدمة في احتساب مؤشر الاستقرار المالي في الدول العربية (AFSI) :
هناك عدد من المتغيرات المستخدمة في احتساب مؤشر الاستقرار المالي للدول العربية حسب صندوق النقد العربي .

جدول (1) المتغيرات المستخدمة في احتساب مؤشر الاستقرار المالي

المتغيرات الفرعية	المتغيرات	المؤشر الرئيسي
نسبة كفاية رأس المال	كفاية رأس المال	مؤشر القطاع المصرفي
الديون غير العاملة الى اجمالي الديون	جودة الاصول	
صافي الديون غير العاملة بعد طرح المخصصات الى قاعدة رأس المال		
نسبة التغطية (المخصصات الى الديون غير العاملة)		
نسبة الاصول السائلة الى الالتزامات السائلة	السيولة	
نسبة اجمالي الديون الى اجمالي ودائع العملاء		
نسبة العائد على الاصول (ROA)	الربحية	
نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE)		
اجمالي المصروفات (من غير الفوائد) الى اجمالي الدخل		
هامش الفائدة الى اجمالي الدخل		
معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي		مؤشر الاقتصاد الكلي
نسبة عجز الحساب الجاري الى الناتج المحلي الاجمالي		
نسبة الدين الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي		
معدل نمو الايرادات الحكومية		
معدل التخضم		
نسبة الاحتياطات الاجنبية الى الناتج المحلي الاجمالي		مؤشر سوق رأس المال
المؤشر المركب لصندوق النقد العربي		
القيمة السوقية للاسهم الى الناتج المحلي الاجمالي		مؤشر الدورة المالية
فجوة الائتمان (الفرق بين نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي وبين اتجاه النسبة على المدى الطويل)		

احد عشر – علاقة المتغيرات المستخدمة في المنهجية بمؤشر الاستقرار المالي :

يبين الجدول (2) اثر المتغيرات المستخدمة في المنهجية على مؤشر (AFSI) ، علماً أن المتغيرات التي لها علاقة عكسية سيتم اعطاؤها اشارة سالبة قبل تطبيع البيانات .

العلاقة بين المتغير ومؤشر AFSI	المتغيرات الفرعية	المتغيرات	المؤشر الرئيسي
طردية	نسبة كفاية رأس المال	كفاية رأس المال	مؤشر القطاع المصرفي BI
عكسية	الديون غير العاملة الى اجمالي الديون	جودة الاصول	
عكسية	صافي الديون غير العاملة بعد طرح المخصصات الى قاعدة رأس المال		
طردية	نسبة التغطية (المخصصات الى الديون غير العاملة)		
طردية	نسبة الاصول السائلة الى الالتزامات السائلة	السيولة	
عكسية	نسبة اجمالي الديون الى اجمالي ودائع العملاء		
طردية	نسبة العائد على الاصول (ROA)	الربحية	
طردية	نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE)		
عكسية	اجمالي المصروفات (من غير الفوائد) الى اجمالي الدخل		
طردية	هامش الفائدة الى اجمالي الدخل		
طردية	معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي	مؤشر الاقتصاد الكلي EI	مؤشر سوق رأس المال CI
عكسية	نسبة عجز الحساب الجاري الى الناتج المحلي الاجمالي		
عكسية	نسبة الدين الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي		
طردية	معدل نمو الايرادات الحكومية		
عكسية	معدل التخضم		
طردية	نسبة الاحتياطيات الاجنبية الى الناتج المحلي الاجمالي		
طردية	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي		
طردية	القيمة السوقية للاسهم الى الناتج المحلي الاجمالي		
عكسية	فجوة الائتمان (الفرق بين نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي وبين اتجاه النسبة على المدى الطويل)	مؤشر الدورة المالية FI	

المصدر : صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي في الدول العربية ، ابو ظبي ، 2021 ، ص 217 .

الفصل الأول : المبحث الثالث . . . الاطار النظري لمفهوم الاستقرار المالي

اثنا عشر – المتغيرات المستخدمة في احتساب مؤشر الاستقرار المالي في الدول العربية (AFSI) :

هناك اوزان ترجيحية للمؤشرات الفرعية المكونة للاستقرار المالي وحسب صندوق النقد العربي.

الجدول () الاوزان الترجيحية للمتغيرات المكونة للاستقرار المالي

الصيغة المستخدمة	وزن المؤشر الرئيس (W)	الوزن الترجيحي W (بعد حذف القيمة الصغرى والعظمى)	المتغيرات الفرعية	المتغيرات	المؤشر الرئيسي
$BI = \sum_{n=1}^{10} (d_n w_n)$	53.0%	13.0%	نسبة كفاية رأس المال	كفاية رأس المال	مؤشر القطاع المصرفي (BI)
		5.0%	الديون غير العاملة الى اجمالي الديون	جودة الاصول	
		5.0%	صافي الديون غير العاملة بعد طرح المخصصات الى قاعدة رأس المال		
		5.0%	نسبة التغطية المخصصات الى الديون غير العاملة)		
		6.0%	نسبة الاصول السائلة الى الالتزامات السائلة	السيولة	
		6.0%	نسبة اجمالي الديون الى اجمالي ودائع العملاء		
		3.0%	نسبة العائد على الاصول (ROA)	الربحية	
		3.0%	نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE)		
		4.0%	اجمالي المصروفات (من غير الفوائد) الى اجمالي الدخل		
		3.0%	هامش الفائدة الى اجمالي الدخل		
$EI = \sum_{n=1}^6 (d_n w_n)$	24.0%	4.0%	معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي	مؤشر الاقتصاد الكلي (EI)	
		4.0%	نسبة عجز الحساب الجاري الى الناتج المحلي الاجمالي		
		4.0%	نسبة الدين الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي		
		4.0%	معدل نمو الايرادات الحكومية		
		4.0%	معدل التخضم		
		4.0%	نسبة الاحتياطات الاجنبية الى		

الفصل الاول : المبحث الثالث . . . الاطار النظري لمفهوم الاستقرار المالي

			الناتج المحلي الاجمالي	
$CI = \sum_{n=1}^2 (d_n w_n)$	15.0%	7.5%	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي	مؤشر سوق رأس المال (CI)
		7.5%	القيمة السوقية للاسهم الى الناتج المحلي الاجمالي	
$FI=d_n w_n$	8 %	8.0%	فجوة الائتمان (الفرق بين نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي وبين اتجاه النسبة على المدى الطويل)	مؤشر الدورة المالية (FI)
* d تمثل قيمة المتغير بعد التطبيع حسب ما يتم توضيحه لاحقا	100.0 %	100.0%		

المصدر : صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي في الدول العربية ، 2021 ، ابو ظبي، ص 216

الفصل الثاني

تحليل مؤشرات اداء السوق المالي والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي

لبلدان العينة

المبحث الاول

تحليل مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية والاستثمار الاجنبي غير المباشر

والاستقرار المالي لجمهورية مصر العربية

المبحث الثاني

تحليل مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية والاستثمار الاجنبي غير المباشر

والاستقرار المالي في الامارات العربية المتحدة

الفصل الثاني : تحليل مؤشرات اداء السوق المالي والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي لبلدان العينة

تمهيد :

في هذا الفصل سيتم التعرف على أهم مؤشرات الاسواق المالية وتحليلها من خلال تتبع مسار الاحداث والتغيرات التي طرأت عليها خلال مدة البحث لكل بلد من بلدان العينة وكذلك سيتم معرفة وتحليل صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر وتتبع التغيرات التي حدثت وذكر الاسباب التي ادت الى صعود او نزول المؤشر وايضاً معرفة أهم المؤشرات التي يعتمد عليها الاستقرار المالي لكل دولة من خلال تحليل البيانات للاستقرار المالي للدول (مصر والامارات) ومعرفة الاتجاهات العامة للاسواق المالية ومدى تأثيرها مع صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر على مؤشرات الاستقرار المالي.

المبحث الاول :- تحليل مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي لجمهورية مصر العربية

اولاً - نشأة سوق الاوراق المالية في مصر :

تعدُّ الاسواق المالية في مصر من أقدم الاسواق المالية في الشرق الاوسط ، اذ أنشأت اول سوق للأوراق المالية المصرية في الاسكندرية عام (1883) م وكذلك انشأت أكبر سوق للأوراق المالية في القاهرة عام (1890) م أعلنت الدولة عن انتهاء سياسة الانفتاح الاقتصادي وهذا اعتراف صريح بأهمية دور القطاع الخاص والاستفادة من جميع الامكانيات المتوفرة لدى هذا القطاع من مدخرات ووجود سوق للأوراق المالية يعمل على تجميع المدخرات الخاصة ويوفر للاقتصاد القومي سوقاً للاستثمار في كافة المشروعات .⁽¹⁾

وزادت طموحات الدولة عام (1997) م لتحقيق تلك الاهداف ومنها .

- 1- العمل على تطوير وتحديث اساليب العمل من خلال تحسين التكنولوجيا وتطوير ادوات مالية وخدمات جديدة .
- 2- لا يقتصر العمل على المستثمرين المحليين بل تكون أكثر شمولية للمستثمرين العاملين .
- 3- تعزيز دور المصارف وهيئة التأمين في الاوراق المالية لخدمة اكبر عدد من المستثمرين.

ثانياً - مؤشرات اداء سوق جمهورية مصر العربية للأوراق المالية :

سنتطرق الى أهم المؤشرات التي تستخدم في تقييم اداء سوق الاوراق المالية المصرية من خلال تحليل البيانات ومعرفة الاتجاهات العامة للسوق وأهمها هي :-

1- المؤشر العام لاسعار الاسهم : (General stock price index)

من خلال الجدول (3) يتبين لنا ان المؤشر ذو مسار تصاعدي تارة وتنزلياً تارة اخرى . اذ نلاحظ ارتفاع المؤشر عام (2010) اذ بلغ (1.50) نقطة معاوداً الانخفاض بشكل ملحوظ حتى وصل الى (0.50) نقطة عام (2011) وان الانخفاض يعود سببه الى تأثر الاقتصاد المصري بالضعف وحالة التباطؤ العالمي الذي شهدتها الدول المتقدمة والنامية على حد سواء اذ كان سبب اضطراب الاسواق المالية وتراجع النشاط فيها بشكل ملحوظ وارتفاع اسعار الصرف للدولار الامريكي مقابل العملة واحجام

¹ - سالم صلال راهي الحساوي ، " الاستثمار والتمويل في الاسواق المالية " ، مصدر سابق ، ص 201 .

المستثمرين بسبب المخاوف من تدهور الاوضاع الاقتصادية العالمية وما له من تأثير سلبي على الاقتصاد المصري . (1)

و في الاعوام (2012 ، 2013 ، 2014) يعاود المؤشر ارتفاعه حتى يصل الى (5.46 ، 6.78 ، 8.92) نقطة على التوالي، ويعزى سبب الارتفاع الى الارتفاع العام لبعض مؤشرات الاسواق المالية العالمية وانخفاض اسعار الدولار وهذا أثر بشكل كبير على الاقتصاد المصري من خلال زيادة عدد نقاط المؤشر العام للاسهام نتيجة ارتفاع مؤشرات الاسهم في معظم البورصات العالمية .(2)

اما في عام (2015) انخفض المؤشر العام للاسهام ليصل الى (7.01) نقطة نتيجة تباطؤ نشاط الاقتصاد العالمي لضعف التعافي الاقتصادي بشكل عام والاقتصاد المحلي بشكل خاص وانخفاض اسعار النفط وكل هذه العوامل التي ادت الى ضعف الاستثمارات . (3)

ثم عاود المؤشر ارتفاعه لعامي (2016 ، 2017) مقارنة بعام (2015) اذ بلغ المؤشر (12.34) ، (15.02) نقطة .وان سبب الارتفاع يعزى الى تحرير سعر الصرف وهو احد اجراءات الاصلاح الهيكلي وتعد هذه الخطوة لاستعادة الثقة في الاقتصاد المصري والتغلب على نقص العملة الاجنبية والمساعدة في جذب الاستثمارات الاجنبية الذي انعكس ايجاباً على البورصة المصرية . (4)

انخفض المؤشر مجدداً في عام (2018) ليصل الى (13.03) نقطة مقارنة بالاعوام السابقة وان سبب الانخفاض هو ان الاقتصاد المصري تأثر بالتباطؤ العالمي الذي شهدته الاقتصادات المتقدمة وفي مقدمتها الولايات المتحدة ونتيجة للتداعيات السلبية الناجمة عن التوترات التجارية بين الصين والولايات المتحدة وارتفاع حالة عدم اليقين بشأن السياسات المتبعة في عدد من الاقتصادات الكبرى . (5)

1 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2011-2012) ، ص ج .

2 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2013-2014) ، ص ب .

3 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2015-2016) ، ص ج .

4 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2015-2016) ، مصدر سابق ، ص ب .

5 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2018-2019) ، ص أ .

جدول (4) اداء مؤشرات جمهورية مصر العربية للاوراق المالية للمدة (2004 – 2020)/مليون دولار

السنوات	المؤشر العام للاسهم (نقطة)	حجم التداول	القيمة السوقية	معدل الدوران	عدد الشركات
2010	1.50	12480	84109	14.8	212
2011	0.50	4646	48679	9.5	214
2012	5.46	6532	61621	10.6	213
2013	6.78	5470	61517	8.9	212
2014	8.92	8960	69908	12.8	215
2015	7.01	6805	54913	12.4	222
2016	12.34	6077	34463	17.6	222
2017	15.02	4859	44433	10.9	257
2018	13.03	4252	41791	10.2	256
2019	13.96	6374	42358	15.0	248
2020	10.84	10273	41195	24.9	256

المصدر : من اعداد الباحث اعتماداً على صندوق النقد العربي ، اداء اسواق الاوراق المالية العربية ، ابو ظبي ، النشرة الفصلية لسنوات (2010 - 2020).

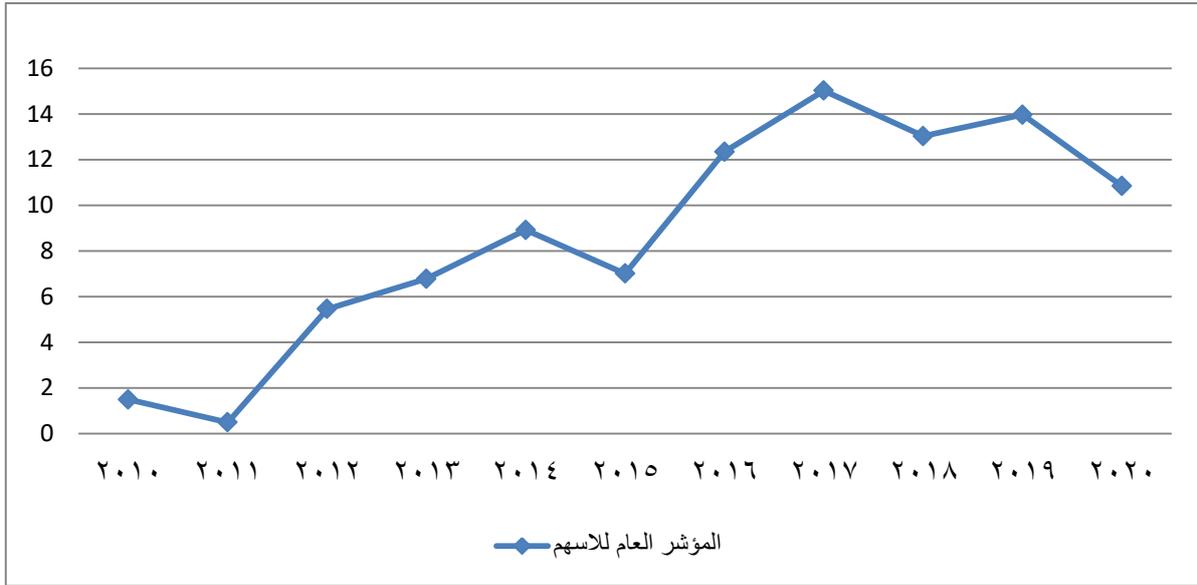
* حسب من قبل الباحث

وقد شهد عام (2019) ارتفاعاً في المؤشر العام للاسهم اذ بلغ (13.96) نقطة ويعزى سبب الارتفاع الى منح المزيد من الحماية الى صغار حملة الاسهم مع تحسين مؤشرات البنى التحتية والقدرة على الابتكار وزيادة معاملات وحجم السوق وسوق العمل .⁽¹⁾

وفي في عام (2020) انخفض عدد نقاط المؤشر الى (10.84) نقطة سبب الانخفاض هو الاضطراب الحاصل في جميع بلدان العالم نتيجة انتشار فايروس كورونا في العالم وتخوف المواطنين من المستقبل المجهول .

¹ - المصدر نفسه، ص ج .

شكل (2) المؤشر العام للاسهم



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (4)

2- مؤشر حجم التداول : (Trading roluine Index)

هو قيمة الاسهم التي تم تداولها في قاعة السوق بمختلف الاسعار خلال الفترة . (1)

نلاحظ من خلال تتبع مسار هذا المؤشر من خلال الجدول (3) اذ ان المؤشر في عام (2010 – 2011) انخفض حجم التداول ليصل الى (12480) ، (4646) مليون دولار على التوالي وان سبب الانخفاض هو نتيجة الازمة المالية العالمية وتأثر الاقتصاد المصري بالضعف والتباطؤ التي شهدها العالم على حدٍ سواء والاضطرابات التي لامست الاسواق المالية العالمية بشكل عام والاسواق المالية المصرية بشكل خاص . (2)

بينما في عام (2012) وقد ارتفع المؤشر حتى وصل الى (6532) مليون دولار وان سبب ارتفاعه هو ارتفاع مؤشرات الاسواق المالية وانخفاض اسعار الدولار مما أثر بشكل واضح على الاسواق المالية بشكل خاص على الاقتصاد المصري . (3)

1 - صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية ، النشرة الفصلية ، 2018 ص 3 .

2 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2011-2012) ، مصدر سابق ، ص ج .

3 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2012-2013) ، مصدر سابق ، ص ج .

لكنه في عام (2013) عاود المؤشر الانخفاض مرة أخرى حتى بلغ (5470) مليون دولار ويعود سبب الانخفاض الى تأثير الاقتصادات ومنها الاقتصاد المصري يضعف نشاط الاقتصاد العالمي وتباطؤه واضطراب اسواقه المالية وتراجع اسعار الاسهم بشكل ملحوظ وارتفاع اسعار الصرف . (1)

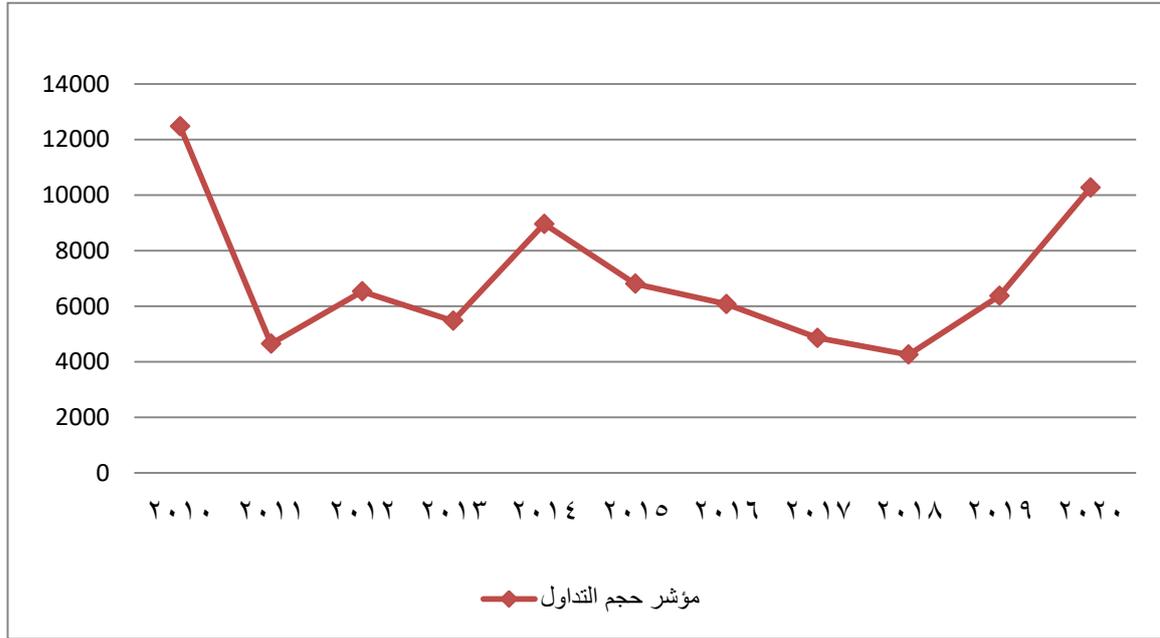
وفي عام 2014 وارتفع المؤشر الى (8960) مليون دولار وان سبب الارتفاع يعود الى اغلب المؤشرات في البورصات العالمية ارتفعت وزيادة عدد نقاط المؤشر وخاصة في البورصة المصرية . (2)

واستمر انخفاض المؤشر للاعوام (2015 ، 2016 ، 2017 ، 2018) اذ بلغ حجم التداول (6805 ، 6077 ، 4859 ، 4252) مليون دولار وان سبب الانخفاض يعزى الى ضعف تعافي الاقتصاد بشكل عام والاقتصاد المصري بشكل خاص وحالة التباطؤ وضعف النشاط الاقتصادي وضعف الاستثمارات . (3)

ارتفع المؤشر عامي (2019 – 2020) الى (6374) ، (10273) مليون دولار على التوالي وان سبب الارتفاع ومنها هو منح المزيد من الحماية الى المستثمرين ومن صغار حملة الاسهم وتحسين مؤشرات البنى التحتية والقدرة على الابتكار وزيادة معاملات حجم السوق وتوسع سوق العمل . (4) على الرغم من جائحة كورونا الا ان هذا المؤشر حقق ارتفاعاً وقد يعزى سبب الارتفاع الى (التداول الالكتروني وسهولة الاتصال من خلال شبكات الانترنت واكتشاف جرعات اللقاح) .

1 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2013-2014) ، مصدر سابق ، ص ج .
2 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2015-2016) ، مصدر سابق ، ص ب .
3 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2013-2014) ، مصدر سابق ، ص ج .
4 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2018-2019) ، مصدر سابق ، ص ج .

شكل (3) مؤشر حجم التداول



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (4)

3- القيمة السوقية للاسهم : (The market Value of shares)

وهو سعر إغلاق سهم الشركة في نهاية الفترة . (1)

عند تتبع مسار الجدول (3) نلاحظ ان مؤشر القيمة السوقية يرتفع مرة وينخفض اخرى اي انه في تأرجح مستمر حسب الظروف الاقتصادية والسياسية للبلد ومدى تأثيرها بالاحداث والازمات الخارجية والداخلية .

في عامي (2010-2011) انخفضت القيمة السوقية الى (84109) ، (48679) مليون دولار ويعزى سبب الانخفاض الى احجام المستثمرين بسبب المخاوف من تدهور الاوضاع الاقتصادية وتأثير الاقتصاد المصري بالأثر السلبي الذي شهدته الاسواق المالية العالمية من اضطرابات وتراجع النشاط الاقتصادي بشكل كبير . (2) وكذلك انكماش نشاط الاصدارات من الاسهم اذ سجلت مستوى متدني لها خلال (2011) . (3)

¹ - صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية العربية ، ابو ظبي، النشرة الفصلية ، 2018 ، ص 3 .

² - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، (2011-2012) ، مصدر سابق ، ص ج .

³ - التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، الفصل السابع ، 2010 ، ص 13 .

وان السبب الأهم هو اندلاع الاضطرابات في مصر (25 يناير 2011) وادت هذه الاضطرابات ادت الى تراجع المؤشرات بشكل ملحوظ ومتسارع عاكسة مخاوف المستثمرين من تداعيات الاحداث . (1)

واستمر مؤشر القيمة السوقية يتأرجح ما بين ارتفاع وانخفاض ففي عام (2012) عاود المؤشر الارتفاع ليصل الى (61621) مليون دولار وان سبب الارتفاع هو اتخاذ بعض الاجراءات للسعي وراء استقرار الاسواق المالية ومنها تدخل صناديق الاستثمار المحلية الذي ساهم في استعادة جزء من خسائرها السابقة والتي ادت الى تحسن بعض المؤشرات . (2) ليعاود المؤشر انخفاضه بشكل طفيف عام (2013) ويصل الى (61517) مليون دولار. اما في عام (2014) عاود المؤشر الارتفاع مجدداً ليلبغ (69908) مليون دولار ويعزى سبب الارتفاع الى التحسن الحاصل في أغلب البورصات العربية وبسبب ان السلطات الرقابية والاشرفية لعام (2014) عملت على مواكبة كافة المستجدات والتطورات الحاصلة في الاسواق المالية العالمية وتطبيق القوانين والانظمة والتعليمات الخاصة بالاسواق المالية . (3)

بينما في عامي (2015 – 2016) انخفض المؤشر ليصل الى (54913 ، 34463) مليون دولار على التوالي ، ويعزى سبب الانخفاض الى هوان البورصة المصرية سجلت انخفاضاً متوالياً بسبب انخفاض المعاملات الخاصة بالمستثمرين وخاصة الاجانب منها . (4)

وكذلك بسبب تأثر تعاملات المستثمرين الاجانب في الاسواق المالية العربية بشكل سلبي نتيجة عدم الاستقرار وازدياد المخاطر في بعض الدول العربية واستمرار تدني اسعار النفط . (5)

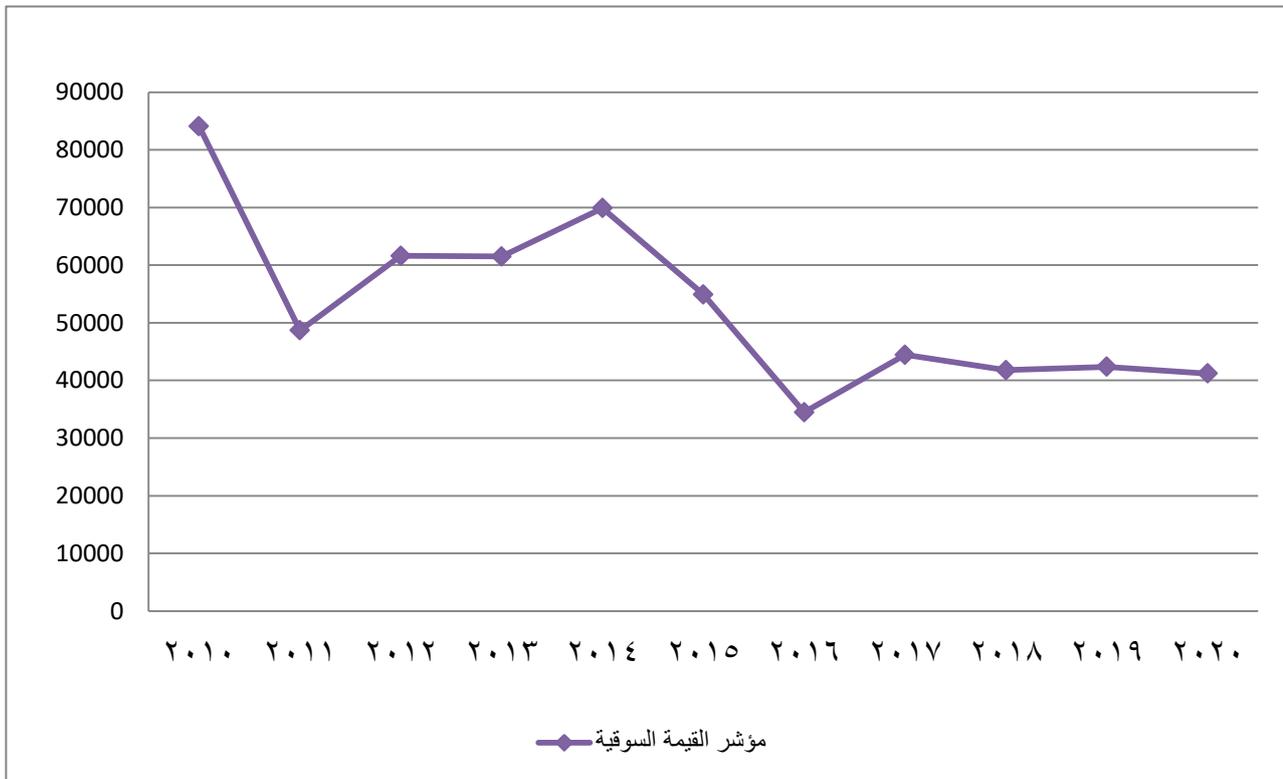
في حين عام 2017 أرتفعت القيمة السوقية لتصل الى (44433) مليون دولار نتيجة اقرار البورصة المصرية لمجموعة من القواعد والاجراءات الخاصة بالاسواق المالية ومنها تعديلات تنفيذية لقانون سوق رأس المال وتنظيم حق الاككتاب واصدار تعليمات لحماية المستثمر ومنها تغطية الخسارة المالية الفعلية لعملاء شركات الاوراق المالية ضد مخاطر مرتبطة بنشاط تلك الشركات مثل الافلاس والتعثر وحماية الجمعيات والمؤسسات الاهلية وعمالء الشركات التي تزاوّل الانشطة متناهية الصغر . (6)

1 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، الفصل السابع ، 2012 ، ص 151 .
2 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2012 ، مصدر سابق ، ص 151 .
3 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2015 ، مصدر سابق ، ص 156 .
4 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2017 ، مصدر سابق ، ص 120 .
5 - صندوق النقد العربي ، ابو ظبي، 2017 ، مصدر سابق ، ص 136 .
6 - المصدر نفسه ، ص 139 .

لينخفض المؤشر من جديد ويصل الى (41791) مليون دولار عام (2018) وان سبب الانخفاض يعود الى احجام المستثمرين عن الاستثمار بسبب المخاوف من تدهور اوضاع الاقتصاد العالمي كان له بالغ الأثر على الاقتصاد المصري بشكل خاص .⁽¹⁾

ليعاود المؤشر ارتفاعه في عام (2019) ويبلغ (42358) مليون دولار وسبب الارتفاع هو الدعم للمستثمرين من خلال منح الحماية لهم وزيادة التعاملات في السوق المالية نتيجة تحسن البنى التحتية .
(2) أما عام (2020) انخفض المؤشر الى (41195) مليون دولار بسبب جائحة كورونا وركود الاسواق المالية بسبب ضعف تعاملات المستثمرين الاجانب على الرغم من اكتشاف اللقاح .

شكل (4) مؤشر القيمة السوقية



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (4)

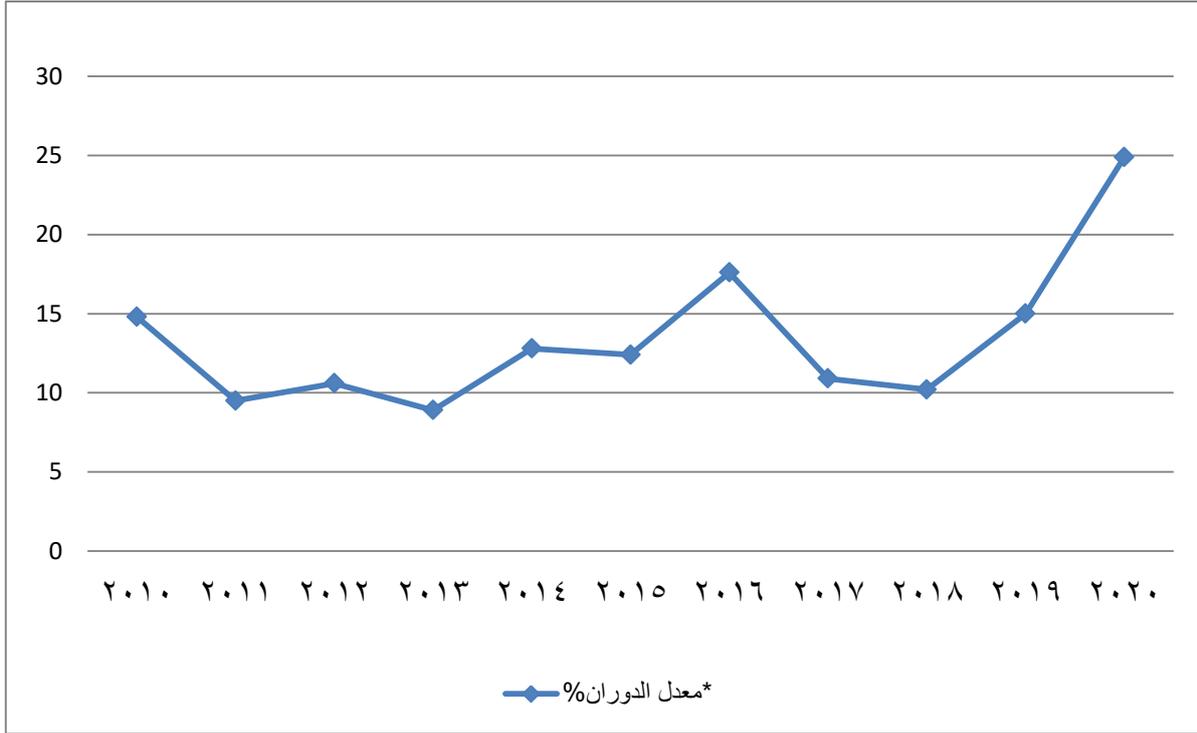
¹ - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2018-2019) ، مصدر سابق ، ص أ .

² - المصدر نفسه ، ص ج .

4- مؤشر معدل الدوران : (Shares turnover average)

هو قيمة حجم التداول خلال الفترة مقسوماً على القيمة السوقية للاسهم في نهاية الفترة (1). شهد هذا المؤشر تذبذباً واضحاً خلال مدة البحث وعند ملاحظة الجدول (4)

شكل (5) مؤشر معدل الدوران



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات جدول (4)

5- مؤشر عدد الشركات : (Number companies)

تمثل عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية عند تتبع مسار الجدول (3) نلاحظ ان اعداد الشركات في تناقص في عام (2010) اذ بلغ عدد الشركات (212) شركة وان سبب الانخفاض يعزى الى تراجع نشاط الاسواق المالية الخليجية مما جعل المستثمرين الخليجيين من التخلص وتقليص استثماراتهم في البورصة المصرية لتغطية مراكزهم المالية والتي تعتمد اساساً على قروض بنكية وتعرضهم لضغوط بيعية نتيجة عمليات جني الارباح . (2)

1 - صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية ، مصدر سابق ، 2006، ص 3 .
2 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2005 – 2006) ، مصدر سابق ، ص 88 .

اما في عام (2011) ارتفع مؤشر عدد الشركات ارتفاع طفيف اذ وصل عدد الشركات (214) شركة وسبب الارتفاع هو تفعيل دور اسواق الشركات الصغيرة والمتوسطة لما يمثل ذلك من أهمية في دعم الاقتصاد المصري في الوضع الراهن للبلد حيث تم اصدار قرار من مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية قرار رقم (738) بشأن قواعد تنظيم وتسوية ورقابة الشركات الصغيرة والمتوسطة واصدار قرار (81) ، (83) لعام (2011) بشأن قواعد قيد الاوراق المالية ونقلها من الهيئة الى البورصة .⁽¹⁾

ومن خلال حرص البورصة المصرية على تطبيق سياسة تسويقية لغرض جذب شركة جديدة من الشركات للقيد فيها حيث وافق المجلس على أعضاء الشركات من رسوم القيد الاول للشركة .⁽²⁾

ثم عاود المؤشر الانخفاض لعامي (2012 - 2013) حتى وصل عدد الشركات الى (213 ، 212) شركة. اذ كان مقدار الانخفاض طفيفاً اذ ان سبب تراجع عدد الشركات هو صدور عدد من الانظمة والقوانين ومنها قرار (85) لعام (2012) والذي يتضمن زيادة الحد الادنى لرأس المال المصدر والمدفوع للشركات الراغبة في قيدها ضمن البورصة المصرية ليصل الى (50) مليون جنيه مصري بعد ما كان (10) مليون جنيه مصري أو ما يعادلها من العملات الاخرى وكذلك زيادة عدد المساهمين للشركة التي يتم قيد اسمها بالبورصة الى (500) مساهم بدلاً من (100) مساهم على ان لا تزيد نسبة مساهمتهم عن (1%) من الاسهم المطروحة .⁽³⁾

اما في عام (2014) بلغ عدد الشركات المساهمة في البورصة المصرية بالتزايد فقد وصل الى (215) شركة وسبب الارتفاع يرجع الى اقرار مجموعة من القرارات وضوابط تملك اسهم الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية اذ يسمح للشركات التمويل الجمع بين اكثر من نشاط لنفس الشركة وتعزيز حماية حسابات المتعاملين مع شركات الاوراق المالية .⁽⁴⁾

ليعاود مؤشر عدد الشركات التراجع عامي (2018 - 2019) ويصل الى (256 ، 248) شركة على التوالي وان سبب التراجع يعزى الى ان الهيئة العامة للرقابة أصدرت نسخة محدثة من القواعد لقيد

¹ - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2011 - 2012) ، مصدر سابق ، ص 97 .

² - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي للبورصة المصرية ، (2011 - 2012) مصدر سابق ، ص 98 .

³ - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي للبورصة المصرية ، (2012 - 2013) ، ص 100 .

⁴ - صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2018 ، ص 151 .

وشطب الشركات في البورصة المصرية وشطب الشركات التي لم تلتزم بالقواعد وتنظيم البيانات مع اضافة ضوابط خاصة للترخيص بممارسة نشاط الشركات في البورصة المصرية . (1)

اما في عام (2020) ارتفع عدد الشركات الى (256) شركة وان سبب ارتفاع اعداد الشركات هو اتخاذ البورصة المصرية عدة اجراءات منها التزام منفذي العمليات بشركات الوساطة المالية عدم الحضور الى قاعات التداول والعمل عن بُعد لتجنب التجمع وتطبيق الاجراءات الاحترازية لسلامة العاملين والسماح لشركات البورصة بتلقي اوامر العملاء من خلال البريد الالكتروني والرسائل النصية باستخدام الهاتف المحمول على ان تكون ضمن ما منصوص عليه في التعاقد مع العملاء . اضافة الى تطوير البورصة من خلال عمل النظام الالكتروني وفق نظام التصويت (E-Magles) * لتمكين جميع الشركات من عقد الاجتماعات لمجالس الادارة وجمعياتها العامة وتخفيض عدد ساعات التداول تماشياً مع حظر التجوال وعودتها وفق المواعيد المقررة وسعت البورصة خلال عام (2020) دعم كافة الجوانب واتباع كافة السبل واتخاذ القرارات التي تناسب الظروف الصعبة التي شهدها العالم بما يتعلق بجائحة كارونا التي اجتاحت العالم واثرت بشكل بالغ في الاسواق المالية . (2)

واشادت التقارير للمؤسسات الاقتصادية الدولية باداء الاقتصاد المصري على الرغم من تداعيات جائحة كارونا على الاقتصاد العالمي وكيفية تعامله بنجاح مع تلك الازمة مما يعكس مدى ثقة فعالية وتوازن السياسة المالية والاقتصادية للدولة وخاصة تلك المرتبطة بادارة الازمات الطارئة ونجاح وتيرة الاصلاح في تنفيذ حزمة من الاصلاحات الجوهرية على كافة الاصعدة . (3)

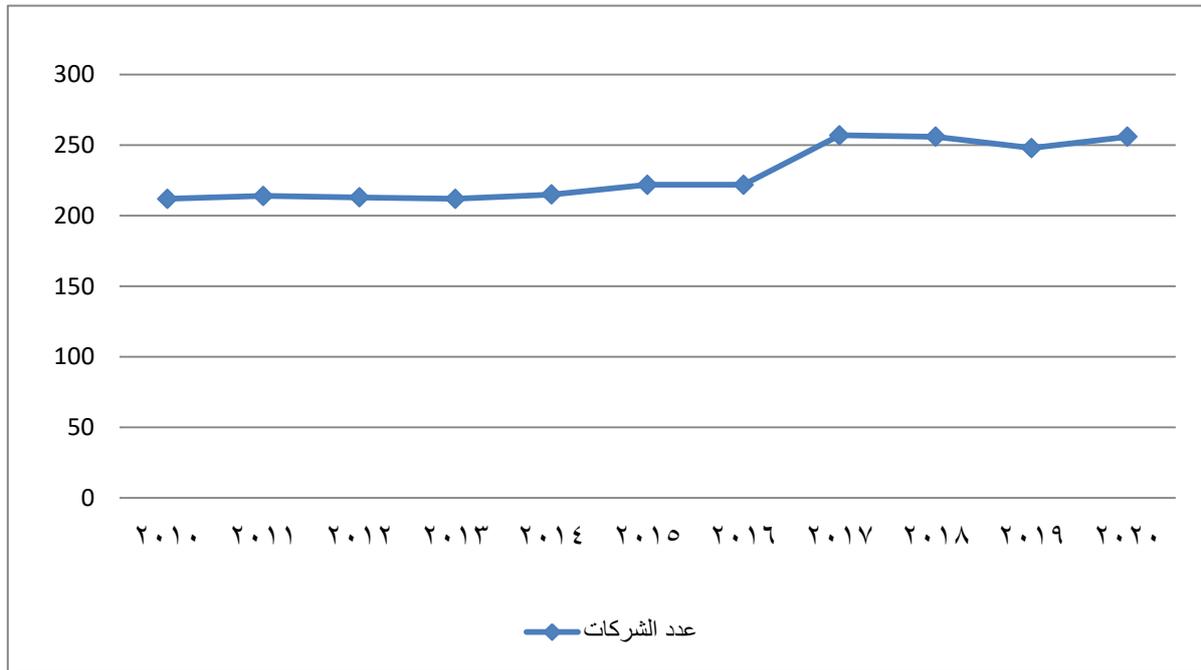
¹ - صندوق النقد العربي ، التقرير العربي الموحد ، الجزء السابع ، 2019 ، ص 152 .

* - نظام قامت به شركة (EGID) التابعة للبورصة المصرية يعد اول نظام تصويت الكتروني في مصر يستخدم لانعقاد الاجتماعات ومجالس الادارات الكترونياً يعتمد من الهيئة العامة للاستثمار والرقابة المالية لضمان استمرارية العمل والحد من التجمعات لتجنب انتشار الفيروس (كارونا) يعمل على التماشي مع اجراءات البيئة وخصوصية امن المعلومات ويستخدم اساليب المصادقة لضمان هوية المستخدم ولا يحتاج الى اجهزة خاصة ويمكن الوصول اليه بسهولة ويمكن للمسؤولين الاحتفاظ بملفات ومستندات الاجتماعات بشكل الكتروني ويسمح للاعضاء بالمناقشة ويضمن السرعة والنزاهة والشفافية . وللمزيد انظر الى التقرير العربي الموحد الجزء السابع ، 2019 ، ص 152 .

² - البورصة المصرية ، التقرير السنوي ، 2020 ، ص 14 .

³ - المصدر نفسه ، ص 12 .

شكل (6) مؤشر عدد الشركات



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (4)

ثالثا - الاستثمار الاجنبي غير المباشر في جمهورية مصر العربية :

للاستثمار الاجنبي غير المباشر العديد من الاثار الايجابية سواء كانت للدولة المستثمرة أو الدولة المستقبلة لرأس المال أو للمستثمر المنتفع من امواله إذ ان المستثمر الاجنبي يسعى الى الاستثمار في الدولة التي تتوفر فيها الادوات القانونية التي تجعل المناخ الاستثماري ملائماً وناضجاً وذلك من خلال تحقيق التوازن بين طرفي العلاقة الاستثمارية من خلال الالتزام بالواجبات والحقوق .

وتسعى جمهورية مصر العربية الى الاستمرار بتطوير التشريعات المنظمة للاستثمار من خلال تقديم الحوافز والضمانات للمستثمر الاجنبي لجذب رؤوس الاموال الاجنبية ليتمكن المستثمر من معرفة مركزه القانوني في ظل القانون النافذ وفقاً للالتزامات المناطة اليه .⁽¹⁾

من خلال الجدول (4) نلاحظ ان صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر في حالة تذبذب مستمرة متأثراً بالعوامل الداخلية والخارجية لجمهورية مصر العربية .

¹ - سوزان جلال عبد الشافي الكنانى ، المركز القانوني للمستثمر الاجنبي في ضوء الاستثمار المصري رقم (72) لسنة 2017 ، ص 275 .

نلاحظ استمر التذبذب في صافي الاستثمار الاجنبي غير مباشرة في الاقتصاد المصري ليرتفع المؤشر من جديد عام (2010) ويصل الى (3009.9) مليون دولار وان سبب الارتفاع يعود الى ان البورصة المصرية نجحت في جذب المستثمرين الاجانب اذ حصلت على تدفقات مالية اجنبية وذلك لانها اتخذت عدد من الاجراءات اذ نشأت اول جمعية في البورصة المصرية لتنمية العلاقات بين المستثمرين والتي تهدف الى احداث تغيير جذري في المناهج المتبعة بالبورصة المصرية من خلال زيادة القوانين التي تحت على حفظ حقوق المستثمرين وزيادة فرص الاستثمار والتي تمثل في زيادة مساحة ضمان حقوقهم .⁽¹⁾

الجدول (5) صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر لجمهورية مصر العربية (مليون دولار)

السنوات	صافي الاستثمار اجنبي غير المباشر*
2010	3009.9
2011	2421.5
2012	2477.1
2013	1116.1
2014	444.5
2015	481.2
2016	497.3
2017	157.1
2018	12904.8
2019	4230.1
2020	5321.2

المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على

- البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (سنوات مختلفة) للمدة (2010-2020) .
- * تم تحويل الجنية المصري الى الدولار الامريكي حسب سعر الصرف الرسمي .

¹ - عواد ، فاضل جويد ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، المجلد ، 2016 ، العدد 47 .

في عام (2011) انخفض المؤشر ليصل الى (2421.5) مليون دولار ويرجع سبب الانخفاض الى احداث ثورة (25 / يناير / 2011) وذلك لان الاقتصاد المصري يمر بحالة من عدم الاستقرار الأمني والذي اثر بشكل سلبي في الاستثمار الاجنبي غير المباشر وكذلك على قطاع السياحة والنقل وجميع القطاعات الاخرى . (1)

وفي عام (2012) شهد صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر ارتفاعاً ليصل الى (2477.1) مليون دولار اذ ان الوضع السياسي بدأ في الاستقرار ونتيجة كفاءة الاسواق المالية المصرية التي زادت من ثقة المستثمرين التي كانت سبب في زيادة جذب رؤوس الاموال الاجنبية . (2)

لينخفض المؤشر من جديد في عام (2013 ، 2014) ويصل الى (1116.1) ، (444.5) مليون دولار على التوالي وسبب الانخفاض يعود الى ان المستثمرين قاموا باسترداد اموالهم وتحويلهم الى خارج البلاد نتيجة انعكاس التوقعات الايجابية الى سلبية الامر الذي ادى الى تقييد الاوضاع المالية خلال هذه الفترة . (3)

وفي عام (2015-2016) شهد المؤشر ارتفاعاً اذ بلغ (481.2 ، 497.3) مليون دولار ويعزى سبب الارتفاع الى تحسين المناخ الاستثماري وتزايد الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة بعد المؤتمر الذي أقيم في (مارس 2015) وتحسن الوضع السياسي واستقراره . (4) وكذلك ساعد الاقتصاد المصري على استيعاب لعديد من الصدمات بسبب وجود وتنفيذ خطة الاصلاح الهيكلي واتخاذ الاجراءات اللازمة لكافة الانشطة التي تساعد القطاعات الاقتصادية على القيام والنهوض بنشاطاته وكذلك اسواق رأس المال من خلال تهيئة المناخ الاستثماري وحماية المستثمر وضمان حقوقه . (5)

شهد العام (2017) انخفاضاً حاداً ليصل الى (157.1) مليون دولار وهناك اسباب عديدة تعود لهذا الانخفاض منها تأثر تعاملات المستثمرين الاجانب بالاسواق المالية العربية بشكل سلبي واهمها انخفاض اسعار النفط وعدم الاستقرار وازدياد المخاطرة في بعض الدول العربية . (6)

اما عام (2018) شهد قفزة في مؤشر الاستثمار الاجنبي غير المباشر ليصل الى (12904.8) مليون دولار وان سبب الزيادة يعود الى ان البورصة المصرية اصدرت تعليمات وقواعد منها حماية

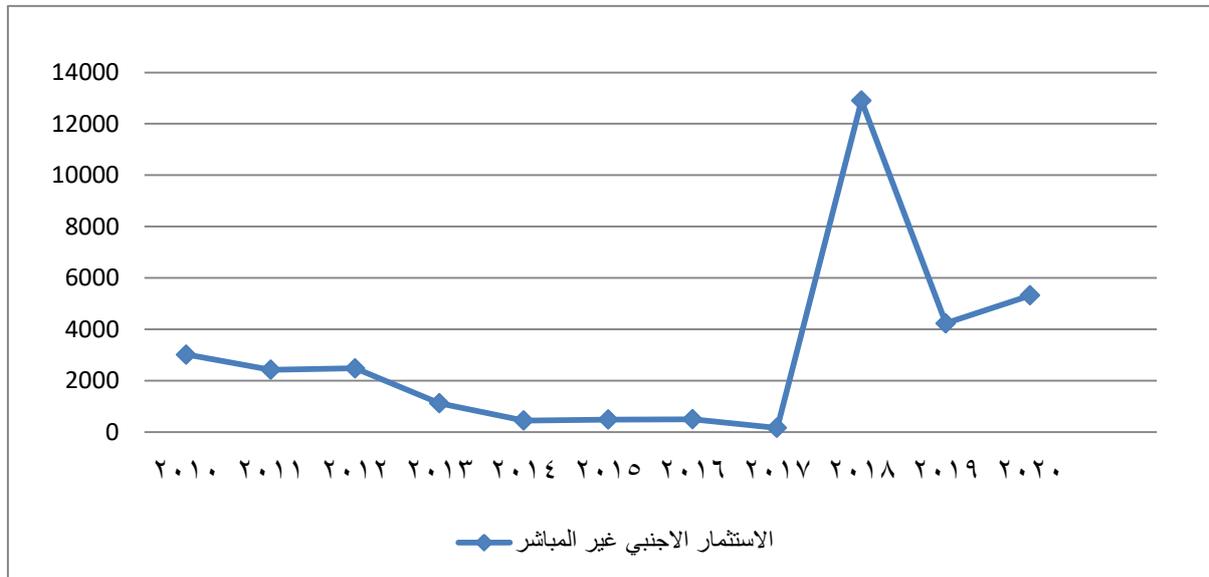
1 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2011 ، مصدر سابق ، ص أ .
2 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، (2012-2013) ، مصدر سابق ، ص 5 .
3 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2013-2014 ، مصدر سابق ، ص 7 .
4 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2015 ، مصدر سابق ، ص 5 .
5 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2016 ، مصدر سابق ، ص 1 .
6 - صندوق النقد العربي ، ابو ظبي ، 2017 ، التقرير السنوي ، تقرير الاستقرار المالي ، مصدر سابق ، ص 136 .

المستثمر وتغطية الخسارة المالية الفعلية لعملاء وشركات الاوراق المالية ضد المخاطر المرتبطة بنشاط الشركات ومنها الافلاس والتعثر . (1)

وفي عام (2019) انخفض المؤشر ليصل الى (4230.1) مليون دولار ويعود سبب الانخفاض الواضح الى تباطؤ الاقتصاد العالمي وخروج الاستثمارات بسبب حالة القلق والتوتر وتردد بعض المستثمرين من استثمار اموالهم نتيجة انعكاس توقعاتهم الايجابية الى سلبية في جانب الاستثمار بسبب انتشار (كوفيد 19) والتوتر العالمي . (2)

وفي عام (2020) ارتفع المؤشر على الرغم من تداعيات الازمة الصحية ليصل الى (5321.2) مليون دولار وذلك بسبب ان الاقتصاد المصري استطاع استيعاب تبعات جائحة (كوفيد 19) وساهم ذلك في انخفاض مخاطر الاستثمارات الاجنبية وعدم تكوّن المخاطر الخاصة بتقلب رؤوس الاموال والحفاظ على موارد العملة الاجنبية . (3)

شكل (7) صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (5)

1 - صندوق النقد العربي ، ابو ظبي ، التقرير السنوي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2017 ، مصدر سابق ، ص 139 .
2 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2018 ، مصدر سابق ، ص 13 .
3 - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2020 ، مصدر سابق ، ص 1 .

جدول (6) معاملات المستثمرين الاجانب ونسبة تعاملهم

السنة	معاملات المستثمرين الاجانب / مليون دولار	نسبة تعاملات المستثمرين الاجانب من الاستثمار %
2010	550.1	15.1
2011	320.1	5.5
2012	670.9	28.1
2013	299.4	21.5
2014	295.0	20.9
2015	330.8	22.6
2016	450.0	27.8
2017	530	28.6
2018	567.6	45.2
2019	550.3	43.3
2020	579.2	47.1

المصدر : الجدول من اعداد الباحثة بالاعتماد على

- صندوق النقد العربي ، ابو ظبي ، التقرير العربي الموحد لسنوات مختلفة .

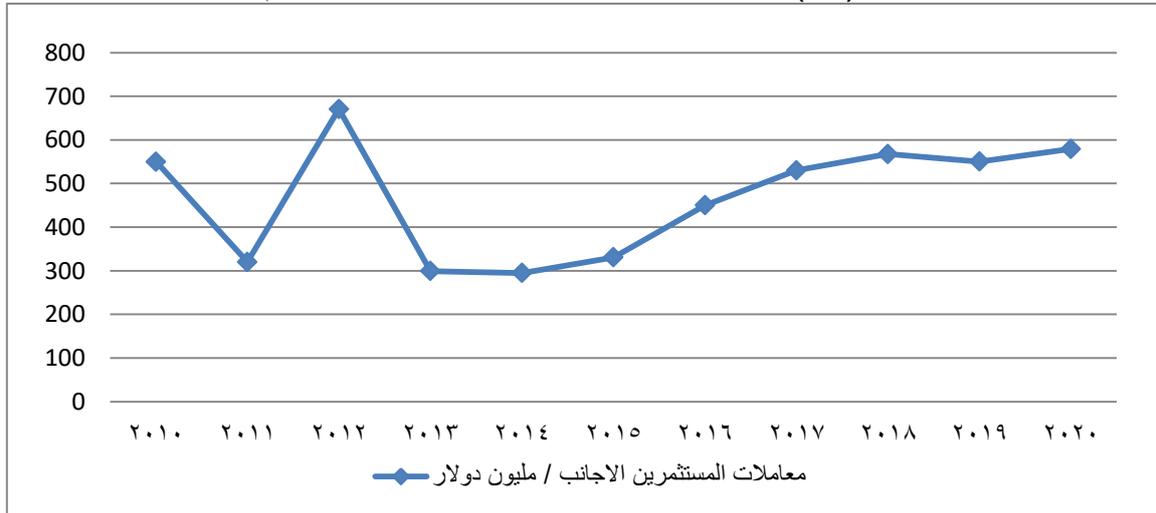
نلاحظ من خلال الجدول (6) ان معاملات المستثمرين الاجانب في مصر تمثل حالة من التذبذب بين ارتفاع وانخفاض ففي عام (2011) انخفضت معاملات المستثمرين الاجانب لتصل الى (320.1) مليون دولار مقابل (550.1) مليون دولار عام (2010) ، وكذلك انخفاض نسبة تعاملات الاجانب من الاستثمار حتى وصلت الى (5.5) % بعدما كانت (15.1) % . ويعزى سبب ذلك الانخفاض الى احداث ثورة (2011) م اذ كان الاقتصاد المصري يمر بحالة عدم الاستقرار الامني ، والذي اثر بشكل سلبي في الاستثمار الاجنبي غير المباشر⁽¹⁾ . اما في عام (2012) شهدت معاملات المستثمرين الاجانب ارتفاعا اذ وصلت الى (670.9) مليون دولار ، وبلغت نسبة تعاملات الاجانب من الاستثمار (28.1) % وسبب هذا الارتفاع هو ان الوضع السياسي اخذ بالاستقرار ، ونتيجة كفاءة الاسواق المالية المصرية والتي زادت من ثقة المستثمرين وزيادة رؤوس الاموال الاجنبية مما ادى الى زيادة تعاملات الاجانب⁽²⁾

¹ - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، 2011 ، مصدر سابق ، ص 4 .
² - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، 2012 ، مصدر سابق ، ص 5 .

وفي الاعوام (2013 – 2014) انخفضت معاملات المستثمرين الاجانب لتصل الى (299.4) ، (295.0) مليون دولار على التوالي . وان نسبة تعاملات الاجانب قد وصلت الى (21.5)، (20.9) % وان سبب الانخفاض ذلك يعود الى ان المستثمرين قاموا باسترداد اموالهم وتحويلها الى الخارج نتيجة انعكاس التوقعات الايجابية الى سلبية⁽¹⁾ . لتشهد بعد ذلك معاملات المستثمرين الاجانب ارتفاعا للأعوام (2015 – 2018) اذ وصلت الى (330.8) ، (450.0) ، (530.6)، (567.6) مليون دولار على التوالي . وبلغت نسبة تعاملات الاجانب من الاستثمار خلال هذه الاعوام بنسبة تتراوح بين (22.6 – 43.3) % ويعزى سبب الارتفاع هذا الى ان البورصة المصرية اصدرت تعليمات جديدة لحماية المستثمر وتغطية الخسارة المالية للمستثمرين ضد المخاطر والافلاس والتعثر⁽²⁾ .

اما في عام (2019) انخفضت معاملات الاجانب لتصل الى (550) مليون دولار، وبلغت نسبة تعاملات الاجانب من الاستثمار الى (43.3) % وان سبب الانخفاض هو هي حالة التوتر والقلق التي اصابته الاسواق المالية العالمية وتردد بعض المستثمرين من استثمار اموالهم⁽³⁾ . لترتفع معاملات المستثمرين الاجانب الى (579.2) مليون دولار وبلغت نسبة تعاملات الاجانب من الاستثمار (47.1) ويعزى سبب الارتفاع الى ان الاقتصاد المصري استطاع استيعاب جائحة كورونا ، واتبع سياسات لتخفيض مخاطر الاستثمارات الاجنبية .

شكل (8) معاملات المستثمرين الاجانب ونسبة تعاملهم



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (6)

¹ - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، 2013 ، مصدر سابق ، ص 5 .
² - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، 2018 ، مصدر سابق ، ص 13 .
³ - البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، 2019 ، مصدر سابق ، ص 25 .

رابعاً – مؤشرات الاستقرار المالي في جمهورية مصر العربية :

تعد مؤشرات الاستقرار المالي بمثابة نظام انذار مبكر يقلل من حدوث الأزمات ، فضلاً عن تخفيض تكاليف معالجة آثار تلك الازمات ، لذلك اصحبت معظم السلطات الرقابية تولي اهتماماً بالغاً لموضوع مؤشرات الاستقرار المالي بهدف التعرف على التحديات التي قد يواجهها القطاع المالي . لذلك يقوم البنك المركزي المصري باحتساب مؤشر الاستقرار المالي باستخدام التطبيق التجريبي ، اذ يتم الاعتماد على اربع مؤشرات رئيسية و (18) مؤشر فرعي وأهم هذه المؤشرات (1) .

1. مؤشرات اداء القطاع المصرفي .
2. مؤشرات الاقتصاد الكلي .
3. مؤشرات تطور الاسواق المالية .
4. مؤشرات أخرى .

ويوضح الجدول (7) المتغيرات الداخلة في تكوين الاستقرار المالي في مصر

جدول (7) مكونات مؤشر الاستقرار المالي لدى البنك المركزي المصري

الوزن النسبي	مؤشرات أخرى	الوزن النسبي	مؤشرات تطور الاسواق المالية	الوزن النسبي ي	مؤشرات الاقتصاد الكلي	الوزن النسبي ي	مؤشرات اداء القطاع المصرفي
10%	- معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي – معدلات التخضم للشركاء التجاريين الرئيسيين لمصر (الامارات العربية المتحدة والصين والمملكة المتحدة والامريكية وتركيا والسعودية والمانيا وسويسرا وفرنسا واطاليا وروسيا)	19%	- تطور الاسواق المالية نسبة رأس المال السوقي الى الناتج المحلي الاجمالي - نسبة التقلبات في البورصة المصرية - نسبة القيمة السوقية للاسهم الى العائد على الاسهم - مؤشر مبادلة مخاطر الائتمان	33%	- معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي - معدل التضخم العام - نسبة الائتمان الخاص - نسبة عجز الموازنة - نسبة الدين العام المحلي - ميزان المعاملات الجارية الى الناتج المحلي الاجمالي الاسمي - نسبة صافي الاحتياطات الاجنبية الى الدين الخارجي قصير الاجل .	38%	- معدل كفاية رأس المال - نسبة اجمال القروض غير المنظمة الى اجمالي القروض - نسبة التغطية - نسبة السيولة بالعملة المحلية والعملات الاجنبية . - نسبة المصروفات الادارية الى صافي ايرادات النشاط . - نسبة صافي الارباح الى حقوق المساهمين - نسبة التركيز في جانب الاصول لأكبر 5 بنوك

المصدر : صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي للدول العربية، ابو ظبي ، 2019 ، ص 230

¹ - صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي للدول العربية ، ابو ظبي ، 2021 ، 237-238 .

خامسا- تحليل احتساب مؤشر الاستقرار المالي في مصر:

يعكس مؤشر الاستقرار المالي مدى استقرار الظروف المالية الكلية الحالية ، حيث انه لا يستخدم في التنبؤ بفترات الضغط المالي ، وتم بناء المؤشر كمقياس كمي مركب من (21) متغير ، اذ تم بناء المؤشر عن طريق استخدام طريقة (التطبيق التجريبي) حيث تم استخدام القيمة العكسية للمتغيرات التي تؤثر بشكل سلبي على الاستقرار المالي ، اذ يتم احتساب المؤشر بناءً على متوسط المتغيرات المختارة مرجحة بأوزان متساوية (1) .

ويشير اقتراب المؤشر من (1) الحد الاقصى الى درجة اعلى في الاستقرار المالي ، بينما يشير اقتراب المؤشر من (صفر) الحد الادنى الى مستوى أقل للاستقرار المالي .

جدول (8) المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في مصر ومؤشراته الفرعية

البيان	2016	2017	2018	2019	2020
*المؤشر التجميعي	0.42	0.57	0.52	0.60	0.53
*مؤشر القطاع المصرفي	0.2	0.2	0.19	0.2	0.2
*مؤشر الاقتصاد الكلي	0.1	0.2	0.18	0.2	0.18
*مؤشر سوق راس المال	0.08	0.11	0.10	0.14	0.10
*مؤشرات اخرى	0.04	0.06	0.05	0.06	0.05
*نسبة مساهمة مؤشر سوق راس المال	%19	%19	%19	%23	%18

المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد وعلى

- صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي للدول العربية ، ابو ظبي، 2021 ، ص 238 .

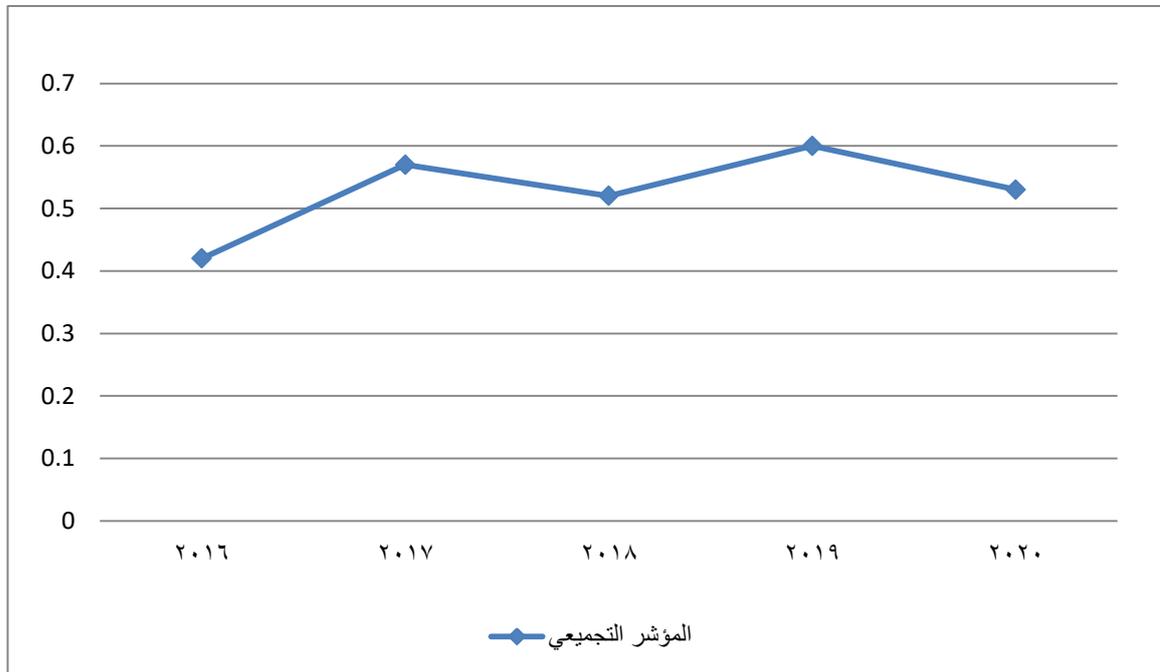
* تم حسابها من قبل الباحثة .

نلاحظ من خلال الجدول (8) مؤشر الاستقرار المالي (المؤشر التجميعي) في حالة تذبذب خلال مدة الدراسة . وسنركز على (مؤشر سوق رأس المال) لانه يمثل اساس الدراسة في التأثير على الاستقرار المالي .

¹ - البنك المركزي المصري ، تقرير الاستقرار المالي ، 2018 ، ص 13 .

ارتفع المؤشر التجميحي للاستقرار المالي للاعوام (2017 – 2019) ليصل الى (0.57 ، 0.60) نقطة على التوالي مقارنة بعام 2016 والبالغ (0.42) نقطة . وكذلك ارتفاع مؤشر سوق رأس المال وبقية المؤشرات الاخرى التي ادت ارتفاع المؤشر . اذ بلغت نسبة مساهمة مؤشر سوق رأس المال تتراوح بين (19% - 23%) وهي نسبة مرتفعة لمساحة مؤشر سوق رأس المال في تحقيق الاستقرار المالي . ليشهد المؤشر انخفاضاً في عامي (2018 – 2020) ليصل الى (0.52 ، 0.53) نقطة على الترتيب ويبلغ مؤشر سوق المال (0.10 ، 0.10) لتبلغ نسبة مساهمة المؤشر بين نسبة تتراوح بين (18 – 19) % ، ويعزى سبب الانخفاض هذا الى عدة اسباب منها تراجع المؤشرات الفرعية المكونة للمؤشر التجميحي لتأثرها بتبعات جائحة كارونا وتأثيرها على الاقتصاد العالمي بصورة عامة والاقتصاد المصري بصورة خاصة . اذ سجل معظم الشركاء التجاريين لمصر معدلات نمو سالبة للنتائج المحلي الاجمالي ، وكذلك مؤشر الاسواق المالية شهد انخفاضاً ملحوظاً نتيجة الاضطرابات التي شهدتها الاسواق المالية الناشئة ومنها الاسواق المالية لمصر ، وخروج رؤوس الاموال الاجنبية مما ادى الى تقلبات العائد للبورصة المصرية وانخفاض النسبة رأس المال السوق الى الناتج المحلي الاجمالي (1) .

شكل (9) المؤشر التجميحي للاستقرار المالي في مصر



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (8)

¹ - صندوق النقد المصري ، تقرير الاستقرار المالي للدول العربية ، ابو ظبي، 2021 ، مصدر سابق ، 238 .

المبحث الثاني : تحليل مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي في الامارات العربية المتحدة

اولاً - الاسواق المالية في دولة الامارات العربية المتحدة :

يوجد في دولة الامارات العربية المتحدة سوقين للأوراق المالية احدهما في أبوظبي ويسمى (سوق أبوظبي للأوراق المالية) والآخر في دبي ويطلق عليه (سوق دبي للأوراق المالية) .

1- سوق ابوظبي للأوراق المالية :

نشأ سوق ابوظبي للأوراق المالية وفق القانون المرقم (3) لسنة (2000) م وبموجب هذا القانون يتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والاداري والصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه . وتم انشاءه في (2000/11/15) ويهدف السوق الى اتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والاموال الفائضة في الاوراق المالية لخدمة الاقتصاد الوطني وثقة وسلامة المعاملات المالية لضمان تفاعل قوى العرض والطلب وحماية المستثمرين والتعامل السليم وتنمية الوعي الاستثماري لتوجيه الادخارات الى القطاعات المنتجة والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي اذ تم تشكيل اول مجلس ادارة للسوق بموجب القرار المرقم (8) لعام (2000) م . (1)

2- سوق دبي للأوراق المالية :

نشأ سوق دبي للأوراق المالية بموجب القرار المرقم (14) لسنة (2000) م كمؤسسة ذات شخصية مستقلة ، ويعمل السوق كسوق ثانوي للتعامل بالاوراق المالية التي تصدر عن الشركات المساهمة ، وكذلك السندات التي تصدر من قبل الحكومة الاتحادية أو المحلية والمؤسسات المالية العامة في الدولة بهدف تنمية الاستثمارات المحلية وخلق الفرص الاستثمارية المتنوعة من خلال توفير السيولة اللازمة لذلك . (2)

وفي عام (2005) م تم تحويل سوق دبي الى شركة مساهمة في الامارات العربية المتحدة برأسمال يقدر بـ (8) مليار درهم وقد طرح نسبة (20%) من رأس المال للسوق للاكتتاب العام . ويعد هذا السوق أول سوق يتم منه طرح الاسهم للاكتتاب العام في الشرق الاوسط ، وأول سوق متوافق مع احكام الشريعة الاسلامية في العالم ، ويخضع الى هيئة الاوراق المالية والسلع في الامارات العربية المتحدة ،

1 - محمد حمو ، ورقة بحثية بعنوان (دور واهمية استهداف الاستثمار الاجنبي في دعم التنمية في الامارات) جامعة الشلف الجزائر ، 2018 ، ص 21 .
2 - سوق دبي المالي ، الكتيب التعريفي للمستثمرين " نظرة عامة على سوق دبي المالي " بلا سنة نشر ، ص 2 .

والتي لها السلطة في فرض الانظمة والمعايير الواجب تطبيقها من قبل سوق دبي للاوراق المالية اذ ان هناك تعاون وثيق جداً بينهما لفرض حماية المستثمرين وتوفير البيئة المناسبة للتداول . (1)

ويعد أول سوق مالي تأسس في الامارات العربية واستطاع ان يقدم خدماته في السوق الاولية والثانوية ويسعى ليعمل بمقاييس عالمية . (2)

ويهدف سوق دبي الى تحقيق عدة أهداف منها الاتي : (3)

- أ- تكوين وخلق سوق استثماري للاوراق المالية يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني .
- ب- تنظيم عمليات البيع والشراء للاوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات الغير شرعية ومحظورة (العمليات التي لا تخضع للقوانين والانظمة) .
- ج- توفير أعلى درجات للسيولة وذلك من خلال السماح لقوى العرض والطلب بالتفاعل الحر والعاقل بين المستثمرين .
- د- تطبيق وترسيخ قواعد السلوك المعني والانضباط بين الوسطاء والموظفين العاملين في السوق لتحقيق اعلى مستويات من الاستقامة وتوفير التدريب الملائم لها .
- هـ- جمع البيانات والمعلومات عن الاوراق المالية ، واعداد التقارير الخاصة بها بناءً على تلك المعلومات .

ويتخذ سوق دبي تعاملاته المعتمدة على الاوراق المالية الصادرة من القطاعات المشاركة في السوق وأهم هذه القطاعات هي (المصارف ، السلع الاستهلاكية ، الاستثمار ، الخدمات المالية ، الصناعة ، والتأمين ، العقارات ، الانشاءات والخدمات ، والاتصالات ، النقل ، والمرافق العامة ، والمواد) . (4)

ثانياً - مؤشرات اداء سوق دبي للاوراق المالية :

للقوف على تطور اداء سوق دبي للاوراق المالية يتطلب منا استعراض التطور الحاصل في مؤشرات هذا السوق خلال مدة البحث وكما يلي :-

1 - سوق دبي المالي ، مصدر سابق ، ص 3 .
2 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2019 ، ص 5 .
3 - سوق دبي المالي ، النشرة السنوية ، 2008 ، ص 1 .
4 - سوق دبي المالي ، النشرة السنوية ، 2014 ، ص 1 .

جدول (9)

مؤشرات سوق دبي للأوراق المالية (مليون دولار)

السنوات	المؤشر العام للاسعار	حجم التداول	القيمة السوقية	* معدل الدوران	عدد الشركات
2010	1629.96	18967	54202	34.9	64
2011	1353.39	8736	49032	17.8	64
2012	1622.53	13228	49523	26.7	67
2013	3371.43	43529	70686	61.5	55
2014	3774.00	10.868	87832	118.2	61
2015	3151.00	41253	83950	49.13	65
2016	3531.1	36239	92370	39.23	61
2017	3370.0	31362	107356	29.21	65
2018	2530.0	16267	93732	17.35	66
2019	2765.0	14468	102179	14.15	66
2020	2573.0	49536	96457	51.35	82

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية لسوق دبي للأوراق المالية لسنوات مختلفة للمدة (2010 – 2020) .
* حسب من قبل الباحث مع تحويل المبالغ من الدرهم الاماراتي الى الدولار الامريكي وبسعر الصرف الرسمي .

1- المؤشر العام لاسعار الاسهم :

يقيس هذا المؤشر المستوى العام لسوق دبي ومن خلال تتبع الجدول (9) نلاحظ ان المؤشر في عام (2010) فقد بلغ (1629.96) نقطة وذلك بسبب الركود التي شهدتها الاسواق المالية في دولة الامارات العربية (1) . رغم التطورات الايجابية على صعيد الاقتصاد الكلي فان الاسواق المالية بقيت تعاني من شح السيولة والمواجهة اليها والذي انعكس سلباً عليها بسبب استمرار هيمنة عدم الثقة في الاسواق المالية على مستوى العالم (2) وبعد ذلك شهد المؤشر ارتفاعاً ملحوظاً حيث ارتفع الى (1622.53) نقطة في عام (2012) اذ تمكن السوق من تجاوز تداعيات الازمة المالية العالمية مما ادى الى تحسين المناخ الاستثماري. (3)

1 - وزارة الاقتصاد ، تقرير التطورات الاقتصادية والاجتماعية بدولة الامارات، ص 53 .

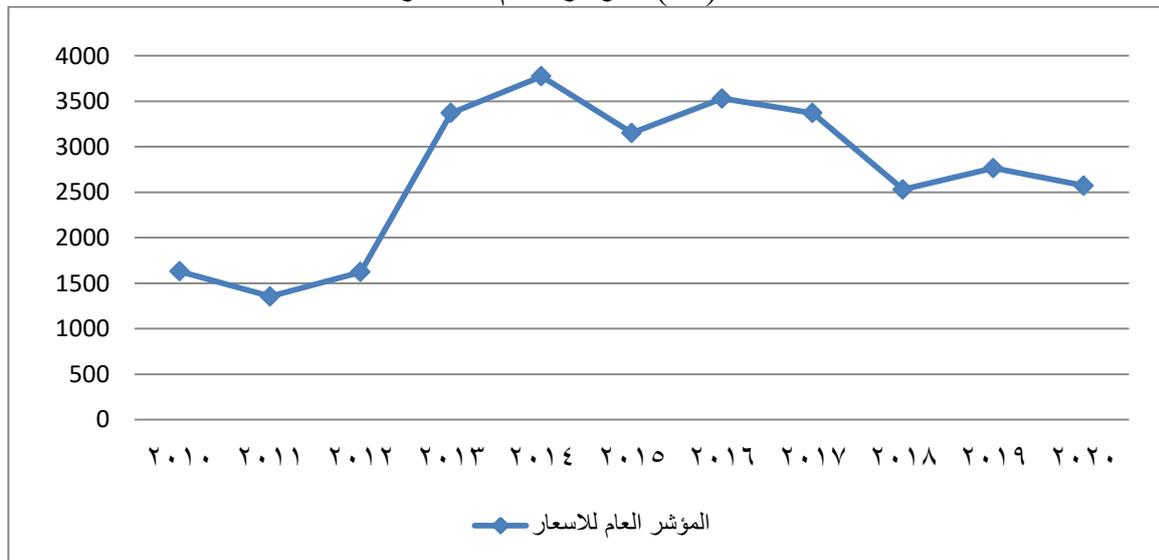
2 - التقرير السنوي ، سوق الأوراق المالية ، دبي ، 2010 ، ص 16 .

3 - وزارة الاقتصاد ، التقرير السنوي ، 2013 ، ص 37 .

ثم ارتفع المؤشر الى (3371.43) نقطة في (2013) وجاء هذا التحسن نتيجة الترقية التي شهدتها سوق دبي الى الاسواق الناشئة وفوز دبي بأستضافة معرض " اكسبو 2020 " * مما ساهم في تحسين اغلب القطاعات المدرجة في السوق وأهم هذه القطاعات هو قطاع الخدمات المالية والمصارف والعقارات والانشاءات .⁽¹⁾ واستمر نمو المؤشر حتى عام (2015) لينخفض الى (3151.00) نقطة وسبب الانخفاض هو انخفاض اسعار النفط العالمية وتأثر الاسواق المالية والاضطرابات السياسية والتي اثرت سلباً على الاسواق المالية ومنها بلدان الشرق الاوسط .⁽²⁾ واستمر المؤشر العام بالانخفاض حتى عاود الارتفاع عام (2019) ليصل الى (2765.0) نقطة بسبب تحسن النشاط الاقتصادي وسبب ارتفاع اضافة الى السبب السابق هو تنفيذ الخطة الاستراتيجية (2021) ودعم القرارات والقدرات التنافسية للسوق وتنويع خدماته وتهيئته على افضل نحو ممكن .⁽³⁾

اما في عام (2020) انخفض المؤشر العام ليصل الى (2573.0) نقطة وان سبب الانخفاض هو تأثير جائحة كورونا وحظر التجوال الذي عم اغلب بلدان العالم ، وقد أثر على سير عمل الاسواق المالية في كافة بلدان العالم .

شكل (10) المؤشر العام للاسعار



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (9)

* معرض اكسبو :- وهو معرض عالمي يقام كل خمسة اعوام من اجل عرض الابتكارات والاهتمام بالتنمية المستدامة وتحسين مستوى المعيشة للبشر في العالم ، اذ انه يجمع كل الدول والثقافات المختلفة من كل قارات العالم ، اذ انه يجمع كل الدول والثقافات المختلفة من كل قارات العالم ، ويعتبر هذا المعرض محفزاً لعمليات التحول الاقتصادي والثقافي والاجتماعي ، واقيم هذا المعرض الاول مرة في لندن عام (1851) تحت عنوان " المعرض العظيم لمنتجات الصناعة من دول العالم " وتمت اقامته في دبي عام (2020) تحت شعار " شعار " تواصل العقول وصنع المستقبل " . للمزيد انظر الى وزارة الاقتصاد ، التقرير السنوي ، 2013 ، ص38 .

¹ - صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2013 ، ص 156 .

² - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2015 ، ص 9 .

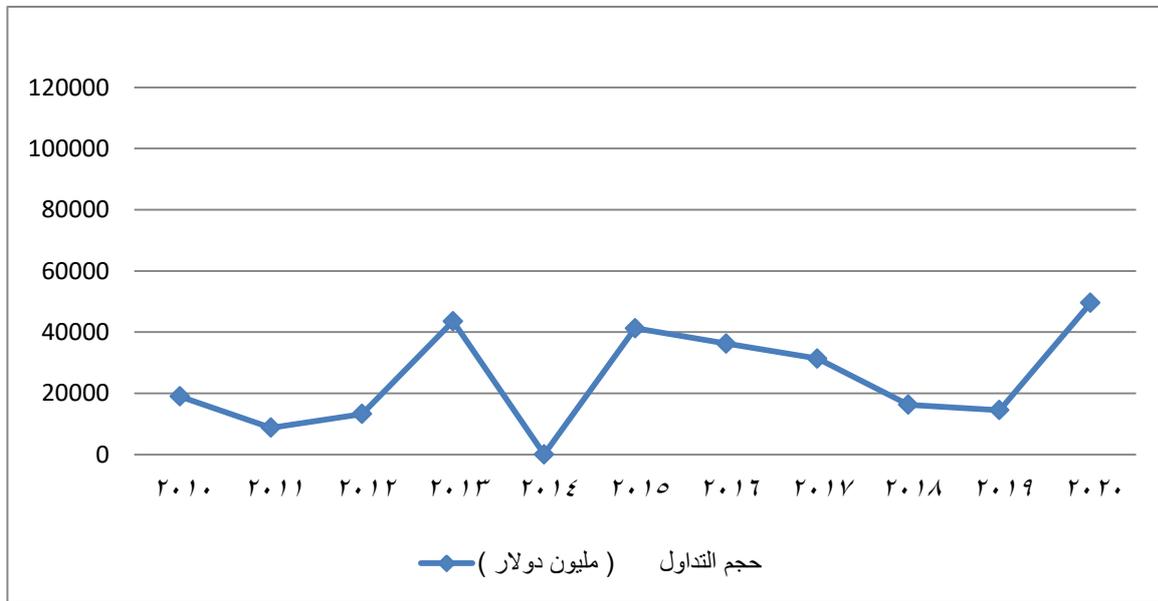
³ - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2019 ، ص 14 .

2- مؤشر حجم التداول :

يبين هذا المؤشر سيولة سوق دبي للاوراق المالية اذ يتضح لنا من الجدول (9) ان مؤشر حجم التداول قد شهد انخفاضاً في اغلب سنواته من حيث القيمة . اذ بلغ حجم التداول

استمر حجم التداول بالانخفاض حتى عام (2012) اذ وصل الى (13228) مليون دولار واستمر الارتفاع ليصل في عام (2013) وحجم تداول يقدر بـ (43529) مليون دولار ليعاود الانخفاض عام 2015 ليصل الى (41253) مليون دولار ويستمر الانخفاض للسنوات التالية ويعزى سبب الانخفاض الى متغيرات طارئة بعيدة الصلة عن واقع الاقتصاد الوطني الذي يتسم بقوة مقوماته الاساسية . الا ان تراجع اسعار النفط العالمية والمخاوف بشأن تباطؤ النمو في الصين وانعكاساته على الاقتصاد العالمي مما اثر على الاسواق العالمية بصورة كبيرة⁽¹⁾ ، واستمر الانخفاض في حجم التداول في الاعوام (2016 ، 2017 ، 2018 ، 2019) ليصل الى (36239 ، 31362 ، 16267 ، 14468) مليون دولار ليعاود المؤشر الارتفاع عام (2020) ليصل الى (49536) مليون دولار نتيجة تحسن الاوضاع ونجاح لافقت يعكس السوق قدرته على التزايد في جذب واستقطاب مؤسسات استثمارية جديدة الامر الذي ييشر بمزيد من الزخم لنشاط السوق على الرغم من وجود جائحة كورونا الا ان التعامل الالكتروني اختصر الكثير في الوقت.⁽²⁾

شكل (11) مؤشر حجم التداول



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (9)

¹ - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2015 ، مصدر سابق ، ص 1 .
² - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2019 ، مصدر سابق ، ص 20 .

3- القيمة السوقية للاسهم:

وتعبر القيمة السوقية عن حجم السوق اما الاعوام (2011) شهد المؤشر انخفاضاً اذ أنخفض مؤشر القيمة السوقية الى (49032) مليون دولار عن العام الذي يسبقها نتيجة لبوادر الأزمة المالية العالمية حيث شهد السوق حركة تصحيحية مما أدى الى انخفاض مؤشر القيمة السوقية ⁽¹⁾ . واستمر الانخفاض التدريجي حتى وصل الى (54202) مليون دولار في عام (2010) بسبب التأثير بالازمة المالية الاخيرة وهذا يعكس مدى حذر المستثمرين ⁽²⁾ . وفي عام (2012) شهد المؤشر ارتفاعاً طفيفاً حيث ارتفع بنسبة (1%) ليصل الى (49523) مليون دولار وتلاها العامين (2013 ، 2014) بالارتفاع اذ وصل مقدار القيمة السوقية الى (70686) ، (87832) مليون دولار على الترتيب. وهذا ما يعكس التحسن في المناخ الاستثماري لهذه الاعوام. ⁽³⁾

اما في عام (2015) فقد انخفضت القيمة السوقية لتصل الى (83950) مليون دولار ويعود سبب الانخفاض الى هيمنة الظروف غير المواتية رغم ما يقارب السبع السنوات على الازمة المالية العالمية الا ان الاضطرابات السياسية في العديد من الدول اثرت وبشكل مباشر وخاصة في منطقة الشرق الاوسط وانسجاماً مع التباين الكبير الذي يخص الاداء الاقتصادي من دولة الى اخرى فقد كان اداء الاسواق المالية متباين ايضاً ⁽⁴⁾ . وارتفعت القيمة السوقية لتصل الى تفاوتات متقاربة بين الارتفاع والانخفاض الطفيف حتى وصلت الى (92370 ، 107356 ، 93732 ، 102179 ، 96457) مليون دولار للسنوات من (2016 – 2020) وعلى التوالي ويعزى سبب الارتفاع الى تحسن النشاط الاقتصادي والى ان فتحت الباب امام شركات المناطق الحرة الناشطة في القطاعات الاقتصادية المتنوعة للاستفادة من المزايا العديدة التي تزيد من تطور سوق دبي للاوراق المالية. ⁽⁵⁾

1 - وزارة الاقتصاد ، مصدر سابق ، ص 53 .

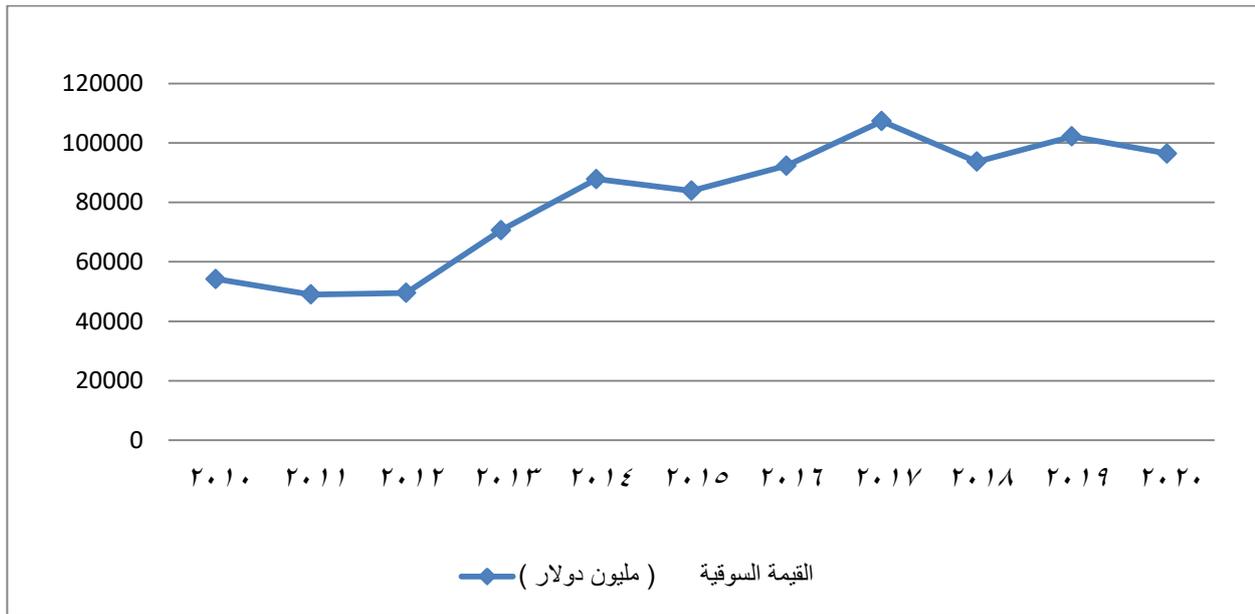
2 - وزارة الاقتصاد ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2011 ، ص 28 .

3 - وزارة الاقتصاد ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2013 ، مصدر سابق ، ص 37 .

4 - التقرير الاقتصادي السنوي ، 2005 ، مصدر سابق ، ص 8 .

5 - سوق دبي المالي ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2019 ، مصدر سابق ، ص 15 .

شكل (12) مؤشر القيمة السوقية



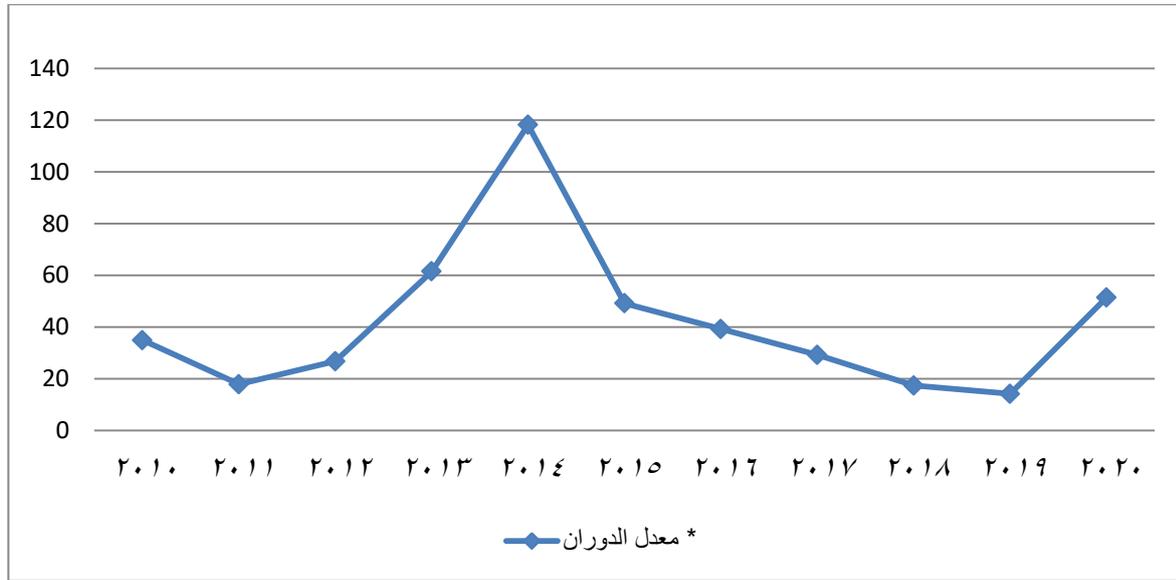
المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (9)

4- مؤشر معدل الدوران :

يعبر هذا المؤشر عن مدى السيولة في السوق المالي الذي يقاس بنسبة حجم التداول الى القيمة السوقية ويظهر من الجدول (9) ان السوق المالي في دبي ان هذا المؤشر كان متذبذباً بين الارتفاع والانخفاض ففي عام (2015) انخفض معدل الدوران الى (49.13) نتيجة لانخفاض القيمة السوقية وحجم التداول بسبب تأثر الاسواق المالية باضطرابات الاسواق العالمية وانخفاض اسعار النفط⁽¹⁾ ، واستمر الانخفاض للاعوام (2016 ، 2017 ، 2018 ، 2019) اذ بلغ (39.23 ، 29.21 ، 17.35 ، 14.15) على التوالي نتيجة انخفاض نسبة حجم التداول والقيمة السوقية ليعاود بعدها الارتفاع في عام 2020 ليصل الى (51.35) نتيجة التحسن في كل من نسبة حجم التداول .

¹ - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2015 ، مصدر سابق ، ص 8 .

شكل (13) مؤشر معدل الدوران



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (9)

5- مؤشر عدد الشركات :

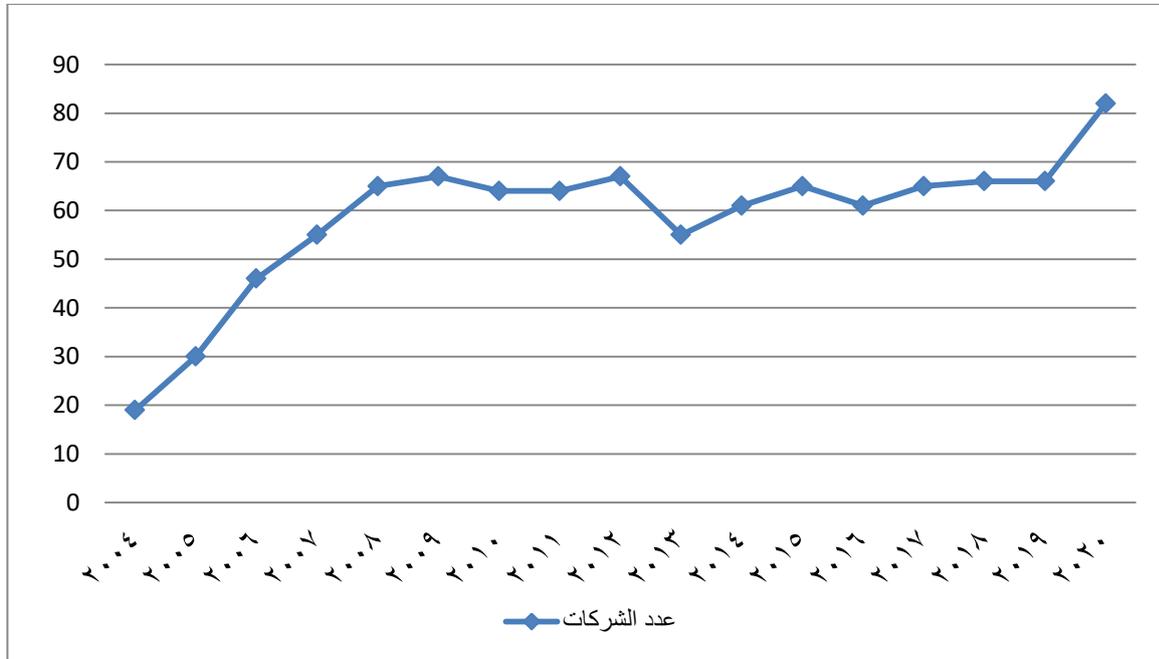
ويعد من المؤشرات التي تعبر عن حجم السوق المالي الى جانب مؤشر القيمة السوقية وفي ما يخص سوق دبي للأوراق المالية نجد ان هذا المؤشر قد ارتفع خلال السنوات الاولى اذا كان عدد الشركات في عام (2010) اذ بلغ (64) شركة نتيجة حذف وخروج عدد من الشركات لعدم التزامها بالانظمة والقوانين والتعليمات السائدة في السوق وشهد هذا المؤشر تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض حتى عام (2015) اذ بلغت عدد الشركات (65) شركة ويعزى سبب الزيادة في عدد الشركات هو على الرغم من غياب الاكتتاب العام الاولي لهذه السنة الا انه تم ادراج مساهمة اربع شركات جديدة تنتمي لقطاعات حيوية لم تكن ممثلة في السوق من قبل مثل (السياحة والتعليم والصحة والتجزئة) وحافظ السوق على جاذبية كوجهه مفضلة للشركات الساعية الى الادراج وهذا يعكس مدى ثقة شركات المساهمة العامة والخاصة على حد سواء في السوق كمنصة رائدة للتفاعل بين المستثمرين والشركات ليس على المستوى المحلي بل وحتى خارج الامارات يفضل تكامل البنية الاساسية وتقوم الانظمة التقنية ورفي الخدمات بما يصارع اكثر الاسواق العالمية تطوراً. ^(1)

واستمر مؤشر عدد الشركات بالارتفاع حتى عام (2020) اذ بلغ عدد الشركات (2017 ، 2018 ، 2019 ، 2020) ليصل على (65 ، 66 ، 66 ، 82) على التوالي ويعزى سبب الارتفاع الى ان ادراج عدد من الشركات المساهمة في سوق دبي للأوراق المالية ولان عام 2019 يعد عام تكريس للريادة في مجال

¹ - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2015 ، مصدر سابق ، ص 2 .

تطوير الاسواق المالية في الدولة ويفضل ثقة المستثمرين وتأسيس شركات مستقلة ترتقي بالتميز والرقى المؤسسي في السوق والتي تهدف الى آفاق جديدة. (1)

شكل (14) مؤشر عدد الشركات



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (9)

ثالثاً- الاستثمار الاجنبي غير المباشر في دولة الامارات العربية المتحدة .

تتمتع دولة الامارات العربية بشكل عام بانها ذات بيئة محفزة وجاذبة للاستثمار الاجنبي غير المباشر من خلال ما يتوفر لديها من البنى التحتية والمؤهلات التي تجعل المستثمر مطمئن في ممارسة الاعمال والاموال للاستثمار في الاسواق المالية الا ان العديد من التحديات التي واجهت الاسواق المالية العالمية آثرت بشكل سلبي على اسواق البلدان الاخرى .

من خلال الجدول (10) نلاحظ ان صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر في دولة الامارات العربية المتحدة في حالة تذبذب صعوداً وهبوطاً لاسباب قد تكون اقتصادية او سياسية او دولية أو محلية . ففي عام (2010 – 2011) أنخفض صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر ليصل الى (981 ، 681) مليون دولار على التوالي وان سبب الانخفاض يعود الى عدة اسباب منها انخفاض الاستثمارات بسبب اتساع هامش الشك وعدم اليقين بسبب تداعيات الازمة المالية العالمية الأمر الذي انعكس سلباً على الاستثمارات الاجنبية

¹ - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2019 ، مصدر سابق ، ص 14 .

غير المباشرة والاعلان المستمر عن المؤسسات المتضررة وبرامج اعادة الهيكلية التي صحبت الاصلاح اوضاع هذه المؤسسات كلها عوامل أدت الى تأخير استعادة ثقة المستثمرين من التمويل اللازم مما زاد من حدة التأزم والتردد عن الاقدام الى الاستثمارات الجديدة ، وتعرض الامارات العربية الى هجمات اعلامية شرسة من جهات خارجية للتشكيك والتضليل على قدرتها في تجاوز الازمة وتأثيرها على مستقبل الاستثمار فيها . (1)

الجدول (10) صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الامارات العربية (مليون دولار)

السنوات	صافي الاستثمار اجنبي غير مباشر*
2010	981
2011	681
2012	981
2013	1117
2014	1253
2015	1089
2016	1198
2017	1280
2018	1089
2019	1117
2020	1089

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على

- مصرف الامارات العربية المتحدة ، التقرير السنوي لسنوات مختلفة للمدة (2010 – 2020) .

* تم تحويل المبالغ من الدرهم الاماراتي الى الدولار الامريكي وحسب سعر الصرف الرسمي .

ونتيجة تزايد تبعات الازمة المالية العالمية وتأثيرها في الاسواق المالية وانعكاس ذلك على شح السيولة المالية واحجام المستثمرين في الاوراق المالية وتباين المؤشرات صعوداً ونزولاً وخاصة في البورصات العالمية وتركز العمل على قطاعات المال والمصارف والبناء والتشييد والعقارات . (2)

اما في عام (2012-2014) ارتفع صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر ليبلغ (981 ، 1117 ، 1253) مليون دولار على الترتيب ويعزى سبب الارتفاع الى الادراك المتزايد المنعكس لدى المستثمرين للقيم الكامنة التي يوفرها سوق الاوراق المالية الاماراتي . اذ جاء سوق دبي في صدارة الاسواق المالية

1 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2009 ، مصدر سابق ، ص 7 .

2 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2011 ، مصدر سابق ' ص 16 .

الاقليمية الافضل في عام (2012) .⁽¹⁾ وزيادة عدد الاستثمار (المستثمرين) بسبب اعتماد بطاقة (آيفستر شباب) * وكذلك تصنيف دولة الامارات العربية المتحدة كسوق مالي عالمي ناشئ من قبل المؤسسات الكبرى مثل مؤسس (ام اس سي اي) (MSCE) ومؤسسة (اس اند بي داوجونز) (S and B Dojuns) ادراكاً من تلك المؤسسات لما يمتلكه السوق من بنى تحتية متكاملة وفق أفضل الممارسات للاسواق المالية وان هذا التطور يدل على قوة الاسواق المالية والمؤسسات الاستثمارية في الامارات العربية مما ادى الى جذب المستثمرين خلال هذه الفترة اذ شهدت اقبالاً واسعاً.⁽²⁾

اما في عام 2015 أنخفض المؤشر حتى وصل الى (1089) مليون دولار ويعود سبب الانخفاض الى تدني اسعار النفط وحالة عدم اليقين وجمود وتردد بعض المستثمرين والتحفظ بما لديهم من سيولة نتيجة تأثير المستثمرين باحوال الاسواق العالمية.⁽³⁾

بينما عامي (2016 – 2017) شهد المؤشر ارتفاعاً اذ بلغ (1198 ، 1280) مليون دولار ويعود سبب الارتفاع الى مواجهة التحديات التي تعاني منها الاسواق المالية وعلى الرغم من تدني اسعار النفط العالمية وشحة السيولة الا ان الثقة العالمية للمستثمرين في اقتصاد دولة الامارات العربية ساهمت في جذب مستثمرين جدد واستمر الحضور النشط للمستثمرين الاجانب.⁽⁴⁾

وفي عام 2018 انخفض المؤشر مجدداً ليصل الى (1089) مليون دولار وان سبب الانخفاض يعود الى الاجواء التي انعكست سلباً على أداء غالبية الاسواق العالمية والتي ادت الى تردد عدد من المستثمرين الاجانب بسبب حالة عدم اليقين.⁽⁵⁾

اما في عام (2019) ارتفع المؤشر ليصل الى (1117) مليون دولار فإن سبب الارتفاع يعود الى ان السوق الاماراتي قام من اجل الحفاظ على جذب المستثمرين بعقد مؤتمرين للمستثمرين العالميين في (نيويورك ولندن) بما يعكس ثقة المستثمرين في المناخ الاستثماري والاقتصادي لدولة الامارات العربية المتحدة مقدرته المتزايدة في استيعاب المزيد من الاستثمار لسوق الأوراق المالية.⁽⁶⁾

1 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2012 ، ص 2 .

2 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2014 ، ص 1 .

* هذه البطاقة مصممة لجلب جديد للمستثمرين اذ يقدم هذا السوق كل ما هو جديد وهي الخطوة الاولى من نوعها بين اسواق المال على الصعيد العالمي وهي بطاقة دفع مسبقة متوافقة مع الشريعة الاسلامية تمكن الشباب وتأهلهم على الاستثمار في سوق الأوراق المالية وهي عبارة عن بطاقة تعريف خاصة بعمليات المستثمر مع سوق دبي وتتيح الحصول على العديد من المزايا وتزويدهم بأختيار عمليات البيع والشراء عبر الانترنت والدفع على المستوى العالمي عن طريق أي جهة تقبل الفيزا . للمزيد انظر الى سوق دبي المالي التقرير السنوي ، 2014 ، ص 1 .

3 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2015 ، ص 7 .

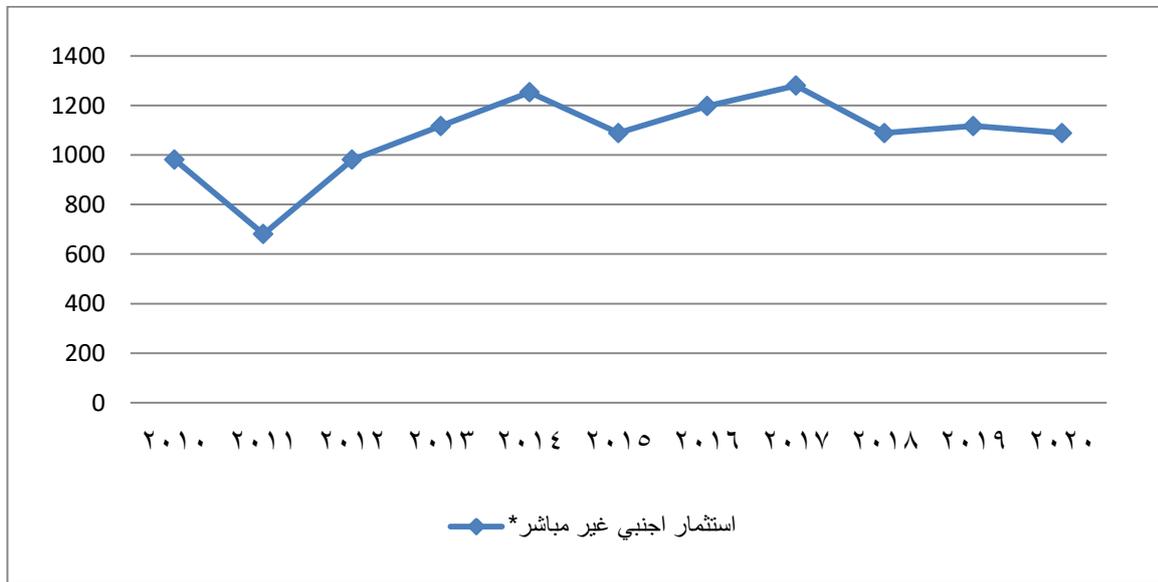
4 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2017 ، ص 13 .

5 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2018 ، مصدر سابق ، ص 15 .

6 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2019 ، مصدر سابق ، ص 16 .

لينخفض المؤشر مجدداً في عام (2020) ويصل الى (1.089) مليون دولار ويعد هذا الانخفاض بسيط بالنسبة لاسباب الجائحة (كارونا) على الرغم من الظروف الصحية السيئة التي ضربت العالم العربي والاجنبي باكماله الا ان سوق الامارات العربية استطاع جذب المستثمرين الاجانب والذين استحوذوا على (50%) من تداولاته ونجح من جني ثمار المنهجية الفعالة التي اعتمدها الامارات لتقليل آثار تداعي (الازمة الصحية) اذ كان للجهود التي بذلتها الامارات جهود مستمرة من خلال جذب الاستثمار الاجنبي عبر تنفيذ برنامج شامل للتميز في مجال علاقات المستثمرين بالتعاون مع الشركات المدرجة اذ نظم السوق مؤتمر للمستثمرين العالميين (2020) بالتعاون مع بنك (آتش اس . بي . سي) (HSBC) من خلال تقنيات الاتصال المرئي ويعد النظام الاوسع على الاطلاق في اسواق المال في دبي او عدد من المؤسسات وصناديق الاستثمار العالمية وتنوعها قطاعياً وجغرافياً وشاركت المؤسسات الاستثمارية العالمية في كل من الولايات المتحدة وبريطانيا واسيا من خلال سلسلة الاجتماعات الفردية اذ بلغ (162) اجتماعاً و (61) مؤسسة عالمية للاستثمار في مجموعة من الاصول لسوق الاوراق المالية (1).

شكل (15) الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الإمارات العربية



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (10)

¹ - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2020 ، ص 17 .

جدول (11) معاملات المستثمرين الاجانب ونسبة تعاملهم

السنة	معاملات المستثمرين الاجانب / مليون دولار	نسبة تعاملات المستثمرين الاجانب من الاستثمار %
2010	32.9	40.2
2011	30.7	39.1
2012	445.1	41.5
2013	463.0	42.6
2014	475.5	43.8
2015	96.6	41.3
2016	98.1	45.3
2017	326.6	46.3
2018	383.6	48.1
2019	770.0	48.6
2020	790	49.1

المصدر : الجدول من اعداد الباحثة بالاعتماد على

- صندوق النقد العربي ، ابو ظبي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنوات مختلفة .

من خلال ملاحظة الجدول (11) تكون معاملات الاجانب في حالة من الارتفاع والانخفاض وكذلك نسبة تعاملات الاجانب من الاستثمار فقد انخفضت معاملات الاجانب عام (2011) اذ وصلت الى (30.7) مليون دولار مقابل (32.9) مليون دولار عام (2010) ، وان نسبة تعاملات الاجانب انخفضت الى (39.1) % مقابل نسبة (40.2) % عام (2010) وان سبب الانخفاض هو شح السيولة المالية اثر الازمة المالية واحجام المستثمرين في الاوراق المالية ، وتباين المؤشرات صعودا ونزولا وخاصة في البورصات العالمية، وتركز العمل في قطاعات المال والمصارف والبناء والتشييد والعقارات⁽¹⁾.

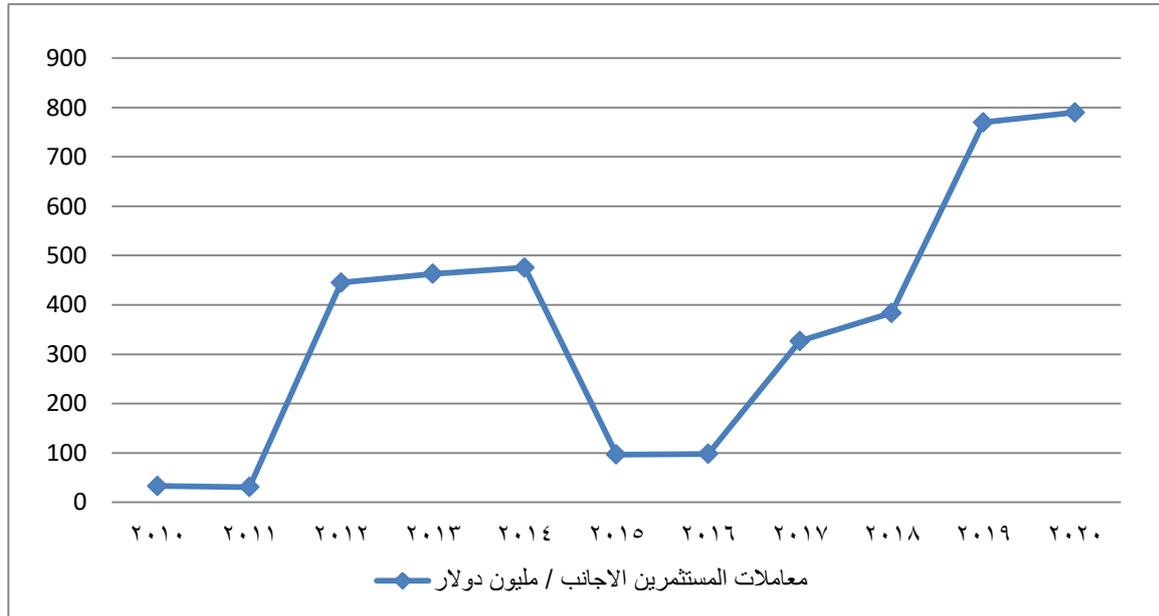
وفي الاعوام (2012- 2014) ارتفعت معاملات الاجانب اذ وصلت الى (445.1 ، 463.0 ، 475.5) مليون دولار على التوالي وارتفاع نسبة تعاملات الاجانب من الاستثمار للأعوام المذكورة حتى تراوحت بين (41.5 ، 43.8) % . ويعزى سبب الارتفاع الى الادراك المتزايد الذي انعكس على المستثمرين للقيم الكامنة

¹ - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2011 ، مصدر سابق ، ص 15 .

التي يوفرها سوق الاوراق المالية الاماراتي ، اذ جاء سوق دبي كأفضل سوق احتل الصدارة العالمية عام (2012)⁽¹⁾ . وكذلك اعتماد بطاقة (ايفستر شباب) وتصنيف دولة الامارات العربية المتحدة كسوق مالي عالمي ناشيء من قبل المؤسسات الكبرى لما يمتلكه السوق من بنى تحتية متكاملة وفق افضل الممارسات للأسواق المالية⁽²⁾ . وقد شهد العام (2015) انخفاض معاملات الاجانب حتى وصلت الى (96.6) مليون دولار وانخفاض في تعاملات الاجانب من الاستثمار اذ بلغت (41.3) % . ويعود سبب الانخفاض الى تدني اسعار النفط العالمية وتردد بعض المستثمرين ، والتحفظ بماليهم من اموال نتيجة تردي احوال السوق العالمية⁽³⁾ .

الان الاعوام التي شهدت ارتفاعا من (2016 – 2020) اذ بلغت تعاملات الاجانب تتراوح بين (98.1- 790.1) مليون دولار . وان نسبة تعاملات الاجانب من الاستثمار ارتفعت بسنة تتراوح بين (45.1- 49.1) % . ويرجع سبب الارتفاع رغم وجود وباء كارونا ، وتدني اسعار النفط وشحة السيولة الان الثقة العالية من قبل المستثمرين الاجانب بالاقتصاد الاماراتي ساهمت في جذب المستثمرين واستمرار الحضور النشط للاجانب المستثمرين⁽⁴⁾ .

شكل (16) معاملات المستثمرين الاجانب ونسبة تعاملهم



المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول (11)

1 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2012 ، مصدر سابق ، ص 2 .
 2 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2014 ، مصدر سابق ، ص 1 .
 3 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2015 ، مصدر سابق ، ص 7 .
 4 - سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2016 ، مصدر سابق ، ص 13 .

رابعاً – مؤشرات الاستقرار المالي في الامارات العربية المتحدة :

يقوم مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي بإعتماد مجموعة من المتغيرات التي يمكن من خلالها تحديد التحديات التي تواجه النظام المالي اذ اعتمدت انظمة جديدة لعملية الرقابة على المستوى الكلي والجزئي ، تمثلت في تطوير انظمة الانذار المبكر (المؤشر التجميعي) وذلك لتقييم مدى استقرار القطاع المالي ، وذلك باعتماد مجموعة من مؤشرات الاستقرار المالي المتكون من (18) متغير ، منها (10) مؤشرات تخص الاقتصاد الكلي و (3) مؤشرات تخص سوق رأس المال وكما هو موضح .

جدول (12) مكونات مؤشر الاستقرار المالي لدى مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي .

الوزن النسبي	مؤشرات سوق رأس المال	الوزن النسبي	مؤشرات الاقتصاد الكلي	الوزن النسبي	مؤشر القطاع المصرفي
16.6%	- القيمة السوقية للاسهم المدرجة في بورصة عمان - القيمة السوقية للاسهم الى الناتج المحلي الاجمالي	27.8%	- نمو الناتج المحلي الاجمالي - فجوة نسبة الائتمان الى الناتج المحلي الاجمالي - عجز الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي - مديونية الافراد بالنسبة الى دخلهم - التذبذب في الرقم القياسي لاسعار العقارات - معدل التخضم	55.6%	- كفاية راس المال - نسبة مخصص تدني التسهيلات الائتمانية الى اجمالي الاصول - نسبة صافي الاقتراض الاجنبي ما بين البنوك الى اجمالي القروض - نسبة الموجودات السائلة الى اجمالي الموجودات - نسبة القروض الى الودائع - نسبة العائد على الموجودات - المصاريف من غير الفوائد الى اجمالي الدخل - مؤشر احتمالية التعثر التقلب في القطاع المصرفي

المصدر : صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي في الدول العربية ،، ابوظبي، 2019 ، ص 198 .

خامساً – احتساب وتحليل مؤشر الاستقرار المالي في الامارات العربية المتحدة :

فيما يخص احتساب مؤشر الاستقرار المالي لدى مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي ، فيتم ذلك عن طريق معالجة (تسوية) المؤشرات الاحصائية يطرحها من متوسطها ، ومن ثم قسمتها على انحرافها

المعياري ومن ثم جمعها كل حسب تأثيرها (سالب أم موجب) و ثم ترجيح المؤشرات الفرعية حسب الاوزان النسبية لكل فرع (1) .

ونلاحظ من الجدول (13) تذبذب المؤشر التجميعي للاستقرار المالي بين ارتفاع وانخفاض في دولة الامارات العربية المتحدة .

جدول (13) المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في الامارات والمؤشرات الفرعية المكونه له

البيان	2016	2017	2018	2019	2020
*المؤشر التجميعي	0.15	0.14	0.16	0.32	0.26 -
*مؤشر القطاع المصرفي	0.08	0.08	0.09	0.19	0.14 -
*مؤشر الاقتصاد الكلي	0.05	0.04	0.04	0.08	0.08 -
*مؤشر سوق رأس المال	0.02	0.02	0.03	0.05	0.04 -
* مساهمة مؤشر سوق رأس المال	%13	%14	%19	%15	%15

المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على

- صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي للدول العربية ، ابو ظبي ، 2021 .

* تم احتسابها من قبل الباحثة .

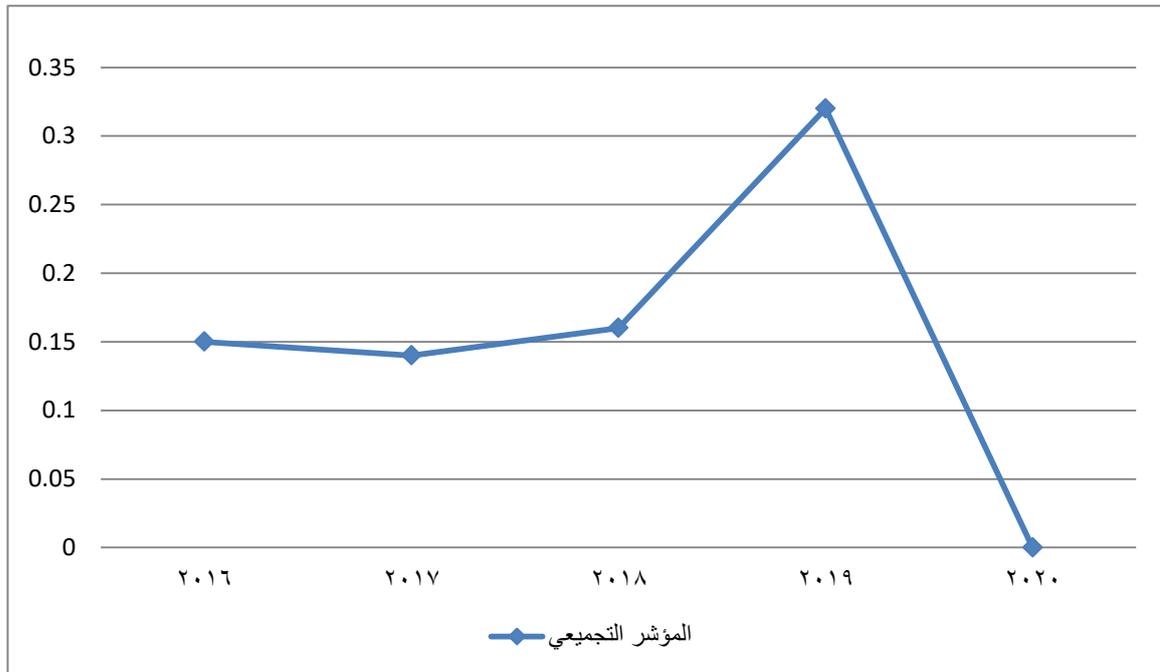
ففي عام (2017) انخفض المؤشر التجميعي للاستقرار المالي انخفاض طفيف اذ بلغ (0.14) نقطة مقارنة بعام (2016) والبالغ (0.15) نقطة ويعود سبب الانخفاض الى انخفاض المؤشرات الفرعية المكونة له الا ان مؤشر سوق رأس المال بقي ثابت مقارنة بالعام الماضي . اذ بلغت قيمة المؤشر (0.02) اما نسبة مساهمة مؤشر سوق رأس المال في المؤشر التجميعي للاستقرار المالي فقد ارتفعت الى (14%) بعدما كانت (13)% ليشهد المؤشر عام (2018 ، 2019) ارتفاعاً اذ وصل الى (0.16 ، 0.32) نقطة على التوالي نتيجة ارتفاع مكوناته من المؤشرات الفرعية اذ بلغ مؤشر سوق رأس المال (0.03 ، 0.05) على التوالي نسبة مساهمته من المؤشر التجميعي وصلت الى (19 – 15)% وهي اعلى نسبة وصل اليه مؤشر سوق رأس المال خلال مدة البحث .

¹ - صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي للدول العربية ، ابو ظبي ، 2021 ، مصدر سابق ، ص 228 .

تراجع المؤشر التجميعي للاستقرار المالي عام (2020) حيث بلغت قيمته (- 0.26) وانخفاض قيمة مؤشرات الفرعية وعلى الرغم من ذلك اظهر المؤشر خلال العام تحسن بعد ان هبط في البداية الى المنطقة السالبة مع ظهور وباء كارونا في الربع الاول من العام (2020) الا انه في الارباع الثلاثة الاخيرة شهد تحسن بمقدار (57) نقطة وهو دلالة على تحسن البيئة المالية الكلية حتى وان بقي في المنطقة السالبة⁽¹⁾ .

وكان المؤشر الفرعي لسوق الاوراق المالية اكبر مساهم في الانخفاض الاول للمؤشر في الربع الاول بسبب زيادة تقلبات السوق . الا ان تحسن المؤشر في نهاية العام بسبب استقرار سوق دبي المالي الذي تم قياسه بتقلبات السوق وتحسن نسبة السعر الى الارباح بشكل عام⁽²⁾ . الا ان مساهمة مؤشر سوق رأس المال بقت ثابتة حيث كانت تقدر بـ (15) % .

شكل (17) المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في الامارات العربية المتحدة



المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول (13)

¹ - صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي في الدول العربية ، 2021 ، مصدر سابق ، ص 228 .
² - صندوق النقد العربي ، المصدر نفسه ، ص 228 .

الفصل الثالث

تحليل مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية والاستثمار الاجنبي

غير المباشر والاستقرار المالي في العراق

الفصل الثالث

تحليل مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية والاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي في العراق

تمهيد :

في هذا الفصل سيتم التعرف على اهم مؤشرات سوق العراق للاوراق المالية وتحليلها من خلال تتبع مسار الاحداث والتغيرات التي طرأت عليها خلال مدة البحث وتحليل صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر وتتبع التغيرات التي حدثت وذكر الاسباب التي ادت الى صعود او نزول ، وكذلك معرفة مؤشر الاستقرار المالي في العراق وطريقة احتسابه وتحليل فروعه ومعرفة مدى تأثير مؤشر سوق رأس المال على الاستقرار المالي فيه .

المبحث الاول

تحليل اداء مؤشرات سوق العراق للاوراق المالية

اولا- نشأة السوق المالية في العراق:

1- سوق بغداد للأوراق المالية :

تأسست سوق بغداد للأوراق المالية وفق القانون المرقم (24) لعام (1991)م وكانت السوق ذات شخصية معنوية واستقلال مالي واداري وهي مؤسسة لا تهدف الى الربح وانما ذات نفع عام هدفها هو تنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية بما يكفل سلامة هذا التداول وصحته وسرعته ودقته لحماية الاقتصاد الوطني ومصالحه المتعاملين، وتنظيم مهنة الوساطة المالية، وتحديد حقوق والتزامات الطرفين وحماية مصالحهم المشروعة ، وتنمية الادخار ، وتطوير الاستثمار في الاوراق المالية ، اذ يقتصر التداول في هذا السوق على حوالات الخزينة وجميع السندات والاسهم الصادرة من الحكومة العراقية وقد افتتحت السوق رسميا في(1992/3/23) (1) . وبلغت عدد الشركات المدرجة فيه (113)شركة عراقية خاصة ومختلطة (2) . واغلق بقرار من مجلس ادارته بتاريخ 2003/3/19وبعدها تم تأسيس سوق مالي جديد تحت اسم (سوق العراق للأوراق المالية)

2- سوق العراق للأوراق المالية :

تأسس سوق العراق للأوراق المالية بموجب القانون (74) والصادر في (18) نيسان من عام (2004)م وتم افتتاحه رسميا في (24)حزيران (2004) م وهي سوق منظمة وتعمل وفق المعايير الدولية لأسواق الاوراق المالية وتتمتع بخصائص الاسواق الاقتصادية من خلال استخدامها انظمة التداول الاليكتروني والايدياع المركزي منذ نيسان(2009) وفق المعايير المطبقة في الاسواق الناشئة. (3) وتتولى هيئة الاوراق المالية العراقية سلطات الاشراف والرقابة على حركات تأسيس الشركات والتداول في اوراقها المالية والرقابة على نشاط سوق التداول النظامي (4) . ويخضع سوق العراق للأوراق المالية الى رقابة هيئة الاوراق المالية ويعمل وفق القواعد والتعليمات الصادرة منها. (5) .

1 - سالم صلال راهي، "الاستثمار والتمويل في الأسواق"، مصدر سابق، ص208.

2 - اديب قاسم شندي، "الأسواق المالية الفرص والمخاطر"، النجف الاشراف، 2013، ص294.

3 - التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية. 2017. ص7.

4 - اديب قاسم شندي. "الاسواق المالية واثرها في التنمية الاقتصادية" سوق العراق للأوراق المالية " دراسة حالة ،بحث منشور ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، عدد خاص ، 2013 ، ص156.

5 - التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، 2014، ص12.

ثانيا - تنظيم سوق العراق للأوراق المالية :

تضمنت وثيقة تأسيس سوق العراق للأوراق المالية مجموعة من البنود وخاصة فيما يتعلق بتنظيم السوق المالية وتمثل هذه البنود بما الاتي (1) :-

- 1- ان يكون المركز الرئيسي للسوق في بغداد وامكانية فتح فروع اخرى في كافة المحافظات العراقية .
- 2- يتحمل السوق مسؤولية الاصول المملوكة له فقط.
- 3- يكون السوق ذو شخصية معنوية غير تابعة للحكومة من الناحية المالية والادارية .
- 4- لا يتحمل السوق اي مسؤولية أو التزامات واقعة او تقع على سوق بغداد للأوراق المالية .
- 5- التزام السوق بالتعليمات الصادرة من هيئة الاوراق المالية .
- 6- الحق للسوق المالية من تملك الاموال المنقولة وغير المنقولة ومن ضمنها العقارات.
- 7- للسوق المالية حق في رفع دعاوى امام المحاكم أو السلطات التحقيقية بواسطة مجلس المحافظين
- 8- يكون السوق المالي مملوكا للأعضاء ويتعامل بطريقة تنسجم مع القوانين الدائمة والمؤقتة والنظام الداخلي للسوق.

ثالثا - اهداف سوق العراق للأوراق المالية :

يهدف سوق العراق للأوراق المالية الى تنفيذ عدة مهام واهداف واهمها ما يلي : (2)

- 1- تدريب وتنظيم الاعضاء والشركات المدرجة في السوق .
- 2- ان تكون السوق حرة ،امينة، فعالة ، تنافسية وتنسم بالشفافية من اجل تعزيز مصالح المستثمرين .
- 3- تنظيم وتبسيط تعاملات الاوراق المالية بصورة عادلة ومنتظمة وضمنها عمليات المقاصة والتسوية لهذه التعاملات .
- 4- توعية المستثمرين العراقيين وغير العراقيين بفرص الاستثمار في السوق .
- 5- تطوير سوق المال في العراق بما يخدم الاقتصاد الوطني ومساعدة الشركات في تبادل رؤوس الاموال اللازمة للاستثمار.
- 6- تنظيم تعاملات اعضاءه بكل ماله صلة بيع وشراء الاوراق المالية.

¹ - اثير عباس عبادي "الازمات في الاسواق المالية وانعكاساتها في الاقتصادات العربية مع اشارة خاصة للاقتصاد العراقي"، اطروحة دكتوراه ، غير منشورة ،كلية الادارة والاقتصاد ،جامعة بغداد ،2011، ص172.

² - التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية ،2019، ص5.

7- جمع وتحليل ونشر المعلومات والاحصاءات الضرورية لتحقيق الاهداف المنصوص عليها في النظام الداخلي .

8- التواصل مع اسواق الاوراق المالية في العالم العربي والعالمي بهدف تطوير السوق .

9- القيام بخدمات ونشاطات اخرى لدعم اهداف.

رابعاً- التحديات التي تواجه سوق العراق للأوراق المالية :

هناك عدد من العقبات والتحديات التي تواجه تطور سوق العراق للأوراق المالية وأهمها ما يلي:-⁽¹⁾

1- محدودية رؤوس اموال الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، باستثناء بعض المصارف التي حدد البنك المركزي رأس مالها بحدود (250) مليار دينار.

2- ضعف ادوات الرقابة الفعالة لتحقيق حد ادنى من الافصاح والشفافية للمتعاملين.

3- ضعف مرونة هيكل اسعار الفائدة بالنسبة للمصارف وشركات التأمين وخاصة التي تمنح القروض المتوسطة والطويلة الاجل للأغراض العقارية.

4- افتقار السوق لمؤسسات الوساطة المالية قياسا بحاجتها الفعلية .

5- عدم كفاءة القواعد القانونية لكسب ثقة المستثمرين وحمايتهم .

6- تقادم بعض التشريعات المنظمة لعمل الشركات العاملة في السوق المالية العراقية والتي تحتاج الى تحديث لمواكبة التطور.

خامساً- الهيكل المؤسسي لسوق العراق للأوراق المالية :

يتكون سوق العراق للأوراق المالية من ثلاث مؤسسات مالية رئيسية هي :-⁽²⁾

1- الهيئة العامة للأوراق المالية العراقية :- تتركز مهام هذه المؤسسة مسؤولية المراقبة

والاشراف والتنظيم للأسواق المالية وضمان توفير الحماية والشفافية للمستثمرين من خلال

الاشراف على توفير المعلومات وضمان ايصالها للمستثمرين مع التأكد من ان العمل في السوق

المالية خال من المضاربات الوهمية ويكون مبني على اسس سليمة .

2- بورصة الاسواق المالية :- وتتمثل في السوق المنتظمة وتعد مؤسسة ذات كيان مستقل .

¹ - وليد عبد النبي عبيدي ، "السوق المالية في العراق الواقع والتورات المستقبلية"،مجلة ابحاث في السياسة النقدية العدد الاول ، البنك المركزي العراقي ، 2016، ص 3.

² -علي عايد العنزي ،"اثر التضخم وسعر الصرف في مؤشرات اداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة(2005-2016)" رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد،جامعة كربلاء ، 2017، ص98-90.

3- مركز الايداع العراقي :- يرتبط هذا المركز مع سوق العراق للاوراق المالية ويقوم باستلام عقود التمويل المنفذة لدى الوسطاء وتنظيمها وادخالها في قاعدة بيانات المركز (مركز تسجيل نقل ملكية للاوراق المالية) .

سادساً- مؤشرات اداء سوق العراق للاوراق المالية :

يوجد العديد من المؤشرات في سوق العراق للاوراق المالية والتي تستخدم في تقييم اداءه من خلال تحليل البيانات ومعرفة الاتجاهات العامة للسوق ،وستنطرق الى هذه المؤشرات من اجل تحليل واقع سوق العراق للاوراق المالية كما موضح في الجدول (14) :-

1- المؤشر العام لأسعار الاسهم : (General Stock price index)

يستخدم هذا المؤشر كرقم احصائي ويستخدم كمقياس للحركة العامة في السوق ويتألف من مجموعة من الاوراق المالية التي تعكس حالة السوق بأكمله ففي حالة ارتفاع هذا المؤشر يفترض ان سعر السوق يكون مرتفع بأكمله والعكس صحيح وله اهمية كبيرة في قياس الاتجاهات السوقية وحركة الاسعار ككل (1) كما تبرز اهمية هذا المؤشر في ارشاد المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالية من خلال متابعته وكذلك يبين كفاءة الاسواق المالية من خلال المقارنة والتعرف على نشاط السوق عبر مقارنته بالفترات الماضية. (2)

من خلال الجدول (14) يتبين لنا ان المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية يتأرجح بين الارتفاع والانخفاض خلال مدة البحث اذ يتضح المؤشر العام بالارتفاع خلال الاعوام اللاحقة اذ سجل عام (2011) (136.03) نقطة وبمعدل نمو بلغ (34.7) % ويعكس هذا الارتفاع التحسن الملحوظ في نشاط الاستثمار في الاوراق المالية. (3)

وبعد ذلك اخذ المؤشر بالتراجع في نقاطه خلال الاعوام اللاحقة ليستقر عند (92) نقطة وبمعدل نمو سالب (18.7) % في عام (2014) ويعزى سبب الانخفاض هذا الى الانخفاض الحاصل في نشاط بعض القطاعات (الزراعة والصناعة والتأمين) (4) الى جانب تأثر المؤشر بتغيرات العرض والطلب وقرارات المستثمرين. (5)

1- اديب قاسم شندي ، الاسواق المالية واثرها في التنمية الاقتصادية ، مصدر سابق ، ص166 .
2 - عباس كاظم الدعي ، اثر السياسة النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الامريكية) للمدة (1990-2006) اطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة الكوفة ، 2008 ، ص201 .
3 - البنك المركزي العراقي ، المديرية العامة للاحصاء والبحوث ، التقرير السنوي الاقتصادي ، 2011 ، ص 36 .
4 - البنك المركزي العراقي ، المديرية العامة للاحصاء والبحوث ، التقرير السنوي الاقتصادي ، 2013 ، ص 49 .
5 - سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي الحادي عشر ، 2014 ، ص4.

الفصل الثالث : المبحث الاول . . تحليل اداء مؤشرات سوق العراق للاوراق المالية

جدول (14) اداء مؤشرات العراق للاوراق المالية للمدة (2004- 2020) / (مليون دولار)

السنوات	المؤشر العام لاسعار الاسهم (نقطة)	حجم التداول	القيمة السوقية	معدل* الدوران %	عدد الشركات
2010	100.98	342188	2945	11.62	85
2011	136.03	804443	4214	19.09	87
2012	125.02	766574	4800	15.97	85
2013	113.15	2435866	9812	24.75	83
2014	92.0	737939	8165	94.36	83
2015	730.56	364944	9891	36.9	98
2016	649.48	333428	9477	35.2	97
2017	580.12	309503	9846	31.4	101
2018	510.12	192298	5200	36.9	104
2019	493.76	138317	5283	26.2	100
2020	508.03	189454	5264	35.9	104

المصدر : من اعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية لسوق العراق للاوراق المالية لسنوات مختلفة للمدة (2010 – 2020) .
*حسبت من قبل الباحث ، مع تحويل المبالغ من الدينار العراقي الى الدولار الامريكي وبسعر الصرف الرسمي .

وبسبب تراجع الوضع الامني والسياسي الذي القى بظلاله على نشاط سوق المال العراقية واداء مؤشرات و عدم الاستقرار السياسي بين الانتخابات البرلمانية التي اجريت في ذلك العام وقيام العصابات الارهابية باحتلال جزء من العراق والتي أثرت سلباً على حركة المؤشرات في السوق العراقية .⁽¹⁾

وفي عام (2015) هناك تحول واضح في المؤشر فقد بلغ (730.56) نقطة ويعود سبب هذه الطفرة الى التغييرات التقنية التي اطلقها سوق العراق للاوراق المالية بأستخدام أرقام قياسية جديدة ومنها (مؤشر السوق) وتطبيقه في جلسات العام (2015) اعتماداً على معادلة نظام التداول الحديث (X- Stream) إذ يقوم النظام الالكتروني بأحتساب مؤشر السوق في كل جلسة ولكل عينة من (60)

¹ - التقرير السنوي لسوق العراق للاوراق المالية ، مصدر سابق ، 2014 .

الفصل الثالث : المبحث الأول . . تحليل اداء مؤشرات سوق العراق للاوراق المالية

شركة مساهمة مدرجة في السوق وفقاً لاسس معينة ومنها الشركات التي تحقق اكبر معدل دوران لاسهم التداول لا تتعرض لعقوبات الايقاف ، واعادة احتساب النسبة المئوية الى (1000) نقطة بدلاً من المؤشر المئوي لاحتساب أدق التغيرات ، واعتماد احتساب عينة المؤشر (2014) لاتمام عملية المقارنة بعام (2015) بشكل اسهل .⁽¹⁾

وفي عام (2016) عاود المؤشر الانخفاض اذ بلغ (649.48) ويعزى سبب الانخفاض هذا الى تعرض الاقتصاد العراقي الى صدمة هبوط اسعار النفط الى ما دون (50) دولار للبرميل الواحد وارتفاع تكاليف الحرب على الارهاب التي انعكست سلباً على الموازنة، والاضاع الامنية غير المستقرة.⁽²⁾

اضافة الى ذلك ازدياد نفقات ابواء النازحين ودعم مخيمات النزوح ودفع مستحققاتهم الامر الذي وُلد ضغوطاً اضافية على الموارد الاقتصادية .⁽³⁾

واستمر الانخفاض للاعوام (2017 ، 2018 ، 2019) اذ بلغ المؤشر (580.12) ، (510.12) ، (493.76) نقطة على التوالي، وان سبب استمرار انخفاض المؤشر اضافة الى الاسباب التي تم ذكرها اعلاه استمرار انخفاض اسعار النفط العالمية وتأثيرها على الاقتصاد العراقي للاوراق المالية .⁽⁴⁾

اما في عام (2020) فقد ارتفع المؤشر ارتفاعاً طفيفاً اذ بلغ (508.03) نقطة وان سبب الارتفاع يعود الى العوامل الايجابية للتوقعات الاقتصادية العالمية وعودة الحياة الى طبيعتها الحذرة تدريجياً ومحاولة التعايش مع جائحة كورونا وبدء النتائج الملموسة للقاحات المتعددة في مختلف دول العالم المتقدم التي اسهمت في دعم المؤشرات .⁽⁵⁾ وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل البياني (18).

¹ - البنك المركزي العراقي ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2016 ، ص 47 .

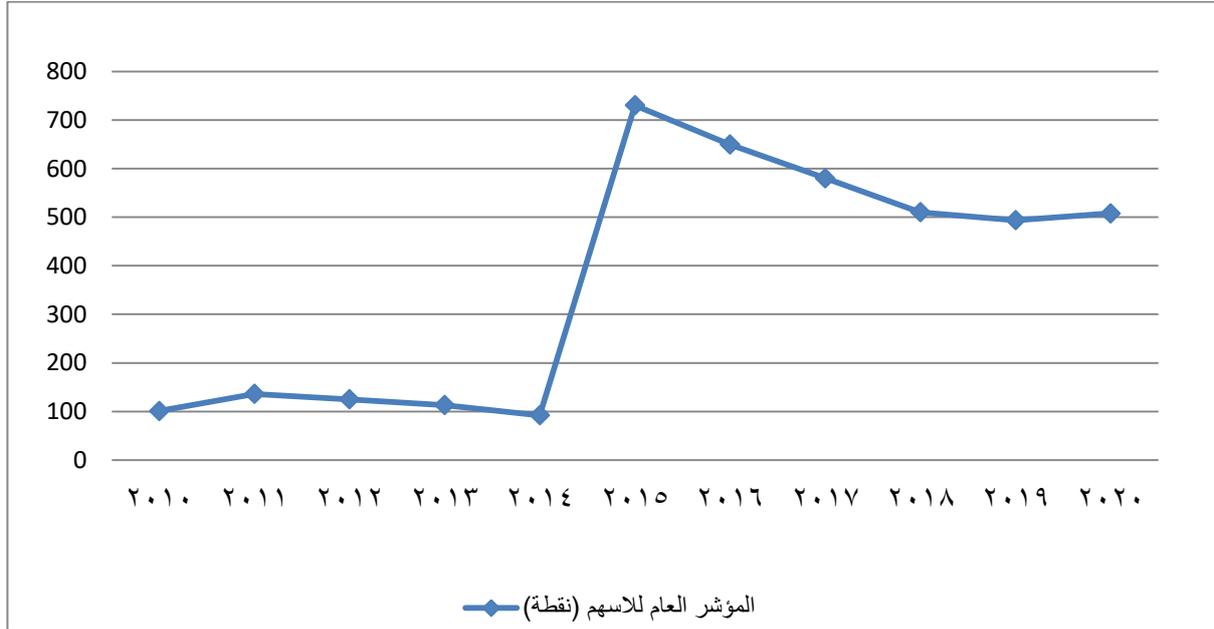
² - التقرير السنوي عن حركة التداول ، سوق العراق للاوراق المالية ، 2016 ، ص 1 .

³ - علي عايد ، مصدر سابق ، ص 94 .

⁴ - البنك المركزي العراقي ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2016 ، مصدر سابق ، ص 46 .

⁵ - التقرير السنوي عن حركة التداول في سوق العراق للاوراق المالية ، 2020 ، ص 5 .

شكل (18) المؤشر العام لاسعار السهم



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (14).

2- مؤشر حجم التداول :

يقيس هذا المؤشر حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية ويعبر عن مدى سيولة السوق وتطوره ومن خلال بيانات الجدول (14) نلاحظ ان حجم التداول أخذ مساراً متذبذباً بين الارتفاع والانخفاض خلال مدة البحث اذ بلغ حجم التداول في عام (2010) فقد أنخفض حجم التداول بشكل طفيف بلغ (342188) مليون دولار واخذ بالارتفاع مرة أخرى عام (2011) حتى بلغ (804443) مليون دولار ويعزى سبب الارتفاع الى تحسين اداء الاقتصادات العربية الى جانب تحسن غالبية الاسواق المالية العالمية مما ادى انعكاس ذلك على سوق العراق للاوراق المالية وزيادة الاستثمارات الاجنبية من خلال شراء اسهم الشركات العراقية .

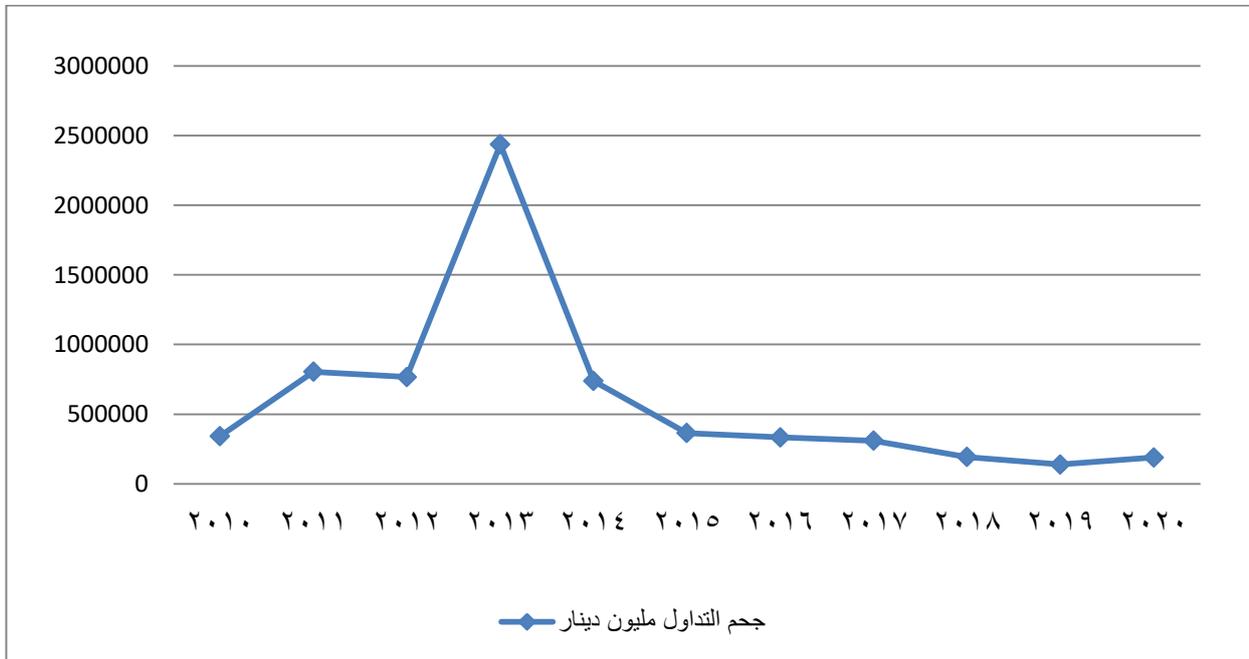
واستمر مؤشر حجم التداول بين الارتفاع والانخفاض حتى بلغ عام (2013) (2435866) مليون دولار وكان سبب هذا الارتفاع يعود الى ادراج اسهم الزيادة في رؤوس اموال الشركات المساهمة والمدرجة والتي بلغت حوالي (10885) ترليون سهم ثم ارتفع الى (4632) سهم لكافة الشركات المدرجة في السوق والذي كانت سبب زيادة في مؤشر حجم التداول .⁽¹⁾

¹ - اسواق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي العاشر ، 2013 ، ص10 .

الفصل الثالث : المبحث الأول . . تحليل اداء مؤشرات سوق العراق للاوراق المالية

وفي سنة (2014) فقد شهد المؤشر تراجعاً حيث انخفض الى (373939) مليون دولار واستمر هذا الانخفاض حتى عام 2019 اذ بلغ (138317) مليون دولار ويعزى سبب الانخفاض الى الازمة الاقتصادية الغير مستقرة للاقتصاد العراقي منذ الاحتلال الارهابي للعراق وبداية جائحة كورونا وغيرها من الاسباب التي مر ذكرها في المؤشر السابق ، اما في عام (2020) فقد ارتفع حجم المؤشر الى (189454) مليون دولار ويعزى سبب الارتفاع الى ارتفاع نشاط القطاعات وتطور نشاطها بشكل افضل نتيجة عودة الحياة تدريجياً للتعيش مع جائحة كورونا وبدء النتائج الملموسة للقاحات المتعددة في دول العالم المتقدم⁽¹⁾ . وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل البياني الاتي :

شكل (19) مؤشر حجم التداول



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (14).

3- القيمة السوقية للاسهم :

تعد القيمة السوقية من المؤشرات المهمة للأسواق المالية والتي تعبر عن حجم السوق وعند النظر الى ارقام هذا المؤشر من خلال مدة البحث نلاحظ انها ذات اتجاه تصاعدي واستمر الارتفاع حتى عام (2013) اذ بلغ (9812) مليون دولار وكان سبب الارتفاع يعود الى عدة عوامل أهمها بداية تحسن

¹ - التقرير السنوي ، حركة تداول الاوراق المالية في العراق ، 2020 ، مصدر سابق ، ص 7 .

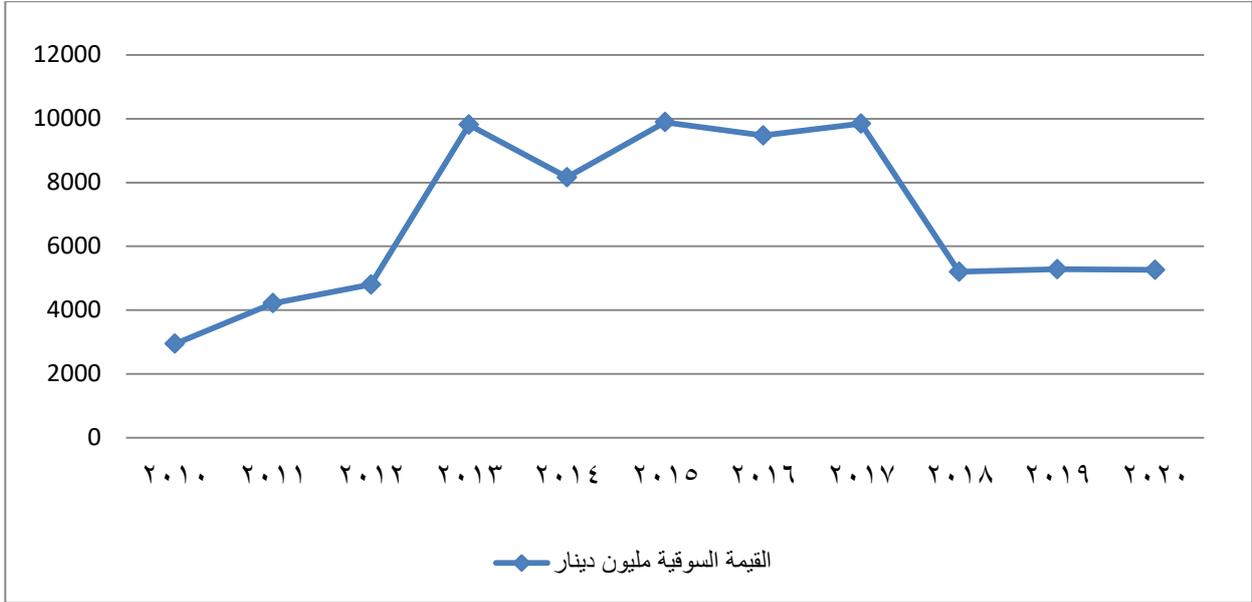
الفصل الثالث : المبحث الاول . . تحليل اداء مؤشرات سوق العراق للاوراق المالية

الوضع الامني وتطبيق قانون الاستثمار الذي شجع على دخول الاستثمارات الاجنبية وتفعيل قاعدة بيانات السوق .⁽¹⁾ الى جانب تحسن مؤشرات الاسعار لعدد من القطاعات خلال هذه الاعوام.⁽²⁾

اما في عام (2014) بلغت القيمة السوقية (8165) مليون دولار ويعزى سبب الانخفاض الى انخفاض اسعار النفط وعدم اقرار الموازنة والاضطرابات الاقتصادية التي تسببت بخفض المؤشرات في سوق العراق للاوراق المالية ومنها تراجع الوضع الامني والسياسي وعدم الاستقرار والاضطراب الحاصل في الانتخابات البرلمانية التي اجريت في ذلك العام واحتلال اجزاء من العراق بواسطة العصابات الارهابية (داعش) كلها عوامل اثرت بشكل سلبي على حركة المؤشرات في سوق العراق للاوراق المالية .⁽³⁾ اما في عام (2015) فقد ارتفع المؤشر الى (9891) مليون دولار لينخفض المؤشر في عام (2016) ويصل الى (9477) مليون دولار وان سبب الانخفاض هو الاضطرابات السياسية والاضطراب الامنية غير المستقرة اثرت بشكل سلبي على حركة المؤشر .⁽⁴⁾ وفي عام (2017) بلغ المؤشر (9846) مليون وان سبب الارتفاع هو تاثر المؤشر بتغيرات العرض والطلب وقرارات المستثمرين .⁽⁵⁾ وانخفضت القيمة السوقية عام (2018) اذ بلغت (5200) مليون دولار ويعزى سبب الانخفاض الى سبب الاوضاع الغير مستقرة للاقتصاد العراقي نتيجة انخفاض اسعار النفط العالمية وتأثيرها على الاقتصاد العراقي وخاصة سوق الاوراق المالية والتي أثرت بشكل سلبي على الاقتصاد العراقي.⁽⁶⁾ اما في عام (2019) عاود المؤشر ارتفاعه ليصل الى (5283) مليون دولار اذ ان سبب الارتفاع هناك تحسن نسبي طفيف للاوضاع الاقتصادية نتيجة زيادة نشاط بعض القطاعات .⁽⁷⁾ الى ان عاود المؤشر بالانخفاض عام (2020) حتى بلغ (5264) مليون دولار . وعلى الرغم من ان الانخفاض كان طفيفاً الا انه يعود سبب الانخفاض الى الاوضاع الصحية الغير مستقرة والحذرة في فترة تفشي (كارونا) ومحاولة التعايش مع الوضع الصحي .⁽⁸⁾ وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل البياني.

1 - فوزي حسين ، مصدر سابق ، ص 261 .
2 - البنك المركزي العراقي ، المديرية العامة للإحصاء والابحاث ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2011 ، ص 37 .
3 - سوق العراق للاوراق المالية ، 2014 ، مصدر سابق ، ص 6 .
4 - سوق العراق للاوراق المالية ، 2016 ، مصدر سابق ، ص 5 ،
5 - سوق العراق للاوراق المالية ، 2017 ، مصدر سابق ، ص 4 .
6 - سوق العراق للاوراق المالية ، 2018 ، مصدر سابق ، ص 4 .
7 - البنك المركزي العراقي ، المديرية العامة للإحصاء والابحاث ، التقرير الاقتصادي ، 2019 ، مصدر سابق ، ص 146 .
8 - التقرير السنوي عن حركة التداول في سوق العراق للاوراق المالية ، 2020 ، مصدر سابق ، ص 7 .

شكل (20) مؤشر القيمة السوقية للاسهم



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات جدول (14)

4- مؤشر معدل الدوران :

يعكس هذا المؤشر السيولة المالية للسوق ويعتمد على حجم التداول في السوق والقيمة السوقية فإذا ارتفع حجم التداول بمعدل أعلى من ارتفاع القيمة السوقية فإن قيمة المؤشر ترتفع وبالعكس ولاستخراج هذا المؤشر يمكن ان نتبع الصيغة التالية⁽¹⁾

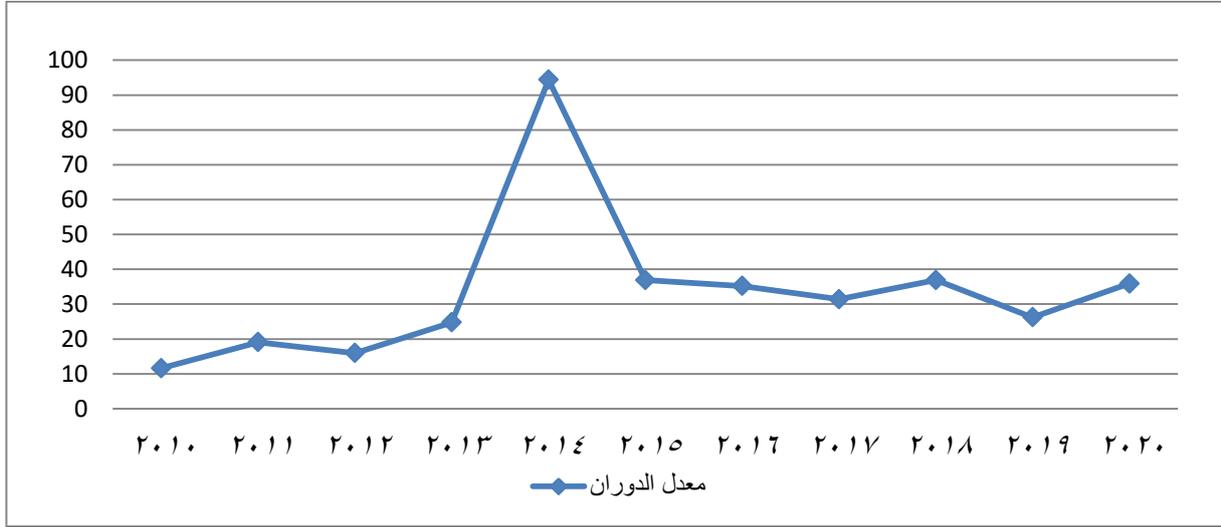
$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{حجم التداول}}{\text{القيمة السوقية}} * 100$$

وقد شهد المؤشر تذبذباً طول مدة البحث اذ بلغت قيمة المؤشر في عام (2010) فقد شهد المؤشر انخفاضاً تدريجياً حيث بلغت قيمته (11.62)% على التوالي . اما في عام (2011) سجل معدل دوران السهم ارتفاعاً ملحوظاً اذ بلغ (19.09)% كنتيجة لارتفاع حجم التداول بمعدل اعلى اذ بلغ (135.1)% مقابل (43.1)% للقيمة السوقية وبقي المؤشر ما بين ارتفاع وانخفاض حتى عام 2018 ، و ثم انخفض المؤشر حتى سنة (2019) اذ بلغ المؤشر (26.2)% نتيجة انخفاض حجم التداول اما في سنة 2020 فقد ارتفع المؤشر نتيجة ارتفاع حجم التداول بسبب تحسن الاوضاع الاقتصادية للعراق

¹ - حيدر يونس كاظم الموسوي ، الفكر الحديث في السياسات الاقتصادية ، سلسلة الاصدارات العلمية ، مركز كربلاء للدراسات والبحوث ، الامانة العامة للعتبة الحسينية المقدسة ، دار الكتب ، كربلاء ، ط1 ، 2015 ، ص196 .

التي اثرت على معظم متغيرات الاسواق المالية في العراق (1) . ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل البياني (21):

شكل (21) مؤشر معدل الدوران



المصدر :- من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (14) .

5- مؤشر عدد الشركات :

يمثل هذا المؤشر عدد الشركات المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية التي يتم تداول الاوراق المالية فيها كما يشير الى حجم وتطور الاسواق المالية فكلما ارتفع عدد الشركات المتداولة دل ذلك على زيادة حجم وتطور سوق الاوراق المالية .

نلاحظ من خلال الجدول (14) ان هذا المؤشر شهد وضعاً متذبذباً خلال مدة البحث في (2010) انخفض عدد الشركات المدرجة في السوق حيث بلغ (85) شركة على التوالي ويعود سبب الانخفاض الى عدة اسباب منها اثر الازمة المالية التي بقت اثارها حتى 2009 والتي ادت الى نقص السيولة والثقة وكذلك الاضطرابات السياسية التي انتجت الانتخابات الديمقراطية التي استمرت حتى النصف الثاني من عام (2010) . (2)

ومنذ عام (2015) وحتى عام (2020) فان عدد الشركات يتراوح بين (98 - 104) شركة على التوالي ، ويعزى سبب الارتفاع ان الشركات في تزايد مستمر نتيجة ادراج عدد من الشركات للالتزاماتها بمعايير وشروط سوق العراق للأوراق المالية التي تحددها هيئة الاوراق المالية كونها جهة حكومية

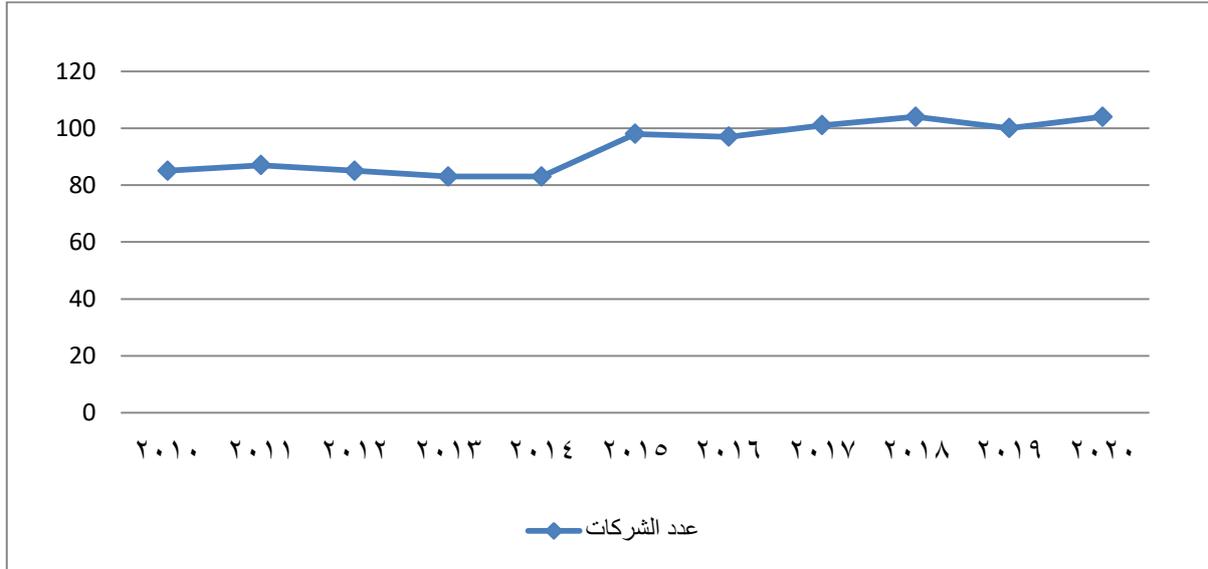
¹ - التقرير السنوي ، حركة تداول الاوراق المالية في العراق ، 2020 ، مصدر سابق ، ص 7 .

² - فوزية حسين ، مصدر سابق ، ص 260 .

الفصل الثالث : المبحث الاول . . تحليل اداء مؤشرات سوق اللوراق المالية

ورقابية على تنظيم ومراقبة تطبيق القوانين والتعليمات النافذة⁽¹⁾ . ما عدا عام (2019) الذي لاحظنا فيه تغير طفيف اذ بلغ عدد الشركات فيه (100) شركة وذلك لان عدد الشركات في سوق العراق للاوراق المالية يتسم بالتغيرات الطفيفة نوعا ما بسبب ادراج وشطب عدد من الشركات لعدم شفافية معلوماتها⁽²⁾ . وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل البياني (22).

شكل (22) مؤشر عدد الشركات



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (14)

¹ - البنك المركزي العراقي ، المديرية العامة للإحصاء والابحاث ، التقرير الاقتصادي ، 2019 ، مصدر سابق ، ص 146 .
² - هيئة الاوراق المالية ، التقرير السنوي عن حركة التداول في سوق العراق للاوراق المالية ، 2020 ، ص 9 .

المبحث الثاني

تحليل الاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي في العراق

اولاً - الاستثمار الاجنبي غير المباشر في العراق :

بدأ الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق الاوراق المالية في العراق في شهر آب من عام (2007) م اذ شهد خطواته الاولى بعد تفعيل قانون الاستثمار المرقم (13) لعام (2006) م اذ سمح هذا القانون للتداول لغير العراقيين في سوق الاوراق المالية بيعاً وشراءً .⁽¹⁾

اذ تضمن هذا القانون اهداف منها تشجيع الاستثمارات من خلال توفير الحماية لحقوق وممتلكات المستثمرين وتقديم الضمانات لهم . فساهم هذا القانون في تنشيط البيئة الاستثمارية في العراق بما يناسب حاجات العراق الاستثمارية في المجال المالي والنهوض بالواقع الاقتصادي في العراق والعمل على تطويره من خلال فتح المجالات المختلفة وتحسين الموارد المالية للارتقاء بسوق العراق للاوراق المالية الى التفاعل والتعامل مع الاسواق المالية العالمية .⁽²⁾

اذ يتم استخراج صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر من خلال المعادلة الآتية .⁽³⁾

صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر = حجم التداول المشتراة - حجم التداول المباع

من خلال الجدول (15) نلاحظ ان صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر في حالة تذبذب مستمر متماثلاً مع ظروف البلد فقد بلغ صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر للاعوام (2010 ، 2011) اذ بلغ (462448 ، 1072702) مليون دولار على الترتيب .

لينخفض صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر في عام (2012) ليصل الى (-16565) مليون دولار ويرجع سبب الانخفاض الى خروج المستثمرين غير العراقيين من مصرف كردستان والمنصور والصناعات الخفيفة .⁽⁴⁾

¹ - هيئة الاوراق المالية لحركة تداول الاوراق المالية ، التقرير السنوي ، 2007 ، ص 2 .
² - علاء طالب ماطور ، تحليل دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تطوير اداء سوق العراق للاوراق المالية ، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، جامعة القادسية ، 2020 ، ص 78 .
³ - المصدر نفسه ، ص 91 .
⁴ - سوق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي ، 2012 ، مصدر سابق ، ص 7 .

الفصل الثالث : المبحث الثاني . . تحليل الاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي في العراق

الجدول (15) صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر في العراق (مليون دولار)

السنوات	صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر*
2010	462448
2011	1072702
2012	-16565
2013	7968728
2014	248470
2015	-322409
2016	122719
2017	-40712
2018	155101
2019	-0.660
2020	113292

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على .

- هيئة الاوراق المالية ، التقرير السنوي ، حركة التداول في سوق العراق للاوراق المالية ، دائرة البحوث والتحليل الاقتصادي والاحصائي ، سنوات مختلفة للمدة (2010 – 2020).

* تم تحويل المبالغ من الدينار العراقي الى الدولار الامريكي وحسب سعر الصرف الرسمي .

اما في عام (2013) ارتفع صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر ليصل الى (7968728) مليون دولار ويعزى سبب الارتفاع الى زيادة صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر لشركة اسياسيل للاتصالات التي تم ادراجها في هذا العام وكذلك زيادة صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر لشركة بغداد للمشروبات الغازية ومصرف بغداد (1).

ليشهد عام (2014) انخفاضاً ملحوظاً مقارنة بالعام السابق اذ بلغ (248470) مليون دولار وان سبب هذا الانخفاض هو سوء الاوضاع السياسية والامنية نتيجة هجوم الجماعات المسلحة الارهابية (داعش) واستمر المؤشر بالانخفاض حتى عام (2017). اما عام (2018) ارتفع صافي الاستثمار

¹ - علاء طالب ماطور ، مصدر سابق ، ص 91 .

الفصل الثالث : المبحث الثاني . . تحليل الاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي في العراق

الاجنبي غير المباشر ليصل الى (155101) مليون وان سبب الارتفاع نتيجة زيادة الاستثمار في المحفظة الاستثمارية في كل القطاعات وتحسين الوضع الامني .⁽¹⁾

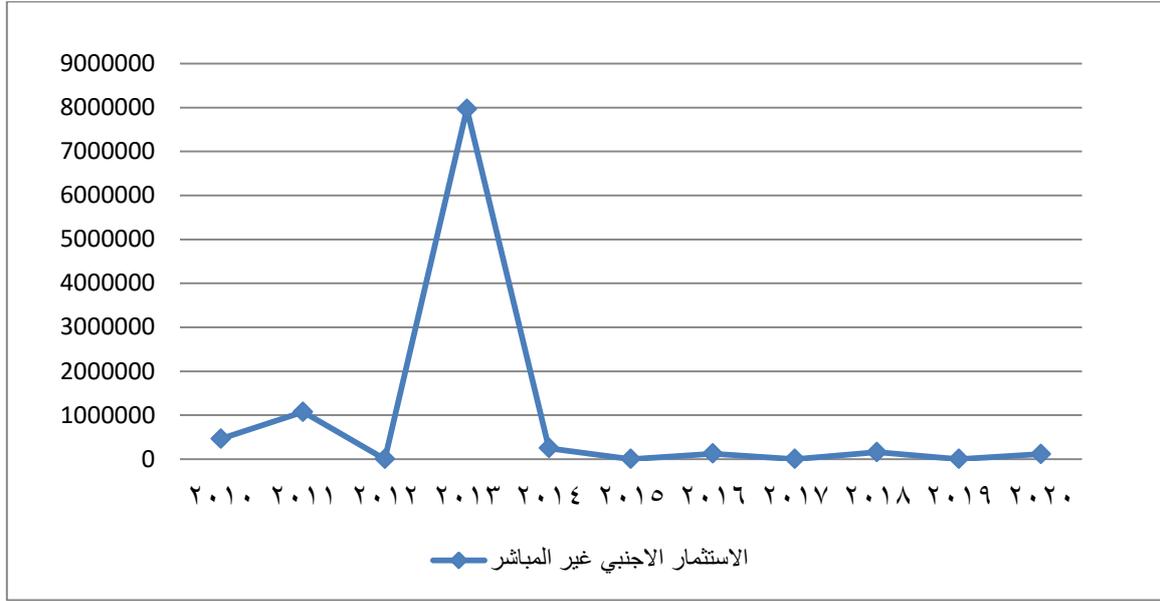
وفي عام (2019) انخفض صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر ليصل الى (-0.660) مليون دولار وان سبب الانخفاض يعود الى انخفاض الاستثمارات في محفظة الاوراق المالية لوزارة الدفاع والتي آثرت بشكل ملحوظ في محفظة الاستثمارات المالية .⁽²⁾

اما في عام (2020) ارتفع صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر ليصل الى (113292) مليون دولار وان سبب الارتفاع يعزى الى زيادة استثمارات المحفظة الاستثمارية للاوراق المالية لوزارة الدفاع بسبب الدور الذي قامت به وزارة الصحة بدعم من وزارة الصناعة في توفير المستلزمات الوقائية من ادوية وكمامات ومواد للتعفير وبجهود ذاتية لصنع الكمامات الثانوية والقناع الواقي والبدلات الصحية بمساهمة وزارة الصناعة وهيئة البحث والتطوير الصناعي وجامعة بغداد والجامعة التكنولوجية وهيئة التصنيع الحربي بدعم من وزارة الصحة وكذلك التعامل الالكتروني الذي ساعد على زيادة صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر .⁽³⁾

اضافة الى ذلك قيام البنك المركزي العراقي بهدف دعم وتحقيق الاستقرار المالي فتح حساب لدى الحافظ الامين لحفظ الاوراق المالية المستثمر بها من قبل هذا البنك لتخفيض تكاليف حفظ الاوراق المالية والحصول على عوائد اضافية مع امكانية التواصل مع المستثمرين واتمام عملية الاستثمار دون الحاجة الى وسيط وتنويع الادوات الاستثمارية من خلال استحداث ودائع وسندات جديدة لتعظيم العائدات السنوية صادرة من قبل البنك المركزي والمصارف التجارية والمؤسسات المالية .⁽⁴⁾

1 - البنك المركزي العراقي ، دائرة الاحصاء والابحاث ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2018 ، ص 52-53 .
2 - البنك المركزي العراقي ، دائرة الاحصاء والابحاث ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2019 ، ص 55 .
3 - البنك المركزي العراقي ، دائرة الابحاث والاحصاء ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2020 ، ص 18-59 .
4 - البنك المركزي العراقي ، دائرة الابحاث والاحصاء ، التقرير السنوي (2020) ، مصدر سابق ، ص 23 .

شكل (23) الاستثمار الاجنبي غير المباشر في العراق



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (15)

جدول (16) معاملات المستثمرين الاجانب ونسبة تعاملهم

السنة	معاملات المستثمرين الاجانب / مليون دولار	نسبة تعاملات المستثمرين الاجانب من الاستثمار %
2010	1237	18.7
2011	1893	24.1
2012	895	12.3
2013	1072	46.5
2014	1611	47.1
2015	1493	41.3
2016	718	21.5
2017	704	8.7
2018	615	18.6
2019	284	19.6
2020	412	18.4

المصدر : الجدول من اعداد الباحثة بالاعتماد على

- 1- صندوق النقد العربي ، ابو ظبي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنوات مختلفة .
- 2- التقرير السنوي لسوق العراق للاوراق المالية لسنوات مختلفة .

نلاحظ من خلال تتبع الجدول (16) ان معاملات المستثمرين الاجانب في العراق تمر بحالة من التذبذب خلال مدة البحث ففي عام (2011) ارتفعت معاملات المستثمرين الاجانب الى (1893) مليون دولار مقابل (1237) مليون دولار عام (2010) ، كما ارتفعت نسبة تعاملات الاجانب من الاستثمار الاجنبي اذ وصلت الى (24.1)% بعدما كانت تبلغ (18.7)% في العام السابق 0 ويعزى سبب هذا الارتفاع الى نشا الجهاز المصرفي في تنشيط الاستثمار الاجنبي غير المباشر، حتى احتل العراق المركز الاول بين الدول اذ وصلت النسبة ما يقارب (98)% من اجمالي التداول من حيث عدد الاسهم والعقود المنفذة لغير العراقيين (1)

اما في عام (2012) انخفضت معاملات المستثمرين الاجانب لتصل الى (895) مليون دولار ، كذلك انخفاض نسبة التعاملات الاجنبية من الاستثمار لتصل الى (12.3)% ، ويرجع سبب الانخفاض هذا الى خروج المستثمرين غير العراقيين من الاستثمارات (2) . لتعاود معاملات المستثمرين الاجانب ارتفاعها خلال الاعوام (2013، 2014) لتبلغ (1072)، (1611) مليون دولار على التوالي . اما نسبة التعاملات الاجنبية من الاستثمار فقد بلغت (46,5) ، (47,1) % على التوالي . ويعود سبب الارتفاع الى زيادة استثمار الاجانب غير المباشر وهذا يعكس عودة ثقة المستثمرين الاجانب بالاسواق المالية العراقية.

الانه في الاعوام (2015، 2016، 2017، 2018، 2019) بدأت معاملات المستثمرين الاجانب بالانخفاض حتى وصلت الى (1493، 718، 704، 615، 284) مليون دولار على التوالي وكانت نسبة تعاملات الاجانب من الاستثمار في حالة تذبذب حتى تراوحت بين (8.8 – 19.6) % . وسبب الانخفاض يعزى الى الازعاج الامنية غير المستقرة ، مثل حرب داعش وانخفاض اسعار النفط عالميا وخروج بعض المستثمرين الاجانب .

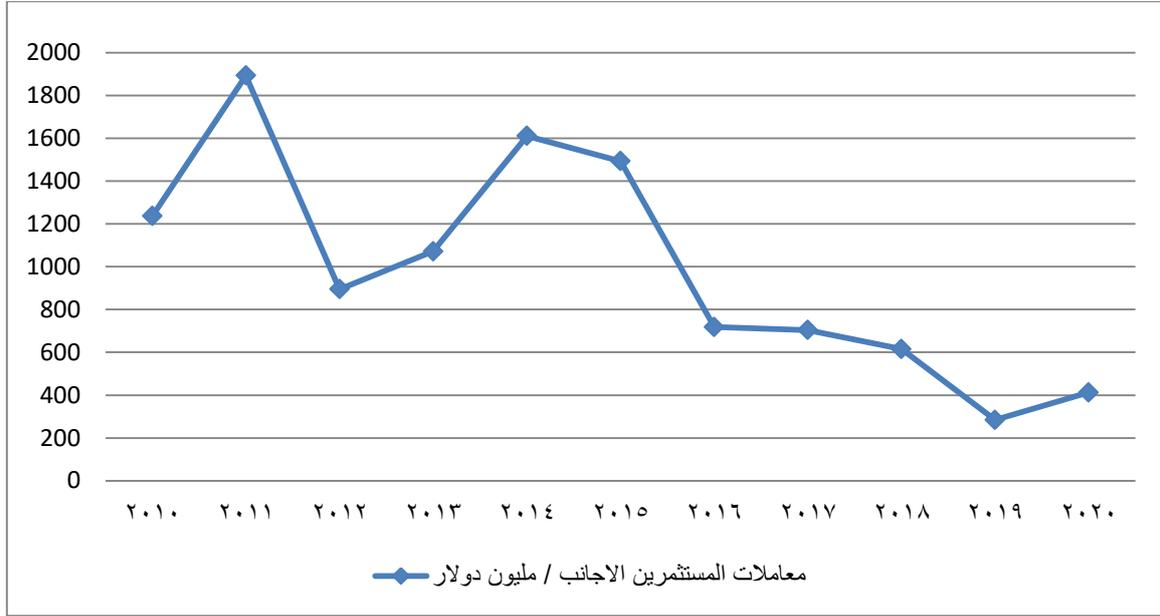
لتعاود معاملات المستثمرين الاجانب ارتفاعها عام (2020) وتصل الى (412) مليون دولار ، لتصل نسبة مساهمة تعاملات الاجانب من الاستثمار الى (18.4)% . وسبب الارتفاع رغم وباء كورونا هو زيادة التعامل الالكتروني وزيادة استثمارات المحفظة الاستثمارية للاوراق المالية(3) .

1 - هيئة الاوراق المالية لحركة تداول الاوراق المالية ، 2011 ، مصدر سابق ، ص 2 .

2 - هيئة الاوراق المالية لحركة تداول الاوراق المالية ، 2012 ، مصدر سابق ، ص 7 .

3 - فائزة حسن مسجت ، وآخرون ، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر (المحفظي) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (2017 – 2018) ، مجلة الادارة والاقتصاد ، المجلد (10) ، العدد (37)، 2021، ص 129 .

شكل (24) معاملات المستثمرين الاجانب ونسبة تعاملهم



المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول (16)

ثانياً – مؤشرات الاستقرار المالي في العراق :

يعد مؤشر الاستقرار المالي اداة تعكس أهم التطورات في القطاع المالي ، فضلا على انه نظام انذار مبكر لتجديد مستوى المخاطر المحتملة ، يتكون مؤشر الاستقرار المالي في العراق من أربع مؤشرات رئيسية وعلى النحو التالي (1) :

1. مؤشر القطاع المصرفي :- ويتكون من (10) مؤشرات فرعية .
2. مؤشر الاقتصاد الكلي :- ويتكون من (4) مؤشرات فرعية .
3. مؤشر سوق رأس المال :- ويتكون من (2) مؤشر فرعي .
4. مؤشر الدورة المالية :- ويتكون من (1) مؤشر فرعي .

¹ - البنك المركزي العراقي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2020 ص 107 .

الفصل الثالث : المبحث الثاني . . تحليل الاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي في العراق

ويوضح الجدول (17) المتغيرات الداخلة في تكوين الاستقرار المالي في العراق

المؤشر الرئيسي	المتغيرات	المتغيرات الفرعية	العلاقة بين المتغيرات ومؤشر الاستقرار المالي	الوزن الترجيحي W (بعد حذف القيمة الصغرى والعظمى)	وزن المؤشر الرئيس (W)
مؤشر القطاع المصرفي (BI)	كفاية رأس المال	نسبة كفاية رأس المال	طرديّة	13%	53%
	جودة الاصول	الديون غير العاملة / اجمالي الديون	عكسيّة	5%	
		صافي الديون غير العاملة بعد طرح المخصصات / قاعدة رأس المال	عكسيّة	5%	
		نسبة التغطية (المخصصات / الديون غير العاملة)	طرديّة	5%	
	السيولة	نسبة الاصول السائلة / الالتزامات قصيرة الاجل	طرديّة	6%	
		نسبة اجمالي الديون اجمالي الودائع	عكسيّة	6%	
	الربحية	نسبة العائد على الاصول (ROA)	طرديّة	3%	
		نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE)	طرديّة	3%	
		اجمالي المصروفات من غير الفوائد / اجمالي الدخل	عكسيّة	4%	
			هامش الفائدة الى اجمالي الدخل	طرديّة	
مؤشر الاقتصاد الكلي (EI)	معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي	معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي	طرديّة	6%	24%
		نسبة عجز الحساب الجاري / الناتج المحلي الاجمالي	عكسيّة	6%	
	معدل التخضم	معدل التخضم	عكسيّة	6%	
		نسبة الاحتياطات الاجنبية الى الناتج المحلي الاجمالي	طرديّة	6%	
مؤشر سوق رأس المال (CI)	مؤشر سوق العراق للاوراق المالية	مؤشر سوق العراق للاوراق المالية	طرديّة	7.5%	15%
		القيمة السوقية للاسهم / الناتج المحلي الاجمالي	طرديّة	7.5%	
مؤشر الدورة المالية (FI)		فجوة الائتمان (الفرق بين نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي وبين اتجاه النسبة على المدى الطويل)	عكسيّة	8%	8%
				100%	100%

المصدر: صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي ، ابو ظبي ، 2019 ، ص 234 .

ثالثاً - خطوات قياس المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق :

ان تقييم مستوى الاستقرار المالي بواسطة المؤشر التجميعي يعتمد بالدرجة الاساس على مكونات

المؤشر التجميعي واتجاهاته اذ يمكن حساب المؤشر التجميعي في العراق وفقاً للصيغة التالية (1) :

$$FSI = \sum_j^{10} = 1 w_j BI \left[\frac{X_{jt} - Min_j}{Max_j - Min_j} \right] + \sum_j^4 = 1 w_j EI \left[\frac{X_{jt} - Min_j}{Max_j - Min_j} \right] + \sum_j^2 = 1 w_j CI \left[\frac{X_{jt} - Min_j}{Max_j - Min_j} \right] + w_j FI \left[\frac{X_{jt} - Min_j}{Max_j - Min_j} \right]$$

حيث ان :

FSI : مؤشر الاستقرار المالي ، w_j : الاوزان الترجيحية ، BI : مؤشر القطاع المصرفي ، EI : مؤشر القطاع الكلي ، CI : مؤشر سوق رأس المال ، FI : مؤشر الدورة المالية ، t : العام الذي يتم فيه الاحتساب .

رابعاً - تحليل المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق :

تعد قيمة المؤشر التجميعي للانداز المبكر للمخاطر اذ ان قيمته تتراوح بين (صفر - 1) اي كلما كانت القيمة قريبة من الصفر ، دلالة على ان الاستقرار المالي يواجه مخاطر بدرجة كبيرة ، وكلما كانت القيمة اكبر من الصفر دلالة على ان المؤشر التجميعي مستقر وحجم المخاطر أقل . اما اذا اقتربت القيمة من الواحد دل ذلك على انخفاض المخاطر وزيادة مستوى الاستقرار المالي . (2)

نلاحظ من خلال الجدول () ان قيم المؤشرات التجميعية الفرعية للمؤشر التجميعي الكلي للاستقرار المالي في العراق قد شهدت تذبذباً على امتداد المدة من (2016 - 2020) وسنركز على احد المكونات الفرعية للمؤشر التجميعي كونه اساس (عنوان دراستنا) وهو مؤشر سوق رأس المال .

¹ - البنك المركزي العراقي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2020 ، مصدر سابق ، ص 109 .

² - البنك المركزي العراقي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2017 ، ص 109 .

الفصل الثالث : المبحث الثاني . . تحليل الاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي في العراق

الجدول (18) المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق والمؤشرات الفرعية المكونة له

2020	2019	2018	2017	2016	البيان
0.586	0.410	0.440	0.363	0.343	المؤشر التجميعي للاستقرار المالي
0.289	0.190	0.194	0.181	0.181	مؤشر القطاع المصرفي
0.155	0.133	0.162	0.121	0.087	مؤشر الاقتصاد الكلي
0.080	0.008	0.005	0.005	0.049	مؤشر سوق رأس المال
0.063	0.080	0.079	0.055	0.025	مؤشر الدورة المالية
%14	%2	%1	%1	%14	*نسبة مساهمة مؤشر سوق رأس المال

المصدر : صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي للدول العربية ، ابو ظبي ، 2021 ، ص 234 .

* من اعداد الباحثة

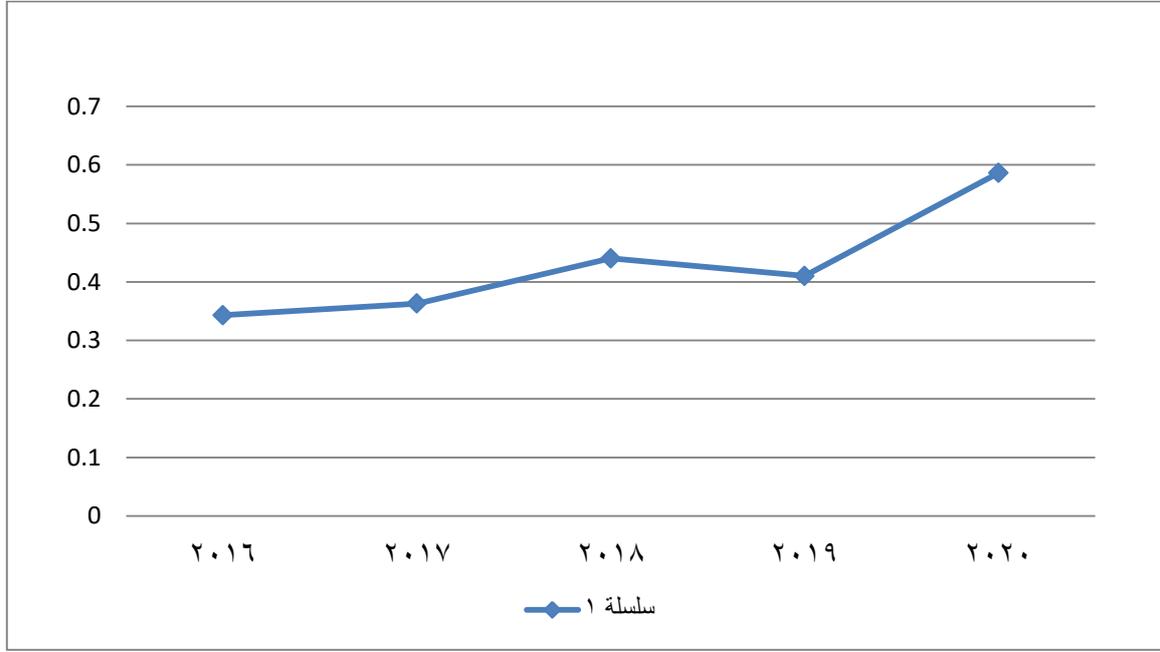
ففي عام (2017) ارتفع المؤشر التجميعي الكلي ليصل الى (0.363) نقطة مقابل (0.343) نقطة في عام 2016 ويعزى سبب ارتفاعه الى ارتفاع مؤشرات الفرعية المكونة له اذ كان تأثير مؤشر سوق رأس المال على الاستقرار المالي بنسبة (0.005) في عام (2017) مقابل (0.049) في عام 2016 الا ان كانت نسبة مساهمته في المؤشر التجميعي الكلي انخفضت الى (1%) بعد ما كانت (14%) . وارتفع المؤشر التجميعي حتى عام (2020) اذ وصل الى (0.586) نقطة وبلغت مساهمة مؤشر سوق رأس المال الى (14%) وهي اعلى نسبة مساهمة وصل اليها المؤشر الفرعي في تحقيق الاستقرار المالي في المؤشر التجميعي النهائي وعلى الرغم من انخفاض المؤشر التجميعي النهائي عام (2019) اذ وصل الى (0.410) مقارنة بالاعوام السابقة الا ان نسبة مؤشر سوق رأس المال ارتفعت الى (2%) اي ان ارتفاع هذا المؤشر الفرعي لتحقيق الاستقرار المالي يعكس مدى توجه البنك المركزي العراقي وان ارتفاع مؤشر الاستقرار المالي لتعزيز سياسة الاستقرار المالي ، وتطبيق متطلبات (بازل 3) وان مؤشر سوق رأس المال ارتفع خلال مدة البحث اذ تراوح ما بين (0.049 - 0.080) وعلى الرغم من الاثار السلبية التي عانى منها الاقتصاد العراقي ومنها انتشار فايروس كورونا وانخفاض اسعار النفط العالمي ، وكون العراق من البلدان الريعانية التي تعتمد اعتمادا كلياً على النفط كل هذه الاسباب أثرت بشكل سلبي على الاستقرار المالي في العراق مما دفع البنك المركزي العراقي الى اتخاذ اجراءات سريعة من شأنها مواجهة الصدمات التي تؤثر على الاستقرار المالي (1) . ومن خلال هذا يجب ان تأخذ بنظر الاعتبار الى مؤشر سوق رأس المال والذي يقيس اداء سوق العراق للاوراق

¹ - البنك المركزي العراقي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2020 ، مصدر سابق ، 115

الفصل الثالث : المبحث الثاني . . تحليل الاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي في العراق

المالية وما له من تأثير في تحقيق الاستقرار المالي ، واذ يشكل وزن ترجيحي يقدر بـ (15%) من مجموع الاوزان الترجيحية الداخلة في احتساب مؤشر الاستقرار المالي (المؤشر التجميعي) .

شكل (25) المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في العراق



المصدر : ما اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول (18)

من خلال تتبع الجداول (8 ، 13 ، 18) نلاحظ ان مساهمة مؤشر سوق الاوراق المالية في تحقيق الاستقرار المالي في دولة مصر العربية تتراوح بين (18-23) % خلال مدة البحث .

اما في دولة الامارات العربية كانت مساهمة مؤشر سوق الاوراق المالية تتراوح بين (13 – 19) % وفي العراق كانت نسبة مساهمة مؤشر سوق العراق للاوراق المالية في تحقيق الاستقرار المالي تتراوح بين (1-14) % ، وهذا يعني ان مؤشر سوق الاوراق المالية في دولة مصر العربية قد أسهم بشكل رئيسي وكبير في تحقيق الاستقرار المالي وهذا يوضح الدور الرئيسي للاسواق المالية في تحقيق الاستقرار المالي نظر لما تتمتع به الاسواق المالية في مصر من استقرار ادى الى جذب المستثمرين الاجانب ومساهماتهم في رفع كفاءة مؤشر الاسواق المالية على الرغم من ان الوزن الترجيحي للمؤشر كان يمثل (19%) فقط من وزن المؤشر التجميعي للاستقرار المالي (59) نقطة للمؤشرات الفرعية كان لها الدور في تحقيق الاستقرار المالي ، وبذلك تحتل دولة الامارات العربية المركز الثاني في تأثير مؤشر سوق الاوراق المالية ومدى تأثيرها في تحقيق الاستقرار المالي على الرغم من ان الاستقرار المالي كان كبير جدا في الامارات وان الوزن الترجيحي لمؤشر سوق الاوراق المالية كان يمثل نسبة

الفصل الثالث : المبحث الثاني . . تحليل الاستثمار الاجنبي غير المباشر والاستقرار المالي في العراق

(27.8) % ليجعل مساهمة مؤشر راس المال في مدى تأثيره على تحقيق الاستقرار المالي اذ كانت نسبته تتراوح بين (1-14) % وكان الوزن الترجيحي للمؤشر الفرعي يمثل ما نسبته (15%) والاوزان الاخرى تمثل المؤشرات الفرعية .

الاستنتاجات والتوصيات

الاستنتاجات والتوصيات

في ضوء ما تقدم توصلنا الى العديد من الاستنتاجات والتوصيات والتي يمكن اجمالها على النحو الاتي :-

أولاً : الاستنتاجات

استناداً الى ما تقدم ومن خلال استعراض نتائج دور الاستثمار الاجنبي المباشر في تطوير السوق المالية لتحقيق متطلبات الاستقرار المالي توصلنا الى الاتي :

1. ضعف اداء سوق العراق للاوراق المالية بالنسبة لحجم اقتصاده اذ لم يكن له دور كبير للارتقاء بمستوى حجم الاستثمارات مقارنة بالدول الاخرى (مصر والامارات).
2. يعد الاستثمار الاجنبي غير المباشر من أهم واحداث الموارد المالية لتنشيط عمل الاسواق المالية من خلال جذب رؤوس الاموال الاجنبية وزيادة التدفقات النقدية من خلال تنوع المحفظة الاستثمارية .
3. ازدياد اعداد المستثمرين الاجانب في كل من الامارات اولاً ومصر ثانياً ليحتل العراق ثالثاً وذلك بسبب عدم الاستقرار الامني والسياسي والذي أثر سلباً في تحقيق الاستقرار الامني مقارنة بالدول اعلاه .
4. يعد سوق الاوراق المالية من أهم القنوات الاشهر في جذب المدخرات المحلية والاجنبية والتي تسهم بشكل كبير في زيادة الاستثمار الاجنبي غير المباشر .
5. تذبذب نسبة مساهمة مؤشر سوق رأس المال في تحقيق الاستقرار المالي للدول العربية (مصر والامارات والعراق) مع اختلاف نسب الاوزان الترجيحية للمؤشر .
6. تذبذب في قيمة الاستثمار الاجنبي غير المباشر خلال مدة الدراسة في العراق مقارنة بالدول المختارة (مصر ، والامارات) نتيجة الاوضاع السياسية والامنية التي مر بها العراق .
7. من اهم شروط جذب الاستثمارات الاجنبية وجود اسواق اوراق مالية منظمة تعتمد على البنى التحتية والتكنولوجيا المتقدمة في الافصح ، وهذا يفتقر اليه سوق العراق للاوراق المالية مقارنة بدول العينة (مصر والامارات) .

ثانياً - التوصيات :

- على ضوء ما مر من الاستنتاجات يمكن لنا ان نوصي :- .
- 1- العمل على زيادة كفاءة الاسواق المالية من خلال الاهتمام بالبنى التحتية وتشريع القوانين والانظمة وتحديثها بما يخدم عمل الاسواق المالية وخاصة سوق العراق للاوراق المالية .
 - 2- أنفتاح الاسواق المالية لتصبح تحرراً مع الاسواق المالية العالمية لتكوّن مناخ قادراً على جذب الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة وتشجيع جذب الاوراق المالية للاسواق العربية ورؤوس الاموال الاجنبية وخاصة سوق العراق للاوراق المالية .
 - 3- تشجيع الادخارات المحلية والاجنبية وفرص الاستثمارات غير المباشرة للمشاركة الفعّالة في رفع كفاءة الاسواق المالية من خلال تنويع الاوراق المالية وزيادة الوعي الاستثماري .
 - 4- الاهتمام بالاستثمارات الاجنبية غير المباشرة من خلال تقديم الدعم والتسهيلات والحوافز والمكافآت التي تعمل على جذب رؤوس الاموال الاجنبية .
 - 5- جعل البيانات متاحة أمام المستثمرين ومنحهم امتيازات خاصة تمتاز بالوضوح والشفافية .
 - 6- إصدار الانظمة والقوانين التي تنص حق المستثمر وحماية أمواله داخل البلد المضيف لجذب رؤوس الاموال الاجنبية وتسهيل التعاملات داخل سوق الاوراق المالية .
 - 7- الاعتماد على قاعدة بيانات تتميز بالوضوح والشفافية وحادثة المعلومات لتحقيق اكبر قدر من الاستقرار المالي من خلال التنبؤ بحدوث الازمات المالية ومواجهتها .
 - 8- الاستفادة من تجارب الدول في تحقيق الاستقرار المالية من خلال رفع كفاءة الاسواق المالية وقدرتها على جذب الاستثمارات المالية الاجنبية غير المباشرة (مثل دولة الامارات العربية اولاً ومصر العربية ثانياً) .
 - 9- ضرورة تحقيق الاستقرار السياسي والاقتصادي وتوجيه كافة الامكانيات والطاقات اللازمة لمواجهة الصدمات والازمات التي يمر بها الاقتصاد وخاصة الاقتصاد العراقي لتحقيق اكبر قدر من الاستقرار المالي .

المصادر

اولا : القرآن الكريم

ثانيا : الكتب العربية

- 1- احمد محي الدين ، " اسواق الاوراق المالية واثارها الائتمانية في الاقتصاد الاسلامي " ، ط1، جدة ، 1995 .
- 2- اندرواسي ، عاطف وليم، " اسواق الاوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها) ، ط1 " . دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية، 2008 .
- 3- برايان كويل ، " اسواق المال " ، قسم الترجمة ، ط1 ، دار الفاروق للنشر، مصر، 2005 .
- 4- البنا ، جلال، " ماذا تعرف عن الاستثمار في الاوراق المالية والبورصات والمشتقات " ، ط1، شركة ندى للطباعة ، طنطا، 2006 .
- 5- التميمي ، ارشد فؤاد، " الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات " ، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ، 2010.
- 6- جابر، محمد صالح، "الاستثمارات بالأسهم والسندات وادارة المحافظ الاستثمارية" ، ط3، دار وائل للنشر ، عمان، 2005 .
- 7- حسن ، مصطفى جمال، " محددات تدفق الاستثمارات الاجنبية الى اسواق رأس المال الناشئة "، دراسة تطبيقية على مصر ، معهد التخطيط القومي ، 2004 – 2005 .
- 8- الحسنوي ، سالم صلاح راهي، "الاستثمار والتمويل في الاسواق المالية" ، ط1، الشركة العربية المتحدة ، القاهرة، 2017.
- 9- الحفيظ ، صفوة احمد عبد ، " دور الاستثمار الاجنبي في تطور احكام القانون الدولي الخاص " ، ط1 ، دار المطبوعات الجامعية ، الاسكندرية، 2005 .
- 10- الحنفي ، عبد الغفار، " استراتيجيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية "، اسهم وسندات ، 2007 .
- 11- الرزري ، عبدالنافع عبدالله وغازي توفيق فرج ، "الاسواق المالية" ، ط1 ، دار وائل للنشر ، عمان، 2002 .
- 12- الرزين ، عبد الله بن محمد بن حمد ، " سوق المال "، سلسلة الرسائل الجامعية ، ط1، الرياض، 2006.
- 13- رمضان ، زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط 4 ، دار وائل للنشر ، عمان، 2007.

- 14- رمضان ، زياد، مروان شموط ، " الاسواق المالية " ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ، ط3 ، القاهرة ، 2014 .
- 15- الزبيدي ، فرح علي توفيق، المعايير الدولية للاشراف والرقابة المصرفية واثرها في الاستقرار المالي للقطاع المصرفي الخاص في العراق ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، 2015.
- 16- شبيب ، دريد كامل، "الاسواق المالية والنقدية" ، ط1، دار الميسرة للنشر والتوزيع ، عمان، 2012 .
- 17- شريط صلاح الدين ، "اصول صناديق الانتماء في سوق الاوراق المالية" ، ط1، دار حميثر للنشر ، لبنان، 2018 .
- 18- الشريف ، بن زوار ، محمد واخرون ، " راس المال المخاطر الاليات المالية والاستثمارية " ، ط1، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية، 2021.
- 19- شندي ، اديب قاسم، " الاقتصاد العراقي الى اين " ، ط3، دار المواهب للطباعة ، بغداد، 2011.
- 20- شندي ، اديب قاسم، "الاسواق المالية الفرص والمخاطر" ، ط 1، دار الكتب والوثائق ، بغداد، 2013.
- 21- عبد الغفار حنفي ، " استراتيجيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية " ، اسهم وسندات ووثائق الاستثمار ، الخيارات ، ط1 ، الدار الجامعية ، مصر ، 2007 ، ص204 .
- 22- عبدالمنعم السيد علي ، نزار سعد الدين عيسى ، " النقود والمصارف والاسواق المالية " ، ط1 ، دار ومكتبة الحامد ، عمان، 2004 .
- 23- العريبي ، عصام فهد، الاستثمار في بورصات الاوراق المالية (بين النظرية والتطبيق) ، 2002.
- 24- علي ، عبد الرزاق قاسم و احمد ، " ادارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية " ، ط1، منشورات جامعة دمشق، 2016-2017 .
- 25- عمايرة ، محمد، دور البنوك المركزية في الحد من المخاطر النظامية وحماية الاستقرار المالي ، الملتقى الاقتصادي العربي الاول لادارة المخاطر في المؤسسات المالية والمصرفية ، عمان 2015.
- 26- قرياقص ، رسمية، اسواق المال (اسواق رأس المال – المؤسسات) ، ط بلا ،الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002 – 2003.
- 27- الكناني ، سوزان جلال عبد الشافي، المركز القانوني للمستثمر الاجنبي في ضوء الاستثمار المصري رقم (72) لسنة 2017 .
- 28- كوهين ، مائير، ترجمة ، عبدالكريم احمد الخزاعي ، الاسواق والمؤسسات المالية(الفرص والمخاطر) ، ط1، دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة، 2007.

- 29- لطفي ، امين احمد، "التحليل المالي لاغراض تقييم ومراجعة الاداء والاستثمار في البورصة " ، ط1،
الدار الجامعية ، مصر، 2005 .
- 30- لطفي ، خالد احمد حسن، " اليات وقواعد تعامل صناديق الاستثمار في سوق الاوراق المالية " ، ط1،
دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية، 2021 .
- 31- محمد ، اميره حسب الله، "محددات الاستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية
العربية دراسة مقارنة (تركيا ، مصر ، سوريا)" الدار الجامعية ، 2005.
- 32- محمد ، محمود يونس ، علي عبد الوهاب نجار واخرون ، النقود والمصارف والتجارة الدولية ، ط1،
دار التعليم الجامعية ، الاسكندرية، 2018 .
- 33- محمد حمو ، ورقة بحثية بعنوان (دور واهمية استهداف الاستثمار الاجنبي في دعم التنمية في
الامارات) جامعة الشلف الجزائر.
- 34- المشهداني ، خالد احمد فرحان، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي ، " مدخل الى الاسواق المالية " ،
ط بلا، دار الايام للنشر والتوزيع ، عمان، 2013 .
- 35- معروف ، هوشيار، "الاستثمارات والاسواق المالية" ، ط 1، دار صفاء للنشر ، عمان، 2003.
- 36- الموسوي ، حيدر يونس كاظم ، " الفكر الحديث في السياسات الاقتصادية" ، سلسلة الاصدارات العلمية ،
مركز كربلاء للدراسات والبحوث ، الامانة العامة للعتبة الحسينية المقدسة، ط1 ، دار الكتب ، كربلاء،
2015 .
- 37- النبي ، محمد احمد عبد ، الاسواق المالية (الاصول العلمية والتحليل الاساسي) ، ط1، زمزم، عمان،
2009 .
- 38- الهندي ، منير ابراهيم، " اساسيات الاستثمار وتحليل الاوراق المالية للاسهم والسندات " ، ط1، دار
المعرفة الجامعية ، الاسكندرية، 2010.
- 39- الهيتي ، قيصر عبد الكريم، "اساليب الاستثمار الاسلامي واثرها على الاسواق المالية " ، ط1، دار
رسلان للطباعة والنشر، 2009 .

ثالثا : الرسائل والاطاريح

- 1- بن ساعد ، عبدالرحمن، اتجاهات وآليات الاستقرار المالي في اعقاب الازمة المالية العالمية ، اطروحة
دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية ، الجزائر ، 2013- 2014 .

- 2- الدعيمي ، عباس كاظم، اثر السياسة النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الامريكية (للمدة (1990-2006) اطروحة دكتوراه ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة الكوفة ، 2008 .
- 3- الذهبي، ريمة، الاستقرار المالي النظامي ، بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011) ، اطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة قسنطينة ، 2013 .
- 4- زينب بولمة و مبروكة حميد ، دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي للدول النامية حالة الجزائر وجمهورية التشيلي ، دراسة تحليلية تقييمية للفترة (2000-2017) ، كلية العلوم الاقتصادية التيسير والعلوم التجارية ، 2018 .
- 5- شويطر جميلة ، اثر استقرار النظام المالي على الوساطة المالية في الجزائر خلال الفترة (1990-2014) دراسة قياسية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير ، الجزائر ، 2016-2017 .
- 6- عبادي ، اثير عباس "الازمات في الاسواق المالية وانعكاساتها في الاقتصادات العربية مع اشارة خاصة للاقتصاد العراقي" ، اطروحة دكتوراه ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، 2011 .
- 7- علاء طالب ماطور ، تحليل دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تطوير اداء سوق العراق للاوراق المالية للمدة (2009-2018) ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة القادسية ، 2020 .
- 8- العنزي ، علي عايد، "اثر التضخم وسعر الصرف في مؤشرات اداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2016)" رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة كربلاء ، 2017 .
- 9- المخلوق ، اميرة بن، آليات الحكومة لادارة المخاطر المصرفية وتعزيز الاستقرار المالي ، دراسة حالة عينة من البنوك التجارية العاملة في الجزائر ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التيسير قسم العلوم الاقتصادية ، اطروحة دكتوراه ، 2016 .

رابعاً : المجلات والبحوث والمحاضرات العلمية

- 1- توفيق ، هوزان تحسين، قياس الاستقرار المالي لعينة من المصارف التجارية في سوق العراق للاوراق المالية ، بحث منشور ، مجلة جامعة زاخو ، العراق ، مجلد 3 ، العدد 3 ، 2015 .
- 2- الجوراني ، اكرم محمود، حساني ، عبدالرزاق حسن، منشورات جامعة دمشق ، 2010 .
- 3- الحبيب ، زواوي، الاستقرار المالي والبنوك الاسلامية تحليل تجريبي ، بحث منشور ، مجلة دراسات مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية ، العدد 16 ، الجزائر ، 2010 .

- 4- عدنان سليمان و سليمان موصللي ، " الاسواق المالية " منشورات جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ، 2013-2014 .
- 5- الدين ، نادية عز، بسمة عولمي، اثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الامريكية دراسة قياسية خلال الفترة (2008-2018) ، بحث منشور ، مجلة الباحث ، العدد 20 ، 2020 .
- 6- الزامللي ، نداء محمد، دور الانفاق الحكومي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في العراق للمدة (2003-2012) بحث منشور ، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية و كلية الادارة والاقتصاد ، المجلد 16 ، العدد 1 ، 2014 .
- 7- السبعوي ، مشتاق محمود، وآخرون ، الاستقرار المالي في ظل النظام المالي والمصرفي ، دراسة تحليلية لعينة من المصارف الاسلامية في ضوء المؤشرات العالمية للأزمة المالية ، بحث منشور ، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية ، المجلد الثاني ، العدد(2).2012 .
- 8- الشاذلي ، احمد شفيق، الاطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيق منشورات صندوق النقد الدولي ، 2014.
- 9- الشكرجي ، بشار ذنون محمد، محمد يونس محمد الشرايبي، التنبؤ بالاستقرار المالي للمصارف الاهلية العراقية باستخدام مؤشرات السلامة للمدة (2008-2012) بحث منشور ، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية ، المجلد السابع ، العدد (1) ، 2017 .
- 10- شندي ، اديب قاسم."الاسواق المالية واثرها في التنمية الاقتصادية "سوق العراق للأوراق المالية " دراسة حالة ،بحث منشور ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، عدد خاص ،2013.
- 11- عبد العال ، علا عادل، " دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية" ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العددان 63-64 ، 2013 .
- 12- عبدالقادر ، بريش و زهير غرابية ، مقررات بازل (3) ودورها في تحقيق مبادئ الحوكمة وتعزيز الاستقرار المالي والمصرفي العالمي ، بحث منشور ، مجلة الاقتصاد والمالية ، العدد (55) ، 2015.
- 13- عبدالقادر، مطاي و بلقة ابراهيم وآخرون ، آليات ضبط استقرار النظام المالي في ظل انتهاج سياسية المالي وانتشار الازمات بالاشارة الى حالة الجزائر ، بحث منشور ، مجلة الاقتصاد الجديد ، المجلد (10) ، العدد 3، 2019 .

- 14- عبيد ، وليد عبد النبي، "السوق المالية في العراق الواقع والتورات المستقبلية"،مجلة ابحاث في السياسة النقدية العدد الاول ، البنك المركزي العراقي ، 2016 .
- 15- عواد ، فاضل جويد، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، المجلد ، 2016 ، العدد 47 .
- 16- عيسى ، الهام بن، وآخرون ، دور استقرار النظام المالي في دعم النمو والتطور الاقتصادي، بحث منشور، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي ، جامعة المسلية ، المجلد 3 ، العدد 1 .
- 17- الفرجي ، حيدر نعمه، اثر تقلب صرف اليورو في المخاطرة المصرفية ، دراسة تحليلية ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، المجلد الثالث ، العدد العاشر ، 2006 .
- 18- كنعان علي ، " الاسواق المالية "، منشورات جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد ، 2018-2019.
- 19- المالكي ، فاضل موسى، اسراء نظام الدين الطائي ، ضوابط الاستقرار المالي في المصارف الاسلامية ، بحث منشور، مجلة الادارة والاقتصاد جامعة كربلاء ، المجلد الخامس ، العدد العشرون .
- 20- مصطفى ، سمير عبد الله، " الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق الاوراق المالية العراقية " ، مجلة كلية القانون ، الجزء (780) الصفحة 778 .
- 21- ود ، مفتاح صالح و ابو عبد الله علي ، "واقع الاستثمار الاجنبي في سوق الاوراق المالية العربية "، مجلة ابحاث اقتصادية وادارية ، جامعة محمد خضير ، بسكرة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، العدد الرابع عشر ، 2013 .
- 22-فايزة حسن مسجت ، واخرون ، دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر (المحفظي) في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (2017 – 2018) ، مجلة الادارة والاقتصاد ، المجلد (10) ، العدد (37)، 2021، ص 129 .

خامساً : النشرات والتقارير

- 1- اسواق العراق للاوراق المالية ، التقرير السنوي العاشر ، 2013 .
- 2- البنك المركزي العراقي ، التحول من الاستقرار النقدي الى الاستقرار المالي وتعزيز التنمية ، 2017.
- 3- البنك المركزي العراقي ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2016 .
- 4- البنك المركزي العراقي ، المديرية العامة للإحصاء والبحوث ، التقرير السنوي الاقتصادي ، 2011 .
- 5- البنك المركزي العراقي ، المديرية العامة للإحصاء والبحوث ، التقرير السنوي الاقتصادي ، 2013.
- 6- البنك المركزي العراقي ، دائرة الاحصاء والابحاث ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2018 .
- 7- البنك المركزي العراقي ، دائرة الاحصاء والابحاث ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2019 .

- 8- البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2011-2012) .
- 9- البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2013-2014) .
- 10- البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2015-2016) .
- 11- البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي (2018-2019) .
- 12- البورصة المصرية ، التقرير السنوي ، 2020 .
- 13- تقرير الاستقرار المالي العالمي ، المخاطر والسيولة وصيرفة الظل يشجع التجاوزات وتشجيع النمو ، 2014 .
- 14- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، الفصل السابع ، 2010 .
- 15- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، الفصل السابع ، 2012 .
- 16- التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية ، 2014 .
- 17- التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية ، 2019 .
- 18- التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية . 2017 .
- 19- سوق العراق للأوراق المالية ، التقرير السنوي الحادي عشر ، 2014 .
- 20- سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2012 .
- 21- سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2014 .
- 22- سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2015 .
- 23- سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2017 .
- 24- سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2018 .
- 25- سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2019 .
- 26- سوق دبي المالي ، التقرير السنوي ، 2020 .
- 27- صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ابو ظبي ، 2013 .
- 28- صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ابو ظبي، 2018 .
- 29- صندوق النقد العربي ، التقرير العربي الموحد ، الجزء السابع ، ابو ظبي، 2019 .
- 30- صندوق النقد العربي ، تقرير الاستقرار المالي في الدول العربية ، ابو ظبي، 2021 .
- 31- صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية ، النشرة الفصلية، ابو ظبي ، 2018 .
- 32- وزارة الاقتصاد ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2011 .
- 33- وزارة الاقتصاد ، التقرير الاقتصادي السنوي ، 2013 .

- 34- وزارة الاقتصاد ، تقرير التطورات الاقتصادية والاجتماعية بدولة الامارات العربية المتحدة (2005 – 2010) ، 2012 .
- 35- البنك المركزي المصري ، تقرير الاستقرار المالي ، 2018
- 36- صندوق النقد المصري ، تقرير الاستقرار المالي للدول العربية ، 2021
- 37- هيئة الاوراق المالية لحركة تداول الاوراق المالية ، 2011
- 38- البنك المركزي العراقي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2020
- 39- البنك المركزي العراقي ، تقرير الاستقرار المالي ، 2017

سادسا : المصادر الاجنبية

- 1- AGENCE Monetairy delafrique Delouest (AMAO) Stability Financil . Freetown Novembre, 2009,.
- 2- Ahmed M. Bolouafi, Islamic Economics Research center King Abdul Aziz unirersity, Jaddah, Saudi Arabia,2008.
- 3- Anthony saunders, Marcia millon oncorntt, Financial markets and Institutions international edition, MC,crow-Hill,New York,2012.
- 4- Anthony Saunders, Marcia Milloncorntt, Financial Markets and Ins titutions international edition,Mc Graw- Hill, New york , 2012 .
- 5- central Bank of Jordan. Financial stability Report, 2012 .
- 6- Cunnar Bardsen, Kjersti- Gro lindquist and Dimitvios P.Tsomocos " Eralution ofmacroeconomic Models for financial stability analysis " February, 2006.
- 7- Datuk seri panglima Andrew sheng, Islamic fira nceand Financial poliey and Stablity, March , 2007.
- 8- Ferguson Rogcr, " should Financial stability Be An Explicit Centrol Bank objective, washing ton Federal Rescrve Board , 2003 .
- 9- Garry J. Schinasi, Defining Financial Stability, IMF, 2004.
- 10- Keith pilbeam, Finance and Financial markets,3rd ed .palgrave macmillan,UK,2010.

- 11- Madura , Jeff , International financial , Management 6th , ed , south , western college publishing , USA , 2000.
- 12- Mish kin Frederick " Clobal Financial Instability Framc work Ernets Issues , Journal of Economic perspectives , vol, 13, April , 2009.
- 13- Peters, Rose, Money and capital Markets, 8th edition , Mc Grow-Hill, Inc,USA,2003.
- 14- shabiro , Alan , Multinational financial management , 7th . ed , printice-Hall,Inc,2003 .
- 15- Ahmed .M.Belouafi, Zslamic Economic Research center, King Abdul Aziz University, Jeddah, Saudi, Avabia, 2008.

Abstract:

Financial markets occupied a prominent position in the economies of the world, especially in light of the successive revolutions, openness, liberation and removal of restrictions. Because of its prominent role in mobilizing savings and providing the necessary financial resources to finance the process of economic development by attracting capital (foreign and non-foreign).

In this context, the research aims to demonstrate the great role played by the financial markets in achieving the requirements of financial stability, as the increase in the volume of indirect foreign investments would affect the development of financial markets, which was reflected positively on financial stability. The research reached a number of conclusions, the most important of which is the weak performance of the Iraqi stock market in relation to the size of its economy. It did not have a significant role in raising the level of the volume of investments compared to other countries (Egypt and the UAE).

Indirect foreign investment is one of the most important and latest financial resources to activate the work of the financial markets by attracting capital and increasing cash flows through diversifying the investment portfolio. As for the recommendations, they included the necessity of striving to achieve financial stability by directing all the capabilities and energies necessary to confront the shocks and crises that the economy is going through, especially the Iraqi economy, to achieve the greatest degree of economic stability and to recover from the experiences of countries (Egypt and the UAE) in achieving financial stability.

Ministry of Higher Education and Scientific Research

Karbala University

Faculty of Administration and Economics

Department of Economics



The role of indirect foreign investment in the development of the financial market to achieve the requirements of financial stability - selected experiences - with special reference to Iraq

Submitted by the student

Shaima Abdulhadi Hussein Al-Sharifi

**To the Council of the College of Administration and Economics -
University of Karbala**

**As part of the requirements for obtaining a Doctor of Philosophy
degree in Economics**

Supervised by

Assistant Prof .Dr.

Kadhim Saad Abdul Reda Al-Araji

Assistant Prof . Dr.

Mohammed Naji Mohammed Al-Zubaidi

1443 AH

2022 AD