

الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية

د.فلاق علي - جامعة المدية

أ.باصور محمد - جامعة المدية

الملخص:

نتيجة ما تعانيه الدول النامية من نقص في مصادر التمويل المحلية لدعم مشاريعها التنموية بدأت البحث عن مصادر خارجية بديلة للنهوض بمستويات التنمية تمثلت بعدة صور منها القروض الخارجية والاستثمار الأجنبي. ونتيجة خطورة الاعتماد على هذه القروض في تمويل عمليات التنمية الاقتصادية بها، فقد اتجهت الأنظار نحو استخدام الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر باعتباره محركا للنمو الاقتصادي الذي يساهم في زيادة القدرات الإنتاجية للاقتصاد المحلي، ونظرا إلى اتساع مجال دراسة الاستثمار الأجنبي، وانطلاقا من الأهمية التي يلعبها في الاقتصاديات النامية المستقبلية له تأتي أهمية التعرف إلى دور الاستثمار الأجنبي في تنشيط أسواق الأوراق المالية.

Abstract:

A cause de circonstances subites sur les pays en développement de l'imperfection des sources locales, elle recherche des ressources externes pour renforcer ces projets de développements représentent au crédit et à l'investissement étrangers ; Afin que l'accréditation du crédit extérieur ne soit pas efficace au financement du développement économique, les pays en développement ont choisis les deux types d'investissement étranger ; l'investissement direct et indirect qui pousse la croissance économique et contribue au développement du produit intérieur brut, Selon l'importance jouée par les économies en développement, qui le réceptionne en venant à la nécessité de l'investissement étranger indirect à rafraîchir les bourses.

إن أسواق الأوراق المالية لها دور هام في توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية وكذلك إيجاد فرص للتوظيف الفعال أمام أصحاب الفوائض المالية، فهي أداة لتعبئة مدخرات الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين وتوجيهها إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي لتلبية احتياجاتها من الموارد المالية لإقامة المشاريع الاستثمارية أو لتوسيع تلك المشاريع، لذا فإن أسواق الأوراق المالية لها دور فعال في كفاءة الأداء الاقتصادي من خلال استقطاب رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية، إذن فإن تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية مرتبط بتسريع عجلة النمو الاقتصادي ولا سيما في ظل العولمة المالية و التي أدت إلى اتجاه الكثير من الدول لربط أسواقها المالية بالأسواق الدولية، مما نتج عنه زيادة التقارب فيما بينها وانتهاج التحرر المالي مما أدى إلى زيادة التدفقات الرأسمالية إلى العديد من الدول ومنها الدول النامية والعربية وكان جزء كبير من التدفقات تلك في صورة استثمارات في الأوراق المالية، ومن هنا اتضحت العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وسوق الأوراق المالية.

ومن هنا تظهر أهمية دراسة "الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية".

هدف البحث :

نهدف من خلال هذا البحث إلى الإجابة عن أهم المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول التي تبحث عنه، ومدى مساهمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر في نمو وتنشيط سوق الأوراق المالية، وعليه سنقوم بتقسيم هذا البحث إلى المحاور التالية:

المحور الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها، ومزايا الاستثمار في بورصة الأوراق المالية.

المحور الثاني: مفاهيم حول الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية.

المحور الثالث: محددات جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أسواق الأوراق المالية للدول الناشئة.

المحور الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها.

إن توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل وتنفيذ البرامج الاستثمارية يعد أحد أهم معوقات عمليات التنمية الاقتصادية في الدول النامية، وتعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات توفير هذه الأموال، فهي تمثل حلقة الوصل بين قطاعات الفئاض وقطاعات العجز والتي تفتقر إلى السيولة لتمويل الاستثمار .

وعلى الرغم من أن سوق الأوراق المالية حديثة العهد بالنسبة إلى الأسواق الأخرى إلا أنها تطورت في الآونة الأخيرة تطوراً كبيراً، سواء من حيث التنظيم أو الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للعاملين فيها، لدرجة جعلتها تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي تتعامل فيها .

1- مفاهيم حول السوق المالي وسوق الأوراق المالية:

تعتبر سوق الأوراق المالية أحد عناصر السوق المالية في أي دولة والعمود الفقري لسوق رأس المال، وينصرف القطاع المالي عادة إلى الوحدات التي تؤدي دور الوساطة المالية بين مدخري الأموال ومستثمريها بما يؤثر في النشاط الحقيقي في الاقتصاد، حيث تنقسم السوق المالية إلى:

أسواق النقد: تمثل مجال تداول الأصول قصيرة الأجل حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل (أذونات الخزانة وشهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول) ومن أهم مؤسسات هذه الأسواق : البنك المركزي والبنوك التجارية بالإضافة إلى بعض العمليات التي تقوم بها مؤسسات أخرى منها : عمليات بنوك الاستثمار والأعمال لآجال قصيرة . الودائع لدى صناديق توفير البريد (1).

سوق رأس المال: المعنى الواسع لسوق رأس المال يشتمل على مجمل النظام المالي، الذي يتكون من المصارف التجارية والوسطاء الماليين الآخرين، وكذلك المعاملات غير النقدية الأولية وغير المباشرة القصيرة والطويلة الأجل، وهناك تعريف آخر لسوق المال بأنها تشمل جميع الأسواق

الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية | د.فلاق علي /أ.باصور محمد
المنظمة والمؤسسات التي تتعامل بأدوات الدين الطويل الأجل بما في ذلك الأسهم والسندات
الحكومية والخاصة والقروض طويلة الأجل والرهنات والودائع الاستثمارية.

وأخيرا نأتي إلى التعريف الضيق للسوق المالي وأكثرها شيوعا، فيقصد به ذلك التعامل بالأوراق
المالية الطويلة الأجل، مثل الأسهم والسندات والتي قد يطول مدة استحقاقها إلى 20 عاما (2) ،
هذه السوق تنقسم بدورها إلى قسمين رئيسين:

الأول: مؤسسات تعمل في الأموال والقروض الطويلة والمتوسطة الأجل مثل بنوك التنمية الصناعية
والبنوك العقارية والثاني: سوق الأوراق المالية التي تمثل مجال التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها
المنشآت العامة والخاصة ممثلة بالأسهم والسندات التي يمكن تقسيمها إلى:

1. السوق الأولية أو (سوق الإصدار): يتم التعامل فيها بالأوراق المالية لأول مرة عند
إصدارها عن طريق الاكتتاب العام سواءً عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها حيث تقوم
الجهات العارضة للأوراق المالية كالشركات والمؤسسات والبنوك بعرضها عن طريق طرحها
للاكتتاب لأول مرة بقيمتها الاسمية في هذه السوق.

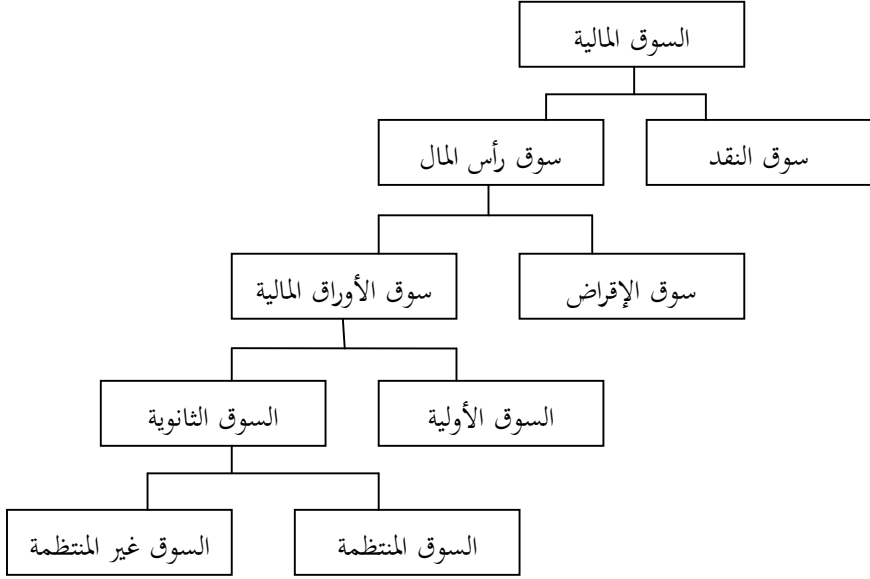
2. السوق الثانوية أو (سوق التداول): يتم فيها تداول الأوراق المالية بين مالكيها
والمستثمرين الجدد الراغبين في شراء هذه الأوراق بعد إصدارها من خلال وسطاء في البورصة
وبالتالي فإن البورصة تمثل الجهاز الذي يحدد ثمن الأوراق المالية التي يتم تداولها ويمكن أن نميز هنا
بين نوعين من أسواق التداول(3):

أ. السوق المنظمة: لها مكان محدد يلتقي المتعاملون فيه بالأوراق المالية المسجلة في
تلك السوق بقصد البيع والشراء وتدار هذه السوق من قبل هيئة منتخبة أو مجلس من
أعضاء السوق تدعى بهيئة السوق.

ب. السوق غير المنظمة: وتتعامل بالأوراق المالية خارج السوق النظامية (البورصات)
بإشراف بيوت السمسرة ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات اليومية بل يتم من خلال

الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية | د. فلاق علي / أ. باصور محمد
شبكات الإنترنت المنتشرة أو شبكات الاتصالات المختلفة، ويمكن توضيح هيكل السوق المالية من
حلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01) يوضح هيكل السوق المالية.



ويتم في نطاق السوق الأولية معاملات الأوراق المالية ل(4):

- الشركات تحت التأسيس والتي تطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة.
- زيادة رأسمال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام بعد التأسيس.
- إصدار سندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل بغرض زيادة الموارد المالية للوفاء بحاجات استثمارية مطلوبة وهو ما يمثل بديلا للاقتراض من الجهاز المصرفي أو مكملا له.
- زيادة رأسمال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق وفي هذه الحالة يقتصر الاكتتاب على المؤسسين والمساهمين الحاليين للشركة.

الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية | د.فلاق علي /أ.باصور محمد
أما بالنسبة لسوق التداول هي تهدف لتحقيق أهداف اقتصادية من أهمها(5):

- اجتذاب مدخرات الأفراد والمؤسسات وغيرها من مصادر تجميع الأموال.
- نشر الوعي الادخاري لتعبئة الموارد المالية في المجتمع للمساهمة في إنشاء المشروعات الاقتصادية بمهدف دفع عجلة النمو الاقتصادي.
- تعد هذه الأسواق مجالا رحباً لاستثمار أموال الأفراد والمصارف التجارية وشركات التأمين وصناديق الادخار ونحوها، حيث تتيح للأفراد وأجهزة تجميع المدخرات فرصة التعامل في الأوراق المالية لتوظيف الفوائض المالية المتاحة لديهم في أصول تدر إيرادا مجزيا، كما تعود عليهم بزيادة في قيمة ممتلكاتهم إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للأوراق المالية محل الاستثمار.
- بالإضافة إلى ذلك فإنها تؤدي دورا آخر لا يقل أهمية عن سابقه في تنشيط الاقتصاد الوطني ودفع عجلة التنمية الاقتصادية، وذلك بتشجيع قيام الشركات المساهمة ودعم مركزها المالي وتهيئة المناخ المناسب لاستقرارها وترشيد أسلوب عملها.
- زيادة فاعلية السياسة النقدية حيث تمكن سوق التداول البنك المركزي من استخدام سياسة السوق المفتوحة بفاعلية(6).
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.

ومنه يمكن تعريف سوق الأوراق المالية « بأنها سوق مالية يتم فيها تبادل الأوراق المالية من أسهم وسندات بهدف الاستثمار غير المباشر سواء من جهة المستثمرين المحليين أو الأجانب، ويلتزم المتعاملون فيها بمراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة البورصة هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ هذه القوانين» .

ولا بد أن نشير إلى أن سوق الأوراق المالية في كثير من الدول النامية شهدت تطورات سريعة تمثلت بتحرير أسواقها من القيود والسعي لاستيعاب مستحقات من الأدوات والمؤسسات المالية،

الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية | د. فلاق علي / أ. باصور محمد
والعمل بالتالي على زيادة جاذبية أسواقها للاستثمارات المحلية والأجنبية، وكذا قدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية وذلك ضمن برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول النامية منذ منتصف السبعينات، ورغم هذا التطور إلا أن جميع الدول لم تتساو في هذا التطور، فظهر في أدبيات الاستثمار العالمي أواخر القرن العشرين ما يعرف "بالأسواق الناشئة" وذلك للإشارة إلى أسواق الأوراق المالية في الدول النامية التي قطعت شوطا لا بأس به من التقدم الاقتصادي ولتمييزها عن تلك الأسواق في كل من اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية، وبالتالي يمكن أن نطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة سوقا ناشئة إذا انطبقت عليها سمتان أساسيتان هما:

- وجود هذه السوق في اقتصاد نام لا يزال يواجه مشكلات أساسية على المستوى السياسي والاقتصادي والاجتماعي.
- أن تكون السوق بصدد نمو، أي أنها أسواق ذات أحجام صغيرة مقارنة بالأسواق العالمية، ولكنها تتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم.

وتتمثل سوق الأوراق المالية الناشئة حاليا بالاقتصاديات الآسيوية الآخذة في النمو والمعتمدة على الصادرات، والأسواق حديثة العهد بالخصخصة في أمريكا اللاتينية، وكذلك تلك الموجودة بالدول الحديثة العهد بالنظام الرأسمالي في أوروبا الشرقية، فضلا عن بعض الدول الأفريقية، وقد بلغ عدد أسواق الأوراق المالية الناشئة المدرجة في مؤشر مؤسسة التمويل الدولية نحو 32 سوقا بانتهاء سنة 1997م، منها 15 سوقا في دول شمال إفريقيا وأوروبا والشرق الأوسط⁽⁷⁾.

2- مزايا الاستثمار في سوق الأوراق المالية:

يتم من خلال البورصة ما يلي:

- ❖ الانتقال اللحظي للملكية الأوراق المالية المتداولة بما يضمن سلامة المعاملات وزيادة كفاءتها.

❖ حماية حقوق المستثمرين من خلال ما أدخلته قوانين الاستثمار من وسائل لحماية المستثمر وتحقيق الأمان في السوق، ومن بين هذه الوسائل إنشاء صندوق ضمان للتسويات والتأمين ضد المخاطر.

❖ تنظيم سوق الإصدار وتسهيل إجراءات تأسيس الشركات.

❖ تنظيم تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية، مع تطوير البنية الأساسية للبورصة بتأسيس نظام فعال للتداول الآلي للأوراق المالية.

❖ إتاحة تنوع المحافظ الكبرى للدول والمؤسسات المالية الضخمة وكبار المتعاملين.

❖ التخصيص الكفء لرأس المال وتحسين كفاءة الموارد المستثمرة على أفضل المشروعات أداء، لكون سوق الأوراق المالية محفلا اقتصاديا انتخابيا تتم من خلاله معرفة القوة الاقتصادية بالنسبة إلى الأطراف المتعاملة في السوق⁽⁸⁾.

3- العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية:

والتي يمكن حصر أهمها كالتالي⁽⁹⁾:

3-1- التضخم: يعتبر التضخم العدو الأول لرأس المال لما يمثله من انخفاض في كل من قيمته والقوة الشرائية للمدخرات فتكون نتيجة ذلك سرعة التخلص من تلك الأصول التي فقدت قيمتها وإحلال الأصول العينية محلها.

3-2- المضاربة: وهي نشاط يحدث من اجل الاستفادة من تقلبات أسعار الأوراق المالية، حيث تتم بناء على تقديرات المضاربين، غير أنه لا يمكن اعتبار جميع المضاربات ذات تأثير سلبي في أسواق الأوراق المالية إذ إنها تساعد إذا ما بنيت على الحقائق الاقتصادية على ازدهار البورصة وتنشيطها، أما في الحالات التي تتم فيها المضاربة بشكل سريع ومفاجئ فإنها قد تسبب في انهيار البورصات.

3-3- أسعار الصرف: يمثل سعر الصرف مبلغ إحدى العملات التي يمكن تبادلها للحصول على عملة أخرى، أو سعر إحدى العملات مقابل عملة أخرى، فالمستثمرين في الأوراق المالية

في بلد أجنبي عوائدهم تتأثر بالتغيير في قيمة العملة التي يتم تسعير الأوراق المالية بموجبها، فإذا كان من المتوقع تعزيز عملة البلد الأصلي فان المستثمرين الأجانب قد يكونون على استعداد للاستثمار في الأوراق المالية للبلد للاستفادة من حركة العملة، على العكس من ذلك، إذا كان من المتوقع انخفاض عملة البلد الأصلي. إن العائد على الاستثمار في أسواق رأس المال الأجنبية يشمل العائد المتوقع نتيجة التغيير في سعر صرف العملة الأجنبية، وبالتالي فان الإرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر تتأثر بالتغيرات في أسعار العملة مما يعني أن علاوة المخاطرة التي يحصل عليها هذا المستثمر يكون جزء منها مقابل المخاطر العامة أما الجزء الأخر فيغطي مخاطر سعر الصرف.

3-4- سعر الفائدة: إن ارتفاع سعر الفائدة أو انخفاضه له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات، لان المستثمر العادي يفضل بيع الأوراق المالية التي يملكها وإيداع مقابلها كوديعة في البنك، لذا تتأثر الاستثمارات بالتغيرات في أسعار الفائدة، فالأموال تتجه نحو البلدان ذات أسعار الفائدة العالية طالما لا يتوقع انخفاض قيمة العملات المحلية.

3-5- الضرائب: المستثمرين على الأغلب يفضلون الاستثمار في البلد الذي تكون فيها الضرائب على إيرادات الفوائد أو توزيعات الأرباح من الاستثمارات منخفضة نسبياً، وذلك بتقييم الأرباح المحتملة بعد الضريبة من الاستثمارات في الأوراق المالية الأجنبية، إذ يلاحظ أن الضرائب تستقطع جزءاً من الدخل إذ تخضع توزيعات الأرباح والفوائد التي يحصل عليها المستثمر للضرائب عند حصول المستثمر عليها، بينما تخضع الأرباح الرأسمالية لمعدل ضريبة اقل مقارنة بالعوائد الأخرى للاستثمارات⁽¹⁰⁾.

3-6- انتقال العدوى بين البورصات: إذا ما حدث هبوط في إحدى البورصات أو تطور في أسعار بعض الأوراق المالية فإنه سرعان ما تنتقل عدواه إلى باقي البورصات، وذلك بناء على مدى الاتصال القائم بين البورصات ببعضها البعض.

المحور الثاني: الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية.

الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية | د.فلاق علي /أ.باصور محمد
إن موضوع أسواق الأوراق المالية وآلياتها وأدواتها وطرق تطويرها من المواضيع التي نالت اهتماما كبيرا من قبل الاقتصاديين والسلطات المالية لما لها من علاقة وطيدة بتطوير البيئة الاستثمارية وتنشيط تدفق الأموال وتسريع عجلة التنمية الاقتصادية، وتسيير الاستثمارات الأجنبية إلى الاستثمار خارج الحدود الوطنية للمستثمرين، سواء كان المستثمرون أفرادا أو مؤسسات وشركات وفي مختلف المجالات الاستثمارات مالية كانت أو حقيقية، وقد أصبح الاستثمار الأجنبي من أهم المظاهر التي عرفت بها البيئة الاستثمارية وذلك نتيجة للعملة الاقتصادية ورفع القيود وتسهيل حركة السلع ورؤوس الأموال، وقد تداخلت الدول مع بعضها في الاستثمارات الدولية فيما يعزى سبب تدفق الاستثمارات الأجنبية للدول المتقدمة إلى الدول النامية على الأغلب بسبب ضعف الدول النامية وإخفاقها في هذا المجال.

1- مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

كما يسمى أيضا بالتوظيف المنقول أو الاستثمار في المحفظة، و يتضمن التوظيفات المحققة عن طريق السندات و الأسهم و التي تتم في مؤسسات قائمة خارج البلد الذي يقيم فيه المستثمرون، و هذا النوع من التوظيف لا يتطلب المشاركة في تسيير الشركات الأجنبية. وعليه يمكن تعريفه كما يلي :

➤ " يقصد به كل استثمار في الأصول أو الأوراق و أسواق المال، إذن تعتبر العملات و الأوراق المالية و حصص رأس المال مصادر التمويل التي تجذب رؤوس الأموال الدولية ".⁽¹¹⁾ و هو يمثل ملكية الأوراق المالية على اختلاف أنواعها : السندات، الأسهم، ضمانات القروض، التي يحصل عليها المقرضون مقابل رأس المال المستثمر (المصدر)، و لا يحق للمقرض ممارسة الرقابة على نشاط المؤسسة و قد يقترن هذا الاستثمار أحيانا بنقل التكنولوجيا و الخبرات، كتوريد المعدات، و إيفاء الإدارة و المختصين فيها"⁽¹²⁾.

ولقد شهدت الأسواق الدولية تضاعف هذا النوع من العمليات بدءا من الستينات، حيث أرتبط هذا التطور بأتساع أسواق الأورودولار أين تم تحويل مئات الملايير من الدولارات من بلد إلى آخر، فنمو السوق الدولي للعملات الصعبة هو نفسه مرتبط و بشكل ضيق مع النوع الثاني للاستثمار و هو الاستثمار الأجنبي المباشر و هذا نتيجة لتعامل البنوك المتعددة الجنسية في المراكز المالية الكبرى، فإذا كان الاستثمار الأجنبي غير المباشر شكلا من أشكال تصدير رأس المال، فإن الاستثمار الأجنبي المباشر لا يعد مجرد تصدير لرأس المال في صورته المالية فقط، وإنما يشمل تنظيم إنشاء المشروعات و نقل الخبرات و التكنولوجيا و تأهيل العنصر البشري، مع ضمان حق ملكية المشروعات التي تقام في البلد المضيف، وحق الرقابة و الإشراف عليها، و عليه يتميز الاستثمار الأجنبي المباشر عن الاستثمار في المحفظة، في كونه يمثل للشركة وسيلة لمراقبة مختلف النشاطات و القائمة في البلدان الأجنبية، في حين تعد عمليات الاستثمار في المحفظة عمليات ذات طابع مالي محض (شراء الأسهم مثلا) (13).

حيث تتجسد أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر من خلال تحديد أهم المزايا بالنسبة للدولة المضيفة و التي تترتب على حركة رؤوس الأموال على شكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر خاصة نحو الدول النامية ومنها الدول العربية، وهي كالتالي:

- إن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يزيد من سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية، ويمكن أن يساعد على تطوير كفاءة السوق أيضا، إذ يجعل الأسواق أكثر سيولة كما يجعلها أوسع و أكثر عمقا.
- يشير الاقتصاديون إلى أن الاستثمار المحفظي يمكن أن يعود بالنفع على القطاع الحقيقي للاقتصاد، إذ يمكن تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي توفير مصدر للاستثمارات الأجنبية ولاسيما إلى البلدان النامية ذا الحاجة إلى رؤوس الأموال.
- يُمكن الاستثمار الأجنبي غير المباشر أيضا من تحقيق الانضباط والخبرة في أسواق رأس المال المحلية، إذ في سوق أعمق وأوسع فإن المستثمرين لديهم حوافز أكبر لتخصيص

وإنفاق الموارد في البحث عن فرص الاستثمار الجديدة، كما تتنافس الشركات للحصول على التمويل، وسوف يواجهون مطالب من أجل تحسين المعلومات سواء من حيث الكمية والتنوع.

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

2- أشكال الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية:

ويقسم الاستثمار الأجنبي المباشر هنا من وجهة منظورين هما (14):

2-1- منظور طريقة الحصول على الأصول المالية: وفي هذا المنظور يتخذ الاستثمار الأجنبي

غير المباشر الصور التالية:

- شراء أوراق مالية مباشرة من البورصة: ويقصد بذلك النوع التعامل المباشر للأجانب بالشراء والبيع في بورصات الأوراق المالية سواء من السوق الأولية أو الثانوية، بحيث لا تتعدى مساهمة المستثمر في الشركة 10 % لأن تجاوز هذه النسبة يعني تحوله إلى استثمار أجنبي مباشر يتيح للمستثمر الأجنبي فرصة السيطرة على الشركة، وإذا ما نظرنا إلى هذا النوع في الدول الناشئة نجد أنه قد ارتفع من 3,1 مليار دولار سنة 1990م إلى 24 مليار دولار عام 1993م، ثم انخفض إلى 14,2 مليار دولار و 23 مليار دولار في سنتي 1994-1995م على التوالي نتيجة أزمة المكسيك، وكذلك شهد هذا النوع من التدفق انخفاضاً في النصف الثاني من سنة 1998م بحيث كانت أكثر خمس دول تضرراً بهذه الأزمة هي إندونيسيا، ماليزيا، الفيليبين، كوريا الجنوبية، وتايلاند،

حيث سجل تدفق خارجي يقدر بنحو 12 مليار دولار، وهو ما يمثل نحو 10 % من

الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول مجتمعة وكان ذلك نتيجة لأزمة جنوب شرق آسيا.

- صناديق الاستثمار الدولية: وهي تجمع الأموال من المستثمرين لاستثمارها في أسواق عديدة خارج الدولة الأم ومن ثم نجد منها ما هو دولي وما هو إقليمي، ولهذا النوع من الاستثمارات العديد من المزايا سواء للمستثمر الأجنبي أو للشركات المحلية في السوق المحلية للبلد الأم، فهي تتيح للمستثمر فرصة التنويع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة، وبالتالي يخفف من درجة المخاطر التي يتعرض لها خصوصا في ضوء إدارة هذه المحفظة من مديرين متخصصين، أما بالنسبة إلى الشركات المحلية فتتيح لها فرصة النفاذ إلى الأسواق العالمية وخفض تكلفة الحصول على رأس المال.

- الإصدارات العالمية: قامت عدة أسواق ناشئة بالإفادة من رؤوس الأموال الأجنبية من خلال إصدارات تسجل في البورصات العالمية والتي تتصف بالعمق، ما يتيح للشركات توظيفا سريعا لحجم من الأوراق المالية التي يصعب توظيفها في السوق المحلية، وتوسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الوطنية، ومن ثم خفض تكلفة رأس المال، وعادة تتطلب هذه الإصدارات توافر بعض الشروط في الشركة المصدرة من حيث كونها متميزة الأداء في السوق المحلية في مجال تخصصها الإنتاجي، وأن تتمتع بأداء مالي وإداري جيد، وأن يكون لها بيانات وتقارير دورية معدة وفقا للمعايير المحاسبية المقبولة دوليا، وتشترط بعض الأسواق العالمية إتباعها لنظم المحاسبة الدولية، وقد ارتفعت الإصدارات العالمية من شهادات الإيداع الدولية والأمريكية خلال الفترة (1990-1996) بمعدل نمو في المتوسط نحو 30%، وقد مثلت تلك الإصدارات نهاية عام 1995 نحو 02% من إجمالي القيمة السوقية لأسهم الأسواق الناشئة في مؤشر مؤسسة التمويل الدولية.

- صناديق رأس المال المخاطر: وتعمل هذه الصناديق على تقديم التمويل والخبرات الإدارية والفنية للشركات التي لم تسجل في البورصة، وبصفة خاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة

الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية | د.فلاق علي /أ.باصور محمد
والتي يطبق عليها برنامج الخصخصة، بشرط أن يتوقع لها معدل نمو جيد في المستقبل
يحقق من خلاله الصندوق أرباحه، ويتطلب وجود هذا النوع من الصناديق توافر بيئة
اقتصادية مستقرة وسوق مالي يتميز بالنشاط والسيولة، وإطار قانوني يتسم بالشفافية،
وتشير إحصاءات مؤسسة التمويل الدولية في سنة 1996 أن صناديق رأس المال
المخاطر استثمرت 196 مليون دولار في 49 من صناديق رأس المال المخاطر في
الأسواق الناشئة، التي مثلت نحو 8,6% من رأس المال السوقي لهذه الأسواق،
واستحوذت آسيا وأمريكا اللاتينية على 59% من هذه الصناديق.

2-2- من منظور تعدد الحصول على الأوراق المالية:

في هذه الحالة نجد أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر قد يكون فرديا ويقصد به شراء أصل واحد
فقط حتى لو تكررت الوحدة المشتراة من هذا الأصل، ومتعدداً إذا اشتمل على نوعين أو أكثر
من الأصول المالية وهو ما يطلق عليه "محفظة الأوراق المالية" وهو تعبير يعني مجموع ما يملكه
المستثمر من أصول مالية.

المحور الثالث: محددات جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أسواق الأوراق المالية
للدول الناشئة.

إن قدرة الدول على جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتوجه المستثمر الأجنبي نحو الأسواق المحلية،
يعتمد على مجموعة من العوامل والمحددات التي تعدّ المحرك لتلك التدفقات في رؤوس الأموال
الدولية، ولاسيما تدفق الأموال الأجنبية نحو الأسواق الناشئة وكذلك الأسواق المالية للدول
العربية، وتوجد نوعين من العوامل والمحددات وكما يلي:

1- عوامل الدفع:

ويقصد بها العوامل الخارجية التي حدثت في البيئة الاقتصادية العالمية ومنها:

● الاستفادة من مزايا التنوع الدولي: من المعلوم أنه كلما زاد حجم محفظة الأوراق المالية يؤدي ذلك إلى انخفاض المخاطرة الكلية من هنا تظهر أهمية مفهوم جديد هو التنوع الدولي، الذي غالبا ما يتحكم من خلاله المستثمر الأجنبي في المخاطر السوقية عن طريق تضمين المحفظة الاستثمارية الخاصة به لأصول مالية لمنشآت تمارس نشاطها في دول مختلفة.

● انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية: يخفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية ذات العائد المرتفع على الاستثمار في الأوراق المالية، وقد مثلت الأسواق الناشئة مصدر جذب لكثير من هذه الاستثمارات نظرا إلى ما تتمتع به من قدرة على تحقيق مكاسب مرتفعة⁽¹⁵⁾.

2- عوامل جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

وتشمل مجموعة من العوامل داخل البلدان والتي من شأنها أن تشجع على جذب المستثمر الأجنبي، وتنقسم إلى مجموعة من العوامل والتي تتمثل في :

2-1- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: يعتبر تحقيق معدلات نمو مرتفعة في حجم الناتج الوطني في بعض الدول النامية ذا تأثير إيجابي في سوق الأوراق المالية بها حيث يبعث على التفاؤل في المستقبل بما يزيد حركة التعامل فيها، ويشير تقرير لصندوق النقد الدولي إلى أن الأسواق الناشئة تحقق أداء أفضل من الأسواق المتقدمة بسبب معدلات النمو الاقتصادي الأعلى، وقد حققت بعض هذه الأسواق عائدا على الاستثمار أعلى من أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، ويتوقع أن يستمر هذا الاتجاه مستقبلا، وأن يتعدى العائد المتوقع للاستثمار في أسهم الأسواق الناشئة لمثيله في الأسواق المتقدمة.

2-2- استقرار سعر الصرف: من المعروف أن تقلبات سعر الصرف تؤثر سلبا في تدفق رأس المال الأجنبي إلى الدول النامية، حيث تتأثر تعاملات الأجانب بمدى استقرار أسعار الصرف في

الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية | د.فلاق علي /أ.باصور محمد
مختلف الدول، وقد عملت عدة دول ناشئة على استقرار أسعار صرف عملتها مقابل العملات
الأخرى من أجل جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية إلى هذه الأسواق في إطار سياسات
التثبيت والتكيف الهيكلي.

2-3- هيكل سوق الأوراق المالية: وتعد من العوامل التي لها تأثيرها البارز في جذب
المستثمر الأجنبي، ما يتعلق بهيكل سوق الأوراق المالية من حيث تنظيم السوق، والعمل بمبدأ
الإفصاح والشفافية، وتنوع الأدوات والأوراق المالية المتوفرة في السوق، فضلاً عن وجود قطاع
الوسطاء الماليين، وقد اتضح في كثير من الدول وخصوصاً بعض الدول النامية خطوات إيجابية
فيما يتعلق بتطوير أسواقها المالية وتحسين آليات عمل تلك الأسواق، وإن كانت تحتاج إلى المزيد
من الإصلاحات، وإلى بذل المزيد من الجهود الرامية إلى تقديم أسواقها وتطويرها⁽¹⁶⁾.

2-4- إتباع سياسة التخصص: يعد وجود سوق نشطة للأوراق المالية مطلباً أساسياً لنجاح
ودعم أساليب التخصص المتبعة لجذب المدخرات المحلية والأجنبية، وهذا الاتجاه نحو القطاع
الخاص يعمل على تنشيط سوق الأوراق المالية، ولذلك فإن العلاقة بين سياسة التخصص ووجود
سوق نشطة للأوراق المالية هي علاقة تبادلية.

3- المخاطر المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية غير المباشر في المحفظة المالية.

يرى بعض الاقتصاديين أن هناك بعض المخاطر التي ترتبط بالاستثمارات الأجنبية بمحفظة الأوراق
المالية وبخاصة إن كانت تلك التدفقات قصيرة الأجل وشديدة التقلب ما قد يؤدي إلى الإضرار
باستقرار الاقتصاد الكلي عند دخولها وكذلك عند خروجها، بناءً على ذلك فإنه يمكن تقسيم
المخاطر المرتبطة بتدفق الاستثمارات الأجنبية في المحفظة إلى ما يلي⁽¹⁷⁾:

3-1- حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال للاستثمار بالمحفظة: عندما تتدفق هذه

الاستثمارات إلى الداخل بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ فإنها تؤدي إلى:

- ارتفاع في سعر العملة الوطنية نتيجة زيادة الطلب عليها الأمر الذي انخفاض الصادرات
وزيادة الواردات فيزداد العجز في الميزان التجاري.

● التوسع في حجم الأصول المالية المحلية وزيادة في الطلب على السلع المحلية، وما قد ينتج عنه من زيادة في معدلات التضخم.

● تبعاً لنظام سعر الصرف السائد فإن أسعار الفائدة المحلية سوف تنذب فتتخفض في حالة سعر الصرف الثابت و/أو أن ترتفع في حالة سعر الصرف المعوم، فتؤدي إلى عرقلة إصلاحات التجارة وتدهور القدرة التنافسية للدولة، وبالتالي فإن احتمال تفاقم حالة عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ستجعل تدفقات رؤوس الأموال نفسها غير مستقرة أيضاً.

كل هذه التحركات في الأسعار يمكن أن تكون مصدراً هاماً لعدم اليقين الذي يمنع المستثمرين الأجانب والمحليين من الاستثمار، ويمكن في الوقت نفسه أن تضر بالاقتصاد في مجموعه إذا كانت التقلبات في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف واسعة للغاية.

3-2- حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية: أي احتمال أن يتخذ المستثمرون الأجانب قراراً مفاجئاً بمغادرة البلد الذي يستثمرون فيه، ما قد يكون له ضرر بالغ من حيث إحداث تقلب كبير في أسعار الصرف أو الارتفاع في أسعار الفائدة أو كليهما، ويمكن تقسيم أسباب خروج رؤوس الأموال الأجنبية إلى الحالتين الآتيتين:

● حالة ما إذا كانت التدفقات مؤقتة من نوع الأموال الساخنة وهذا النوع من التدفقات يكون الدافع إلى اجتذابه عادة إما وجود اختلالات في السوق أو خطأ في السياسات يؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية. كأن يقوم البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة المحلية بشكل يؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية.

● حالة خروج بسبب صدمة سلبية كتطور سياسي غير متوقع أو انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية أو الزيادة في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية أو التغيير في الضرائب التي

تفرضها الدول على حياة المستثمرين الأجانب للأصول المالية المحلية، ما يؤثر سلبا في العائد من هذه الأصول المالية.

وفي كلتا الحالتين سيكون ذلك دافعا للمستثمر الأجنبي لأن يحول أمواله إلى خارج البلد، وسيكون رد فعله المبدئي بيع حيازاته من الأوراق المالية المحلية ما يؤدي إلى انخفاض أسعارها وبالتالي انخفاض في المؤشر العام للبورصة، ويشترى بعائدها عملة أجنبية وهو ما يؤدي أيضا إلى ضغوط على نظام سعر الصرف وربما إلى انخفاض في سعر العملة المحلية أو ارتفاع في سعر الفائدة المحلية أو كليهما.

3-3- مخاطر العملات: يتضمن الاستثمار في السوق الناشئة أصولاً مقيمة بعملة أجنبية معرضة لتذبذب أسعارها، فإذا ما انخفضت قيمة تلك العملة فإن ذلك يعني عائداً أقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر ومن ثم انخفاض تدفقات رأس المال للدخل، حتى مع ارتفاع قيمة العملة الأساسية للمستثمرين الأجانب فقد يخلق عائداً غير متوقع يدفع المستثمرين الأجانب إلى تحويل أموالهم إلى خارج البلاد، أو قد يؤدي إلى قيام هؤلاء المستثمرين الأجانب ببيع الأصول المحلية التي يملكونها لشراء العملة الأجنبية، وفي هذه الحالة إذا عجز البنك المركزي عن اتخاذ الخطوات اللازمة لتلاشي تلك الآثار نظرا إلى انخفاض الاحتياطيات الأجنبية لديه فقد يترتب على ذلك اختلال في ميزان المدفوعات، وتصبح تلك التقلبات في أسعار الصرف مصدرا خطيرا لعدم التأكد وهو أمر يعيق أيضا الاستثمار الأجنبي، ونجد أن مثل هذه المخاطر تتزايد في كثير من الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي ووجود معدلات مرتفعة من التضخم المحلي، بحيث تنخفض قيمة العملة وعندما تتزامن المستويات المرتفعة من التضخم مع الانخفاض في مؤشر السوق يحصل تآكل شديد لمحفظة المستثمرين.

الخلاصة:

من خلال الدراسة السابقة نجد أنه ما لم تتجه تدفقات رؤوس الأموال في سوق الأوراق المالية إلى الاكتئاب في زيادة رؤوس الأموال وتصب في تمويل التوسع في نشاط المشروعات ورفع معدلات

الاستثمار، فإن الأثر المتوقع لتلك التدفقات سينصرف بالدرجة الأولى إلى رفع قيمة العملة المحلية (بما لذلك من آثار سلبية في المركز التنافسي للصادرات غير البترولية) وليس إلى دفع معدلات النمو الاقتصادي، وتعتبر البورصة على هذه النحو واحدة من المواقع الضعيفة في الاقتصاد التي يمكن لأي عمليات مضاربة أجنبية أن تعصف بالاستقرار فيها، ما يتطلب ضرورة النظر في وضع ضوابط تحكم حركة الأموال الأجنبية فيها، هذا بالإضافة إلى أن حرية دخول الأجانب للبورصة والخروج منها دون قيود سيدعم المضاربة على أسعار الأسهم ومن دون وجود آليات لاستقرار هذه الأموال (خاصة الأرباح المحققة وإعادة استثمارها على الأقل في البورصة لمدة معينة) فإن سعر الصرف يتعرض لمخاطر التقلب في ظل اتجاه التحرير الاقتصادي وإهمال مخاطره.

التوصيات:

1- من أجل الحد من التأثير بالأزمات المالية العالمية يمكن الإشارة إلى بعض الإجراءات

التي من الممكن أن تتخذها الدول النامية والناشئة والتي من خلالها يمكن تحويل تعاملات الأجانب إلى استثمارات طويلة الأجل بدلاً من المضاربة وهي :

- الاتجاه نحو إجراء إصلاحات هيكلية قبل تحرير سوق رأس المال.
- التسلسل المنظم لتحرير حساب رأس المال.
- الرقابة المالية الحذرة على هذه التدفقات وذلك من خلال دراسة سلوك المستثمر الأجنبي داخل الأسواق الناشئة لتنمية السياسات المناسبة تجاه هذه السلوكيات واستقرار السوق.

2- لتقليل المخاطر التي تتعرض لها اقتصاديات الدول النامية من الدخول المفاجئ وكذلك

الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية، وتراوح هذه الضوابط بين تحديد النسبة التي يمكن أن يحوزها المستثمر الأجنبي في شركة ما إلى فرض ضرائب مرتفعة تحد من إمكانية إعادة تحويل الأموال إلى البلد الأصلي، وتسهل بعض الدول نسيباً من دخول الأموال إليها بينما يكون من الصعب إعادة أرباح الاستثمار إلى بلد المستثمر، فيكون إخراج رأس المال أحياناً خاضعاً للموافقة الحكومية.

3- التواصل الدائم للسوق مع الباحثين والمتخصصين في مجال الأسواق المالية للاستفادة

من الأبحاث الأكاديمية لكي يتمكن السوق من خلال هذا التعاون المتواصل لتحسين

وتطوير نشاطات السوق بما يساهم في جذب المزيد من المستثمرين المحليين والأجانب.

الهوامش:

1) لطيف زيود وحسان قيطيم، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (29) العدد (1) 2007، ص 175.

2) جبار محفوظ ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية ، الجزء الثاني ، مطبعة هومة ، الجزائر ، 2002، ص18.

3) - نبيل محمد الطيري، سوق الأوراق المالية في اليمن - الفرص المتاحة والمخاطر المحتملة، رسالة ماجستير ، كلية التجارة والاقتصاد، جامعة صنعاء، 2004، ص 8-9.

4) Miles Livingston, Bonds and Bond Derivatives, New York: Wiley Blackwell, 1998, p 30.

5) عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية - عمان، 2005، ص 05.

6) سوق الأوراق المالية، متاح على <http://sqarra.wordpress.com/bursah> تاريخ التحميل 2014/06/04.

7) عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة البحوث الاقتصادية، العدد64، مصر، 2013، ص78.

8) Ross Levine, Development and Economic Growth, World Bank (Washington), Working Paper, no. 1678 1996, p 6 .

9) أياد طاهر محمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013، ص 107-108.

- 10) حنفي عبد الغفار، الاستثمار في الاقتصاد السياسي والإسلامي وتشريعات واتفاقيات الاستثمار ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية، مصر، 2011، ص208.
- 11) أبو قحف عبد السلام، السياسات و الأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ،1989، ص 38.
- 12) أميرنوف، ترجمة علي القزويني، الأطروحات الخاصة بتطور الشركات المتعددة الجنسية، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 1986، ص 92.
- 13) Rameses, Synthéses annuelles de l'évolution du monde ,Sous Direction de Thierry Montbrial et Pierre Jaquet, Ed :Dunod, Paris, France,1997,P222.
- 14) عادل علي عبد العال، مرجع سابق ذكره، ص 81-82.
- 15) عمار صايفي، محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة بين مصر وتونس والجزائر ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بو مرداس، الجزائر، 2009، ص 106.
- 16) أياد طاهر محمد، مرجع سابق ذكره، ص111.
- 17) عادل علي عبد العال، مرجع سابق ذكره، ص 85-86

قائمة المراجع:

- 1) جبار محفوظ ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية ، الجزء الثاني ، مطبعة هومة ، الجزائر ،2002 .
- 2) حنفي عبد الغفار، الاستثمار في الاقتصاد السياسي والإسلامي وتشريعات واتفاقيات الاستثمار ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية، مصر، 2011.
- 3) أبو قحف عبد السلام، السياسات و الأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية ،مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ،1989.
- 4) أميرنوف، ترجمة علي القزويني، الأطروحات الخاصة بتطور الشركات المتعددة الجنسية، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 1986.
- 5) عمار صايفي، محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة بين مصر وتونس والجزائر ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بو مرداس، الجزائر، 2009، ص 106.

- 6) نبيل محمد الطيري، سوق الأوراق المالية في اليمن - الفرص المتاحة والمخاطر المحتملة، رسالة ماجستير، كلية التجارة والاقتصاد، جامعة صنعاء، 2004.
- 7) لطيف زيود وحسان قيطيم، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (29) العدد (1) 2007.
- 8) عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية - عمان، 2005.
- 9) أياد طاهر محمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013.
- 10) عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة البحوث الاقتصادية، العدد 64، مصر، 2013.
- 11) سوق الأوراق المالية، متاح على <http://sqarra.wordpress.com/bursah> تاريخ التحميل 2014/06/04.

- 12) Miles Livingston, Bonds and Bond Derivatives, New York: Wiley Blackwell, 1998.
- 13) Ross Levine, Development and Economic Growth, World Bank (Washington), Working Paper, no. 1678 1996.
- 14) Rameses, Synthésés annuelles de l'évolution du monde ,Sous Direction de Thierry Montbrial et Pierre Jaquet, Ed :Dunod, Paris, France,1997 .