

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة-



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع:

محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية دراسة حالة: سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2020-1996

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد دولي

من إعداد الطالب (ة):

لجنة المناقشة

- شريط عبير

أعضاء اللجنة	الرتبة	الصفة	الجامعة
عقون فتيحة	أ. مساعد أ	رئيسا	بسكرة
بوعبد الله علي	أستاذ	مقررا	بسكرة
حدانة اسماء	أ. محاضر أ	مناقشا	بسكرة

الموسم الجامعي: 2022-2023



الإهداء

إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما وإلى كل
أفراد عائلتي كلنا باسمه.

إلى أساتذتي الذين سهروا على تعليمي في مشواري
الدراسي وإلى جميع الأصدقاء الذين جمعتني بهما
الصدفة في رحاب الجامعة.



الشكر والعرفان

أشكر الله عز وجل الذي ثبت خطاي وألهمني الطموح،
وأقدم بأسمى عبارات التقدير والاحترام للأستاذ المشرف
بو عبد الله علي على المجهودات التي بذلها وعلى دعمه
المتواصل لإنجاح هذه الأطروحة، وأسأل الله سبحانه
وتعالى أن تكتب لي في ميزان حسناته. وأقدم بالشكر
الجزيل لأعضاء لجنة المناقشة، على تفضلهم بقبول هذه
المذكرة.

- شريط عبير -

قائمة المحتويات :	
	شكر وعرفان
	الاهداء
	الملخص
	قائمة المحتويات
	قائمة الأشكال
	قائمة الجداول
أ - هـ	مقدمة عامة
الجانب النظري: مفاهيم حول الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.	
الفصل الأول: عموميات حول الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية	
01	- تمهيد
01	- المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.
01	- المطلب 01: مفهوم الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.
03	- المطلب 02: أشكال الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.
04	- المطلب 03: قنوات الاستثمار الأجنبي المحفزي.
05	- المطلب 04: علاقة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية بالاستثمار الأجنبي غير المباشر.
06	- المبحث الثاني: عموميات حول المحفظة المالية.
06	- المطلب 01: مفهوم محفظة مالية.
08	- المطلب 02: أنواع المحافظ المالية.
10	- المطلب 03: أساليب تكوين المحفظة المالية ومكوناتها
19	- المطلب 04: إدارة محفظة الأوراق المالية والتحليل الاستثماري لها.
22	- المبحث الثالث: محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.
22	- المطلب 01: العوامل الداخلية.
26	- المطلب 02: العوامل الخارجية.
27	- المطلب 03: المشاكل المرتبطة بالاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.
29	- خاتمة الفصل

الفصل الثاني: قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1996-2020	
31	تمهيد
31	❖ المبحث الأول: لمحة عامة حول سوق عمان للأوراق المالية؛
31	المطلب الأول: النشأة والأهداف
33	المطلب الثاني: تطور سوق الأوراق المالية لعمان خلال الفترة 1995-2020.
34	المطلب الثالث: تقسيمات سوق عمان للأوراق المالية والأوراق المالية المتداولة فيها
40	المبحث الثاني: تحليل أداء بورصة عمان من 1990 إلى 2020.
39	المطلب الأول: المؤشر العام لأسعار الأسهم
43	المطلب الثاني: مؤشر القيمة السوقية
44	المطلب الثالث: مؤشر معدل دوران السهم
45	المطلب الرابع: مؤشر عدد الشركات المدرجة
47	المبحث الثالث: قياس العوامل المؤثرة على الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية 1990 إلى 2020.
47	المطلب الأول: واقع الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية
50	المطلب الثاني: تحليل تطور الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2020).
56	المطلب الثالث: قياس العوامل المحددة للاستثمار الأجنبي في المحفظة الأوراق المالية لبورصة عمان خلال الفترة (1990-2020).
72	الخاتمة

الرقم	الشكل	الصفحة
1.	مكونات الحفظة الاستثمارية	11
2.	خصائص المشتقات المالية	18
3.	أنواع المشتقات المالية	18
4.	أنواع المخاطر	21
5.	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	33
6.	المؤشر العام لأداء البورصة	73
7.	القيمة السوقية للبورصة	74
8.	تداولات في بورصة عمان	75
9.	معدل دوران في بورصة عمان	76
10.	الشركات المدرجة في بورصة عمان	77
11.	تحليل مساهمات الاجانب في الشركات الاردنية (1996-2020)	78

الرقم	الجدول	الصفحة
1	الفرق بين أنواع الأوراق المالية	15
2	صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي في الأردن خلال الفترة (1990/2020):	47
3	تحليل تدولات المستثمرين الأجانب في بورصة عمان (1990-2020).	51
4	مقارنة تداول المستثمرين الأجانب الأفراد بالشركات في بورصة عمان.	52
5	مساهمة المستثمرين الأجانب قطاعيا في بورصة عمان	65
6	اختبار التكامل المتزامن	68
7	نموذج تصحيح الخطأ	69
8	اختبار اختلاف التباين	71



المقدمة العامة

إن اعتبار العولمة أداة لتحرير الاقتصاديات و تطوير سيرورة عالمية للنشاط الاقتصادي الذي يؤثر على جميع بلدان الدول المتقدمة و النامية أيضا، و هي تعتبر عملية ديناميكية تسمى بالاستثمار الأجنبي، هو حجر الزاوية و من الجهات الفاعلة الرئيسية في هذه العملية و تسمى بالشركات متعددة الجنسية و هنا ظهر تنوع في الاستراتيجيات و الهياكل التنظيمية التي تغيرت مع زيادة المنافسة في السوق العالمية مما يؤدي إلى التحولات اللافتة و متعددة النظر بها أدى إلى ظهور عملية الخصوصية أمام عمليات الاستحواذ الأجنبي للشركات المحلية مما قربها لتكون فرصة للاستثمارات الأجنبية، ما جعله تظهر في آفاق سياسة تجارة خارجية و سهولة تكلفة و إنشاء المشروعات تساعد في هذا الصدد.

وعرف تدفق الاستثمار الأجنبي إلى الدول النامية تطورا كبيرا خاصة في تسعينيات القرن الماضي، بسبب انفتاح اقتصادياتها في ظل العولمة المالية، خاصة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، الذي يعرف بالأموال الساخنة (سريعة القلب)، وتتفاوت القيمة المتدفقة من هذا الاستثمار من دولة إلى أخرى، باختلاف خصائص ومميزات اقتصاديات هذه الدول أما في الدول العربية فلم يتطور هذا الاستثمار إلا السنوات الأخيرة وهذا راجع لحدثة أسواقها المالية وانغلاق اقتصادياتها في أحيان أخرى، خوفا من حدوث أزمات في أسواقها، ولكن أيضا يختلف تدفق هذا الاستثمار باختلاف ميزات كل دولة، فمثلا تأتي في المرتبة الأولى البورصة الأردنية فوصل إلى أكثر من 50 بالمائة من الرسطة البورسية، أما مثلا السعودية فلم يتعدى 4 بالمائة بسبب انغلاق هذا السوق ولم يسمح بهذا الاستثمار إلا بعد 2015 وبضوابط.

إشكالية الدراسة : ومما سبق يمكن طرح التساؤل التالي :

ما هي المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية بسوق عمان للأوراق المالية في الفترة 1996-2020 ؟

التساؤلات الفرعية: ومن سؤال الرئيسي يمكننا تقسيمها إلى عدة تساؤلات فرعية:

- 1 - ما هو المحدد الرئيسي للاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1996-2020؟
- 2 - ما هو واقع الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1996-2020؟
- 3 - هل يوجد اثر للعوامل الداخلية والخارجية على الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في الأردن خلال الفترة 1996-2020؟

- الفرضيات:

- تعتبر العوامل الداخلية الخاصة بالبورصة هي المحدد الرئيسي للاستثمار الأجنبي فيها.
- لا تؤثر العوامل الداخلية والخارجية على الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية.
- تطور ونمو مستمر للاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

- الأهداف:

- معرفة المحددات الرئيسية للاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية
- تحديد سلبيات وإيجابيات هذا الاستثمار على بورصة الأردن خاصة والبورصات العربية عامة

- أهمية البحث:

تستمد أهمية هذه الدراسة من التطورات التي شهدتها العالم اليوم في مجال الاستثمار في المحافظ المالية حيث أصبح من الأنشطة التي تزداد أهميتها يوماً بعد يوم إذ عرف هذا الأخير انتشاراً واسعاً مما استدعى ضرورة البحث في هذا المجال هذا من جهة، ومن جهة أخرى لتزويد المستثمر في حالة تكوينه المحفظة المالية بمختلف المعلومات التي تساعد في اتخاذ القرار الاستثماري المتعلق باختياره لأصول المحفظة

- منهج البحث و الأدوات المستخدمة:

مع الغوص في الموضوع والوصول إلى أهداف الدراسة تم استخدام كل من المناهج الآتية: الوصفي في الفصل الأول لأنني تطرقت إلى المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية و الاستثمار الأجنبي و المحفظة المالية ، تدفقات رؤوس الأموال .

أما في الفصل الثاني تطرقت إلى دراسة حالة و أخذت كنموذج بورصة عمان من أجل مناقشة أثر الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية مع المنهج الاستقرائي باستخدام القياس باستخدام منهجية ARDL عن طريق البرنامج إحصائي Eviews.

- تحديد إطار البحث:

تمثل الاطار الزمني في فترة الدراسة وهي 1996 الى 2020، اما الاطار المكاني تتمثل في بورصة عمان للأوراق المالية.

هيكل البحث:

للإجابة على إشكالية الدراسة ولالإحاطة قدر الإمكان بموضوع البحث تم تقسيمه إلى فصلين الأول نظري و الثاني تطبيقي، وهذا على النحو التالي:

● **الفصل الأول:** تحت عنوان دراسة نظرية عن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية وقد تضمن ثلاثة مباحث، الأول كان تحت عنوان مدخل مفاهيمي للاستثمار الأجنبي، خصائصه ، أشكاله، قنوات انتشاره ، وعلاقة الاستثمار الأجنبي بالاستثمار الغير مباشر.

أما المبحث الثاني فتطرقنا الى المحفظة المالية حيث سلطنا الضوء على بعض الجوانب المتعلقة بها من تعريفها، أهدافها أنواعها وأساليب تكوينها مع ذكر مكوناتها والتحليل الاستثماري للمحفظة المالية و في المبحث الأخير تم التطرق فيه الى محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية تناول عنصرين أساسيين هما : العوامل الداخلية والعوامل الخارجية والمشاكل المرتبطة بالاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

- **الفصل الثاني:** كان تحت عنوان دراسة قياسية للواقع العملي لبورصة عمان وتم تقسيمه الى ثلاث مباحث في الأول تطرقنا الى لمحة عن بورصة عمان من حيث النشأة والهيكل التنظيمية وشروط الادراج في البورصة لتطور السوق المالية لعمان أما بالنسبة للمبحث الثاني كان تحت عنوان تحليل الأداء الاستثمار الأجنبي في أداء سوق الأوراق المالية بعمان وواقع الاستثمار الأجنبي و المبحث الثالث جاء تحت عنوان قياس العوامل المحددة للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

تلخيص

هدفت الدراسة لقياس وتحليل العوامل الاقتصادية المؤثرة على الاستثمار الأجنبي لبورصة الأوراق المالية بعمان خلال الفترة 1996-2020، وذلك باستخدام منهج الانحدار الذاتي للفجوات الموزعة المتباطئة (ARDL)، وتمثلت اهم نتائج الدراسة في ان محددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية في التضخم، المعروض النقدي من جهة والقيمة السوقية ومعدل التداول من جهة أخرى.

_ **الكلمات المفتاحية:** الاستثمار الأجنبي ; المحفظة المالية ; التضخم ; بورصة عمان ; المعروض النقدي.

Saummary :

The study ained to measure and analyse the economic factors affecting forgein investment on the amman stock exchange during the period 1996-2020, using the autoerge sive interlinked distributed gaps (ardc)

Study were that the economic determinats of foreign investment in the amman stock exchange are the inflation of the money supply on the on hand the market vialne and trading rate on the other hand.

Key words : forgin Investment, financial, part folio , stock exange, offered progressive.

الفصل النظري

المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

يعد الاستثمار وسيلة تحويلية هامة تسعى العديد من الدول لاستقطابه لدعم مواردهم المحلية و الأجنبية و سوف نتطرق في هذا المبحث إلى بعض مفاهيم الاستثمار و أشكاله و قنواته و علاقته بالاستثمار الأجنبي غير المباشر.

المطلب 01: مفاهيم أساسية حول الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية و خصائصه :

في ظل توسع وانتشار أسواق الأوراق المالية لم تعد المحفظة الاستثمارية تقتصر فقط على الأصول الحقيقية بل انوعت لتشمل أيضا الأصول المالية مثل الأسهم و السندات و يبرز شكل جديد من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية يطلق عليه الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

الفرع الأول : مفهوم الاستثمار الأجنبي

أولاً: مفهوم الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية

من بين أهم تعاريفه مايلي:

1- الاستثمار الأجنبي هو قيام المستثمر بأداء نشاط بنفسه أو بأمواله في بلد آخر و

غالبا ما يكون المستثمر شخصا معنويا ينشأ في شكل فرع باسمه أو لشخص معنوي

آخر، ويكون الاشتراك من خلال المؤسسة محلية أو أجنبية عامة أو خاصة

2- هو قيام شخص طبيعي أو معنوي في بلد غير بلده الأم باستخدام جهوده وأمواله في

إنشاء مشروع اقتصادي بمفرده أو بالاشتراك في مشروع محلي أو أجنبي قائم فعلاً ،

أو في صورة اشتراك مع الدولة أو مواطنيها في إنشاء مشروع مشترك

(investment, 2006, pp. 1-2)

يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر أداة مهمة إلا أن الاستثمار الأجنبي في

المحفظة المالية يعتبر من أهم تدفقات رؤوس الأموال الدولية .

ثانيا: مفهوم الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية:

1. الاستثمار في الحوافظ الأجنبية هي أن يقوم فيه الأجانب بإيداع أموال في البنك لبلد ما أو إجراء عمليات استثمار في الأسواق الأسهم و السندات و أحيانا للمضاربة .
(AlfredJ.Field.jr، 2014، صفحة 234)

2. يملك الأجانب للأسهم و السندات الخاصة أو الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة و الاستفادة من فروق الأسعار والحصول على أرباح تدرها سندات ذات الفائدة الثابتة أو الأسهم بشرط أن يخوله الحق لإدارة المشروع. (حسن كريم حمزة، 2011، صفحة 112)

3. الاستثمار الأجنبي بالمحافظ أنه تلك التدفقات بين الدول المختلفة التي تتجه نحو الاستثمار في المشروعات في الدول الأجنبية (هالة حلمي السعيد، 2000، صفحة 38)

4. يتمثل الاستثمار الأجنبي غير المباشر في استثمارات محافظ البنوك العالمية وصناديق الاستثمار المشتركة و الدولية و التي تحظى بالتصنيف الإئتماني المقبول لمدراء الاستثمار في هذه المؤسسات (ماهر كنع و مروان عوض ، 2004، صفحة 60)

الفرع الثاني: خصائص الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية:

نوجز أهم الخصائص المميزة لهذا الاستثمار كما يلي :

- سهولة الدخول والخروج للدول المضيفة و الأسواق المستهدفة حيث يسعى المستثمرون إلى تعديل مراكزهم (دخول وخروج) إلى أسواق الأوراق المالية المحلية وفقا لتطور هذه الأسواق، و ما عليه من انعكاسات على استقرار أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.
- زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية حيث تكون في الغالب على شكل استشارات مؤسسية تتصف بقراراتها الاستشارية بطول الأمد وتكون مبنية على أسس علمية رشيدة إضافة إلى سرعة اتخاذ القرار وتنفيذه.

- ينحصر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في المبادلة والمتاجرة بالأوراق المالية الدولية أو الأوراق المسجلة في أسواق مالية أجنبية بالنسبة للمستثمر.
- يشترط وجود سوق أوراق مالية منظمة ذات تكنولوجيات متقدمة في الإفصاح و إعطاء المعلومات المالية سريعة و بشفافية عالية (عاطف علاونة ، 2008، صفحة 04)
- ينحصر الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في المبادلة والمتاجرة بالأوراق المالية الدولية والأوراق المسجلة في أسواق مالية أجنبية بالنسبة للمستثمر.

المطلب 02: أشكال الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية:

يتخذ الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية صورا مختلفة من بينها:

(الرزاق و عامر، 2012، الصفحات 105-106)

- شراء السندات الدولية وشهادات الإيداع المصرفية الدولية المفوضة بالعملات الأجنبية وشهادات الإيداع في سوق العملات الدولية.
- شراء سندات الدين (العام، الخاص)
- الإيداع في البنوك الوطنية
- شراء الذهب والمعادن النادرة
- شراء القيم المنقولة
- قروض الحكومات الأجنبية أو هيئاتها العامة أو الخاصة أو الأفراد و بآجال مختلفة تهدف إلى المضاربة وليس بهدف إنشاء علاقات اقتصادية ثابتة، وهذا النوع من الاستثمار يقلل من عملية مخاطر الاستثمار الأجنبي عن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية .

المطلب 03: قنوات الاستثمار المحفطي:

و يقصد بها السبل المختلفة التي من شأنهم تمكين المستثمر المحلي من الوصول الى أسواق الأوراق المالية الأجنبية تلك التي تمكن المستثمر الأجنبي من الوصول للاستثمار في سوق الأوراق المالية المحلية، و بصفة عامة ومن بين هذه القنوات نجد:

الفرع الأول: استثمارات الأفراد المباشرة بالأوراق المالية

يقصد بالاستثمار المباشر بالأوراق المالية أن يقوم المستثمرون الأجانب بشراء وبيع الأوراق المالية التي تصدر في دولة ما بشكل مباشر في السوق المحلية لها بالعملة المحلية (ابراهيم و بربري محمد أمين، 2019، الصفحات 135-136).

الفرع الثاني: صناديق الاستثمارية الدولية:

تجمع أموال من المستثمرين لإستثمار في أسواق عديدة خارج الدولة الأم (دولي، إقليمي) فهي تتيح للمستثمر فرصة تنويع في أسهم الدولة بتكلفة منخفضة بالتالي سوف تتخفض درجة المخاطرة التي تتعرض لها بالنسبة للشركات المحلية فتح لها فرصة التوجه إلى الأسواق الدولية وخفض تكلفة الحصول على رأس المال (عمار، 2008-2009، صفحة 28)

الفرع الثالث: المحافظ المشتركة: تعد المحافظ المشتركة شركات استثمارية مستقلة تؤسس

عادة من قبل بنوك تجارية و مؤسسات مالية أخرى مثل:

صناديق التقاعد و الضمان و شركات تأمين التي تستثمر الأموال لديها بدلا من انفاقها مباشرة،و ذلك لضمان تدفقات منتظمة و مستمرة بشكل يضمن توازنا ديناميكيا بين حاجاتها الدخول الجارية لمواجهة طالبات متعاملين من جهة رغباتها الدائمة لخلق فرص العمل جديدة ، مع حافظ على ثقة المستخدمين مع تولي إدارة أعمالهم من الداخل و الخارج في أسواق منظمة و غير منظمة.

الفرع الرابع: الاستثمار بالاصدارات العالمية للأوراق المالية: من خلال ما يعرف بالاصدارات العالمية و دولية للأوراق المالية ، مما يسمح بتداوله في دول كبيرة، و عادة ما تتطلب هذه الاصدارات توفر شروط معينة للتسجيل في الأسواق المالية العالمي. كما تتمتع الشركة المصدرة بفرض للحصول على تمويل الأجنبي، مع ارتفاع درجة شفافية تتمتع بها المتطلبات العالمية لتسجيلها في الأسواق المالية الخارجية (شهادات الابداع الدولية).

المطلب 04: علاقة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية بالاستثمار الأجنبي غير المباشر:

إن الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية عادة ما يطلق عليها اسم الاستثمار الأجنبي غير المباشر و هذه التسمية في الحقيقة تختلف و سنتطرق للتوضيح أكثر:

الفرع الاول: الاستثمار الأجنبي غير المباشر من منظور تحليل الاقتصاد الكلي:

النظرة تتجه نحو تحليل الاستثمارات الاجنبية التي تصب في بورصة الأوراق المالية و التي تتم في شكل أسهم و سندات و غيرها عبر سوق رأس المال العالمية أي أنه تقصد الاستثمار المحفظي الذي ندرسه: اطلاق الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاستثمار المحفظي إذا كنا ننظر إليه من منظور الاقتصاد كلي تعتبر صحيحة. (صايفي، 2009، ص 92).

في ظل توسع انتشار أسواق الأوراق المالية مما وجب تنوع المحافظ وهنا كانت محفظة الاستثمارية مما جعل وجول محفظة تدفقات الرؤوس الأموال الأجنبية وتسمى الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

الفرع الثاني: الاستثمار الأجنبي غير المباشر من منظور تحليل الاقتصادي الجزئي:

إذا كنا ننظر الى الاستثمار الأجنبي من منظور التحليل الاقتصادي الجزئي فإننا عندئذ سنكون خارج ما يعرف بالاستثمار المحفظي إذا ينصب الاستثمار الأجنبي غير المباشر على

أشكال مختلفة للاستثمارات التي تعمل على تسهيل مهمة الشركات متعددة الجنسيات في التقدم إلى مرحلة الاستثمار الأجنبي المباشر كما أن هذه الأشكال توفر فرصة التواجد الملموس للشركة المضيفة.

المبحث الثاني: عموميات حول المحفظة المالية

إن المحفظة المالية من المواضيع التي أخذت مكانة كبيرة في الدراسات الاستثمارية وذلك لما تلعبه من دور كبير في الأسواق المالية.

المطلب الأول: مفهوم المحفظة المالية:

سوف نتطرق أولاً إلى مفهوم المحفظة الاستثمارية باعتباره ذات حيز أوسع من المحفظة المالية.

الفرع الأول: مفاهيم حول الاستثمارية و المالية

أولاً: مفهوم المحفظة الاستثمارية:

1- أداة استثمارية مركبة من مجموعة من الأصول الحقيقية و المالية التي يستثمر بها المشروع أمواله، و أن يكون هدف المستثمر من تكوينها تقليل مخاطر الاستثمار و تحقيق تنمية لتحقيق أرباح رأسمالية (جهاد همام، 2016، ص 28).

2- هي واحدة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر تخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، و غالباً ما تكون المحافظ مختلفة تجمع الأصول الحقيقية و المالية معا (سهير مقابلة، 2013، ص 137).

3- هي عبارة عن سلة الأوراق المالية لشركات مختلفة يتم اختيارها وتنويعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية لكي تعطي أعلى عائد و تقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن (عادل محمد رزق، 2004، صفحة 70)

على الرغم من أن المحفظة الاستثمارية بمفهومها الواسع تشمل كل الموجودات والأصول الاستثمارية فنجدها تتضمن إلى جانب الأصول الحقيقية (كالذهب) أصولاً مالية (أسهم وسندات) فتكون بذلك خليطاً من الأصول الكمالية والحقيقية. (yasimon, 1997, p. 03)

الفرع الثاني: أهدافها:

إن مراعاة المستثمر للأسس يستطيع بذلك الوصول إلى أهدافها المنشودة حيث أن أهداف محفظة الاستثمارية هو تحقيق أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة مع توفر عنصر السيولة أي إمكانية تحويل الأصل إلى نقد بأقل الخسائر ممكنة و عليه فإن أهم هدف هو الموازنة بين العائد و المخاطرة والسيولة و يمكن الإشارة إلى أهم أهداف المحفظة (دريد كمال آيت شبيب، 2010، صفحة 17)

تختلف أهدافها باختلاف المستثمر و الأفراد فبعضهم لديهم لتملك أوراق مالية ذات جودة عالية من خطورة و ذلك للحصول على أكبر قدر من العوائد.

- الحفاظ على رأس المال الأصلي: يجب على مدير المحفظة أخ الحذر التام بأن لا تصل إلى خسارة إلى رأس المال.
- استقرار تدفق النقد: تشكيل محفظة مكونة من أوراق مالية تعطي دخلاً ثابتاً. مثل: (الأسهم و السندات الممتازة).
- تحقيق النمو: أي زيادة التراكمية الرأسمالية.
- مواجهة الالتزامات المستقبلية: أي تحقيق هدف السيولة اللازمة لتغطية التزامات الخارجية.
- تقليل المخاطر: بالتنوع المستثمر لاستثماراته، يقلل تعرضه للمخاطرة.

المطلب الثاني: أنواع المحافظ المالية:

من حيث الأهداف: الخطوة الأولى في إدارة المحافظ المالية هي الوضع الأهداف الرئيسية و من هنا سوف نتطرق إلى ما يلي:

الفرع الأول: أنواع المحافظ:

من حيث الأهداف:

الخطوة في إدارة المحافظ المالية هي وضع الأهداف الرئيسية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها:

1. المحفظة الهجومية: Agressive Portfolio: تسمى أيضا محفظة النمو

(Growth portfolio) تهدف إلى تعزيز النمو من خلال تحمل المخاطر أكبر، لأن البحث عن الاستثمارات التي تتميز بالنمو (عوائد مختلفة مرتفعة) يتطلب قبول مخاطر المرتبطة و التي ستكون مرتفعة أيضا، لأنها تحقق عوائد رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة و زيادتها وتعتمد على سندات المضاربة (Speculative-grade band) منخفضة التصنيف و عالي المخاطرة.

2. محفظة دفاعية: (Defensive Portfolio) تسمى أيضا محفظة الدخل (Income Portfolio)

و تهدف إلى تأمين دخل منتظم من استثمارات و آمنة نوعا ما تعتمد هذه المحفظة على الأوراق المالية التي تعطي عائدا سنويا ثابتا سواء كان مصدره توزيعات الأرباح أو الفوائد العامة مما تظهر في شهادات الإيداع (Certificates of deposit) أو سندات عالية التصنيف (Investment grade brand) سندات حكومية مصنفة A A A بفضل المستثمرون المتحفظون تكون هذه المحافظ.

3. المحفظة المتوازنة: (Balanced portfolio) تسمى المحفظة المختلطة (Portfolio growth-income)

تسعى إلى تحقيق التوازن في المحافظ المالية و

الدخل الثابت و تعزيز النمو، و في الوقت التركيز على بعض الأوراق التي تعطي عوائد عالية و تؤدي إلى نمو و زيادة أموال المحفظة المالية.

الفرع الثاني: من حيث نوع الأوراق: يمكن أن تصنف إلى أنواع حسب نوع الأوراق التي تتضمنها و منها:

1. **محفظة ملكية: (Equatif Portfolio):** و تسمى أيضا محفظة أسهم و هي محفظة تتشكل بشكل كامل من الأسهم و تعتمد عوائدها على أداء الأسهم المستثمرة فيها، و في سوق الأسهم، هي محفظة لديها القدرة على توليد عوائدها، و هنا تكون المخاطر مرتبطة بها لكي تكون أعلى منها نسبيا.

2. **محفظة الديون (Dept portfolio)** و هي محفظة تتشكل بشكل أساسي من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات (bonds) ، أذون الخزانة (treasury bills) و هي لذلك تحقق دخل منتظم الفائدة. و زيادة رأس المال بأقل قدر من المخاطر.

3. **محفظة مختلطة (Mixed Asset Portfolio)** و هي محفظة تتشكل من مزيج من أوراق الملكية و أوراق الدين.

الفرع الثالث: من حيث الآجال: يمكن أن تصنف المحافظ إلى أنواع حسب آجال الأوراق التي تتضمنها و منها:

1. **محفظة قصيرة الأجل (Short-Term Portfolio)**

و هي محفظة موجهة للمستثمرين الذين يتوقعون أن يحتاجوا إلى أموالهم على المدى القصير (5سنوات) أو المدى المتوسط (5-10 سنوات) تتشكل من أسواق النقد (شهادات الإيداع) و بعض أدوات السوق المالي (سندات قصيرة الأجل).

2. **محفظة متوسطة الأجل (Intermedial-Term Portfolio)**

و هي محفظة موجهة للمستثمرين الذين أن يتوقعون أن قيم احتياجها إلى أموالهم على المدى المتوسط (5-10 سنوات) تتشكل من أدوات السوق المالي.

3. محفظة طويلة الأجل: (Long-Term Portfolio)

محفظة موجهة للمستثمرين الذين يتوقعون أن يحتاجوا إلى أموالهم على المدى الطويل (أكثر 10 سنوات) تتشكل من أدوات السوق المالي (سندات طويلة الأجل للأسهم)

المطلب الثالث: أساليب بناء المحفظة مالية ومكوناتها

الفرع الأول: مكونات المحفظة المالية

تحتوي المحفظة للأوراق المالية على أصول مالية أهمها أدوات الدين وأدوات الملكية.

1. أدوات الملكية (الأسهم)

أ. تعريف الأسهم: هي صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول يتمثل فيها حقه الحصول

على نسبة من الأرباح، ونصيب من الموجودات الشركة عند تصفيتها (محمد وجيه

حنيفي، 2010، صفحة 47)

ب. قيم السهم: له عدة قيم نذكر منها:

✓ القيمة الاسمية: تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما

يكون منصوص عليها عقد تأسيس المنشأة (عماد عيد الحسين، 2016،

صفحة 42)

✓ القيمة الدفترية: يتم تحديدها استنادا إلى سجلات المحاسبة للمؤسسة

ويمكن حسابها عن طريق قسمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين) معناه:

عدد الأسهم المصدرة (محمد علي ابراهيم العامري ، 2013، الصفحات 364-

365)

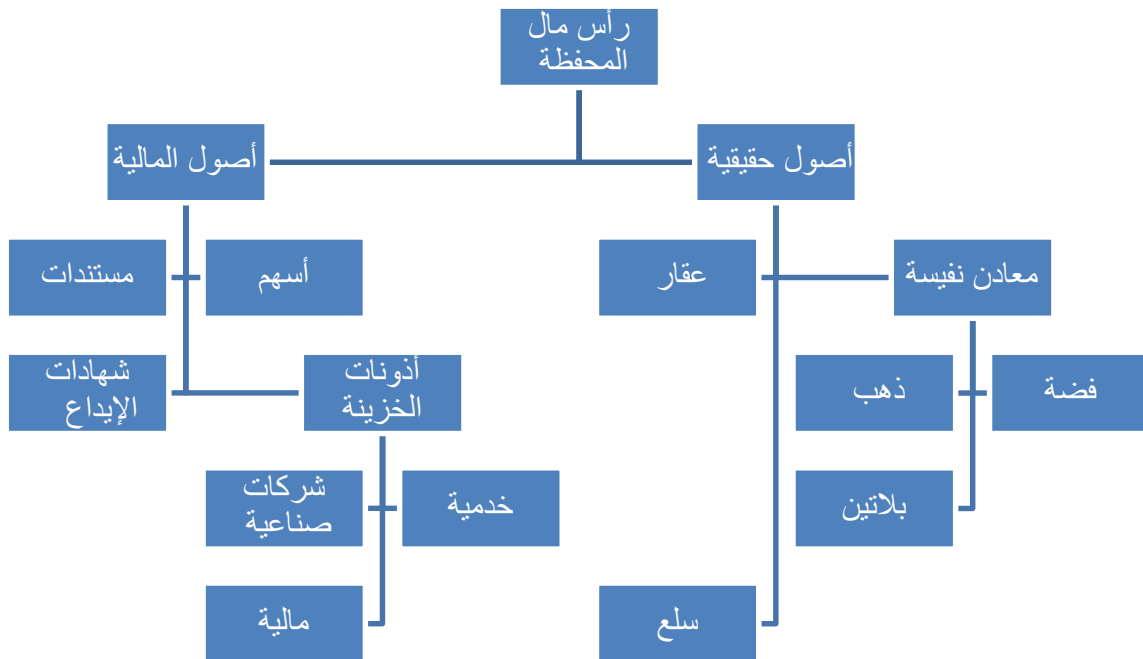
✓ ج- القيمة السوقية: وهي التي تحدد للسهم في السوق وفقا لقوى لعرض الطلب

و هو السعر الذي يتم تعامل بها في السوق للأوراق المالية (ابراهيم يعقوب

اسماعيل و هلال يوسف صالح، 2016، صفحة 7)

- ✓ **القيمة الحقيقية:** عرفت بأنها القيمة العادلة أو المعقولة، وتحسب القيمة العادلة للسهم من خلال تدفقات النقدية-توزيعات الأرباح و العوائد أو الخسائر الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم في نهاية المدة الاحتفاظ وتقدير معدل العائد المطلوب (بوكساني رشيد، 2005-2006، صفحة 57)
- ✓ **القيمة التصفوية:** وهي التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الالتزامات التي عليها التي عليها و كذلك حقوق حملة الأسهم (عباس كاظم الدعيمي، 2010، صفحة 161)

الشكل رقم(01): مكونات المحفظة الاستثمارية



مصدر: ناظم محمد فوزي الشمري: طاهر فاضل البياني، أحمد زكريا صابر، أساسيات الاستثمار العيني و المالي، عمان ، الأردن ، ط01، 1999، ص257.

ج. أنواع الأسهم

يمكن تقسيمها إلى عدة أنواع وهذا حسب مجموعة من معايير وهي كالآتي:

- **حسب معيار الشكل** الذي تتداول به يمكن تصنيفها حسب معيار كما يلي:

✓ **أسهم اسمية:** هي أسهم تحمل اسم صاحبها وتدون فيها اللقب الوطن والجنسية نوع

الورقة التي يمتلكها نوع الشركة عنوانها رأس مالها مركزها....

✓ **اسم لحاملها:** يكون السهم لحامله عندما يصدر عادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم

ويتم التنازل في هذا النوع بتسليمه من يد لأخرى ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق الأسهم

للحائز لها الهدف من تحقيق المرونة العالية في التعامل.

✓ **أسهم لأمر:** للشركة الحق في تصدر رأس ماله لأمر ويشترط فيها أن تكون كاملة

الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية

أ. **حسب الحقوق:** التي تتمتع بها أصحابها حيث تنقسم الأسهم الى:

✓ **الأسهم العادية:** هي الأسهم التي تتساوى فيها قيمتها وتعطي مساهمين حقوقا متساوية

ويحصلها حاملها على قدر من الربح ينفق ما دفعه الى الشركة دون زيادة أو ميزة

أخرى وهنا يحصل حامل السهم على نوعين من العائد: العائد الجاري والعائد الرأسمالي

✓ **الاسهم الممتازة:** ورقة مالية تشبه سمات السهم العادي ويختص السهم الممتاز دون

غيره ببعض من المزايا منها:

✓ **المنحة لحامله حق الأولوية والأرباح**

✓ **لحامل هذا السهم يمتاز بالأولوية على حمله الاسهم العادية عند تصفية الشركة**

فتستوي في قيمه الاسهم الممتازة بالأولوية.

✓ **أسهم التمتع:** هي اوراق ماليه يتسلمها المساهم عندما يتوفى كل القيمة الاسمية لسهمه

ويشترط في تقديم هذه الاسهم أن يكون مصرحا.

أ. حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يتم تقييم السهم الحصة التي يدفعها المساهم الى ما يلي:

✓ أسهم عينية: تمثل حصة عينية من رأس مال شركات المساهمة العامة كالمساهمة على شكل استثمار مادي أو مخزونات أو براءة اختراع الى بعد مروري فتره زمنية يمكن ان تكون سنتين.

✓ أسهم النقدية: وهي التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية الا بعد تأسيس الشركة

✓ أسهم مختلطة: وهي الاسهم التي تدفع بعضا من قيمته ويسدد الباقي منها نقدا.

أ. من حيث القيد بجداول البورصة: حسب ما يلي:

✓ الاسهم المقيدة: تعني أسهم الشركات المقيدة بجداول القيد في البورصة وجميع بورصات العالمية

✓ الاسهم الغير مقيدة: هي الاسهم التي طلب لقيدها بالبورصة ولا تستوفي معايير وشروط القيد.

2. ادوات الدين (السندات)

أ. مفهومه: هو شكل دين يتعهد بموجبه المصدر بدفع قيمه القرض كامله عند الاستحقاق

لحامل هذا السند في تاريخ محدد

ب. أنواع السندات: وتنقسم الى ما يلي

✓ من حيث ملكية السند: تنقسم الى الاتي :

• سندات اسمية: وهي سندات يسجل اسم صاحبها عليها ويتم تقيدها في السجل

التجاري او سجلات الشركة ويتم التنازل عن السند كتابه عند بيعه في السوق

• سندات لحاملها: وهي التي لا تحمل اسم حاملها يتم نقل ملكيتها من شخص

لآخر بمجرد تسليم فهي التي يجب أن تدفع بموجبها

✓ من حيث درجة الضمان: يمكن تقسيمها الى:

- **سندات مضمونة:** قد تقدم الشركة بعض أصولها ضمانا لحقوق السندات وهذه الأصول التي هي أصول ثابتة غير متقونة كالأراضي والمباني في هذه الحالة لا يمكن لحامل السنة تسديد فوائدها، عليها ان يبيع هذه الأصول للحصول على حقوق.

- **سندات غير مضمونة:** هذه السندات ضمانها الوحيد هو المركز الائتماني مقدرتها على تحقيق الربح

✓ من حيث جهة الإصدار: تنقسم الى ما يلي:

- **سندات حكومية:** وهي سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز بهدف مواجهة التضخم.

- **سندات الشركات الخاصة:** تعتبر أدوات الدين على الشركات المصدرة لها وهي تصدر في العادة عن الشركات ذات الطابع التجاري صناعي توسع مالي.

✓ من حيث الأجل:

تنقسم الى سندات حسب طول أجلها كالآتي:

- **سندات قصيره الأجل:** هي سندات التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة يعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل لسندات الخزينة وسندات القصيرة تتمثل بدرجة عالية من سيولة بسبب انخفاض درجة مخاطرتها
- **سندات طويلة الأجل:** وهي سندات التي يزيد أجلها عن سنة واحدة لذا فهي تتداول في سوق رأس المال حيث تصدر بمعدلات فائده اعلى من سندات قصيره الاجل

جدول رقم (01): الفرق بين أنواع الأوراق المالية

عامل المقارنة	الورقة المالية	السندات	أسهم ممتازة	أسهم عادية
✓ أولاً: الحق في الحصول على دخل: 1- من حيث الأسبقية. 2- من حيث مبلغ الإيراد الدخل.	الدرجة الأولى في السداد ثابت و محدد	المرتبة الثانية ثابت و محدد	المرتبة الثالثة متغيرة و غير محددة.	
ثانياً: الحق في أصول عند التصفية. 1- درجة الأسبقية. 2- المبلغ	المرتبة الأولى محددة	المرتبة الثانية محددة	المرتبة الثالثة غير محدد	
ثالثاً: الحق في استيراد القيمة. 1- استرداد القيمة. 2- درجة الاستحقاق.	إجباري محدد مسبقاً و له تاريخ استحقاق	غير ملزم له تاريخ استحقاق	غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق.	

المصدر: محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية، والبورصات العالمية، مؤسسة الطويحي للطباعة و النشر القاهرة، 2004 ص 42

الفرع الثاني: خطوات بناء محفظة

لإنشاء محفظة جيدة يجب على المستثمر أو المدير المالي مراعاة ما يلي:

1. تحديد الهدف من المحفظة:

○ أولى خطوة لنجاح بناء محفظة متوازنة على المستثمر معرفة ما يمكن امتلاكه بين الموازنة و العائد.

✓ لتحديد أهداف المستثمر من المحفظة المالية حتى قيم تحديد و اختيار الأصول (Allocation asset) لتحقيق تلك الأهداف:

✓ عمر المستثمر (Investor s'age)

✓ مدة الاستثمار (Duration)

✓ قدرته على تحمل المخاطر (Risk toleranse).

✓ مقدار رأس المال المستثمر (Invested capital)

2. أساليب تكوين المحفظة المالية: وهنا يمكن تمييز ما يلي:

✓ **التوزيع البسيط (السادج):** يعتمد هذا الأسلوب على توزيع المخاطر بالاعتماد على التنوع وذلك من خلال شراء محفظة تحتوي على عدد كبير من الأسهم ويتم اختيارها من قطاعات اقتصادية مختلفة ويستند مفهوم التنوع البسيط على فكرة أن المحفظة تشمل على ثلاث أوراق مالية تصدرها ثلاث مؤسسات هي:

المحفظة المالية تشتمل على ورقتين ماليتين والمؤسسات مختلفتين والمحفظة الذي تشمل على أربعة أوراق مالية تصدرها أربع مؤسسات مختلفة هي الأكثر تنوعاً من محفظة تشمل على ثلاث أوراق تصدرها ثلاث مؤسسات مختلفة.

✓ **صعوبة إداره المحفظة:** إن الإدارة الفعالة للمحفظة تتطلب البحث والتحليل المستمر لأوضاع الورقة المالية بهدف شراء أوراق مالية وإضافته إلى المحفظة أو بيع الأخرى.

✓ **ارتفاع تكاليف المعاملات:** إن الثراء وبيع أوراق المالية يتطلب دفع عمولة للوسيط الذي يقوم بعملية البيع والشراء خاصة إذا قام بعملية شراء كبيرة.

✓ **اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة:** حيث إن احتمال اتخاذ القرارات الاستثمارية غير صحيحه تزداد مع ازدياد هذه الأوراق في المحفظة.

✓ **ارتفاع تكاليف البحث في الاستثمارات جديدة:** وسياسة محفظة إلى المقالات في تنوع مكونات وزيادة التكاليف البحث عن استثمارات جديدة.

✓ **تنويع ماكوتيز: (marchotiez)** يطلق على نظرية محفظة الحديثة وهي نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة من حيث الموازنة بين المخاطر والعائد.

✓ **ضرورة اختيار التدقيق للاستثمارات التي تكون في المحفظة.**

- ✓ مراعاة الارتباط بين العوائد مع تكوين علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تكون في المحفظة فان المخاطر التي تتعرض لها عوائد مستقلة (عدم وجود علاقة بينهم) معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات يتراوح بين $(1+)$ ، $(1-)$
- ✓ البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي لعوائد المتوقعة من خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية.

- ✓ يقدر المستثمر المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغيير العوائد المتوقعة
- ✓ يحاول المستثمر التعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة.
- ✓ المنحنيات المعتمدة لديهم نفس التفسير:

المشتقات المالية: وعقود الفرعية تنشق من عقود على أساس أدوات استثمارية (أدوات مالية...) لينشأ عليه عقود فرعية أدوات استثمارية مشتقة.

3, تحديد إستراتيجية المحفظة:

يجب تحديد نوع الإستراتيجية المحفظة المناسبة أي الاختيار بين جعله محفظة هجومية عالية العوائد عالية المخاطر، أو جعله محفظة دفاعية منخفضة المخاطر منخفضة العوائد بناء على معلومات الخطوة سابقة متعلقة بالعوائد المطلوبة على مستوى تحمل المخاطر. مع تطبيق مبدأ مقايضة العائد و المخاطرة (The risk/ return tradeoff)

✓ تقسيم المبلغ المستثمر على فئات الأصول: (Divide capital)

بمجرد تحديد نوع الاستراتيجية المحفظة المناسبة و بالتالي الأصول التي سيتم الاعتماد عليها ، تبدأ عملية عملية تقسيم رأس المال المستثمر في فئات تلك الأصول المناسبة (أسهم + سندات) تنقسم إلى فئات فرعية (لها مخاطر و عوائد محتملة و مختلفة).

✓ التقييم المستمر للمحفظة (Portfolio Assessment) :

بمجرد الحصول على مختلف فئات الأصول المشكلة للمحفظة تبدأ مرحلة متابعتها و تحليلها من أجل تقييمها و إعادة توازنهم كلما دعت إليها الحاجة في بعض العوامل المرتبطة بالمستثمر التي ذكرتها في خطوة الأولى (الوقت، الاحتياجات،)

ثالثاً: المشتقات المالية: هي عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (مالية وعمليات اجنبية) لينشأ من هذه العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة.

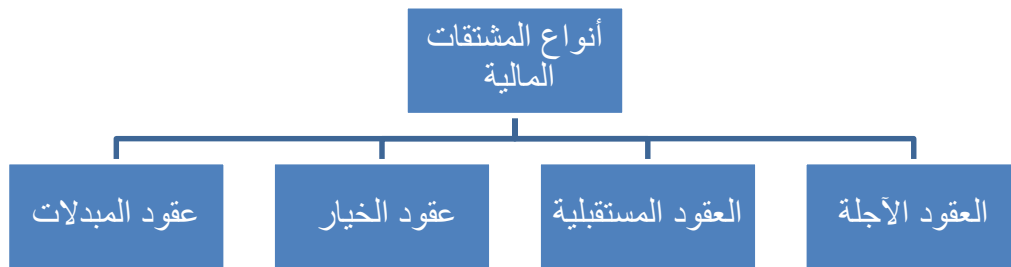
عند بناء محفظة الأوراق المالية يجب الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من الأسس نذكر أهمها:

(محمود عزت اللحام، 2014، الصفحات 449 - 450)

الفرع الأول: أنواع المشتقات المالية:

- **العقود الآجلة: foward contacts** ويعرف عقد ينظم الوقت معين ويتم تنفيذه في وقت محدد العقود الخيارات تعرف خيارات بأنها عقود قانونية تمنح لحاملها الحق وليس الالتزام عقود المبادلات وهي اتفاق بين طرفين لمبادلته الموجودات أو السلسلة من تدفقات نقدية مفهوم السندات.

الشكل رقم(02): أنواع المشتقات المالية

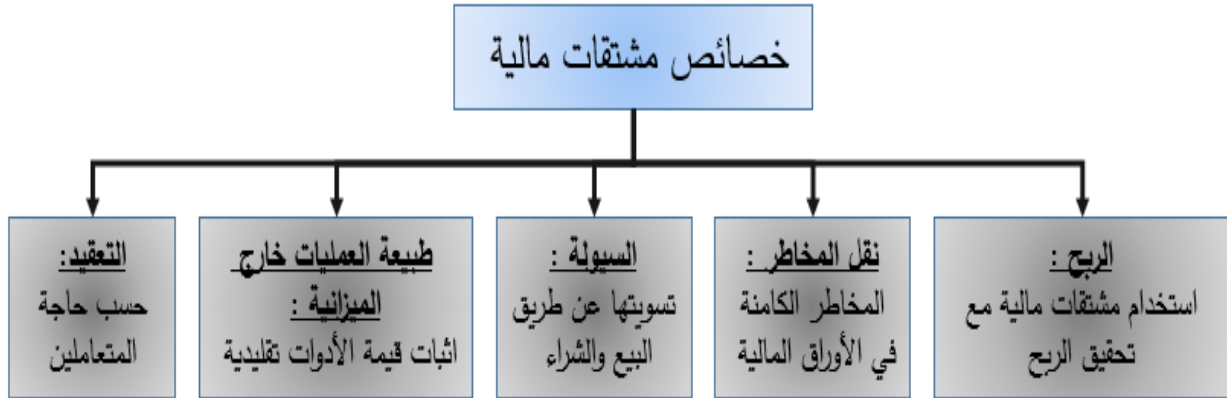


من اعداد الطالبة بالاعتماد على (عيساوي سهام، صفحة 256)

الفرع الثاني: خصائص المشتقات المالية

والشكل الموالي يوضح أهم مشتقات المالية

الشكل رقم (03): خصائص المشتقات المالية



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على (الربيعي، 2011، صفحة 18)

المطلب الرابع: إدارة محفظة الأوراق المالية والتحليل الاستثماري لها.

الفرع الأول: العائد والمخاطر في الاستثمارات الفردية:

ان مكافآت التي يقدمها سوق الاوراق المالية لمن يقرؤونه بشكل صحيح هائلة والعقوبات التي يلحقها بالمتهورين كارثية ومن هنا يجب علينا ان نتوسع في اساليب تقييم اداء الاصول المالية وقياس العائد رغم انه يبدو بسيط للغاية وبالتالي فمن المهم جدا معرفه الاساليب لتقدير عملية المخاطر والتي كانت بعيدة عن تقديم الكمي (بداية من ورقه العائد طرق حسابه ومن ثم نتطرق الى مخاطرها)

1. تعريف العائد **return** : هو عبارة عن مجموعة المكاسب او الخسائر الناجمة عن

الاستثمار خلال فتره زمنية محدده وهو مقدار الاموال المضافة الى رأس المال الاصلي

العائد يكون على شكل عوائد مالية او عوائد متوقعة لا تتصف بدرجة التأكد الكامل

او عوائد مطلوبة يرغب المستثمر بتحقيقها مستقبلا ويكون لكل عائد استثمار ايجابي او سلبي.

2. **التعريف الشامل للعائد:** هو عبارة عن مجموعة المكاسب او الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فتره زمنية محدده (عدنان تايع النعيمي راشد و فؤاد التميمي ، 2009 ، صفحة 90) وهو مقدار الاموال المضافة الى رأس المال الاصيلي العائد يكون على شكل عوائد مالية او عوائد متوقعة لا تتصف بدرجة التأكد الكامل او عوائد مطلوبة يرغب المستثمر بتحقيقها مستقبلا ويكون لكل عائد استثمار ايجابي او سلبي. (قاسم نايف علوان ، 2005 ، صفحة 06)

وهنا سوف تظهر تقسيمات العائد:

✓ **العائد الجاري (مترفق) (current return):** الدخل عند التوزيعات الارباح الاسهم او قسائم الفوائد (للسندات) مقسوما على سعر السوق للأوراق المالية معبر عنه بالنسبة المئوية وهنا يتبادر الى الذهن عندما يفكر المرء في العائد من الاستثمار وهو تدفق النقدي الدوري.

✓ **العائد الرأسمالي (capital return)** وهو العنصر المكون للعائد ويعتمد على تغيير السعر مما يعني ارتفاع السعر او انخفاضه ومعدل العائد الرأسمالي يحسب بقيمه الارباح الرأسمالية المحققة من بيع الورقة (رفيق عوض شبير ، 2015 ، صفحة 25)

العائد الرأسمالي = سعر البيع - سعر الشراء

$$capital R_1 = P_{i_1} - P_{i_0}$$

العائد الإجمالي الكلي: (the total return) لكل ورقة مالية أصل ومن هنا سوف

نقول:

العائد الإجمالي الكلي = العائد الجاري - العائد الرأسمالي

ملاحظة:

يكون العائد الجاري صفرا او موجبا فقط في حين يمكن أن يكون العائد الرأسمالي (-) أو (0) أو (+).

الفرع الثاني: قيود ضريبية

ويرتبط ذلك بالقوانين والتشريعات التي قد تمنح إعفاءات ضريبية معينة للأوراق مالية معينة أو لنوع معين من الشركات أو المناطق الجغرافية معينة أو لأنشطة معينة وعلى المستثمر أن يكون على الاطلاع دائم بما عليه من تغييرات.

1. قيد العائد: ويقصد به العائد الذي يمكن ان يقبله المستثمر على الاستثمار في المحفظة ويتمثل هذا العائد في جزئين (جزئ يكفي تعويضه وجزء يمكن حرمانه من تلك الاموال لشراء الاوراق المالية)

2. قيود محددات المخاطر: درجه تغلب المخاطر تتنوع وتختلف من استثمار لآخر ومن ورقه مالية لأخرى ومن درجة خطر معين لآخر.

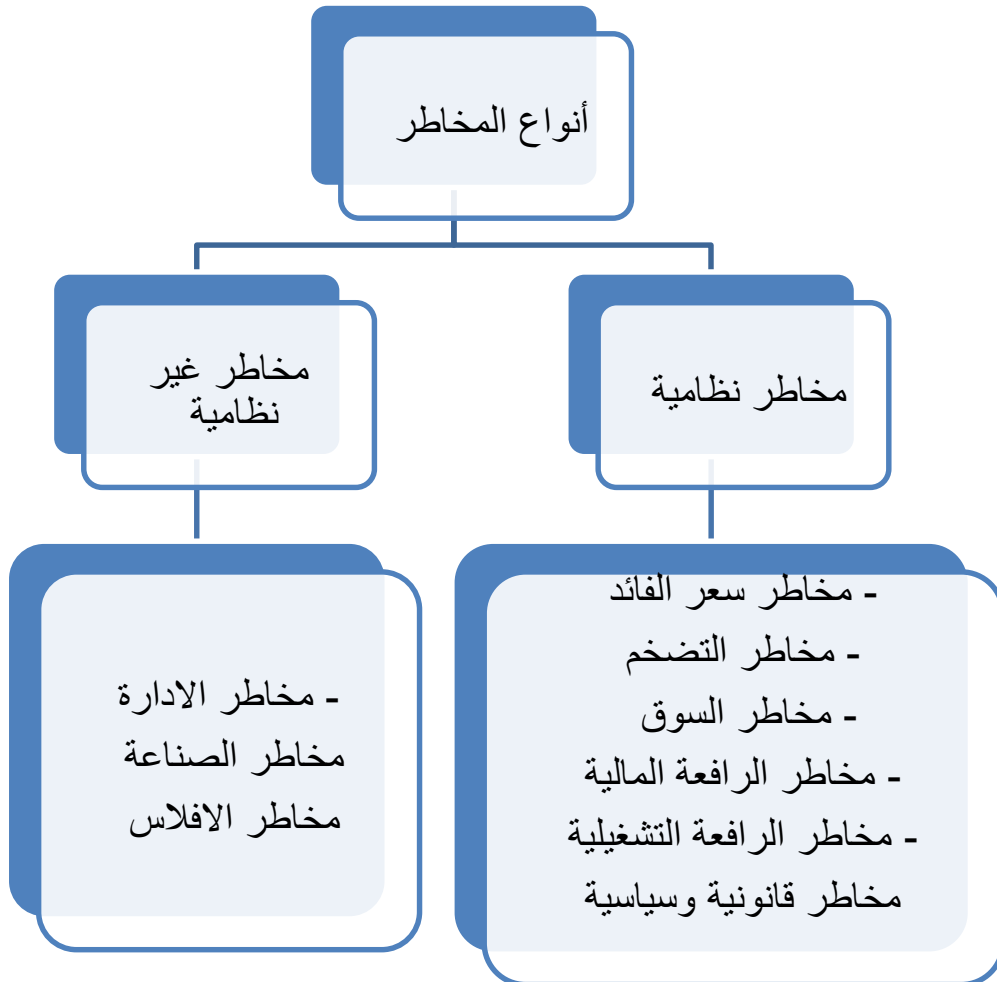
كما ذكرنا سابقا قرار الاستثمار متعلق بأمرين أساسيين مطلوب من العائد او المطلوب من الاستثمار.

3. من حيث العائد: تنقسم الى ما يلي:

- أ. **سندات ذات الفائدة الدورية الثابتة:** هي تلك السندات التي تستحق فائدة بمعدل ثابت بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة
- ب. **سندات ذات الايراد المتغير:** ينقسم عائدها الى فائدة ثابتة دوريه ودخل اضافي يتغير بتغير الارباح الشركة ويمكن تسميته بسندات الدخل.

الفرع الثاني: أنواع المخاطر

الشكل رقم (04): أنواع المخاطر في المحفظة المالية



(شقيري نوري موسى، 2012، الصفحات 60-66)

المبحث الثالث: محددات الاستثمار المحفزي والمشاكل المرتبطة به

للاستثمار المحفزي محددات متنوعة تحكمه وتضبطه تحركات وقد قسمت إلى عوامل

داخلية وعوامل خارجية

المطلب الأول: العوامل الداخلية

ترتبط هذه العوامل بالسياسات الاقتصادية الكلية وأيضاً ببنية سوق الأوراق المالية

المحلية وهي كما يلي:

الفرع الأول: السياسات الاقتصادية الكلية:

تعتبر السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة من طرف الدولة المحدد الرئيسي الأول لتدفقات الاستثمار المحفظي سواء كان ذلك على شكل تدفقات قصيرة أو طويلة الأجل. حيث يؤدي مثلاً لتطبيق برامج ناجحة لاستقرار الأسعار إلى زيادة معدلات العائد على الاستثمار.

إن تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة من شأنه إثارة الانتباه وزيادة الاهتمام لدى المستثمر الأجنبي وبالتالي تحفيزها للإقبال على الاستثمار في السوق المحلية من أجل الاستفادة من عوائد المرتفعة هذا للإقبال للمستثمرين الأجانب يرافقه زيادة في الطلب على الأوراق المالية المتداولة في البورصة المحلية وهو ما يعني زيادة تدفقات الاستثمار غير المباشر داخل البلد.

1- معدل التضخم:

لديه تأثير كبير ومباشر على سياسات التسعير وحجم الأرباح وبالتالي حركة رؤوس الأموال فإن انخفاض معدل التضخم يعدل من العوامل المهمة لزيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر. وإذا أردت الاستثمار في سوق الأوراق المالية طبقاً لنظريه المحفظة يتوقف على درجة المخاطرة ومعدلات الفائدة المتوقعة هذه الأخيرة في الواقع تتوقف على الربح أو الخسارة الناجمة عن تقلبات السعر السوقي للورقة المالية في السوق كذلك معدل التضخم في فترة الاستثمار، ثبات معدلات التضخم، مما يدفع المستثمر القيام بعملية الاستثمار أو الاتجاه إلى عمليات قصيرة الأجل.

2- سعر الصرف:

يعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم على أداء سوق الأوراق المالية، حيث تشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية. وتؤثر هذه التدفقات على

أسعار صرف العملات كما أنها تتأثر بتقلبات في هذه العملات. (هالة حلمي السعيد، 2000، الصفحات 17-19)

فالاستثمار مثلاً في الأسواق المالية الناشئة يتضمن أصولاً مفوضة بعملات أجنبية وهي عرضة لمخاطر العملة، يقصد بها التقلبات التي تتعرض لها عوائد المحفظة الناتجة عن تحركات أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة، مما يؤدي إلى عائدات أقل عند قيامها بالعملة الأساسية للمستثمر.

فاذا استقر سعر الصرف يشجع الاستثمار المحفظي و الرغبة في الاستثمار المباشر في الأسهم والسندات، أما تقلب هذا السعر وعدم استقراره يؤدي الى عدم تشجيع التدفقات الداخلة للاستثمار الأجنبي بل يؤدي إلى خروجها.

3-الخصوصية:

إن التوسع في الخصوصية وخاصة التي تتم عن طريق سوق الأوراق المالية وذلك بالطرح الكلي أو الجزئي لرأس المال للشركة في شكل أسهم وسندات للاكتتاب العام من طرف المستثمرين يؤدي الى توسيع حجم الأوراق المالية في البورصة. مما يخلق فرصة استثمارية إضافية على الأوراق المالية الجديدة كما تؤدي إلى زيادة كمية ونشاط السوق المحلي مع زيادة جاذبيته للمستثمرين المحليين في الاجانب.

4- الحوافز الضريبية:

يؤثر معدل الضريبة المفروضة على أوعية سوق الأوراق المالية وعملياتها على عائد الاستثمار في الأوراق المالية، ومن ثم الاستثمار في هذه الأوراق المالية [التخفيض - الإعفاء] زيادة الربح الصافي للمستثمر مع ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية، زيادة معدل الفائدة الحقيقي على الاستثمار في سوق الأوراق المالية مما يعني تشجيع الاستثمار المحلي و الأجنبي في السوق المحلي.

5-بنية السوق الأوراق المالية: وهي كالآتي

أ. تنظيم سوق الأوراق المالية: الإطار التشريعي والتنظيمي المرن والفعال له القدرة على تكيف مع المتغيرات المحيطة به محلية أو دولية من خلال تسهيل المعاملات المالية، زيادة المنافسة داخل السوق أيضا توفير حماية للمستثمرين وهذا ما يؤدي الى تدعيم ثقة المستثمرين ويؤدي الى زيادة تدفق رؤوس الاموال إلى أسواق الأوراق المالية من خلال:

✓ الوصول إلى سوق عادلة تتاح فيها كافة المعلومات المالية لجميع المستثمرين عم طريق سن وتنفيذ التشريعات الخاصة بسوق رأس المال اللازمة لضبط التعامل داخل السوق.

✓ تدريب الجهات الرقابية للإشراف على القوانين المنظمة لعمل السوق، مراقبة الأداء بشكل حيادي، من أجل حماية كل الأطراف.

ب. الإفصاح وتوافر المعلومات: إن أهم العقبات والمشاكل التي تواجه ازدهار التعامل في الأوراق المالية وهي نقص المعلومات، بالغموض الذي يكشف حركة الأسعار وتقييم الأسهم ويؤدي إلى عزوف المستثمرين عن توجيه ادخاراتهم نحو التعامل في سوق الأوراق المالية.

فالإفصاح والشفافية تعد ركنا أساسيا من أركان سلامة المعاملات في البورصة وبالإفصاح عن المعلومات وبيانات يؤدي إلى استقطاب المستثمر الأجنبي.

ج. جوده وتنوع الأوراق المالية: وهو مدى اطمئنان المستثمر إلى أنه سوف يحصل على عائد الدوري للأوراق المالية. وكذلك مدى اطمئنانه إلى استرداد قيمه الأوراق المالية نفسها، أما فيما يخص تنوع الأوراق المالية فيقصد به وجود عدد كبير ومتنوع من الأوراق المالية المتداولة في البورصة والتي توافق رغبات معظم المستثمرين من حيث: [المدة، قيمة الإصدار...]

فهذا التنوع والجودة يؤدي إلى استقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب والمحليين بسبب وجود الكثير من الخيارات أمام المستثمرين، تعظيم العائد وتقليل من المخاطرة.

د. وجود شبكة واسعة من السماسرة وشركات الاستثمار والمؤسسات المالية:

إن وجود سماسرة يعتبر أمراً ضرورياً في أسواق الأوراق المالية، حيث يكفي المستثمر بإصدار الأوامر ليقوم السماسر بتنفيذها على وجه السرعة دون حضور المستثمر، فهو يعتبر وكيل تنفيذ الأوامر (البيع + الشراء) مع وجود شبكة من صناديق الاستثمار والمؤسسات المالية المختلفة مما يؤدي إلى زيادة تدفقات الاستثمار المحفطي.

المطلب 02: العوامل الخارجية.

وتتمثل في تلك التغيرات التي تحدث على المستوى العالمي وبالتالي ليست تحت سيطرة الدولة المستقبلية كالاتي:

الفرع الأول: الاتجاه الدولي المتزايد نحو تبني ما يعرف بالتححر المالي:

والذي نتج عنه تغير في البنية التنظيمية للأسواق المالية بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة، حيث عمدت الكثير من الدول إلى محاولة ربط ودمج أسواق الأوراق المالية بعضها ببعض: وقد ساعد في ذلك الثورة التكنولوجية الهائلة من وسائل متقدمة للاتصال السريع كالحاسوب والهاتف... مع توفر شبكات الاتصالات العالمية المفروضة على الأوراق المالية التي تصدرها الدول النامية.

الفرع الثاني: الدورات الاقتصادية التي تحدث في الدول المتقدمة:

توافق حدوث بعض الحالات انخفاض معدلات الفائدة القصيرة، والمتوسطة، و طويلة الأجل وهو ما يدفع المستثمرون في هذه الدول إلى البحث عن فرص ذات عوائد مرتفعة لتوظيف أموالهم، ما يدفع المستثمرين في هذه الدول إلى البحث عن فرص ذات عوائد مرتفعة لتوظيف أموالهم، حيث أنه عندما تكون معلومات الفائدة ومعدلات العائد على أوراق المالية

الأجنبية أكثر منهم في الأوراق المالية المحلية للمستثمر فإن ذلك سيدفع هذا الأخير إلى توجيه أمواله للاستثمار في الأصول المالية للدول الأجنبية.

الفرع الثالث: الاتجاه المتزايد نحو تكوين محافظ استثمارية دولية:

خاصة من طرف صناديق الاستثمار وشركات التأمين وصناديق التقاعد وذلك نتيجة لما بحوزتها من أموال ضخمة، فهي تستهدف تشكيل محافظ تتناسب مع سياستها واستراتيجيتها في تحقيق أهدافها إذ عادة ما قيم توجيه هذه الأموال الضخمة إلى الأسواق الأوراق المالية الدولية التي تشهد نموا ملحوظا في اقتصاداتها.

- وبعد التطرق لهذه المحددات نستنتج ما يلي:

- ✓ قلة عدد شركات المساهمة المدرجة في أسواق الأوراق المالية وصغر حجمها.
- ✓ ضعف درجه تنوع وقلة الأوراق المالية التي تصدرها في الشركات وغيرها من العراقيل.

وهنا يمكن الإشارة إلى بعض الدول النامية على غرار دول جنوب شرق آسيا والتي يمكن القول أنها: حققت قفزة نوعية في استقطاب أحجام ضخمة من الاستثمار المحفطي والذي برز خاصة في التسعينيات. (صايفي، صفحة 109)

المطلب 03: المشاكل المرتبطة بالاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية.

تنشأ بعض المخاوف التي تؤدي الى تدفقات خاصة بالاستثمار المحفطي إلى الإضرار بالاستقرار والاقتصاد الكلي بالرغم من تدفقات الدائمة التي تخلق المشاكل. (هالة حلمي السعيد، 2000، الصفحات 20-21)

الفرع الأول: حاله خروج رؤوس الأموال:

احتمال اتخاذ المستثمرين الأجانب قرارا مفاجئا بمغادرة البلد المستثمر فيها وهذا الشيء قد يغير اتجاه التدفق شبيه بحالة [القروض المصرفية قصيرة الأجل مع حدوث كلف في أسعار الصرف وسعر الفائدة]

✓ حاله ما إذا كانت التدفقات المؤقتة من نوع الأموال الساخنة. وهذا النوع من التدفقات يكون الدافع لاجتنباه عادة لوجود اختلالات في السوق أو خطأ في السياسات تؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية.

✓ حاله خروج رؤوس الأموال بسبب صدمة سلبية مثل حدوث تطور سياسي غير متوقع وانخفاض ثمن سلعة تصدير الأساسية.

✓ زيادة ثمن سلعه الاستيراد الرئيسية أو انخفاض ثمن التصدير الأساسية لتغير الظروف التي يؤثر على العائد من هذه التدفقات [بيع ما يملكه من أوراق محلية مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية].

الفرع الثاني: حاله زيادة تدفقات رؤوس الأموال للاستثمار في المحفظة:

من الآثار المترتبة على الزيادات في تدفق رؤوس الأموال: إلى حجم أكبر من رؤوس الأموال:

✓ تؤدي إلى توسع حجم الأصول المالية المحلية و زيادة الطلب على السلعة المحلية و ما قد يتبع ذلك من تسارع معدلات التضخم وتبعاً لنظام سعر الصرف: [حدوث ارتفاع في سعر العملة المحلية (سعر الصرف العموم)] [انخفاض سعر الفائدة (سعر الصرف الثابت) ارتفاع سعر العملة الحقيقي يؤدي إلى عرقلة اصطلاحات التجارة وتدهور القدرة التنافسية للدولة.

وكل هذه التحركات في الاسعار قد تكون مصدراً هاماً لعدم اليقين الذي يمنع المستثمرين الأجانب من الاستثمار ويمكن في الوقت نفسه أن تضرب بالاقتصاد إذا كانت التقلبات في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف واسعة.

خلاصة الفصل:

تناولنا من خلال هذا الفصل دراسة نظرية حول الموضوع بالنسبة للمحفظة المالية تطرقنا إلى عدة جوانب ذات روابط مشتركة فيما بينها مثل (مفهوم، مكونات، استراتيجيات، أهداف وغيرها...) مع وضع التحليل الاستثماري وتوضيحها.

أما فيما يخص الاستثمار الأجنبي فقد تم تناول (مفاهيمه، أشكاله، قنواته) وفيما يلي سوف نعرض أهم النقاط:

- محفظة الأوراق المالية أداة استثمارية مركبة من أصليين أو أكثر
- الاستثمار الأجنبي هو امتلاك الأوراق المالية في الأسهم والسندات التي يحتفظ بها المستثمر بعد توزيع المخاطر وتحقيق الأرباح.
- فيما يخص محددات الاستثمار فهو يتم تقسيمها إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية
- توجد مشاكل تواجه الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية مع تحرير حساب رأس المال وذلك في حالة خروج رؤوس الأموال الأجنبية بصورة مفاجئة.

**الفصل الثاني: قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في
سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1996-2020**

تمهيد

تعتبر بورصة عمان من الأسواق المالية الناشئة في الشرق الأوسط، من خلال فصلنا هذا سوف نتطرق الى ما يلي:

في المبحث الأول أخذنا لمحة عن بورصة عمان (النشأة والتطور و الأهداف) وتم التطرق الى تطور سوق الأوراق المالية مع ذكر تقسيمات السوق و الأدوات المتداولة وتحليل أدائها كما اخذنا بعين الاعتبار العوامل المحددة الاستثمار

المبحث الأول: لمحة عامة حول سوق عمان للأوراق المالية؛

المطلب الأول: النشأة والاهداف

الفرع الأول: النشأة

تعتبر بورصة عمان من السواق المالية الناشئة ومن البورصات الفاعلة للشرق الأوسط مرت بعدة إصلاحات حتى أصبحت على ما عليه الآن من خلال الجانب التنظيمي المعمول به وتم تأسيسها سنة 11 مارس 1999 كمؤسسة لا تهدف على الربح او كجهة وحيدة مصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي او منظمة لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع للرقابة هيئة الأوراق المالية الجديدة رقم (76) سنة 2002، الذي يسمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة، لقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية لعام 1997 في الأردن بهدف إعادة هيكلة وتنظيم سوق أس المال الأردني واستكمال البنى التحتية لسوق الأوراق المالية العام 1997 ليواكب الأسواق المالية الدولية وكمرکز لإيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين تديران من قبل القطاع الخاص. (<https://portal.jordan.gov.jo>)

(21:30, 8-05-2023)

- وفي جانفي 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتهدف لممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات التابعة لها، ونشر ثقافة الاستثمار في السواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة مما يجعلها تستقطب شركات جديدة ومتعاملين جدد والدخول في اتفاقيات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها إقليمياً ودولياً. (البكري، 2009، الصفحات 75-76)

الفرع الثاني: الأهداف

- إتاحة الفرصة امام المستثمرين على المشاركة في تنمية القطاع الخاص.
- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية.
- توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي.
- رفع مستوى الدخل لشرائح المجتمع المختلفة.
- تحسين مستويات معيشة الأفراد. (https://www.asjp.cerist.dz 21:41, 08-05-2023)

المطلب الثاني: تطور سوق الأوراق المالية لعمان خلال الفترة 1995-2020.

أقدمت على عدة اصلاحات منها:

1. الفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد والتداول في البورصة:

تم استحداث ثلاث مؤسسات تتكون من سوق الأوراق المالية، تتمثل في هيئة الرقابة ولاستشراف التي مهتمة بتنظيم ترخيص ومراقبة الإصدار وتداول الأوراق المالية داخل السوق أما الجهاز الثاني فهو البورصة التي تتم فيهم عمليات التداول من بيع وشراء الأوراق المالية أو الجهاز الثالث يتمثل في جهاز المركزي مهمته نقل وإثبات الأوراق المالية وحفظهم.

2. تنظيم مهنة الوساطة: نصت التشريعات على أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق

المالية شكل شركة مساهمة أو شركة توصية الأسهم، وضع الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات حيث تم الفصل بين مهمة الوساطة في البورصة والنشاط المصرفي الذي تمارسه البنوك.

3. تطوير نظام التداول: بعد الإصلاحات التي شهدتها البورصة تحول نظام التداول اليدوي ومن ثم إلى نظام التداول الإلكتروني، مما ساعد على سهولة وشفافية التعامل مما يعزز من ثقة المستثمرين في السوق.

4. تحديد واضح لدور البورصة: حيث استهدفت هذه الإصلاحات تأكيد الوظيفة الأساسية للبورصة من كونها آلية لتعبئة الادخارات الوطنية، توظيفها في مجالات الاستثمار المختلفة.

5. استحداث الأوراق المالية للتداول في سوق الأوراق المالية لعمان: من خلال إدخال أدوات جديدة في البورصة كسندات التوريق والصكوك الإسلامية.

6. الإفصاح وتوافر المعلومات: أعطت القوانين المنظمة لعمل سوق كبيرة للإفصاح عن المعلومات لما له دور في تحقيق الشفافية بالسوق، من خلال الإفصاح ونشر القوائم المالية للشركات المدرجة على أسس المعايير المحاسبية الدولية.

المطلب الثالث: تقسيمات سوق عمان للأوراق المالية والأوراق المالية المتداولة فيها

الفرع الأول: الهيئات المكونة لسوق عمان المالي:

أحدث قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 المعدل لقانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 -كما سبق وأن أشرنا- نقلة نوعية في إعادة هيكلة سوق رأس المال الأردني والذي تم بموجبه استحداث ثلاث مؤسسات رئيسية لإدارة السوق؛ وهي:

1) **هيئة الأوراق المالية:** وهي هيئة رقابية رسمية منظمة لسوق رأس المال في الأردن، لها شخصية اعتبارية تتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس الوزراء (التميمي، 2010، صفحة 129)، وللهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء متخصصين من بينهم الرئيس ونائبه، حيث تتمثل صلاحيات ومهام المجلس في؛ إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية، ووضع التعليمات اللازمة لإدارة

الهيئة، وأيضا الموافقة على التعليمات والأنظمة الخاصة ببورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية، والموافقة على تسجيل الأوراق المالية، وكذلك منح التراخيص لشركات الخدمات المالية ومعتدي المهن المالية، والموافقة على تسجيل صناديق الاستثمار، وأخيرا تحديد الرسوم والعمولات، وغير ذلك من المهام ("مجلس المفوضين"، بدون تاريخ)، وتهدف الهيئة إلى؛ توفير المناخ المناسب لضمان سلامة التعامل في الأوراق المالية وتنظيم سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال، بالإضافة إلى حماية المستثمرين في السوق من الغش والخداع (الجمال، 2002، صفحة 168). وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف تمارس الهيئة المهام التالية (نبيه، 2012، صفحة 298، 299):

- ✓ تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها؛
- ✓ تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها. هذه الجهات هي؛ بورصة عمان، مركز إيداع الأوراق المالية، الشركات المساهمة العامة، صناديق الاستثمار، معتمدو المهن المالية؛
- ✓ تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها؛
- ✓ تنظيم عمليات البيع بالمكشوف للأوراق المالية؛
- ✓ تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.

(2) **مركز إيداع الأوراق المالية:** أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 كمؤسسة ذات نفع عام، وبدأ بممارسة أعماله في ماي 1999. يتمتع المركز بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري كما يخضع لرقابة الهيئة وإشرافها. يتولى إدارة المركز مجلس إدارة ومدير تنفيذي مجرد من أية علاقات مالية مع أي وسيط أو عضو من الأعضاء، كما ليس له الحق بالتملك أو التصرف

بأي ورقة مالية صادرة من طرفهم (التميمي، 2010، صفحة 131، 132)، ويهدف المركز إلى؛ تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية بسهولة ويسر، بالإضافة إلى الحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول المنفذة في السوق، ويعتبر المركز الهيئة الوحيدة المصرح لها بموجب القانون بمزاولة الأعمال التالية؛ تسجيل الأوراق المالية وإيداعها، حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية وإجراء التقاّص والتسوية للأوراق المالية ("مركز إيداع الأوراق المالية- لمحّة تعريفية"، بدون تاريخ)؛ وإضافة للأعمال المحددة بموجب القانون وفي سبيل تحقيق أهدافه يتولى المركز المهام الآتية ("مؤسسات سوق رأس المال"، بدون تاريخ):

- ✓ الإشراف والرقابة على الأنشطة المهنية ذات العلاقة بعمل المركز والتي يقوم بها أعضاؤه؛
- ✓ إبداء الرأي في التشريعات ذات العلاقة بعمل المركز وفي تعديلاتها واقتراح هذه التشريعات، والإجراءات الكفيلة بحماية المستثمرين مالكي الأوراق المالية؛
- ✓ إصدار التقارير ونشر المعلومات والإحصاءات عن نشاط المركز؛
- ✓ إقامة علاقات تعاون مع مراكز الإيداع والجمعيات والمنظمات العربية والإقليمية والدولية في مجال الأوراق المالية وإبرام الاتفاقيات معها بما يخدم أهداف المركز؛
- ✓ إنشاء وإدارة صندوق ضمان التسوية.

3) **بورصة عمان للأوراق المالية:** تأسست بورصة عمان للأوراق المالية في 11 مارس

1999 كمؤسسة مستقلة مصرح لها بموجب القانون بمزاولة العمل كسوق منظمة لتداول

الأوراق المالية في المملكة، وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة

مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، كما تعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني

العام والواقعي لبورصة عمان، والتي تدار (أي؛ الشركة) من قبل مجلس إدارة مكون

من سبعة (07) أعضاء يتم تعيينهم من قبل الهيئة العامة للبورصة ومدير تنفيذي متفرغ

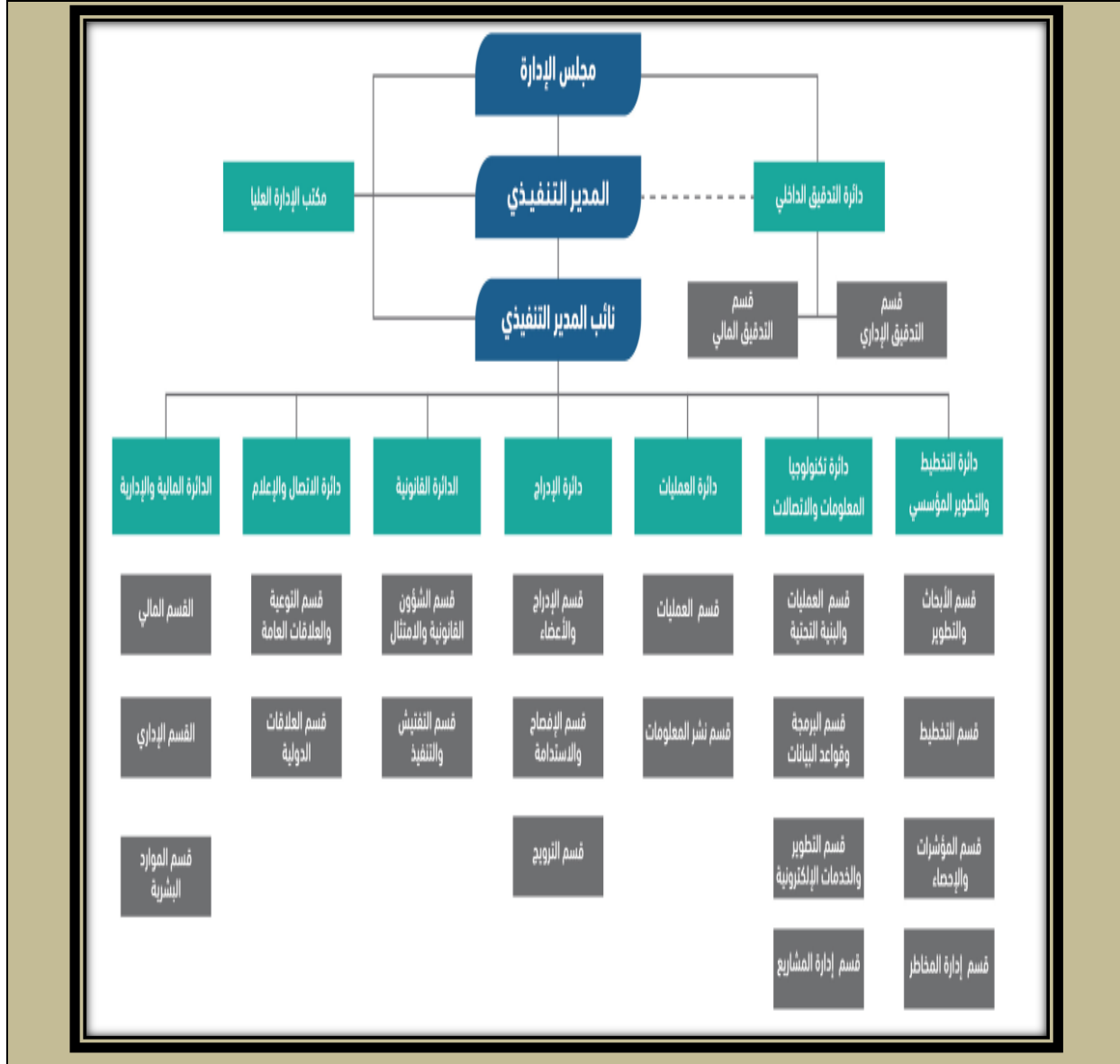
يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2020). هذا المجلس من صلاحياته أنه يضع الأنظمة الداخلية والتعليمات لإدارة شؤون البورصة؛ كإدراج وتداول الأوراق المالية، وصندوق ضمان الوسطاء الماليين؛ كذلك المعلومات والبيانات والسجلات التي تعد سرية والأشخاص المفوضين بالاطلاع عليها بحكم عملها؛ والمعلومات والبيانات والسجلات التي يتوجب على البورصة الإفصاح عنها، وتلك التي يجوز للجمهور الاطلاع عليها واستنساخها؛ كما يقوم بحل النزاعات بين أعضاء البورصة وبين الأعضاء وعملائهم؛ هذا وتتقاضى البورصة رسوم انتساب ورسوم اشتراك سنوية من أعضائها كما تتقاضى العمولات والأجور التي تنص عليها أنظمتها الداخلية (بوعبد الله، 2014، صفحة 257)، وتهدف البورصة إلى (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2014):

- ✓ إيجاد بيئة استثمارية جاذبة، آمنة، ومنافسة تتسم بالشفافية والمصداقية؛
 - ✓ تطوير عمليات، أساليب، وأنظمة تداول الأوراق المالية بالموازاة وأحدث الطرق المتبعة عالمياً؛
 - ✓ تطوير العمل في البورصة والتميز في الخدمات التي تقدمها للأطراف ذات العلاقة؛
 - ✓ نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين؛
 - ✓ تنمية الوعي الاستثماري لكل فئات المجتمع وبصورة خاصة المتعاملين بالأوراق المالية؛
 - ✓ زيادة عمق وشفافية السوق وتنويع الأدوات المالية المتاحة للمستثمرين؛
 - ✓ تعزيز التعاون المشترك مع البورصات والمنظمات والاتحادات العربية، الإقليمية، والدولية.
- ولبورصة عمان هيكل تنظيمي موضح في الشكل التالي:

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

شكل رقم (05): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان -الأردن-



المصدر: (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2020)

مما سبق نستنتج أن الحكومة الأردنية قد تبنت إصلاحات هيكلية لسوق رأس المال، أبرزها؛ إصدار قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 المعدل لقانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997، والذي تم بموجبه استحداث ثلاث مؤسسات رئيسية مهمة هي؛ هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان للأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية.

الفرع الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق عمان المالي

نستعرض في هذا الفرع أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق عمان المالي والمنصوص عليها بموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002؛ بالترتيب التالي (الشواور، 2008، الصفحات 164-167):

أولاً: الأسهم العادية: وهي أسهم نقدية ويجوز أن تكون عينية. تسدد دفعة واحدة أو على أقساط لا تتجاوز الأربع (04) سنوات من تاريخ المباشرة. تكون متساوية الحقوق والواجبات، وتأخذ أرقاماً تسلسلية. أما شهادات الأسهم فهي عبارة عن وثيقة تصدر من قبل الشركة لصالح حامل الأسهم تعترف بموجبها هذه الأخيرة (أي؛ الشركة) بملكية الثاني لهذه الأسهم، وتشتمل على البيانات التالية؛ الاسم الكامل للشركة وموقعها الرئيس، كذلك نوع المساهمة وعدد الأسهم وأسماء المساهمين، وأخيراً تسلسل ملكية السهم؛

ثانياً: إسناد القرض: ويمكن تعريفها بأنها أوراق مالية ذات قيمة اسمية قابلة للتداول تصدرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمس (05) سنوات على أن تتعهد الشركة وبموجب هذا الإسناد بسداد هذا القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار. ويمكن تقسيمها إلى؛

أ- **إسناد قرض اسمية:** تصدر باسم مالكيها وتنتقل ملكيتها وفق قانون السوق، وتوثق في سجلات الشركة؛

ب- **إسناد قرض لحاملها:** تعطي لحاملها الحقوق المترتبة عليها وتنتقل ملكيتها من شخص لآخر بمجرد التسليم.

ثالثاً: سندات المقارضة: وهي واحدة من الأدوات التمويلية التي تكون وفقاً لقواعد الاقتصاد الإسلامي. تختلف عن مثيلاتها في الاقتصاد الوضعي كونها عبارة عن علاقة إقراض بين مصدر ومكتتب. تأخذ معنى المشاركة وليس المديونية أي أن الفائدة لا تحدد بشكل مسبق

وإنما يترك أمرها لمدى الربح المحقق كما أنه لا يوجد أي ضمان لرد الأصل وذلك لاحتمال وجود خسائر، وبما أنها وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها نظير الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بقصد تنفيذه له واستغلاله لتحقيق الربح. فإن إصدارها يكون بإحدى الطريقتين التاليتين:

أ- أن تصدر لأجل معين بهدف المشاركة في تمويل الاستثمار المراد إقامته وتسمى في هذه الحالة بسندات المقارضة المشاركة؛

ب- أن يكون إصدارها لهدف معين أي لتمويل استثمار محدد على أن يتم استردادها من خلال الدخل المتحقق عنه بالإضافة إلى المشاركة في الربح، وفي كلا الحالتين لا تخضع الأرباح المحققة عنها لضريبة الدخل، والأمر ذاته بالنسبة لأصل القرض.

رابعاً: أدوات الدين العام: وتشمل أدونات وسندات الخزينة التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على قروض من الجمهور. فأذونات الخزينة؛ "هي الصك أو الكمبيالة الصادرة بالنيابة عن خزينة الحكومة، والتي تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم، وتتص على حق حاملها في استيفاء قيمتها الاسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة". أما سندات الخزينة؛ "فهي السندات المسجلة أو السندات لحاملها الصادرة عن الحكومة".

المبحث الثاني: تحليل أداء بورصة عمان من 1990 إلى 2020.

لقد تم الاعتماد على التقارير السنوية الصادرة عن بورصة عمان لرصد أدائها خلال فترة الدراسة. وفقاً لمجموعة من المؤشرات؛ بالترتيب التالي:

المطلب الأول: المؤشر العام لأسعار الأسهم

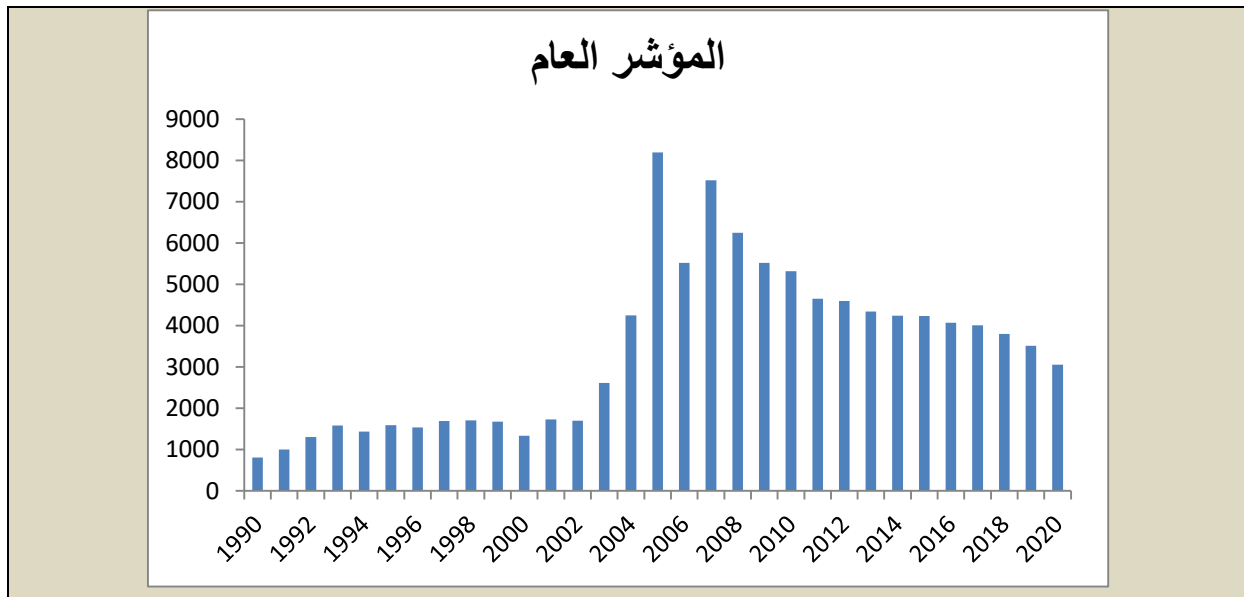
يعد المؤشر العام لأسعار الأسهم والمعبر عليه بالرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية من بين أهم المؤشرات التي تعكس اتجاهات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي وتطورات

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

من فترة لأخرى، فهو من المؤشرات المعبرة عن الأداء الكلي للسوق، والشكل التالي يوضح مدى تطور / أو تدني هذا المؤشر خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (06): تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم خلال الفترة (1990-2020)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (01) وباستخدام برنامج

.Excel

من الشكل أعلاه نلاحظ أن؛ المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي شهد ارتفاعا متواصلا طيلة الفترة (1990-2005) -باستثناء بعض السنوات-، إذ بلغ ذروته مسجلا ما قيمته 8191.5 نقطة سنة 2005 بعدما كانت 804.3 نقطة سنة 1990، أي بنسبة ارتفاع قدرت بـ 918.46% ويعود ذلك إلى؛ التزام الحكومة الأردنية بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، حرب الخليج والتي من تداعياتها عودة العاملين الأردنيين من الخليج إلى المملكة، بالإضافة إلى زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم والتوسع في المجالات الاستثمارية، تنفيذ برامج الخصخصة والآثار الايجابية التي خلفها قانون الأوراق المالية لسنة

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

2002، وفي سنة 2006 سجل المؤشر العام لأسعار الأسهم انخفاضا في قيمته وبمعدل تغير سنوي سالب بلغ 32.63%، ويعود ذلك إلى الحركة التصحيحية التي عرفها السوق المالي الأردني بعد عملية الإدراج التي حدثت، ليعود ويرتفع من جديد سنة 2007 حيث بلغ 7519.3 نقطة بنسبة 36.27%. وبداية من العام 2008 وإلى غاية العام 2020 سجل المؤشر العام انخفاضا متواصلا في قيمه، إذ بلغ أدنى قيمة له بـ 3049.6 نقطة سنة 2020 بعدما كانت 6243.1 نقطة سنة 2008، ويرجع ذلك لعدة أسباب من بينها؛ الأزمة المالية 2008، ثورات الربيع العربي، والاضطرابات التي عانى منها الأردن نتيجة لذلك مما ولد انعكاسا على الأوضاع السياسية والاقتصادية.

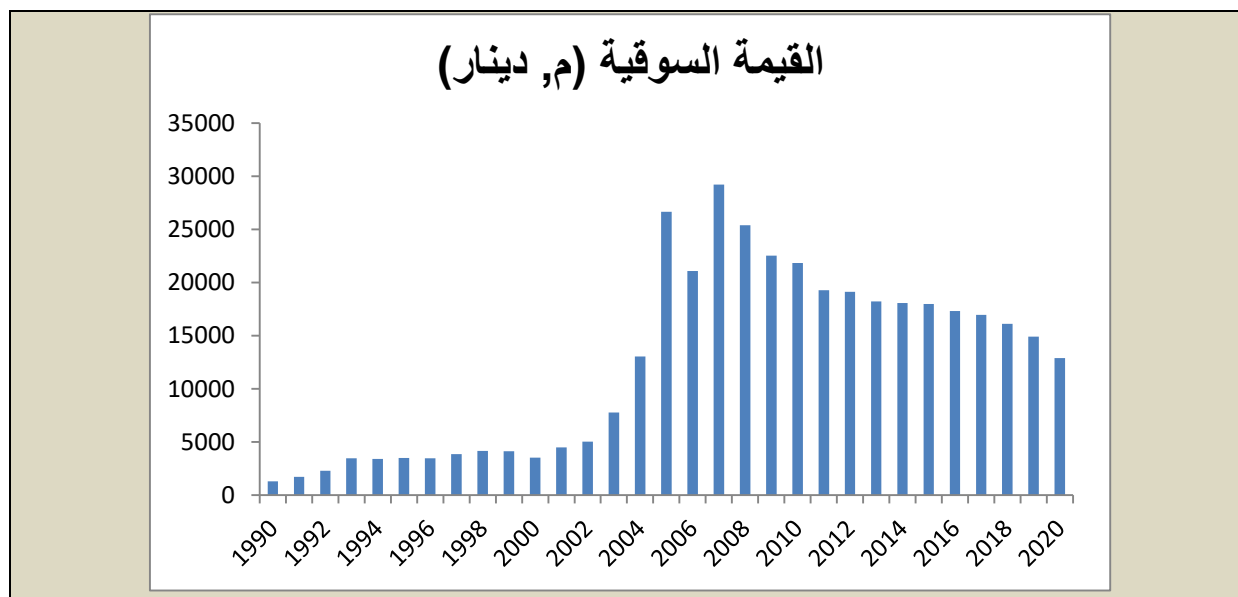
المطلب الثاني: مؤشر القيمة السوقية

يشير مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، كما يعتبر من أهم المؤشرات المعتمدة في قياس حجم السوق المالي، ويقاس غالبا من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالي على الناتج المحلي الإجمالي، ويمكننا تتبع تطور هذا المؤشر في بورصة عمان خلال فترة الدراسة من خلال الشكل التالي.

شكل رقم (07): تطور مؤشر القيمة السوقية خلال الفترة (1990-2020)

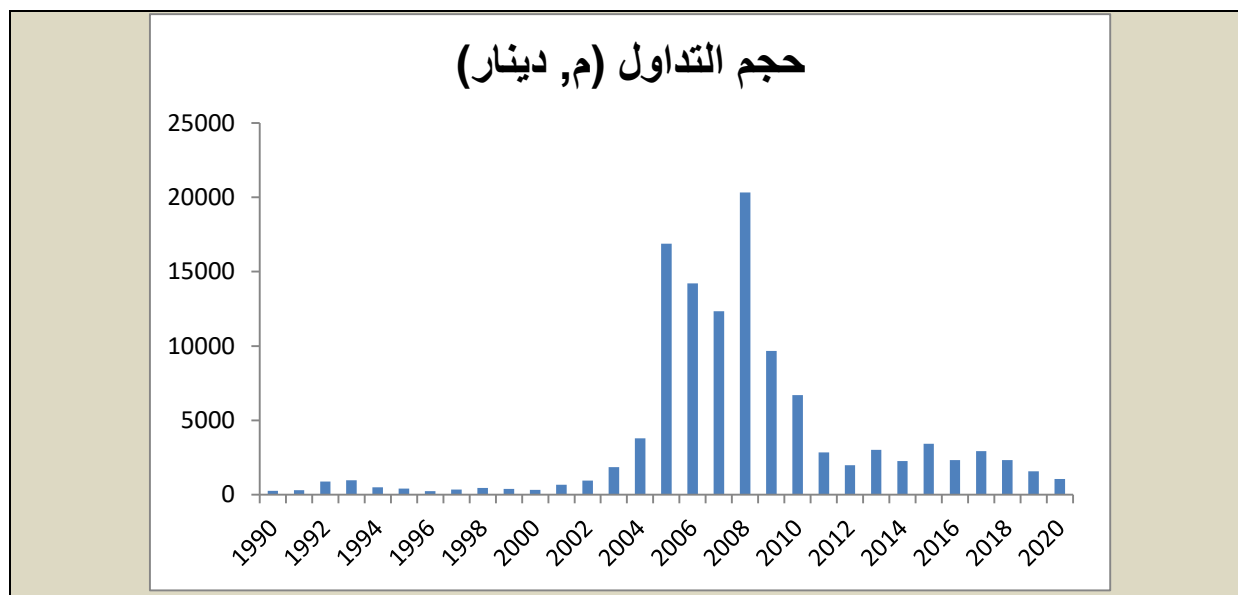
الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020



المطلب الثالث: مؤشر حجم التداول

الشكل رقم (08) مؤشر حجم التداول .



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (01) وباستخدام برنامج

.Excel

ومن الشكل أعلاه يمكن ملاحظة؛ أن هناك زيادة مستمرة في حجم التداول منذ سنة 1990 وإلى غاية سنة 2005 -باستثناء بعض السنوات-، حيث سجل ما قيمته 16,871,1 مليون دينار العام 2005 بعدما كانت 268,9 مليون دينار سنة 1990، أي؛ بنسبة ارتفاع قدرت ب 62641.16%، وهذا راجع لتطور أداء البورصة من خلال تطوير الجانب التنظيمي واعتماد نظم تكنولوجيا معلومات متطور، علاوة على ذلك السياسات الحكومية الساعية إلى تحرير السوق وإزالة القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي، مما أدى إلى جذب عدد كبير من المتعاملين الجدد والمستثمرين الأجانب إلى سوق عمان المالي خلال هذه الفترة، ليسجل بعد ذلك هذا المؤشر انخفاضا في قيمه سنتي 2006 و 2007 بقيمة 14,209,9 و 12,348,1 مليون دينار على التوالي، نتيجة للحركة التصحيحية التي عرفها سوق الأوراق المالية في الأردن، ليعود ويسجل ارتفاعا سنة 2008 إذ بلغ ذروته بقيمة 20,318,0 مليون دينار، ومرد ذلك هو إقبال المستثمرين على شراء الأسهم المنخفضة السعر والتي تسببت فيها الأزمة المالية 2008، ليشهد بعد ذلك تهاويا في قيمه حيث بلغ أدنى قيمة له سنة 2020 بـ 1,048,8 مليون دينار، ويفسر هذا بتراجع أداء البورصة نتيجة تأثرها بالأزمة المالية 2008، الأوضاع السياسية والأمنية الإقليمية المحيطة بالبورصة، إضافة إلى انتشار جائحة كورونا وإغلاق القطاعات الاقتصادية والتي ترتب عليها تعطيل البورصة لأعمالها.

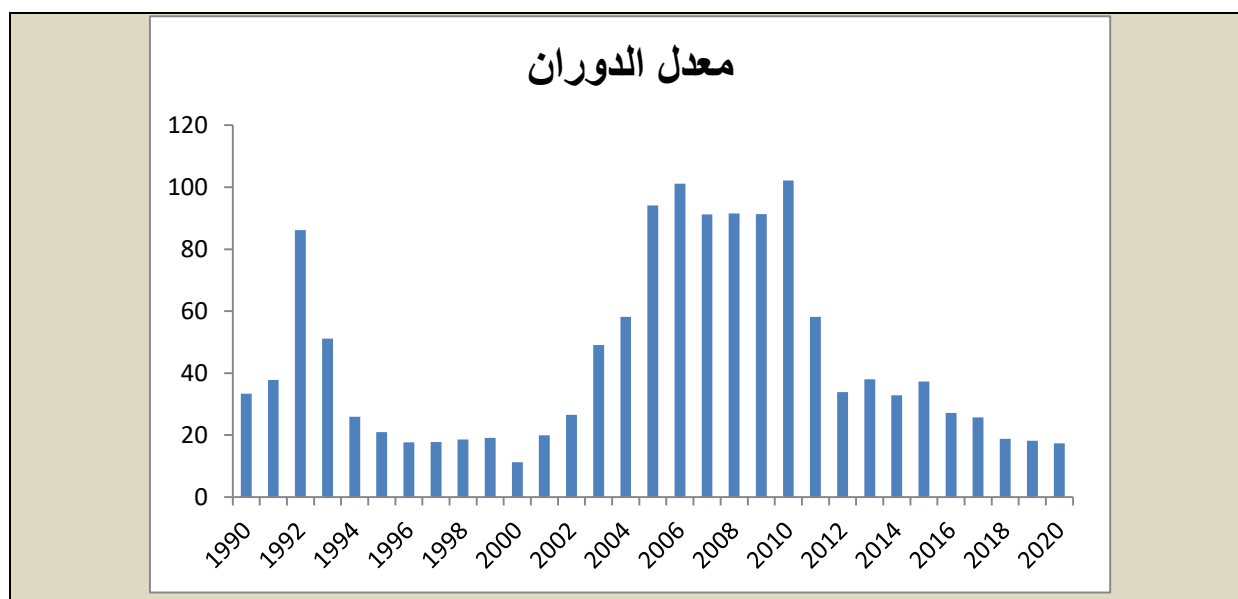
المطلب الرابع: مؤشر معدل دوران السهم

يشير هذا المؤشر -أيضا- إلى درجة سيولة السوق المالي وفاعليته، كما يعتبر مؤشرا مكملا لحجم التداول. والشكل التالي يوضح تطور مؤشر معدل دوران السهم في بورصة عمان خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (09): تطور مؤشر معدل دوران السهم خلال الفترة (1990-2020)

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (01) وباستخدام برنامج

.Excel

ومن الشكل أعلاه يمكن ملاحظة التذبذب الواضح في مؤشر معدل دوران الأسهم في سوق عمان المالي طوال فترة الدراسة، مما يصعب تحديد اتجاهه بالضبط، غير أنه وبصفة عامة يمكننا أن نستنتج أنه وقبل سنة 2008 يلاحظ في هذا المؤشر ارتفاعا، وهذا كنتيجة طبيعية طالما أنه يعتمد في حسابه على قيم حجم التداول والقيمة السوقية اللذين شهدا ارتفاعا متواصلا طيلة هذه الفترة -كما سبق ذكره-، فمن خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن؛ معدل دوران السهم قد ارتفع من 33.4% سنة 1990 إلى 101.1% سنة 2006، وهذا نتيجة التطور الذي بلغته بورصة عمان للأوراق المالية، بحيث أصبحت مناخا أكثر ملائمة لجذب الاستثمار، ما يعكس تزايد نشاطها وفعاليتها وبالتالي درجة سيولتها، وفي سنة 2008 بلغ معدل الدوران ما نسبته 91.5%، أي؛ بمعدل انخفاض قدره 09.5% عن سنة 2006، وهذا راجع لأثر الأزمة المالية العالمية على أداء السوق، ليعاود بعدها الارتفاع من جديد إذ بلغ ذروته سنة 2010 بمعدل 102.2% وهو أعلى معدل دوران شهده سوق عمان المالي خلال فترة الدراسة، ليعود ويسجل من جديد تهوي في قيمه ليصل إلى أدنى معدل له في سنة 2020

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

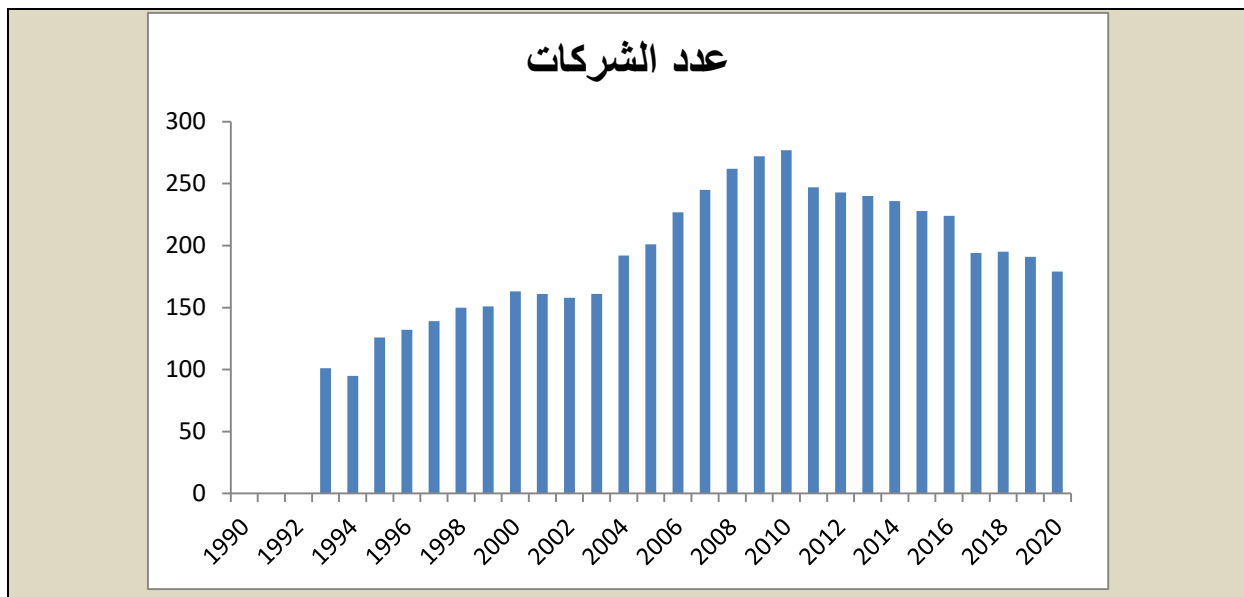
الفترة 1996-2020

بنسبة 17.3%، وذلك بسبب الربيع العربي وتداعياته، والاضطرابات التي عانى منها الأردن نتيجة لذلك مما ولد انعكاسا على الأوضاع السياسية والاقتصادية للمملكة.

المطلب الخامس: مؤشر عدد الشركات المدرجة

يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق وعمقه، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يعطي معنى حول تطور السوق المالي وعمقه والعكس في حالة تراجع هذا العدد، ويمكننا رصد تطور هذا المؤشر في بورصة عمان خلال فترة الدراسة من خلال الشكل التالي.

شكل رقم (10): تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة خلال الفترة (1990-2020)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (01) وباستخدام برنامج

.Excel

يظهر من الشكل أعلاه أن عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان قد شهد تراجعاً سنة 1994 مقارنة بسنة 1993 بمعدل انخفاض قدره 05.94%، وقد يعود السبب في ذلك لخروج بعض الشركات من البورصة نتيجة لضعف أدائها، وبداية من سنة 1995 -وكاستثناء لبعض السنوات- أخذ مؤشر عدد الشركات المدرجة في الارتقاء ليواصل اتجاه الصعود إلى غاية

2010 أين وصل ذروته بـ 277 شركة بعدما كان 126 شركة سنة 1995، أي؛ بمعدل زيادة قدر بـ 119.84%، وهذا إن دل فهو يدل على اتساع السوق في هذه المرحلة، حيث أصبح مناخا جاذبا للاستثمار ضف إلى ذلك التحفيزات المقدمة من طرف الحكومة الأردنية للاستثمار سواء المحلي/ أو الأجنبي، وكذا التسهيلات الممنوحة للشركات المدرجة في البورصة، ومنذ بداية العام 2011 وحتى العام 2020 نلاحظ انخفاضا واضحا في عدد الشركات المدرجة من 247 شركة إلى 179 شركة على التوالي، أي بنسبة انخفاض قدرت بـ 27.53%، ويعود السبب في ذلك إلى إلغاء إدراج بعض الشركات من قبل سلطات سوق عمان المالي، والملاحظ أن عدد الشركات المسجلة في بورصة عمان يبقى منخفض إذا ما قارناه بعدد الشركات المسجلة في البورصات العالمية.

وفي الأخير يمكن القول أن سوق عمان للأوراق المالية عرفت تطورا كبيرا في مؤشرات أدائها خاصة مع بداية الألفية الثالثة (2000-2008)، ويعود ذلك للتطورات التي شهدتها في هذه المرحلة خاصة في؛ الشق التنظيمي، التوسع في المجالات الاستثمارية، تنفيذ برامج الخصوصية... وغيرها، لتشهد بعدها تراجعا في مؤشرات أدائها بسبب تأثرها ببعض العوامل الخارجية المحيطة، كالأزمة المالية 2008، ثورات الربيع العربي، كوفيد-19، والأوضاع السياسية والأمنية لدول الجوار....الخ؛

المبحث الثالث: قياس العوامل المؤثرة على الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية 1996 إلى 2020.

المطلب الأول: واقع الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية

الفرع الأول: قانون تشجيع الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان:

يستهدف هذا القانون استقطاب رؤوس الأموال المحلية الخارجية بهدف تشجيع الاستثمارات الوطنية داخل المملكة فلقد تميز هذا القانون بالوضوح والمرونة في إعطاء

الإعفاءات وما تحتاجه من تسهيلات وتبسيط الإجراءات الإدارية ومعاملة المستثمرين الأجانب بنفس معاملة الأردنيين، كذلك ضمان تحويل العوائد، ورأس المال الأجنبي بالعملات الأجنبية وفيما يلي أهم نقاط هذا القانون:

- في إطار تشجيع الاستثمار الأجنبي صدر نظام رقم 54 لعام 2000 ليلغي النظام السابق لعام 1997، والذي ألغى الحد الأقصى لملكية الأجانب 50 بالمئة وهذا أصبح المستثمرين الأجانب يتعاملون معاملة المستثمرين الأردنيين م إمكانية امتلاك جزء من رأس المال المشاركات أو المشاريع، مع وجود بعض القطاعات التي يجب أن لا تتجاوز ملكيتهم 50 بالمئة (التجارة، البناء، الصناعة).
- معاملة الاستثمارات العربية والأجنبية بنفس معاملة الاستثمارات الأردنية.
- لا يجوز نزع ملكية أي مشروع أو إفصاحه للمصلحة عامة، مع دفع تعويض العادل للمستثمر عملية قائمة التحويل.
- اعتماد العوائد الدائنة والدخل السنوي الخاضع للضريبة.
- اعتماد الأصول الثابتة والأرباح الصافية من رسوم الضرائب.
- بحق للمستثمر الأجنبي إخراج رأسماله وما يحققه من رائد وأرباح إلى خارج وفقا لأحكام هذا القانون.

الفرع الثاني: تحليل تدفقات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية بالمقارنة مع الاستثمارات الأجنبية الأخرى خلال الفترة (1990-2020)

يوضح الجدول الآتي: صافي تدفقات الاستثمار المباشر والاستثمار المحفظي في الأردن خلال الفترة (2020/1990)

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

الجدول (02) : صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفزي في الأردن خلال الفترة

(2020/1990): الوحدة: مليون دينار

المتغيرات / السنة	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر	صافي استثمارات في المحفظة	صافي استثمارات الأخرى
1990	525.0	268.7	522.5
1991	280.0	724.1	256.1
1992	312.1	22.2	272.0
1993	282.4	24.1	228.9
1994	212.2	328.9	240.2
1995	-195.1	196.1	212.5
1996	-213.4	305.5	222.1
1997	-148.00	177.7	28.5
1998	-97.9	6.1	170.5
1999	-109.6	-59.4	-59.4
2000	81.2	-131.9	-250.7
2001	52.8	-282.7	-33.8
2002	309.3	-173.0	474.5
2003	461.6	331.8	-178.9
2004	1086.1	239.0	-489.1
2005	2610.6	93.7	-238.2
2006	2610.6	-26.1	-299.5
2007	1825.0	595.8	-194.1
2008	1996.6	406.8	-494.4
2009	1671.5	447.0	1403.6
2010	1187.8	547.1	-125.1
2011	1033.1	169.1	75.6
2012	1070.5	316.2	94,8
2013	1270.1	1172.5	3080.3

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

391.4	824.9	1367.5	2014
313.7	918.4	904.4	2015
6623.0	462.3	434.9	2016
6748.7	473.1	439.5	2017
6595.3	495.2	434.1	2018
6615.2	517.6	464.9	2019
7247.4	497.6	483.7	2020

المصدر: (البنك المركزي الأردني السنوي 01:30 ، 12-5-2023)

خلال الجدول السابق نلاحظ تفاوت وتقلب مختلف الاستثمارات الأجنبية من وإلى الأردن، حيث تبين ان الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمارات الأخرى هي الأكثر جذبا من طرف الاقتصاد الأردني، ولكن الملاحظ هو عودة الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية الى التدفق بأرقام موجبة، وهذا يدل على ايجابية الاقتصاد الأردنية من التقلبات العكسية للاستثمارات الأجنبية خاصة في المحفظة وارتباط الحصة الأكبر بالاستثمارات الأجنبية المباشر التي تتميز بالاستقرار نسبيا بالمقارنة بالاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية.

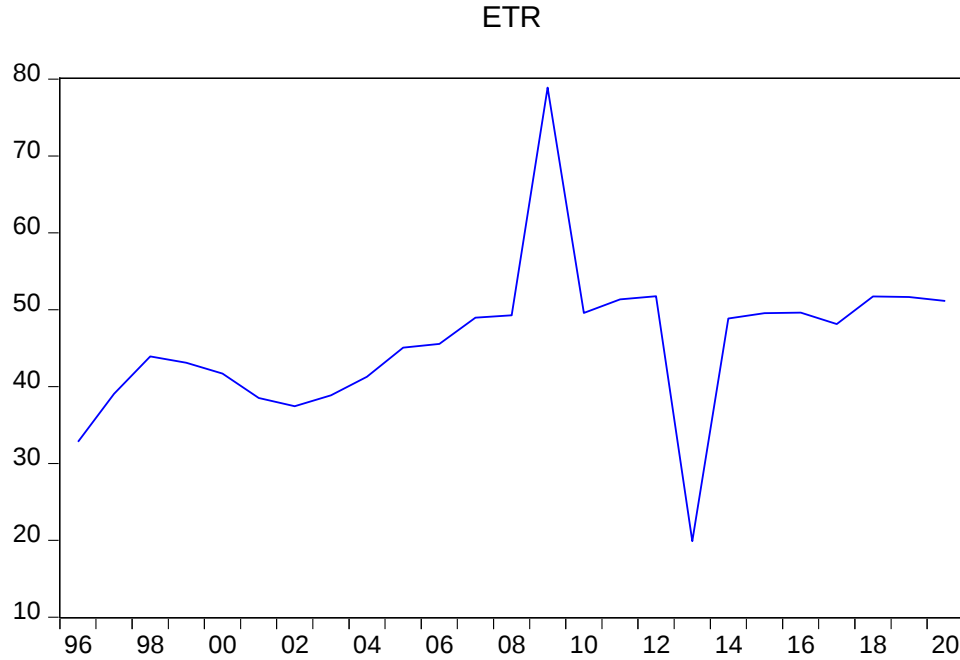
المطلب الثاني: تحليل تطور الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1990-2020).

ويتضح ذلك من خلال ما يلي:

الفرع الأول: تحليل تطور مساهمة الاستثمارين الأجانب في القيمة السوقية لبورصة عمان

يمكن أن نوضح كما يلي:

الشكل رقم (11): تحليل تطور مساهمة الاجانب في الشركات الاردنية (1996-2020)



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الاحصائيات المرفقة في الملحق رقم(03)

- نلاحظ من خلال الشكل أعلاه التطور المستمر لمشاركة الأجانب في رأسمال الشركات الأردنية خاصة بعد السماح لهم بإمكانية شراء أكثر من 50 بالمائة من اسهم الشركات المحلية، حيث ارتفعت نسبة التملك من حوالي 30 بالمائة سنة 1999 الى أكثر من 50 بالمائة سنة 2020، الا انه هناك تقلبات داخل هذه الفترة حيث يمكن تقسيمها الى مرحلتين فالأولى من سنة 1990 الى 2009 حيث وصل تملك الأجانب الى أكثر من 80 بالمائة، اما بعد هذه الفترة والى غاية 2020 فتقلبت وانخفضت الى حوالي 50 بالمائة، وهذا يدل في المجمل الى جاذبية سوق عمان للأوراق المالية لهذه الاستثمارات وهذا يدل ان هذا السوق اصبح اكثر كفاءة ومدر للعائد.

- تداولات المستثمرين الأجانب في بورصة عمان: فيما يخص التداولات الخاصة بالمستثمرين الأجانب فإنه يتم توضيحها في جدول أدناه:

الفرع الثاني: تطور تداولات المستثمرين الأجانب في بورصة عمان (2003-2020).

1) تحليل تداولات المستثمرين الأجانب في سوق عمان للأوراق المالية 2003-

2020.

من خلال الجدول ادناه يتبين ان تداولات الأجانب في فترة الدراسة من 2003 الى 2020 كان اغلبها رصيدها سلبي أي عمليات بيع الأجانب اكثر من عمليات الشراء وهذا يدل على كثرة عمليات المضاربة او الخروج من السوق خاصة مع بداية الازمات العالمية 2008 و2010 وأيضا ازمة ديون دبي، اما بعد سنة 2018 بدأ الرصيد يصبح إيجابيا وستقر في ذلك ويدل هذا على زيادة استثمارات الأجانب في هذا السوق.

الجدول (03):تطور تداولات المستثمرين الأجانب في بورصة عمان (1990-

2020).

السنوات	شراء	بيع	رصيد التداول
2003	281085270	199195647	-81889623
2004	380336550	311379947	-68956603
2005	2152280127	1379246534	-773033593
2006	1995091127	181448214	-1813642913
2007	2825297394	2359041344	-466256050
2008	5348352194	5348352194	0
2009	2135432525	2135342525	-90000
2010	1036593054	1051190924	14597870
2011	555793367	477177035	-78616332
2012	322947635	285297247	-37650388
2013	939494130	792633932	-146860198
2014	362693767	384847324	22153557
2015	981703269	971119334	-10583935
2016	429392059	429392059	0
2017	6182383291	994948408	-5187434883
2018	747269584	1231809047	484539463
2019	414631033	528716899	114085866
2020	129078	161227	32149

المصدر: <http://www.sdc.com.jo>، 02:45 (2023-06-15)

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

2) مقارنة تداول المستثمرين الأجانب الأفراد و الشركات في بورصة عمان

من خلال الجدول ادناه تبين سيطرة الشركات الأجنبية على معظم تداولات الأجانب في بورصة عمان للأوراق المالية في اغلب السنوات وهذا يدل ان الاستثمار الأجنبي فيها يغلب عليه الاستثمار وليس المضاربة لأنها أكثر استقراراً وتنظيماً على عكس الافراد الذي سلوكهم مضاربي في الغالب.

الجدول رقم (04) تعاملات الأجانب أفراد وشركات الفترة 2003/2020

قيمة التداول			
السنوات	الشركات	افراد	المجموع
2003	303769746	176511171	480280917
%	63.25	36.75	100
2004	359403125	332313372	691716452
%	51.95	48.05	100
2005	2001835651	1148691010	3167526661
%	63.20	36.80	100
2006	1405481023	2404092250	3809573273
%	36.90	63.10	100
2007	3366239857	1818098879	5184338736
%	64,93	35,07	100
2008	4525408801	3604447087	8129855888
%	55.66	44.34	100
2009	884942332	2659999460	3544941792
%	24.96	75.04	100
2010	1159098574	928685403	2087783978
%	55.51	44.49	100
2011	545049897	487920506	1032970402
%	52.76	47.24	100

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

608244890	281957259	326287631	2012
100	36.36	53.64	%
1732128065	391445708	1340682357	2013
100	22.60	77.40	%
747741093	39595154	351589553	2014
100	52.97	47.02	%
1952822607	770163007	1182659600	2015
100	39.43	60.56	%
1095863071	410793221	685069850	2016
100	37.48	62.51	%
2324187026	447338769	1876848257	2017
100	19.25	80.75	%
2633918955	859218375	1774700580	2018
100	32.63	67.37	%
926634524	176792563	749841961	2019
100	19.08	80.92	%
168623192	123072394	45550798	2020
100	72.99	27.01	%

المصدر : التقرير السنوي لبورصة عمان 2020

الفرع الثالث: مساهمة الأجانب قطاعيا ببورصة عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 2003-2020.

من خلال الجدول رقم 05 نلاحظ ان معظم استثمارات الأجانب كانت في قطاع المالي ثم الصناعة والأخير هو قطاع الخدمات، وهذا بسبب طبيعة الاقتصاد الأردني الذي يمتلك قطاعا ماليا حديثا نسبيا ويغري الأجانب للحصول على العوائد، كذلك الامر بالنسبة لقطاع الصناعة خاصة الصناعة الصيدلانية التي تفرز الأجانب للاستثمار للحصول على عوائد مغرية.

جدول رقم (05): نسبة مساهمة غير الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة قطاعيا (%)

الفترة	المالي	الخدمات	الصناعة	المجموع
2003	46.275	24.285	30.098	38.844
2004	45.441	25.593	36.791	41.264
2005	49.770	26.185	38.088	45.043
2006	47.733	36.553	43.709	45.531
2007	50.733	36.152	51.881	48.947
2008	52.102	33.811	53.347	49.247
2009	51.883	32.337	53.137	48.883
2010	51.996	32.963	54.739	49.562
2011	53.762	35.014	56.937	51.326
2012	54.273	34.609	57.275	51.743
2013	54.900	30.483	52.327	49.890
2014	54.577	28.115	50.783	48.843
2015	55.245	28.340	50.801	49.538
2016	55.748	22.377	51.392	49.612
2017	53.773	19.693	52.669	48.132

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

51.717	61.355	18.311	56.494	2018
51.632	61.368	18.961	55.956	2019
51.118	54.873	19.346	52.965	2020

المصدر : التقرير السنوي لبورصة عمان للأوراق المالية 2020

المطلب الثالث: قياس العوامل المحددة للاستثمار الأجنبي في المحفظة الأوراق

المالية لبورصة عمان خلال الفترة (1990-2020).

يلخص هذا المبحث جل الدراسات والنظريات السابقة من خلال إجراءات دراسته القياسية لمحددات الاستثمار الأجنبي للمحفظة المالية بورصة عمان خلال الفترة (1990-2020) وللوصول لهذا الهدف يمكننا الاعتماد على منهجية نموذج الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزع، (ARDL) لإجراء أفضل صيغة للنمذجة القياسية لتقدير العلاقة بينهما ويعتبر من أهم أساليب الكشف عن العلاقة بين متغيرات الدراسة.

الفرع الأول: منهجية الدراسة وطريقة طرحها.

في هذا إطار سيتم عرض أهم المتطلبات النظرية لنمذجة القياسية بواسطة منهجية نموذج الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزع (ARDL)، كون أن الدراسة القياسية تعتمد على هذه المنهجية على النحو الآتي:

1) مفهوم سكون السلسلة الزمنية واختبارات الوحدة.

أ. مفهوم سكون السلسلة الزمنية.

يقصد به: البيانات المتذبذبة حول الوسط الحسابي الثابت وبشكل مستقل عن الزمن، وعند ادخال السلاسل الزمنية في نموذج الانحدار غالب ما يقضي على الناتج (أي معامل التحديد R^2) حتى العلاقة الحقيقية بين المتغيرات في ظل عدم الوجود، وهذا ما يسمى بالانحدار الزائف.

ب. اختبارات جذر الوحدة (الاستقرار أو السكون): تستخدم للتحقق من استقراره السلاسل

الزمنية، فوجود الوحدة يعني عدم سكون بيانات سلسلة.

تستخدم اختبارات جذر الوحدة للتحقيق عن استقراره السلاسل الزمنية فوجود جذر الوحدة

يعني عدم سكون بيانات السلسلة. كما يعني وجوده في أي من السلاسل الزمنية على اختلافها

أن متوسط المتغير وتباينها غير متقلبين عن الزمن، فافتراض سكون سلاسل الزمنية يؤدي إلى

ظهور الانحدار الزائف (كريم سالم حسين، ص 5)، ومن أشهرها:

2. تقدير النموذج وتحليل النتائج.

اختبار (ديكي-فوار) الموسع (ADF)، واختبار فليس وبارون (PP)، حيث يختبر فرض العدم

بوجود جذر الوحدة يعني عدم سكون بيانات السلسلة، كما ينبغي وجوده في أي من سلاسل

الزمنية على اختلافها أن متوسط المتغير وثباته غير متقلبين عن الزمن، فافتراض سكون

سلاسل الزمنية يؤدي إلى مشكلة ظهور الانحدار الزائف (بنال و مطر ، صفحة 14)، من أشهر

الاختبارات الاستقرار أو السكون أشهرها وأكثر الاستخدامات هما اختبار (ديكي-فولر) الموسع

(ADF) واختبار فليس وبارون (PP)، حيث يعتبر فرض العدم بوجود جذر الوحدة السلسلة

الزمنية غير ساكنة منذ الفرص بديلة أو سلسلة الزمنية ساكنة (عدم وجود جذر الوحدة)، إذا

كانت القيمة مطلقة محسوبة لإحصاء Tan (T)، تزيد عن القيمة الحرجة الجدولية (ADF)،

هنا نفرض فرض العدم، وفي هذه الحالة تكون سلسلة زمنية ساكنة، ولعكس إذا حسبنا (T)

وكانت لاتزيد عن القيمة الحرجة ل Tan فإننا لا نفرض فرض العدم وفي هذه الحالة تكون

السلسلة الزمنية غير ساكنة ويجب التأكد من أن الباحث تأكد من أن يستخدم القيمة الحرجة

(T) المناسبة (ابراهيم و الشريف، صفحة 75)

3. اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ.

أ. اختبار التكامل المشترك: يعرف التكامل المشترك بأنه عبارة عن التزامن (x_t, y_t) بحيث أنم التقلبات في أي السلسلتين تسبب في إلغاء التقلبات الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتها ثابتة. أي بيانات السلاسل تكون غير الساكنة إذا ما أخذت على حدى وتكون ساكنة كمجموعة، فهذه العلاقات الطويلة الأجل تكون مفيدة بالتنبؤ بقيم المتغير التابعة بدلالة مجموعة من المتغيرات المستقلة أي أن هناك علاقة بين مختلف المتغيرات على مدى طويل حتى لو ابتعدت هذه المتغيرات عن قيمها في المدى القصير ويتطلب حدوث التكامل المشترك أن تكون السلسلتين متكاملتين من نفس الرتبة (البواقي ظاهرة من تقدير العلاقة بينهم من الرتبة الصفر) الهدف من جذر الوحدة تحديد التكامل في رتبة المتغيرات الدراسة من أجل التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل لا يمكن توضيحها، وحتى وكانت السلسلتين من نفس الرتبة فليس هناك من يضمن اتصافها بالتكامل المشترك. (حسين و موسى، صفحة 7)

ب. نموذج تصحيح الخطأ

عند كون المتغيرين (x_t, y_t) متكاملين تكاملا مشترك لغرض بيان العلاقة بينهما في الآجل القصير وبعد ذلك نقوم بإدخال البواقي المقدرة في الانحدار طويل الآجل كمتغير مستقل متباطئ لفترة واحدة في نموذج العلاقة القصيرة الآجل لجانب فروق المتغيرات الأخرى غير المستقرة، كما في معادلة أدناه:

$$Dy_t = a_1 dx_t + a_2 e_{t-1} + e_t$$

D: الفرق الأول

E_t : حد الخطأ سالب الإشارة الجبرية ومعنوية احصائيا.

e_{t-1} : حد تصحيح الخطأ (نسبة اختلال التوازن في الفترة السابقة).

- نموذج (ECM) لتوضيح اقتراب السلسلة- الزمنية من حالة التوازن في الأجل الطويل والتغيرات التي تطرأ عليها في الأجل القصير، أي أن النموذج تصحيح الخطأ لديه الامكانية في اختبار تقدير العلاقة بين متغيرات النموذج في الأجلين القصير وكما يتقاضي المشكلات القياسية الناجمة عن الانحدار الزائف.

4. نموذج الانحدار للإبطاء الموزع (ARDL): (بنال و مطر ، الصفحات 17-18) قدم

بيساران وآخرون سنة 2001 أسلوب جديدا يعرف بأسلوب اختبار الحدود والذي لا يشترط أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة نفسها (كما في التكامل المشترك)، يستخدم هذا الأسلوب لاختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في إطار نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزع (ARDL)، وتكون جميع عند مستوياتها (0) أو متكاملة من الدرجة الأولى (1)، ويفضل استخدام هذا المنهج بمشكلة عدم التأكد حين تكون العينات صغيرة، وتظهر شأن خصائص السلاسل الزمنية ودرجة سكونها، وهنا يمكننا استخدام طريقة (ARDL) لاختبار حدود هو الخيار الأفضل، مقارنة بالطرائق الأخرى، الشرط الوحيد أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الثانية.

• لتطبيق هذا الاختبار نقوم بالخطوات الآتية:

- **الخطوات الأولى:** في اختبار فترة الإبطاء المثلى للفروق الأولى لقيم المتغيرات في نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد، وذلك باستعمال اختبارات مختلفة لتحديد هذه الفترة هي اختبار أكاي، اختبار هاتان، كيونن AIC، اختبار شوارتز (HON)، واختبار شوارتز (SC).

- **الخطوة الثانية:** تتمثل في تقدير نموذج متجه نحو تصحيح الخطأ بواسطة طريقة ال (OLS)

- **الخطوة الثالثة:** تتمثل في اختبار المعنوية الإجمالية لمعاملات المتغيرات المبطنة بواسطة اختبار (F).

- **الخطوة الرابعة:** يتم مقارنة قيمة (F) المحسوبة بقيمة (F) لأنه يمتلك توزيع غير قياسي، قيمة الحد الأدنى وتفرض أن كل المتغيرات مستقرة في قيمتها الأصلية وقيمة الحد الأعلى، تفترض أن المتغيرات مستقرة في الفروق الأولى لقيمتها، ويكون الاستنتاج وفق الحالات الآتية:

- إذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى لقيمة (F) الجدولية، فوق يتم رفض القرضية الصفرية معا يعني ذلك وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات.
- إذا كانت قيمة (F) المحسوبة أقل من قيمة الحد الأدنى لقيمة (F) الجدولية، فإن نتيجة العدم تحدد إمكانية ما إذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات من عدمه.

الفرع الثاني: توصيف النموذج القياسي وبيانات الدراسة.

خصص هذا المطلب لتحديد متغيرات الدراسة : المتغير التابع والمتغيرات المنقلة.

1) تحديد متغيرات الدراسة.

تم الاعتماد في النموذج المقترح على المتغيرات التالية لتفسير أثر محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المال وأدائها في سوق عمان للأوراق المالية وذلك خلال الفترة (1996_2020).

1. **المتغير التابع:** وهو الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في بورصة عمان (معبّر عنه بمساهمة الأجانب في شركات الاردنية) ورمزنا له بالرمز ETR

2. **المتغيرات بالمستقلة:** وهنا سوف نعتد على متغيرات من داخل السوق وخارجه وهي كالآتي:

متغيرات خارجية: وهي خارج السوق واخترنا:

- **المعروض النقدي:** وهو متغير من خارج السوق ورمزنا له بالرمز M:

- **التضخم:** وهو متغير خارج السوق، ويعبر عن تطور المستوى العام للأسعار، ورمزنا له بالرمز INF.
- **معدل التداول:** متغير داخل السوق، ويعبر عنه بالقيمة المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي % ورمزها له بالرمز TR.
- **القيمة السوقية:** وهو متغير داخلي خاص بالسوق ويتمثل في رسملة سوق عمان للأوراق ورمزنا له بالرمز KA.

(2) مصادر بيانات الدراسة سلاسل الزمنية

مشاهدات سنوية لكل متغير، حيث بدأت الدراسة خلال الفترة المعينة من 1990 إلى 2020 وفي 1990 كانت اندلاع أزمة الخليج، والتي من تداعياتها عودة العاملين الأردنيين من دول الخليج إلى المملكة مما أدى إلى ارتفاع قيمة الاستثمارات في البورصة وارتفاع حجم السيولة، وبيانات تم الحصول عليها من البنك الدولي، البنك المركزي الأردني الموقع الرسمي لبورصة عمان للأوراق المالية، التقارير السنوي لبورصة عمان كما هي موضحة في الملحق رقم (01).

الفرع الثالث: تقدير النموذج وتحليل الناتج

بعد أن تم ضبط وتوظيف متغيرات الدراسة، في الاتي سنقوم بتقدير وتحليل نموذج محددات الاستثمار الأجنبي في محفظة المالية، في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (1990-2020) وفق منهجية ARDL.

(1) اختبارات الاستقرار

تخصص هذا الفرع في ما يلي:

أ. اختبار استقرار السلاسل الزمنية

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

يوظف اختبار السكون لتحديد درجة سكون السلاسل الزمنية الاقتصادية (تبال و مطر، صفحة 20) ومن هنا نطرح نتائج اختبار السكون لمتغيرات الدراسة حسب أسلوب ديكي- فولر الموسع (ADF) وبالإستعانة برنامج (Eviews 10) كما في الجدول رقم(06)

الجدول رقم(06) : اختبارات جذر الوحدة للاستقرارية

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)

Null Hypothesis: the variable has a unit root

	At Level					
		ETR	INF	KA	M	TR
With Constant	t-Statistic	-3.9550	-4.4583	-1.6130	-2.1614	-1.8528
	Prob.	0.0061	0.0019	0.4608	0.2244	0.3475
		***	***	n0	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-4.2211	-4.3683	-1.0372	-1.9086	-1.9020
	Prob.	0.0145	0.0106	0.9192	0.6189	0.6223
		**	**	n0	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.0101	-1.5988	-0.3136	0.3050	-1.5145
	Prob.	0.6690	0.1018	0.5619	0.7657	0.1191
		n0	n0	n0	n0	n0
	At First Difference					
		d(ETR)	d(INF)	d(KA)	d(M)	d(TR)
With Constant	t-Statistic	-7.8056	-8.8001	-5.2515	-5.7487	-5.1047
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0003	0.0001	0.0004
		***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-7.6258	-8.5953	-5.5945	-6.1488	-5.0722
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0008	0.0002	0.0025
		***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-7.9533	-8.9772	-5.3103	-5.8227	-5.2248
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الإحصائي (Eviews 10) بالاعتماد على

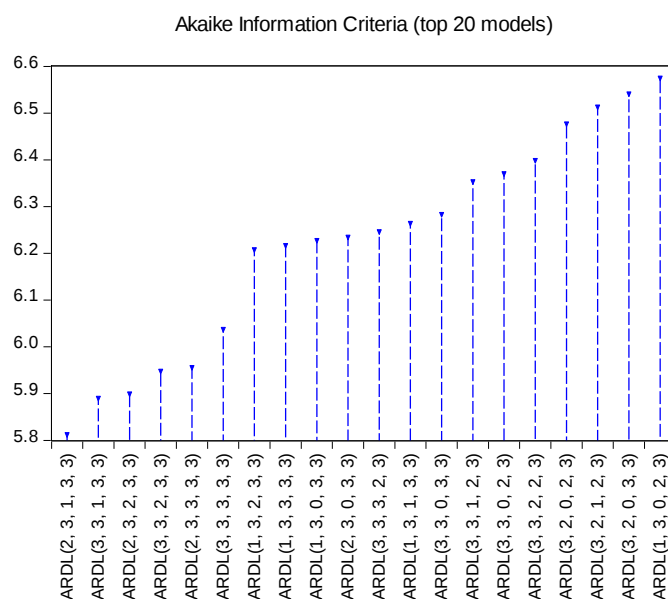
الملحق رقم (01)

نلاحظ من الجدول أعلاه ان كل المتغيرات (الاستثمار الأجنبي، التضخم) هي سلاسل زمنية مستقرة في المستوى وعند الفرق الأول عند احتمالية اقل من 0.05 اما المتغيرات المتبقية (معدل التداول، المعروض النقدي، القيمة السوقية) فهي سلاسل غير مستقرة عند المستوى وكانت احتمالياتها أكبر من 0.05، واستقرت كلها في الفرق الأول، انن بالمنهجية الصالحة في هذه الحالة هي منهجية ARDL.

ب. اختبار الفجوات الملائمة للنموذج:

من بين أكثر الطرق استعمالاً لاختبار الفجوة الملائمة هو استعمال دوال المعلومات، ومن بين هذه الدوال هي دالة: SIC و aic وفقاً لهذه الحالة من خلال الشكل رقم (02) فإن النموذج الذي تم اختياره حسب منهجية ARDL من الرتبة (3، 3، 1، 3، 2) حسب اختبار فترات الإبطاء المثلى بالاعتماد على معيار AIC معيار التخلف الزمني Akaike، بحيث أن المتغير التابع ETR له درجتين تأخير وثلاث درجات لكل من (TR, M, INF)، أما (KA) فلها درجة واحدة تأخير.

الشكل رقم (12) : اختبار الفجوات الملائمة في نموذج الدراسة



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد من برنامج Eviews 10

- 2). اختبار التكامل المتزامن ونموذج تصحيح الخطأ وفق ARDL : بعد تحديد رتبة (2.3.1.3.3) يمكن الآن استخدام معادلة التوازن طويلة الأجل والاستجابة قصيرة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

الجدول رقم (07): اختبار التكامل المتزامن

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF	-4.901905	1.778507	-2.756190	0.0400
KA	0.002305	0.000625	3.686492	0.0142
M	-1.727799	0.671508	-2.573013	0.0499
TR	0.260611	0.119893	2.173689	0.0818
C	218.5113	69.98618	3.122207	0.0262
EC = ETR - (-4.9019*INF + 0.0023*KA -1.7278*M + 0.2606*TR + 218.5113)				
F-Bounds Test				
Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	9.585482	10%	2.2	3.09
K	4	5%	2.56	3.49
		2.5%	2.88	3.87
		1%	3.29	4.37
Actual Sample Size	22		Finite Sample: n=35	
		10%	2.46	3.46
		5%	2.947	4.088
		1%	4.093	5.532
			Finite Sample: n=30	
		10%	2.525	3.56
		5%	3.058	4.223
		1%	4.28	5.84

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد من برنامج Eviews 10

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

الجدول رقم 08: نموذج تصحيح الخطأ

ARDL Error Correction Regression
Dependent Variable: D(ETR)
Selected Model: ARDL(2, 3, 1, 3, 3)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 06/02/23 Time: 09:42
Sample: 1996 2020
Included observations: 22

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ETR(-1))	-0.526986	0.127774	-4.124344	0.0091
D(INF)	-2.629863	0.305912	-8.596792	0.0004
D(INF(-1))	0.111907	0.477517	0.234353	0.8240
D(INF(-2))	2.878108	0.394700	7.291880	0.0008
D(KA)	0.006324	0.000939	6.733020	0.0011
D(M)	-0.425617	0.150148	-2.834656	0.0365
D(M(-1))	0.697673	0.168131	4.149574	0.0089
D(M(-2))	1.225771	0.208611	5.875866	0.0020
D(TR)	-0.461668	0.086791	-5.319311	0.0031
D(TR(-1))	-0.119839	0.027778	-4.314227	0.0076
D(TR(-2))	-0.593383	0.074684	-7.945218	0.0005
CointEq(-1)*	-1.056773	0.098534	-10.72501	0.0001
R-squared	0.974884	Mean dependent var		0.326682
Adjusted R-squared	0.947257	S.D. dependent var		13.19394
S.E. of regression	3.030088	Akaike info criterion		5.357512
Sum squared resid	91.81431	Schwarz criterion		5.952626
Log likelihood	-46.93263	Hannan-Quinn criter.		5.497703
Durbin-Watson stat	2.741073			

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد من برنامج 10 Eviews

والتحقق من فرضية العدم (عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة) نتجه نحو اجراء الحدود. كما في الجدول رقم (02) حيث تشير نتائج الجزء السوقي من الجدول إلى نفي فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة، لأن القيمة المحسوبة لاختبار (F) والباقي (9.585482) أكبر من القيمة العليا (4.37) وهذا يشير إلى وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة، أي نرفض فرضيته العدم ونقبل فرضيت البديلة القائلة (بوجود علاقة توازنه طويلة الأجل).

كما تشير معلمات الأجل الطويل حسب نتائج الجزء العلوي من الجدول إلى وجود تأثير معنوي في الاتجاه العكسي بين (INF) التضخم عند مستوى احتمال 05% ، حيث اذا ارتفع التضخم بـ 1% تراجع قيمة مساهمة الأجانب في الشركات الاردنية بـ 490% في الأجل الطويل وهو ما يتفق مع نظرية الاقتصادية أي ان التضخم منفر للاستثمار الاجنبي، ونفس شيء للمعروض النقدي حيث اذا تغير هذا الأخير بـ 1% تغيرت مساهمة الأجانب في الشركات الاردنية بـ (172%) في الاتجاه المعاكس في الأجل الطويل، اما القيمة السوقية ومعدل التداول فلهما تأثير إيجابي معنوي على الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية لان احتماليتهما اقل من 10 % ، حيث كلما تغيرت القيمة السوقية بـ 1% تغير الاستثمار الأجنبي بـ 0.2%، وكلما تغير معدل التداول بـ 1% تغير الاستثمار الأجنبي بـ 26% وما يوافق النظرية الاقتصادية، حيث كلما كانت القيمة السوقية كبيرة وحجم التداول كبير حفز هذا المستثمرين الأجانب لدخول سوق المال الأردني للاستفادة من عوائده.

ويدل اختبار (ARDL) على وجود علاقة معنوية في الأجل الطويل، والتعبير عن هذه العلاقة إلى جانب العلاقة قصيرة الأجل يبينهما نموذج تصحيح الخطأ، إذ يتضح من الجدول أن معامل تصحيح الخطأ قيمته سالبة ومعنوية التي بلغت (-1.056) وبمستوى معنوية أقل من 1%، اي وجود علاقة تكامل بين المتغيرات المدروسة او بالأحرى علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المدروسة في الاجل القصير، كما يتبين لنا من خلال النتائج أن القيمة السالبة والمعنوية لمعامل تصحيح الخطأ تكشف لنا سرعة عودة متغير الأداء نحو قيمته التوازنية في الأجل الطويل في كل فترة زمنية لسنة اختلال التوازن من الفترة 1-1-1 تقدر بـ (-1.056) والذي يعد معامل تعديل (تكييف) عالي نسبيا، بمعنى آخر أنه عندما تتحرف مؤشرات الأداء خلال المدة قصيرة الأجل في الفترة السابقة عن قيمتها التوازنية في الأجل الطويل، فإنه

يتم تصحيح ما يعادل 105% من هذا الاختلال في المدة t إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل بعد أقل من سنة واحدة.

إذن تشير نتائج الاستجابة قصيرة الأجل، بوجود استجابة قصيرة الأجل تتجه من المتغيرات المستقلة (المفسرة) إلى المتغير التابع. وهذا يتوافق مع الواقع فالكثير من الظواهر لا تستجيب آنيا لمحدداتها بل تكون نتيجة لتراكمات تاريخية، وهو ما جعل معامل التحديد جد كافي لتفسير النموذج بأكثر من 97%.

إذن؛ مما سبق ومن خلال التقييم الاقتصادي للنموذج المقترح، يمكننا القول أنه مقبول اقتصاديا كون أن المتغيرات المستقلة هي متغيرات تفسيرية (توضيحية) للمتغير التابع خلال الفترة المدروسة.

3. تشخيص البواقي

تخصص هذا الفرع إلى التطرق للاختبار التسلسلي للبواقي واختبار اختلاف التباين وأخيرا استقرارية النموذج.

أ. اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي واختبار اختلاف التباين: تؤثر مشكلة ارتباط البواقي عبر الفجوات الزمنية واختلاف التباين للأخطاء على كفاءة المعلمات، أي يصبح ليس لها تباين أقل من كل المعلمات المقدرة المتاحة مما يؤثر على اختبار الفرضيات الخاصة بهذا النموذج، وأهم الاختبارات للكشف عن هذه المشكلة هي على التوالي اختبار ثبات التباين ARCH و Breusch-Godfrey، ويمكن تلخيصه في الجدولين رقم (9 و 10) ، ويظهر من خلال هذان الجدولان أن النموذج خال من مشكلة الارتباط التسلسلي للبواقي وخال أيضا من مشكلة اختلاف التباين، وما يؤكد ذلك قيم الاحتمالية الخاصة باختبار فيشر 0.7635، 0.2768 في الجدولين)

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

04 و 05) على التوالي، والتي تتعدى مستوى المعنوية 1% مما يؤدي إلى قبول فرضية العدم (بعدم وجود ارتباط تسلسلي و ثبات التباين)، وبالتالي فإن المعلومات المقدرة تتميز بالكفاءة مما يعطي نتائج موثوقة فيما تعلق باختبار الفرضيات

الجدول رقم (09): اختبار اختلاف التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.093141	Prob. F(1,19)	0.7635
Obs*R-squared	0.102443	Prob. Chi-Square(1)	0.7489

الجدول رقم(10): اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.031791	Prob. F(2,3)	0.2768
Obs*R-squared	12.65630	Prob. Chi-Square(2)	0.0018

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج إحصائي Eviews

ب. اختبار استقرارية النموذج (Stability Test) لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لابد من استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك أهمها: المجموع التراكمي للبواقي المعادة (CUSUM)، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة)

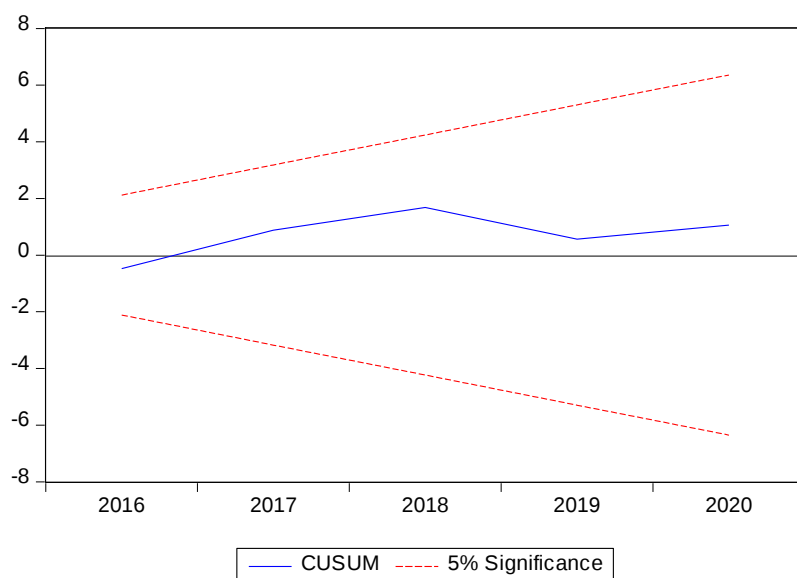
(CUSUM of Squares) ويعد هذان الاختباران من أهم الاختبارات لتوضيح مدى استقرار المعلومات في الأمدن القصير والطويل، 1 وإذا استخدمنا أي من الاختبارين سوف يعطي رسم بياني يوضح تجميع الأخطاء، فمن خلال الشكلين ادناه؛ نلاحظ أن القيم التجميعية أو المجموع التراكمي للبواقي المعادة (هو عبارة عن خط وسطي (داخل حدود الثقة) بمعنى أن المقدرات

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

ثابتة عبر الزمن (أي لا تختلف) عند مستوى معنوية 1% أي لا يوجد لدينا أكثر من معادلة مما يؤكد أن (المتغيرات مستقرة عبر الفترة الزمنية محل الدراسة) ، كما أن المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة (CUSUM of Squares) هو -أيضا- عبارة عن خط وسطي يقع داخل حدود المنطقة الحرجة (حدود الثقة)، لكن الخطين متوازيين (أي غير متباعدين) كما في الاختبار الأول، وما يمكن استنتاجه من هذين الاختبارين أن هناك استقرار وانسجام في النموذج بين نتائج الأمد الطويل ونتائج الفترة قصيرة المدى.

الشكل(13): اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة

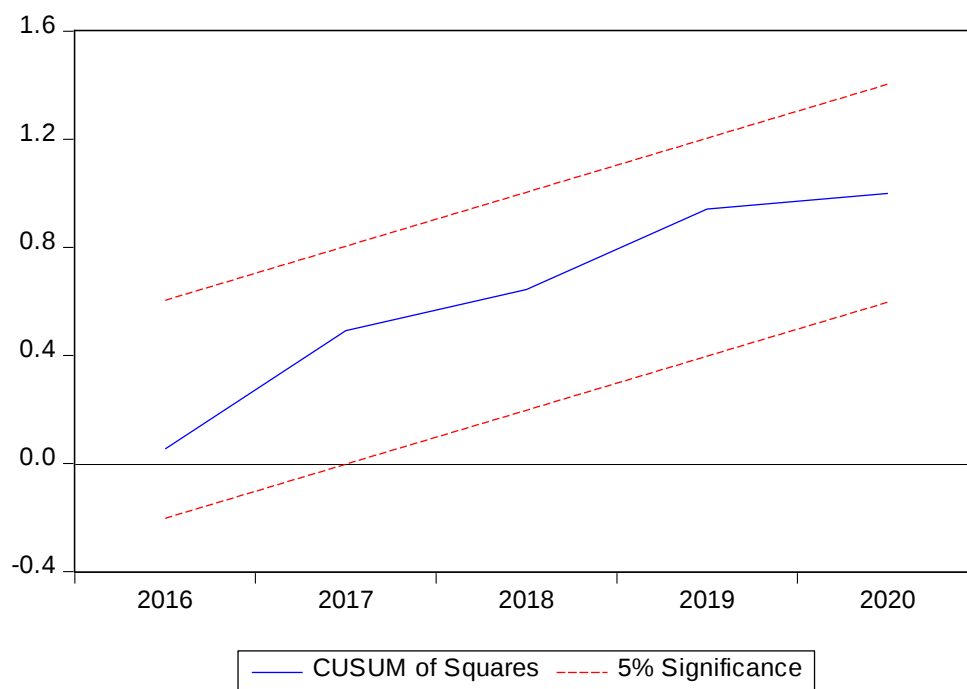


المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج إحصائي Eviews

الفصل الثاني : قياس وتحليل محددات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خلال

الفترة 1996-2020

الشكل (14) : اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة



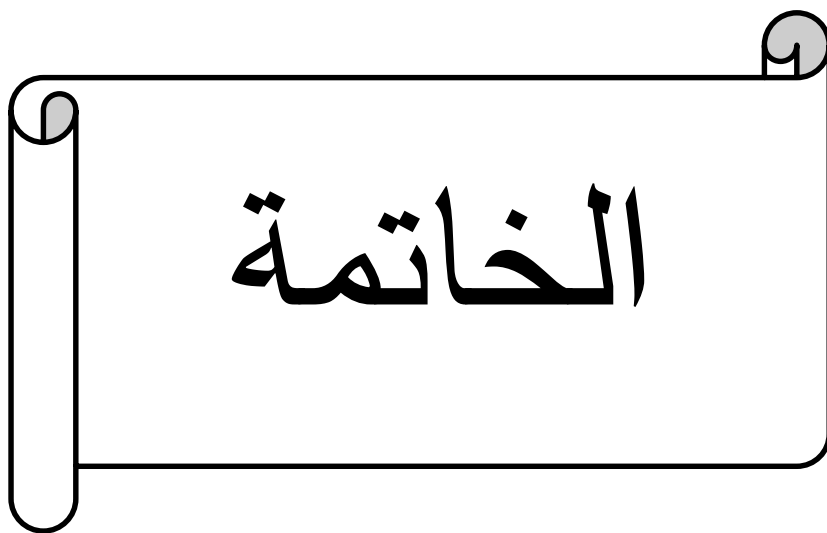
المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج إحصائي Eviews

مما سبق يمكننا القول: أن التقييم الاقتصادي لنموذج الذي كم تناوله مقبول اقتصاديا. نموذج خالي من الأخطاء والمشاكل الإحصائية أو القياسية.

خلاصة الفصل :

من خلال ما تم تناوله فيما سبق يمكننا استنتاج ما يلي:

- قامت بورصة عمان كغيرها من البورصات بالكثير من الإصلاحات لمواجهة تحديات وجذب الاستثمارات الأجنبية.
- خطت بورصة عمان خطوة كبيرة في انفتاح العالم الخارج، من خلال وضع قوانين تشجع على الاستثمار الأجنبي.
- تحفيزات الموضوعية لتشجيع الأجانب، من خلال ارتفاع المستثمر لمساهمة الأجانب في القيمة السوقية.
- نلاحظ أن المؤشرات الخارجية أكثر تأثيراً وتحديد للاستثمار الأجنبي في بورصة عمان.
- توصلنا من خلال دراسة القياسية إلى أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل من خلال وجود تكامل مشترك بين متغيرات دراسة.
- معظم مؤشرات بورصة عمان، عرفت تحسن ملحوظ، خاصة مع بداية الألفية الجديدة ما يعكس تحسن أدائها، مما جعله تتأثر بعض عوامل خارجية المحيطة بها أزمة 2008، والربيع العربي.
- وجدنا من خلال الدراسة القياسية ان الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية يتحدد بعوامل داخلية وأخرى خارجية.



الخاتمة

ان دراسة وتحليل آلية التأثير و العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء المحافظ المالية - أهم العناصر التي تساهم في وضع السياسات الاقتصادية الملائمة للحفاظ على الاستقرار في الأسواق المالية ومن ثم على الاقتصاد ككل.

ان الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية أحد الآليات المساعدة على مواكبة التطورات اي التغيرات في الدول المتقدمة، جعل الدول العربية توفر البيئة لازمة للاستثمار مع توفر الاستقرار السياسي والاقتصادي بالإضافة إلى محددات الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية. الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية هي امتلاك المستثمرين لمجموعة من الأوراق المالية المختلفة في بلد لأجل يهدف حصول على أكبر عائد.

بورصة عمان أحد القنوات المهمة والرئيسية لجذب الاستثمار في المحفظة المالية احتلاله المراكز الاولى من حيث تدفق هذا النوع من الاستثمار مما يحرك عجلة التنمية.

نتائج الدراسة :

هناك مجموعة نتائج وهي كما يلي:

✓ الاستثمار في المحفظة المالية مرتبط ارتباط وثيقا بوجود نوعين من المخاطر و هي نظامية و غير نظامية.

✓ السياسات الاقتصادية الكلية هي التي تختلف من اقتصاد دول لأخري الا انها عموما تحقق معدلات مستقرة

✓ الاستثمار الأجنبي غير المباشر لها علاقة بالاستثمار الأجنبي المباشر بحيث يمكن ان يصبح غير مباشر اذا وصلت نسبة ملكيته المستثمر في راس المال الشركة هذا يعطيه الحق في الرقابة

✓ من اهم العوامل التي تجذب الاستثمار الاجنبي هي:

استقرار سعر صرف، الناتج المحلي، الناتج المحلي الإجمالي، تطور ديون الخارجية

✓ المؤشر العام للأسواق المالية مرآة عاكسة لأداء محفظة المالية.

الخاتمة

✓ توجد علاقة بين المحددات الاستثمار الأجنبية و المحفظة المالية مما يجعله تؤثر على أداء بورصة عمان.

✓ من خلال الدراسة القياسية محدثات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية هي التضخم، المعروض النقدي، معدل التداول، القيمة السوقية. وهذا ما يثبت ان الفرضية الثانية خاطئة.

✓ العوامل الخارجية (التضخم والمعرض) هما أكثر تأثيرا على الاستثمار الأجنبي بالمقارنة بالعوامل الداخلية (معدل التداول والقيمة السوقية). وهذا ما يثبت ان الفرضية الاولى خاطئة.

✓ القطاع الأكثر جذبا للاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية هو القطاع المالي وقطاع الصناعة بالدرجة الأولى ثم يأتي قطاع الخدمات.

✓ يعتبر الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية هو استثمار مؤسسي أي يغلب عليه استثمار الشركات ولهذا يعتبر أكثر استقرارا.

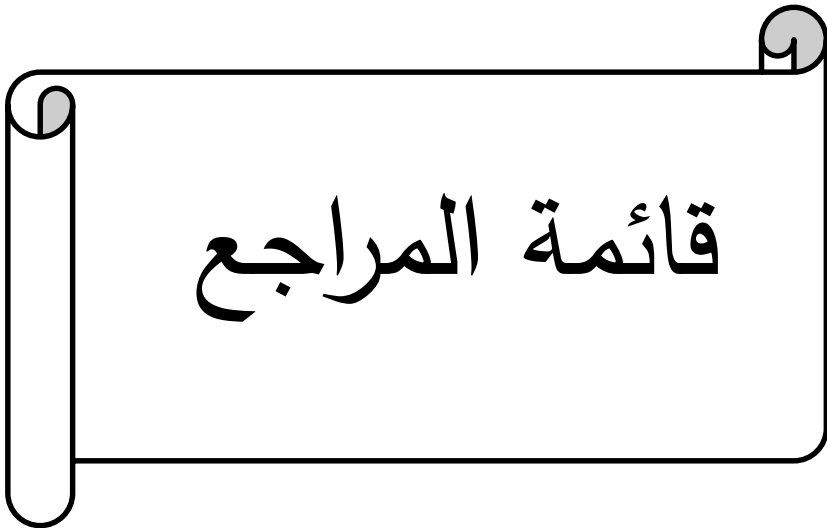
✓ تطور ونمى الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية خاصة بعد السماح للأجانب بامتلاك حتى أكثر من 50٪ من رأس مال الشركات الأردنية وأيضا قيام الأردن بإصلاحات كبيرة للرفع من كفاءة السوق المالية حتى أصبحت من أهم البورصات العربية. وهذا ما يثبت ان الفرضية الثالثة صحيحة.

الاقتراحات:

نلاحظ مما تم ذكره ما يلي :

✓ لجذب الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية يجب ضبط معدلات التضخم والعمل على الاستقرار النقدي ومحاولة الرفع من رسملة البورصة وأيضا الرفع من مساهمة البورصة في الناتج المحلي الإجمالي.

✓ يجب جذب الاستثمار الأجنبي الخاص بالشركات لتخفيض عمليات المضاربة المدمرة حين تقلبه العكسي.



قائمة المراجع

اولا :المراجع باللغة العربية

بالنسبة للكتب:

- 1- حسن كريم حمزة. العولمة المالية و النمو الاقتصادي دار الصفاء للنشر والتوزيع، ط1، ص 111، 112 (2011).
- 2- دريد كمال آيت شبيب. الاستثمار وتحليل الاستثمار بدون طبعة دار البزوري العلمية للنشر و التوزيع عمان الأردن (2010).
- 3- شقيري نوري موسى. إدارة المشتقات المالية (الهندسة المالية الطبعة الأولى)دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة عمان الأردن (2012).
- 4- عادل محمد رزق. استثمار في البنوك والمؤسسات المالية دار طيبة للنشر (2004).
- 5- عباس كاظم الدعيمي. السياسات النقدية و أداء سوق الأوراق المالية الطبعة الأولى دار الصفاء للنشر والتوزيع عمان الأردن (2010).
- 6- عدنان تابع النعيمي راشد، و فؤاد التميمي .الادارة المالية و النظرية و التطبيق ط 2 ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة 2009/2008 (2009).
- 7- عيساوي سهام. الأدوات المالية المشتقة أهميتها أنواعها استراتيجيتها ، بورصة باريس eurocont الطبعة الأولى دار حامد للنشر والتوزيع عمان الأردن 2017
- 8- ماهر كنع، و مروان عوض . المالية الدولية للعمولات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق ، ط1 ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان (2004).ص 60
- 9- محمد علي ابراهيم العامري . الإدارة المالية النمتقدمة الطبعة الأولى إثراء للنشر و التوزيع عمان الاردن(2013).
- 10- محمد وجيه حنيني تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية دار النفائس للنشر و التوزيع عمان (2010).
- 11- محمود عزت اللحام. الإدارة المالية المعاصرة الطبعة الأولى دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع (2014).
- 12- محمود فيصل الشواورة, استثمارات بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية و علمية، الطبعة الأولى، دار وائل ، الأردن 2008

قائمة المراجع

13- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية ، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع ،

الأدن 2008

بالنسبة للرسائل الجامعية:

1- بوكساني رشيد . معوقات سوق الأوراق المالية وسبل تفعيلها أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر ، (2005-2006).

2- توفيق عوض شبير . البناء المحافظ الاستثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم مذكرة ماجستير وتمويل الجامعة الإسلامية فلسطين (2015).

3- عمار صايفي . محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على سوق الأوراق المالية ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة بومرداس 2009/2008 ص 28
بالنسبة للمجلات العلمية و البحوث:

1- ابراهيم يعقوب اسماعيل ، و هلال يوسف صالح.امكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية ، مجلة العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد بوضياف لمسيلة
hlmhkd(2016). العدد 17، 2016.

2- الرزاق و عامر. قياس أثر الاستثمار الأجنبي على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في البلدان النامية دراسة حالة الهند مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية ص 1، 2 ص
105.106 (2012).

3- عاطف علاونة .الاستثمارات فيسوق رأس المال ودوره في جلب الاستثمارات المالية الملتقى الدولي السادس للمؤسسات الاستثمارية دمشق 08/17 (2008) ص 08.

4- عماد عيد الحسين . تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الكفوة باستخدام نموذج تأكد العائد مجلة الإدارة والاقتصاد العراق (2016). العدد 81.

5- قاسم نايف علوان، أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في دراسة تطبيقية ، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير جامعة سطيف . (2005). العدد 05.

6- هالة حلمي السعيد . دراسة تحليلية لأثر التغيرات الكلية على أداء سوق الأوراق المالية رسائل بنك الصناعات (2000). العدد 62.

قائمة المراجع

7- إسماعيل جميل الصعدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقى، مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الأزهر، غزة فلسطين، 2011

بالنسبة لمواقع انترنت:

- 1- 06:00 بورصة عمان. (2023-05-11) [HTTP:// WWW.ASE.COM. JO/AR](http://WWW.ASE.COM.JO/AR).
- 2- 01:00. <http://www.ase.com> (2023-05-09). بورصة عمان ، تاريخ التصفح *jolon,1:47*
- 3- البنك الدولي ، ، 23:00 <http://data.albankaldlawil. arg>. (2023-5-10).
- 4- البنك المركزي الأردني السنوي 01:30 . (2023-5-12).
- 5- تقرير السنوي لبورصة عمان 00:45 . (2023-5-20).
- 6- التقرير السنوي لبورصة عمان ، 2020
- 7- <http://www.sdc.com.jo> ، 02:45 (2023-06-15)

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

Ouvrages :

- 1- AlfredJ.Field.jr. international .economics indian edition.8e. p234.(2014)
- 2- yasimon.encyclopédie de marches financiers economics paris 1997.(1997)

Sources électroniques:

- 1- [http:// www.jsc.gov.jo](http://www.jsc.gov.jo) 21:34..(2023-05-08)
- 2- <https://portal.jordan.gov.jo> 21:30..(2023-05-8)
- 3- <https://www.asjp.cerist.dz> 21:41..(2023-05-08)
- 4- overview of foreign investment..(2006)
- 5- [www.use.com jo](http://www.use.com.jo) 02:35..(2023-05-12)

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): الإحصائيات الخاصة بالنموذج

السنوات	القيمة المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي %	مساهمة الأجانب في الشركات الأردنية %	المعروض النقدي %	القيمة السوقية) م ، دينار)	معدل التضخم
	TR	ETR	M	KA	INF
1996	5,05	32,795	95,3	1,293,2	16,19
1997	6,91	39,059	98,07	1,707,1	8,16
1998	8,24	43,931	95,48	2,295,6	4
1999	6,73	43,099	107,07	3,463,9	3,32
2000	5,57	41,672	111	3,409,3	3,52
2001	10,51	38,507	113,11	3,495,4	2,35
2002	13,97	37,43	115,04	3,461,2	6,5
2003	25,66	38,844	126,09	3,862,0	3,04
2004	46,88	41,264	124,44	4,156,6	3,09
2005	189,18	45,043	136,96	4,137,7	0,61
2006	129,88	45,531	129,21	3,509,6	0,67
2007	101,84	48,947	127,83	4,476,4	1,77
2008	120,02	49,247	120,42	5,029,0	1,83
2009	52,59	78,883	138	7,772,8	1,63
2010	31,68	49,562	135,87	13,033,8	3,36
2011	13,2	51,326	127,85	26,667,1	3,49
2012	8,62	51,743	116,75	21,078,2	6,25
2013	9,94	19,89	122,74	29,214,2	4,74
2014	8,39	48,843	110,3	25,406,3	13,97
2015	9,21	49,538	113,27	22,526,9	-0,74
2016	6,47	49,612	114,71	21,858,2	4,85

قائمة الملاحق

2017	5,63	48,132	110,4	19,272,8	4,16
2018	5,5	51,717	106,69	19,141,5	4,52
2019	3,78	51,632	108,18	18,233,5	4,82
2020	3,37	51,118	114,51	18,082,6	2,9

قائمة الملاحق

République Algérienne Démocratique et Populaire
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la
Recherche Scientifique
Université Mohamed KHIDHER - Biskra
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et
des Sciences de Gestion
Département des Sciences Economiques



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر بسكرة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

تصريح شرفي

خاص بالالتزام بقواعد النزاهة العلمية لانجاز بحث

(ملحق القرار رقم 1082 المؤرخ في 27 ديسمبر 2020)

أنا

أنا الممضي أدناه،

السيدة : شريط عبيد

الصفة: ☒ طالب ☐ أستاذ باحث ☐ باحث دائم

الحامل لبطاقة التعريف الوطنية رقم: 119980230008090008 الصادرة بتاريخ: 2023/01/23

المسجل بكلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم: العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد دولي

والمكلف بإنجاز أعمال بحث: مذكرة التخرج ☐ مذكرة ماستر ☒ مذكرة ماجستير ☐

أطروحة دكتوراه ☐

تحت عنوان: محددات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية دراسة حالة: سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1996-2020

أصرح بشرفي أنني ألتزم بمراعاة المعايير العلمية والمنهجية ومعايير الأخلاقيات المهنية والنزاهة الأكاديمية المطلوبة في انجاز البحث وفق ما ينص عليه القرار رقم 1082 المؤرخ في 27 ديسمبر 2020 المحدد للقواعد المتعلقة بالوقاية من السرقة العلمية ومكافحتها.

التاريخ: 2023/06/15

إمضاء المعني بالأمر