



مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر الأكاديمي

شعبة: العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

العنوان:

محددات الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية العربية

-دراسة قياسية- من 2002 الى 2020

إشراف الأستاذ:

د.عزيزي أحمد عكاشة

إعداد الطلبة:

بوشري كريمة

بوقواسة هدى

لجنة المناقشة:

الصفة	الرتبة	الاسم واللقب
رئيساً	أستاذ محاضر أ	بكرابي مسعود
مشرفاً	أستاذ محاضر أ	عزيزي أحمد عكاشة
مناقشاً	أستاذ مساعد أ	صديقي عبد الكريم

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
People's Democratic Republic of Algeria

Ministry of Higher Education and Scientific Research
University Ahmed Draia of Adrar
The central library

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة احمد دراية- ادرار
المكتبة المركزية
مصلحة البحث البيولوجرافي



انا الأستاذ(ة): عزيزي أحمد عكاشة

المشرف على مذكرة الماستر الموسومة بـ : محددات الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية العربية دراسة قياسية.

من إنجاز :

الطالب(ة) بقواسة هدى

الطالب(ة) بشرى كريمة

كلية : العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

القسم : العلوم الاقتصادية

التخصص : اقتصاد نقدي وبنكي

تاريخ تقييم / مناقشة: 2022/05/31

أشهد ان الطلبة قد قاموا بالتعديلات والتصحيحات المطلوبة من طرف لجنة التقييم / المناقشة، وان المطابقة بين
النسخة الورقية والإلكترونية استوفت جميع شروطها. وإمكانهم إيداع النسخ الورقية (02) والالكترونية (PDF).

امضاء المشرف:

ادرار في :
مساعد رئيس القسم:

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
قسم
العلوم الاقتصادية
مساعد رئيس قسم العلوم الاقتصادية
تمام مكلف ابحاث رئيس والتقييم في التدرج

سُبْحَانَكَ اللَّهُمَّ رَبِّ السَّمَاوَاتِ السَّبْعِ وَالْأَرْضِ وَالْعَرْشِ الْمَجِيدِ

سُبْحَانَكَ اللَّهُمَّ رَبِّ السَّمَاوَاتِ السَّبْعِ وَالْأَرْضِ وَالْعَرْشِ الْمَجِيدِ

الشكر والعرفان

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على اشرف
المرسلين لا يطيب الليل الى بشرك ولا يطيب النهار
الا بطاعتك ولا تطيب اللحظات الا بذكرك ولا تطيب
الآخرة الا بعفوك ولا تطيب الجنة الا برؤيتك يا الله.

واننا نتقدم بجزيل الشكر والعرفان للأستاذ الفاضل
عزيري عكاشة من خلال اشرافه على هذا العمل
المتواضع كما نشكره على ماكرسه من جهد ووقت في
متابعة هذا البحث وتتبع اجزائه بالنصح والارشاد
ونتقدم باسمي معاني التقدير والاحترام للأساتذة
الافاضل الذين منحوا جزء من وقتهم لقراءة
ومناقشة هذا العمل المتواضع

الاهداء:

اهدي هذا العمل المتواضع الي :

الى الذي سهر على تعليمي بتضحياته الى الذي دفعني للبلوغ
الاهداف ونيل الشهادات ابي الغالي ، الى التي وهبت فلدة كبتها
على كل العطاء والحنانامي الغالية جزاها الله خير الدنيا
الاخرة ورزقني الله برها ورضاها .

الى من سندي في الحياة زوجي الغالي

الى فلذت كبدي ابنتي الغالية *شيماء*

الى اخواني واخواتي الذين تقاسمو معي عبئ الحياة.

الى كل من كان سند وعونا ودعما لنا في اتمام هذا البحث

المتواضع.....وشكرا

كريمة بوشرى

الاهداء:

اهدي ثمرة هذا العمل المتواضع الي :

الى من قال فيهما الله سبحانه وتعالى " واخفض لهما جناح الذل من

الرحمة وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا "

والدايا الكريمين

الى زوجي الذي وقف إلى جانبي وكان سندا لي

إلى أبناء الأعمام كل واحد باسمه

الى كل من كان سند وعونا ودعما لنا في اتمام هذا البحث

المتواضع.....وشكرا

بوقواسمة هدى

الفهارس

فهرس الموضوعات:

المحتويات

7	فهرس الجداول:
11	فهرس الأشكال :
8	فهرس الموضوعات:
أ	مقدمة
5	الفصل الأول: الإطار النظري للاستثمار الأجنبي وسوق الأوراق المالية
5	تمهيد:
6	المبحث الأول: عموميات حول الاستثمار الاجنبي وسوق الاوراق المالية .
6	الفرع الأول: تعريف الاستثمار الأجنبي
7	الفرع الثاني: أسباب الاستثمار الأجنبي
12	المطلب الثالث: متغيرات من داخل السوق ومتغيرات من خارج السوق
12	الفرع الأول: متغيرات من داخل السوق
13	الفرع الثاني: متغيرات من خارج السوق
14	المطلب الثالث: مفاهيم عامة حول أسواق الأوراق المالية
14	الفرع الأول: تعريف ومكونات سوق الأوراق المالية
15	الفرع الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية
16	المطلب الثالث: العلاقة بين الاستثمار الأجنبي والأسواق المالية
16	الفرع الأول: مراحل الاستثمار في الأوراق المالية
17	الفرع الثاني: قنوات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية:

19	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
19	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
21	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية
22	المطلب الثالث: أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة ودراستنا الحالية:
23	خلاصة الفصل الأول:
25	الفصل الثاني: الدراسة القياسية لمحددات الاستثمار الاجنبي في سوق الأوراق المالية حالة تونس
25	تمهيد:
26	المبحث الأول: السوق المالي في تونس
26	المطلب الأول: تنظيم السوق المالية في تونس
26	الفرع الأول: السوق النقدي
27	الفرع الثاني: سوق رأس المال
29	الفرع الثالث: سوق الأوراق المالية
32	ثالثا: الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية التونسية:
33	المطلب الثاني: بورصة تونس
34	الفرع الثاني: مميزات الاستثمار في بورصة تونس: وتمثل فيمالي:
34	الفرع الثالث: الوساطة المالية في بورصة تونس
35	المطلب الثالث: الشروط المطلوبة للإدراج بالبورصة
36	الفرع الاول : شروط الإدراج المشتركة بأسواق سندات رأس المال:
37	الفرع الثاني : عمولات الإدراج والبقاء:
39	الفرع الثالث : عمولات البورصة:

42	المبحث الثاني: قياس محددات الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية بتونس
42	المطلب الأول: توصيف النموذج
42	الفرع الأول: توصيف البيانات
43	الفرع الثالث: منهجية الدراسة
44	المطلب الثاني: النتائج التطبيقية
49	المطلب الثالث: اختبار جودة النموذج
50	الفرع الثاني: دراسة استقرارية مربعات البواقي
50	الفرع الثالث: اختبار استقرارية النموذج (Stability Test)
53	خلاصة الفصل الثاني:
55	خاتمة :
58	قائمة المصادر والمراجع :
61	ملخص الدراسة:

فهرس الجداول:

الصفحة	الجدول	الرقم
36	شروط الإدراج الخاصة بالبورصة	01
38	نسبة عمولة الإدراج بالبورصة	02
38	نسبة العمولة السنوية للبقاء	03
40	الأوراق المدرجة بالبورصة	04
40	الأوراق المتداولة وغير المدرجة بالبورصة	05
41	نسبة العمولة المستحقة عن البائع والمشتري	06
42	توصيف بيانات الدراسة	07
44	بيانات اختبار جذر الوحدة بطريقة PP	08
45	اختبار جذر الوحدة ADF	09
48	اختبار منهج الحدود	10
49	نتائج تقدير نموذج معلمات الأجل القصير	11
50	نتائج تقدير نموذج معلمات الأجل الطويل	12
52	تطور معاملات الارتباط الذاتي لمربعات البواقي	13

فهرس الأشكال :

الصفحة	العنوان	الرقم
29	أسواق بورصة تونس	01
43	تطور مؤشرات عينة الدراسة	02
47	نتائج اختبار الفترات المثلى حسب معيار AIC	03
51	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	04
53	اختبار مجموع التراكمي للبواقي المعاودة CUSUM	05
54	اختبار مجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة CUSUM OF SQUARES	06

مقدمة

مقدمة

لقد ازدادت أهمية الاستثمارات الأجنبية ودورها في عملية التنمية خصوصا بعد التغيرات الكبيرة التي طرأت على النظام المالي الدولي في أعقاب أزمة المديونية الخارجية، فقد أخذت معظم الدول النامية إلى جذب هذه الاستثمارات للاستعانة بها في تمويل مشاريعها وفي مواجهة بعض مشكلاتها الاقتصادية، وأصبحت الاستثمارات الأجنبية مجالا خصبا لدراسة العلاقات بين الدول المتقدمة والدول النامية من خلال تدفق الاستثمارات في صور متعددة لتحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية.

وتمشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي خاصة في مجال الأوراق المالية تسعى الاسواق العربية الى مواكبة هذا التطور من جميع الجوانب، فعملت نمط نشأتها على تكييف اطرها القانونية والتشريعية مع مستجدات الساعة المالية الدولية خاصة بعد ادراكها للدور الذي تلعبه هذه الاسواق في حشد المدخرات وتوجيهها في مجال استثمارات متعددة وكذا توفير طريقة جديدة للتمويل، إذ عملت الدول العربية الى خلق سوق جذاب للفوائض المالية لما في ذلك من دور في زيادة رصيد هذه التطورات وانعكاسات ذلك على ادائها.

في هذا السياق تعد التجربة التونسية في جذب الاستثمار من التجارب الجديدة بالاهتمام والدراسة، نظرا لقدراتها على استقطاب حجم كبير من الاستثمارات والتي ساهمت في تحقيق مؤشرات ايجابية في قطاعات حيوية .

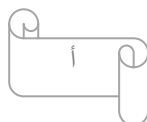
اولا : اشكالية البحث

ان الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في عملية التمويل واحداث تنمية جعل الدول العربية بما فيها دولة تونس تقوم بإنشاء اسواق اوراق مالية لها لجذب استثمارات لها ومن خلال ما سبق يمكن طرح التساؤل التالي:

- ما هي محددات الاستثمار الاجنبي في سوق الاوراق المالية العربية عامة وبورصة تونس خاصة ؟

ويتفرع عن الاشكالية الرئيسية الاسئلة الفرعية التالية :

- ما المقصود بالاستثمار الاجنبي؟
- ما المقصود بسوق الاوراق المالية ؟



- ماهي طبيعة العلاقة بين الاستثمار الاجنبي ومحدداته في تونس؟
- هل يوجد تباين في محددات تدفق الاستثمارات الاجنبية في دولة الدراسة؟

ثانيا : فرضيات البحث

للإجابة عن التساؤل الرئيسي والتساؤلات الفرعية ندرج الفرضيات التالية :

- الاستثمار الأجنبية تنشط سوق الأوراق المالية والاقتصاد.
- المحددات الرئيسية للاستثمار الاجنبي تتمثل في تطوير مؤشرات بورصة الاوراق المالية التونسية.
- يعتبر وجود سوق الاوراق المالية ضرورة قصوى في الاقتصاد.

ثالثا : اهمية البحث

يستهدف هذا البحث اهميته من الالهمية التي يكتسبها الاستثمار الاجنبي باعتباره احد المصادر التمويلية الخارجية التي تساهم في تغطية فجوة الموارد المحلية في مختلف الدول، بالإضافة إلى خلق فرص عمل ونقل الخبرات والتقنيات المتطورة وغيرها من المزايا التي تؤدي الى تدعيم نمو الاقتصاد التونسي حيث يلاحظ ان دور الاسواق المالية تتزايد اهميتها بصورة واضحة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية مما يجعلها تحتل مكانة بارزة في الاقتصاد.

رابعا : اهداف البحث

- معرفة أهم المفاهيم المتعلقة بالاستثمار واسواق الاوراق المالية.
- التعرف على مدى اهمية الاستثمار الاجنبي في النهوض بسوق الاوراق المالية التونسية.
- استعراض محددات تدفق الاستثمارات الاقتصادية في النظرية الاقتصادية .

خامسا: اسباب اختيار الموضوع

- اعتبار الموضوع في مجال التخصص.
- اكتساب المعرفة العلمية.
- اهمية الموضوع خاصة مع التحولات في الوقت الراهن.
- اعتبار الاسواق المالية معيار اساسي للتطور الاقتصادي.
-

سادسا : حدود الدراسة

- الحدود الزمنية: خلال الفترة من 2002 الى 2020
- الحدود المكانية: حالة السوق المالي التونسي

سابعا: صعوبات البحث

من بين الصعوبات التي واجهتها في انجاز هذا البحث هي صعوبة حصر وتركيز الدراسة وذلك نظرا لتشابك وتوسع الموضوع مما يصعب علينا الامام بكل جوانبه.

ثامنا: المنهج المتبع

للإجابة على التساؤلات السابقة ومن اجل تحقيق اهداف البحث تم استخدام الاسلوب الوصفي في الفصل الاول، واعتمدنا على الاسلوب التحليلي في الفصل الثاني بدراسة قياسية.

تاسعا : تقسيم الدراسة

لإنجاز هذا البحث قمنا بتقسيم الدراسة الى فصلين حيث قدمنا في الفصل الاول الادبيات النظرية للاستثمار الاجنبي واسواق الاوراق المالية وقد قسمناه الى مبحثين ففي المبحث الاول تطرقنا الى الاطار النظري إلى متغيرات الدراسة، أما المبحث الثاني فقد خصصناه الى الدراسات السابقة ثم تطرقنا في الفصل الثاني الى الدراسة القياسية حيث تناولنا في المبحث الاول الى الاسواق المالية التونسية اما المبحث الثاني فتطرقنا الى قياس محددات الاستثمار الاجنبي في سوق الاوراق المالية التونسية.

الفصل الاول:

الإطار النظري للاستثمار الأجنبي وسوق

الأوراق المالية

الفصل الأول: الإطار النظري للاستثمار الأجنبي وسوق الأوراق المالية

تمهيد:

لقد حسمت الكثير من الدول النامية موقفها من الاستثمار الأجنبي خلال السبعينات والثمانينات من القرن الماضي، فبعد إن كانت تنظر إليه بنظرة الرفض لاقتزانه بمرحلة الاستعمار، تحولت النظرة تدريجياً للترحيب به فعدلت من قوانينها وأصدرت التشريعات وقدمت كافة التسهيلات لجذب هذا الاستثمار، ذلك لأن الدول النامية عامة والدول العربية خاصة أدركت أهمية الاستثمارات الأجنبية في تسريع وتيرة التنمية الاقتصادية. وقد أصبح الاستثمار الأجنبي في الدول النامية ومن بينها الدول العربية أحد الموضوعات الرئيسية التي تحظى باهتمام من الخبراء والمستثمرين الأجانب، حيث شهد السنوات الأخيرة تزايد المنافسة لجذب الاستثمارات الأجنبية تكمن هاته المنافسة في جعل أفضل مناخ مناسب للمستثمر الأجنبي.

وهذا ما سنتطرق إليه حيث قسمنا الإطار النظري إلى فصلين وكل فصل إلى ثلاثة مباحث وهي:

الفصل الأول: الإطار النظري حول الاستثمار الأجنبي وسوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: عموميات حول الاستثمار الأجنبي وسوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

المبحث الأول: عموميات حول الاستثمار الاجنبي وسوق الاوراق المالية .

يعد الاستثمار الأجنبي أحد القوى الأساسية التي تشكل العملة الاقتصادية وركيزة من ركائز التنمية في جميع دول العالم وخاصة النامية منها، باعتباره موردا تمويليا بديلا للموارد المحلية يمكنه المساهمة في تطوير اقتصاديات الدول وتحسين مركزها التنافسي، ومنه سوف نتطرق في هذا المبحث إلى التعريف والأسباب والأشكال والدوافع للاستثمار الأجنبي.

المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي-التعريف-الأسباب-الأشكال والدوافع

الاستثمار الأجنبي وسيلة تمويلية هامة تسعى العديد من الدول لاستقطابها وفي ما يلي عرض لتعريفه وأسبابه وأشكاله.

الفرع الأول: تعريف الاستثمار الأجنبي

يعد الاستثمار الأجنبي مصدرا تمويليا هاما ذا دور تنموي هام، وله عدد تعاريف مختلفة منها:

- **الاستثمار الأجنبي:** تعرف الاستثمارات الأجنبية بأنها امتلاك أحد الأفراد أو المؤسسات من دولة ما لأصول تعمل في دول أخرى وذلك سواء كان بحق أو دون حق في إدارة تلك الأصول وسواء كان ذلك لفترة قصيرة أو طويلة وغالبا ما تكون طويلة الأجل، وذلك سعيا وراء ربح أوفر أو عمالة أرخص أو لفتح أسواق جديدة وعادة ما تقترن هذه الاستثمارات بعائد عليها.¹

- **الاستثمار الأجنبي:** هو كل استخدام يجري في الخارج لموارد مالية يملكها بلد من البلدان.²

يتحدد الاستثمار بكونه أجنبيا بحسب جنسية المستثمر، فبالنسبة للشخص الطبيعي تتحدد قواعد الجنسية بالنسبة لقوانين بلده.

أما بالنسبة للشخصية الاعتبارية المعنوية والمتمثلة في الشركات التي تمارس الاستثمار الأجنبي فالمشكلة أكثر تعقيدا، ذلك أنه غالبا ما تتعدد جنسيات المساهمين في هذه الشركات، ويميل الاجتهاد القضائي إلى الأخذ والاعتداد بجنسية الشركة على حساب جنسية المساهمين، وذلك لقبول الحماية الدبلوماسية كما حدث في قضية برشلونة تراكشن. وعليه فالمستثمر الأجنبي هو الذي لا يحمل جنسية الدولة التي يعمل على الاستثمار فيها. هذا بالنسبة للتكييف القانوني لشخصية المستثمر الأجنبي، أما بالنسبة لعلم الاقتصاد فقد جرت الأدبيات الاقتصادية

1- عصام عمر مندور، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل المتغيرات الاقتصادية الدولية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2010م، ص 10.

2- فاضل محمد العبيدي، البيئة الاستثمارية، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012م-1433هـ، ص 27.

على تعريف الاستثمارات الأجنبية بأنها: تلك المشروعات المملوكة للأجانب سواء كانت الملكية كاملة أم كانت بالاشتراك بنسبة كبيرة مع رأس المال الوطني، بما يكفل السيطرة على إدارة المشروع، ولكننا نجد أن هذا التعريف يساوي بين أن تكون تلك المشروعات مستثمرة بشكل مباشر عن طريق الأفراد أو الشركات الأجنبية، أو تتم الاستثمارات بشكل غير مباشر عن طريق الاكتتاب في أسهم وسندات تلك المشروعات، لذلك كان لابد من وضع تعريف جامع مانع.

فأمكن تعريفها بأنها: هي الأموال الأجنبية (حكومات، أو أفراد أو شركات) التي تنساب إلى دخل الدول الضعيفة بقصد إقامة مشاريع تملكها الجهة الأجنبية وتأخذ عوائدها بعد دفع نسبة من هذه العوائد، وضمن شروط يتفق عليها إلى الدول المضيفة.¹

الفرع الثاني: أسباب الاستثمار الأجنبي

يتوجه المستثمرون لأسباب مباشرة وغير مباشرة في دول أجنبية تعمل هي الأخرى جاهدة على استقطابهم للاستفادة من الآثار الإيجابية المترتبة عن استثماراتهم، كما تحاول تجنب ما قد ينجم عنها من آثار سلبية. هناك العديد من الأسباب المباشرة وغير المباشرة التي تدفع الشركات للاستثمار في الخارج وهي:

1- الأسباب المباشرة: تتمثل فيما يلي:²

أ- تجنب الحواجز الجمركية والرسوم والضرائب: تضطر الشركة إلى الاستثمار في سوق دولة معينة بسبب القيود الجمركية والفنية التي بدأت الدولة تفرضها على استيراد السلعة، فتضطر الشركة إلى إنشاء المصنع الذي ينتج ذات السلعة في ذلك البلد بدلا من تصديرها إليه، يؤدي هذا الإجراء إلى احتفاظ الشركة بمكانتها القوية في سوق ذلك البلد.

ب- المحافظة على انتظام تدفق المواد الخام واستمرارها: إذا شعرت الشركة أن مصدرها المفضل أو الوحيد الذي تتزود منه باحتياجاتها من المواد الخام أصبح مهددا بالتوقف أو عدم الانتظام فإن الشركة تضطر إلى الاستثمار في بلد المصدر أو أي بلد آخر لتأمين حصولها على المواد الخام أو المواد نصف المصنعة بصفة منتظمة ومستمرة.

ج- تقليل تكاليف الإنتاج: عندما ينمو الطلب على السلع المحلية، وتلجأ إلى التصدير للخارج، وعندما تصل إلى مرحلة تكون فيها الشركة قادرة إداريا أو فنيا وتكنولوجيا على حماية مصالحها، فإنها تستخدم خبرتها وقدراتها

1- محمد عبد العزيز عبد الله عبد، الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول الإسلامية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، ص ص 16-17.

2- علي عباس، إدارة الأعمال الدولية المدخل العام، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط1، 2009م، ص 159.

في العمل على تخفيض تكاليف السلعة، كما تلجأ مثلاً إلى تأسيس فروع لمصانعها قرب الأسواق في الدول المجاورة بدلا من تحمل تكاليف النقل الباهظة لتصدير منتوجاتها في السوق المحلية.

د- القوة التنافسية والسوقية: هنا أيضا قد تشعر منشأة ما أن سوقها الخارجي غير مخدوم بالمستوى الذي تفضله، كأن تكون المؤسسات التسويقية والوكلاء في القطر المعني عاجزين أو غير راغبين في تسويق سلع ومنتجات الشركة الأجنبية بالكفاءة الهجومية المرغوبة، أو في الترويج لمنتجاتها، أو تقديم خدمات ما بعد البيع الضروري أمام المنافسة الشديدة، أو في تنمية السوق عامة، يقود ذلك إلى إحباط استراتيجيات الشركة التسويقية وخططها.¹

(2) الأسباب غير المباشرة: تتمثل فيما يلي:²

أ- زيادة المبيعات والأرباح: إذا كانت الشركة ناجحة محليا فإن التوسع نحو الأسواق الأجنبية يزيد من ربحيتها.

ب- الحصول على حصة في السوق الدولي: فمن خلال الاستثمار الخارجي تتعلم الشركة المزيد من الخبرة من منافسيها والوسائل التي يستخدمونها للحصول على حصة في الأسواق الدولية.

ج- استقرار تقلبات السوق: من خلال العمل في الأسواق الدولية لا تعود الشركة أسيرة للتغيرات الاقتصادية وتغير أذواق ومتطلبات المستهلك والتقلبات الموسمية في الاقتصاد المحلي.

د- تحقيق الاعتماد على الأسواق المحلية: من خلال التوسع في الأسواق الخارجية تزيد الشركة من قاعدة تسويقها وتقل اعتمادها على الزبائن في السوق المحلي.

هـ- تقوية القدرة التنافسية للشركة: يعزز العمل الدولي للشركة إلى زيادة التصدير والتصدير يعزز الميزة التنافسية للشركة وللدولة، فالشركة تستفيد من التعرف على التقنيات والأساليب والاستثمارات الجديدة، في حين يستفيد البلد من تحسن ميزانه التجاري، وميزان المدفوعات.

الفرع الثالث: أشكال الاستثمار الأجنبي: تتعدد المعايير التي يصنف وفقها الاستثمار الأجنبي، ومن بين هذه المعايير نجد:³

1- معيار الزمن: يصنف الاستثمار الأجنبي وفقا لهذا المعيار إلى شكلين هما:

أ- الاستثمار قصير الأجل: وهو الاستثمار الذي يعتمد أساسا على سعر الصرف الذي يعتبر المحرك لهذا النوع، وهو عادة يتضمن تحركا لرأس المال لمدة تقل عن سنة واحدة.

1- أحمد عبد الرحمن أحمد، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ للنشر، القاهرة، ط3، ص 100.

2- علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص ص 158-159.

3- قرين وفاء، كعوش أسماء، 1980-2017م، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الصين دراسة قياسية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (ل.م.د)، تخصص "إدارة مالية"، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف، ميلة، 2019/2020م، ص 10.

ب- الاستثمار طويل الأجل: وهو الاستثمار الذي تتم فيه تحركات رؤوس الأموال بين البلدان لمدة تزيد عن سنة واحدة، كما يساهم هذا النوع في تنمية الاقتصاديات المتلقية لها، ويظهر ذلك من خلال أثر كل من السيولة والإنتاج، فمن خلال أثر السيولة تؤدي تدفقات رأس المال الأجنبي إلى زيادة حجم الاستثمار في البلدان المضيفة لها، وبالتالي زيادة مداخيلها وقدرتها الاستيرادية، أما فيما يتعلق بأثر الإنتاج فإن الاستثمار الأجنبي يعمل على زيادة الكفاءة الإنتاجية في الصناعة أو القطاع المعني..

2- معيار المصدر: ويصنف الاستثمار الأجنبي وفقا لهذا المعيار إلى شكلين هما:

أ- الاستثمار الأجنبي العام: وهو ذلك النوع من الاستثمار الذي تقوم به الدول والحكومات الأجنبية أو المؤسسات أو الهيئات التابعة لها أو المؤسسات الدولية أو الإقليمية، ويتخذ في معظم الأحيان شكل قروض نقدية أو عينية أو كلاهما.

ب- الاستثمار الأجنبي الخاص: ومصدره الأساسي الأفراد أو الشركات الأجنبية التي تمثل القطاع الخاص في الدولة المصدرة، وقد شجع العديد من الاقتصاديين هذا النوع من الاستثمار كونه يشكل مظهرا من مظاهر النشاط الاقتصادي الحر الذي يؤدي إلى كفاءة استخدام الموارد الاقتصادية المتاحة.

3- معيار أسلوب إدارة المشروع الاستثماري: ويصنف الاستثمار الأجنبي وفقا لهذا المعيار إلى:

أ- الاستثمار الأجنبي المباشر: وهو الاستثمار الذي ينطوي على تملك المستثمر الأجنبي لجزء أو كل الاستثمارات في المشروع المعني، بالإضافة إلى قيامه بالمشارك في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني أو السيطرة الكاملة عليه، فضلا عن قيامه بتحويل مقدار من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية في جميع المجالات إلى الدول المضيفة.

ب- الاستثمار الأجنبي غير المباشر: ويسمى كذلك بالاستثمار في الأوراق المالية، وهو ينطوي على تملك الأفراد أو الهيئات أو الشركات لبعض الأوراق المالية دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع الاستثماري، ويعتبر الاستثمار في الأوراق المالية استثمارا قصير الأجل بالمقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر¹.

الفرع الرابع: دوافع الاستثمار الأجنبي: تتباين دوافع الاستثمار الأجنبي بالنسبة للبلد المضيف (المستفيد) والمستثمر الأجنبي ويمكن أن نوضح هذه الدوافع وفقا لوجهة نظر كلا الطرفين كما يأتي:²

1- فاضل مُجْد العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 40-41.

2- مرجع نفسه

1- دوافع الاستثمار الأجنبي من وجهة نظر البلد المضيف: إن أغلب الدول لاسيما النامية منها تسعى لاجتذاب الاستثمارات الأجنبية لتحقيق مجموعة من الأهداف التي تراها مناسبة وتخدم أوضاعها الاقتصادية ومن أهمها ما يأتي:

أ- معالجة فجوة الموارد: يعتمد النمو الاقتصادي بالدرجة الأساس على الاستثمارات الجديدة وكفاءة توزيعها وهذه الاستثمارات تعتمد على حجم المدخرات، فإن كانت الدولة تعاني العجز في تلك المدخرات ستلجأ إلى الاستثمارات الأجنبية، إن فجوة الموارد قد تأخذ شكلين أحدهما الفجوة الادخارية عندما تكون الاستثمارات الأجنبية تفوق إمكانية التمويل المحلية، وتقاس بالفرق بين معدل الاستثمارات المخططة والمطلوبة ومعدل الادخار القومي، أما الشكل الثاني لفجوة الموارد فتسمى فجوة الصرف الأجنبي والتي تحدث حتى ولو كانت المدخرات المحلية تساوي الاستثمارات المخططة ولكن هذه المدخرات قد لا تضمن إمكانية تحويلها إلى عملات أجنبية لشراء الآلات والمعدات من الدول المتقدمة.

ب- ضيق الطاقة الاستيعابية: يقصد بضيق الطاقة الاستيعابية (نقص فرص الاستثمار والربح) بعد أن تصل الكفاية الحدية لرأس المال إلى مستوى سعر الفائدة، أو أقل من السعر ويصبح الربح مساويا للصفر أو سالبا ولم يعد الاستثمار عملا مجديا اقتصاديا.

ج- نقل التكنولوجيا الحديثة والمتطورة: إن الاستثمار الأجنبي لا يعني مجرد توفير عملات أجنبية تساهم في التمويل فقط بل هو آلات ومعدات على أرقى الأساليب الفنية وأحدث التطورات التكنولوجية، إذ يشير تقرير الاستثمار العالمي لسنة 2008م بأن مجال صناعة الاتصالات مثلا ساهم عند دخوله أسواق البلدان النامية في تخفيض عقبة الوصول إلى تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، كما ساهم بنقل التكنولوجيا غير المادية أيضا والتي تشمل المعرفة الفنية والممارسات التنظيمية والإدارية إلى الدول المضيفة.

د- خلق فرص عمل: تعاني الدول النامية من قصور في استخدام كامل القدرات البشرية، إذ توجد معدلات مرتفعة للبطالة الإجبارية والمقنعة وأغلب المعالجات تتم بتدابير خلق وظائف في القطاع العام وهذه معالجة غير جذرية، لاسيما في الدول العربية التي تعاني من مشكلة البطالة، أما في حالة وجود الاستثمار الأجنبي فسيخلق فرص عمل لأولئك العاطلين علاوة على ذلك سيساهم عملهم في زيادة التعليم والمهارة، وهذا ما يقدم وظائف حقيقية مهمة في الاقتصاد الوطني تساهم في تحسين المعرفة بالإدارة والمهارات وزيادة الإنتاجية.

هـ- **زيادة رأس المال:** الاستثمار الأجنبي يساهم في زيادة عرض رأس المال محليا وزيادة النمو قد يولد آثارا إيجابية تساهم في زيادة الكفاءة الإنتاجية من خلال المنافسة والخبرة وأن معظم الاستثمارات الأجنبية تسعى وراء الكفاءة للتصدير كسلع نهائية أو وسيطة وبعضها يسعى للحصول على الموارد.

و- **يساهم في تنويع الصادرات:** إن أغلب الدول النامية تعتمد في صادراتها على المواد الأولية لاسيما الدول النفطية وتكون أسعارها عرضة للتقلبات، أي أن اقتصاديات أحادية الجانب، أما الاستثمار الأجنبي فيساهم في خلق صناعات متنوعة.¹

2- **دوافع المستثمر الأجنبي:** توجد مجموعة من الأسباب تشكل مجموعها دوافع للشركات الأجنبية في التوسع باستثماراتها وتغزو الأسواق العالمية عابرة الحدود الجغرافية وأهم هذه الدوافع ما يأتي:²

أ- **عوامل السوق:** يعد اتساع الأسواق ونموها من العوامل الرئيسية الجاذبة للاستثمارات الأجنبية وأن لكل سوق مؤشرات ومن هذه المؤشرات معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) ونمو السكان اللذان يعكسان القوة الشرائية التي تحدد مستوى الطلب الكلي على السلع والخدمات المنتجة وكلما كانت هذه المؤشرات مشجعة أدت إلى أن تصبح عاملا مسببا لجذب الاستثمارات الأجنبية التي تعاني من ضيق أسواقها في الدول الأم لتحديد الشركات وخضوعها للمنافسة.

ب- **حوافز التجارة:** تفرض الدول المضيفة إجراءات حمائية للشركات الأجنبية من أجل اجتذابها، ومن هذه الإجراءات سياسة الحماية الكمركية التي تحد من استيراد السلع المماثلة لتلك التي تنتجها تلك الشركات فضلا عن منحها امتيازات وإعفاءات ضريبية مثل ضريبة الدخل وتحويل الأرباح وغيرها، ولما تمتاز به هذه الشركات من إمكانات مادية وتكنولوجية.

ج- **عوامل الكلفة:** من دوافع المستثمر الأجنبي هو تخفيض التكاليف قدر الإمكان من أجل الحصول على أعلى الأرباح، ومن العوامل التي تساهم في تخفيض التكاليف هي:

1- **البحث عن الموارد:** تسعى الشركات الأجنبية إلى البحث عن الموارد الطبيعية والاستفادة من الميزة النسبية التي تتمتع بها الدول المضيفة وأهم هذه الموارد هي الموارد الطبيعية كالبترول والغاز وخامات الحديد كذلك المواد الزراعية الأولية كالقطن وغيرها إذ أسعارها في الدول النامية أقل مما هي عليه في الدول المتقدمة.

1- فاضل مُجَّد العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 42-43.

2- مرجع نفسه ص 45.

2- البحث عن الأيدي العاملة الرخيصة: تتصف العديد من الصناعات بأنها كثيفة العمل أي تحتاج إلى أيدي عاملة رخيصة الأجر وأغلب الدول النامية تعاني من البطالة هذا ما يشجع المستثمر الأجنبي في تحديد موقع المشروع الاستثماري الذي تكون فيه أجور العمل منخفضة.

3- عوامل النقل: تعد عوامل النقل سببا في ارتفاع التكاليف إذا ما صنعت السلع في الخارج، أما إذا قام المستثمر الأجنبي بتصنيعها داخل حدود الدول المضيفة سيساهم في تخفيض كلف النقل والذي يؤدي إلى انخفاض التكاليف الكلية وزيادة الأرباح.

د- البحث عن الكفاءة: إن الدافع للاستثمارات الأجنبية هو كفاءة الإنتاج وتتم هذه الكفاءة بتندية التكاليف وتعظيم الأرباح وتحسين نوعية المنتج وهذه الأهداف تتحقق من خلال إمكانية الشركات الأجنبية ولما تمتاز به من مزايا احتكارية تستطيع مواجهة الشركات المحلية.¹

المطلب الثالث: متغيرات من داخل السوق ومتغيرات من خارج السوق

الفرع الأول: متغيرات من داخل السوق

1) حجم السوق: لا يتحدد حجم السوق بالنسبة للشركات بمساحته وحسب وإنما بعوامل أخرى أكثر أهمية مثل عدد السكان، الدخل الوطني، الناتج المحلي الإجمالي، ومتوسط دخل الفرد وغيرها من المقاييس، فقد يكون عدد السكان كبيرا ولكن القوة الشرائية لهم أو مستوى الدخل متدن، أو قد تكون العادات والتقاليد مقيدة لاستهلاك الأفراد لبعض السلع، فالدول الإسلامية مثلا لا تأكل لحوم الخنزير ولا تتناول المشروبات الروحية، ومن العبث اعتبار السوق في البلاد العربية كبيرا لتسويق هذه السلع.²

2) التضخم: من المعلوم أن معدلات التضخم تأثير مباشر على سياسات التسعير وحجم الأرباح، وبالتالي حركة رأس المال، كما تؤثر على تكاليف الإنتاج التي يهتم بها المستثمر الأجنبي، كما أن لارتفاع معدلات التضخم في الدول المضيفة تأثيرات على مدى ربحية السوق بالإضافة إلى فساد المناخ الاستثماري ذلك لأن المستثمر الأجنبي في حاجة إلى استقرار سعري، ويقصد بالمعدلات العالية للتضخم ما يتجاوز 10%، فإذا بلغ 30% أو 40% أو تجاوز 100% سنويا يدخل منطقة الخطر سواء بالنسبة للاستثمارات الأجنبية أو المحلية.

1- فاضل مُجَّد العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 46-47.

2- علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 161.

(3) معدل الفائدة: إن الزيادات في أسعار الفائدة المتجهة نحو مستويات إيجابية بشكل معتدل تقترن بالزيادة في الاستثمار والادخار، وهذا ما يحسن من إمكانية النمو الاقتصادي وتؤدي سلبية أسعار الفائدة إلى:

- هروب رؤوس الأموال المحلية وتشجيع الاستثمارات كثيفة رأس المال.
- تحويل نسبة كبيرة من المدخرات أو الأرصدة إلى ودائع العملة الأجنبية وهذا ما يولد ضغوطا على ميزان المدفوعات مما يساعد على الارتفاع في أسعار الصرف.¹

(4) الاستثمار الأجنبي المباشر: وهو يختلف عن الاستثمار في المحفظة لكونه ينطوي على تملك المستثمر الأجنبي لجزء من أو كل الاستثمارات في المشروع المعين، هذا بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع الوطني في حالة الاستثمار المشترك أو سيطرته التامة على الإدارة والتنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الاستثمار فضلا عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية في جميع المجالات إلى الدول النامية.²

الفرع الثاني: متغيرات من خارج السوق

1- سعر الصرف: كما أوضحت بعض الدراسات التطبيقية أن المستثمر الأجنبي يتفاعل بردود فعل عكسية مع تقلبات أسعار الصرف، حيث أوضح (Cushman 1985) أن المستثمر الأجنبي ينجذب إلى الدول بعد حدوث تخفيض في قيمة العملة فضلا على التقلبات الكبيرة في سعر الصرف تصعب تحقيق الجدوى، كما يمكنها أن تعرض المشروعات بخسارة شديدة غير متوقعة تستخدم برامج التثبيت الاقتصادي سعر الصرف كأداة تخلق حافزا قويا لدى المؤسسات المحلية للاقتراض بالعملة الأجنبية بأسعار فائدة منخفضة ولدى المستثمرين الأجانب، كما تعتبر عملية تخفيض سعر العملة استراتيجية تتبعها الدول لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر.³

2- الناتج المحلي الإجمالي: يعد حجم السوق أحد المتغيرات المهمة التي تؤثر في تحديد حجم الاستثمارات الأجنبية، وذلك لأنه يحدد مدى تحقيق المشروع لاقتصاديات الحجم، فعندما يكون حجم السوق كبيرا يعني هذا أنه بحاجة إلى استثمارات أولية كبيرة لتغطية متطلباته الأولية، وهنا تنخفض التكاليف الإنتاجية إلى حدها الأدنى، وتزايد كمية الإنتاج بنسبة أكبر من الزيادة في التكاليف الكلية مما يزيد من الأرباح المحققة من المشروع.

وهناك علاقة إيجابية تربط بين الناتج المحلي الإجمالي والاستثمارات الأجنبية المتدفقة إلى البلد، وذلك

لارتباط مستوى الناتج المحلي الإجمالي إيجابيا وحجم السوق المحلي وبالتالي توفير اقتصاديات الحجم.

1- د. ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ط1، ص ص 121-122.

2- د. ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص 99.

3- المرجع نفسه، ص 122.

فتمو مستوى الناتج المحلي الإجمالي يؤدي إلى زيادة مستوى دخل الفرد مما يجعله يتطلع إلى أنماط استهلاكية جديدة، وبالتالي يصبح بحاجة إلى استثمارات أولية لتغطية الطلبات المتزايدة للبلد المضيف، وبذلك فإن حجم الناتج المحلي الإجمالي ومستوى نموه المتحقق يعتبر من أهم المتغيرات التي تؤثر في حجم الاستثمارات الأجنبية المتدفقة إلى البلد¹.

المطلب الثالث: مفاهيم عامة حول أسواق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية ركنا رئيسيا من أركان السوق التمويلية ومصدر من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، حيث يتمثل سوق الأوراق المالية وجيه المناخ الاستثماري لحركة رأس المال، كما تعتبر صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المالية الجديدة لتجميع مدخرات المستثمرين.

الفرع الأول: تعريف ومكونات سوق الأوراق المالية

تعتبر الأسواق المالية مرآة حقيقية تعكس الأوضاع الاقتصادية للدولة، إذ تلعب دورا أساسيا في الحياة الاقتصادية ودفع عجلة التنمية من خلال المهام التي تؤديها والأهداف التي تحققها.

1- تعريف سوق الأوراق المالية: هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية يمكن ذكر البعض منها:

- **التعريف الأول:** يعرف سوق الأوراق المالية على أنه عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال².

- **التعريف الثاني:** يعرف على أنه عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة الصكوك (برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها)³.

- **التعريف الثالث:** تعرف سوق الأوراق المالية بأنها: "الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول"⁴.

1- مجّد عبد العزيز عبد الله عبد، مرجع سبق ذكره، ص ص 65-66.

2- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، 2008م، ص 210.

3- مجّد عبد الله شاهين، كفاءة صناديق الاستثمار ودورها في دعم الأسواق المالية، دار الكتاب الجامعي دولة الإمارات العربية المتحدة، الجمهورية اللبنانية، ط1، 2017م، ص 38.

4- مجّد عبد الله شاهين، مرجع سبق ذكره، ص 39.

2- مكونات سوق الأوراق المالية: تنقسم سوق الأوراق المالية إلى:

1) سوق إصدار الأوراق المالية (السوق الأولية): يتم في نطاقه التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وذلك عن طريق ما يسمى بالاكنتاب سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى فروض طويلة الأجل.

2) سوق تداول الأوراق المالية (السوق الثانوية): وفيه يتم التعامل بالأوراق المالية المصدره سابقا التي تم طرحها للاكنتاب للجمهور، من خلال سوق الإصدار، حيث يوفر هذا السوق السيولة للمستثمرين الذين قاموا بشراء الأوراق المالية من السوق الأولى والذي بدوره ينقسم إلى:¹

- أسواق منظمة: وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تصنعها الجهات الرقابية ويتم إعادة تداول الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد، وذلك لكون التعامل يجري في مكان مادي محدد.

- أسواق غير منظمة: وفيها تتداول عدة أوراق مالية غير المسجلة بالبورصة من خلال التجار ويتم من خلالها تحديد أسعار التعامل بالتفاوض.

- السوق الثالث: هو يمثل جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة غير المنظمة.

- السوق الرابع: هي سوق التعامل بين الشركات الكبيرة المصدره للأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين وذلك دون الحاجة إلى سماسرة وتجار أوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية.

الفرع الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص تميزها عن غيرها كما لها عدة وظائف.

1- خصائص سوق الأوراق المالية:²

أ- سوق الأوراق المالية هي من الأسواق المنتظمة.

ب- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة السوق الثانوي يتم من خلال الوسيط.

ت- التداول في سوق الأوراق المالية يعطي صورة لظهور سوق منافسة كاملة يعتمد على الطلب والعرض لتحديد الأسعار.

1- ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال الأسهم والسندات، شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003م، ص ص 23-24.
2- د. وليد صافي، د. أنيس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، 2009م/1430هـ، ص 34.

- ث - تمتاز أسواق الأوراق المالية بأنها واسعة يتم بها صفقات كبيرة تتسع لتشمل معظم أجزاء من العالم.
- ج- تعتبر هذه الأسواق من أكثر الأسواق تطوراً وتعطي المستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق أرباح.
- ح- يتطلب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات رشيدة.
- 2- وظائف أسواق الأوراق المالية: يمكن تلخيصها فيما يلي:¹
- أ- إيجاد حلقة فعالة بين البائعين والمشتريين الأمر الذي يسير الاستثمار والتمويل للإقراض.
- ب- تشجيع الادخار وذلك بفتح مجالات واسعة أمام صغار المدخرين لإيجاد فرص استثمار ملائمة.
- ت- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية الأمر الذي يولد عائداً ملائماً للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي.
- ث- وجود سوق يساعد السياسة النقدية والمالية على تحقيق أهداف تلك السياسات في العملة الاقتصادية.
- ج- توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن الاختيار للوسائل الاستثمارية وتمكنه من إعادة النظر من استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة.

المطلب الثالث: العلاقة بين الاستثمار الأجنبي والأسواق المالية

الفرع الأول: مراحل الاستثمار في الأوراق المالية

يمكن تقسيم عملية الاستثمار في الأوراق المالية إلى خمس مراحل وهي:²

- 1) تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية: وهي الكشف عن الغرض أو الهدف المطلوب تحقيقه، فمثلاً في مجال الاستثمار البشري، فإن أب لثلاثة أطفال -يحدد هدفه- وهو إدخال أولاده الثلاثة الجامعة، ولكن تحقيقه هذا الهدف يتطلب تحقيق هدف آخر، وهو ضرورة ادخار وتوفير نفقات الدراسة خلال الفترة السابقة لدخول الجامعة، كذلك الحال فإن مجلس إدارة الشركة بالاتفاق مع ممثلي العاملين يضع أو يحدد الأهداف الخاصة بخطة التأمينات والمعاشات الخاصة بالتقاعد والأساليب التي تكفل ذلك، وكذلك الحال بالنسبة للمستثمر في الأوراق المالية عليه أن يحدد الهدف، هل يتمثل في تحقيق أكبر عائد ممكن أو يرغب في استقرار العائد بهدف تحديد نوعية الأصول الاستثمارية.

1- د. متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون 2009م، ط1، 2010م-1431هـ، ص 163.

2- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق الاستثمار، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2006-2007م، ص 13.

(2) تحديد مستوى الخطر الملائم: إن تحديد وتحقيق هدف الاستثمار من أكثر المسائل صعوبة وحساسية، حيث يحدد هذا القرار إلى حد كبير تشكيل الأصول التي تدخل في محفظة الأوراق المالية، فالمستثمر الذي يميل إلى تجنب المخاطر يتجه إلى تشكيل النسبة العظمى من المحفظة من السندات، بينما المستثمر الذي يرغب في تحمل المخاطر فإن محفظة تتشكل في غالبيتها من الأسهم وهذا يعني أن المحفظة تتشكل من أكثر من نوع من الأوراق المالية كمدخل لتعظيم العائد وتدنية المخاطر، الأمر الذي يتطلب قياس عائد الورقة وعائد المحفظة والمخاطر المرتبطة على ذلك بهدف توجيه المستثمر ومساعدته على اتخاذ القرار المناسب.

(3) تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدا: حيث يجب دراسة وتحليل كل ورقة مالية وذلك بهدف التعرف على العائد والخطر الذي تنطوي عليه عملية الاستثمار، ومن ثم اختيار التشكيل الاستثماري المناسب.

(4) تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية: تعتبر خصائص الورقة من حيث العائد والمخاطر المدخل للخطوة الرابعة والتي تعني تشكيل وتكوين المحفظة المثلى في ظل مستوى الخطر المقبول.

(5) تقييم ما تم تحقيقه: وهي تقييم ما تم بمعنى عرض النتائج المترتبة على تشكيل المحفظة للتعرف على أن من الأهداف التي تحققت ومن ثم التوصل إلى عدد من الانطباعات التي تساعد في مجال التحليل والدراسة المستقبلية للأوراق المالية وتطوير أساليب تحسين المحفظة.¹

الفرع الثاني: قنوات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية:

ويقصد بقنوات الاستثمار الأجنبي المحفظي السبل المختلفة التي من شأنها تمكين المستثمر المحلي من الوصول إلى أسواق الأوراق المالية الأجنبية أو تلك التي تمكن المستثمر الأجنبي من الوصول للاستثمار في سوق الأوراق المالية المحلية ومن بين هذه القنوات نجد:²

(1) صناديق الاستثمار: تتمثل هذه الشركات في مؤسسات مالية تتولى تجميع الأموال من عدد كبير من الأفراد عن طريق إصدار الأسهم أو ما يعرف بـ "وثائق الاستثمار" حيث تستخدم متحصلات مع هذه الأسهم في شراء أوراق مالية من أسهم وسندات الشركات المختلفة سواء كانت في الداخل والخارج، ويمكن تقسيم صناديق الاستثمار إلى نوعين هما: صناديق استثمارية مفتوحة، صناديق استثمار مغلقة.

1- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 14.

2- أ.د. مفتاح صالح، أ. بوعبد الله علي، واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، جامعة مجد خيضر، بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الرابع عشر، ديسمبر 2013م، ص 68.

(2) المحافظ المشتركة: تعد المحافظ المشتركة شركات استثمارية مستقلة تؤسس عادة من قبل بنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى مثل صناديق التقاعد والضمان وشركات التأمين، والتي تستثمر الأموال المجتمعة بدل من إنفاقها مباشرة وتعتمد المحافظ المشتركة على ثقة المساهمين بإدارة تتولى أعمالها في الداخل والخارج في أسواق منتظمة وغير منتظمة.

(3) الاستثمارات بالإصدارات العالمية للأوراق المالية: الاستثمار من خلال ما يعرف بالإصدارات العالمية أو الدولية للأوراق المالية، وهي أوراق يتم تشغيلها في أسواق الأوراق المالية العالمية مما يسمح بتداولها في دول كثيرة، وعادة ما تتطلب هذه الإصدارات توفر شروطا معينة للتسجيل في الأوراق المالية العالمية مثل حجم الإنتاج والمبيعات ونسب استغلال الطاقة الإنتاجية ومدى إتباع معايير المحاسبة الدولية ومدى التزام سياسات ومبادئ الإفصاح والشفافية وغيرها.

د- الشراء والبيع المباشر للأوراق المالية: ويكون ذلك إما عن طريق شراء وبيع أسهم الشركات الأجنبية في أسواقها المحلية ويعتبر هذا النمط أكثر أنواع الاستثمار المحفظي خطورة لأن المستثمر عندها سيكون في حالة مواجهة لمخاطر تغيرات أسعار الصرف، وكذلك مختلف القواعد والقوانين المنظمة لعمل السوق بالإضافة إلى الأنظمة المحاسبية والضريبية ومستويات الإفصاح والشفافية التي تختلف من دولة إلى أخرى، وإما عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية الأجنبية المسجلة في سوق الأوراق المالية المحلية.

الفرع الثالث: المشاكل المرتبطة بالاستثمار الأجنبي في المحفظة: تنشأ المخاوف من أن تؤدي النفقات الخاصة بالاستثمار المحفظي إلى الأضرار باستقرار الاقتصاد الكلي بالرغم من أن التدفقات الدائمة يمكن أن تخلق مشكلات للموائمة والتدفقات غير المستمرة يمكن أن تؤدي إلى زعزعة الاقتصاد المحلي عند دخولها وكذلك عند خروجها.

ويمكن أن تقسم هذه المشكلات المرتبطة باستمرارية تدفق الاستثمار في المحفظة إلى:¹

1- حالة خروج رؤوس الأموال: إن احتمال أن يتخذ المستثمرون الأجانب قرارا مفاجئا بمغادرة البلد الذي يستثمرون فيه وهذا الاحتمال بتغيير اتجاه التدفق، شبيه بحالة القروض المصرفية قصيرة الأجل، ويمكن أن تكون بالغة الضرر من حيث إحداث تقلب كبير في أسعار الصرف أو الارتفاع في أسعار الفائدة أو كليهما. ويمكن تقسيم أسباب خروج رؤوس الأموال إلى:

1- مجّد صلاح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2002م، ص 389.

- حالة ما إذا كانت التدفقات مؤقتة من نوع الأموال الساخنة، وهذا النوع من التدفقات يكون الدافع لاجتذابه عادة إما لوجود اختلالات في السوق أو خطأ في السياسات يؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية.

- حالة خروج رؤوس الأموال بسبب صدمة سلبية مثل حدوث تطور سياسي غير متوقع، أو انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية، أو التغيير في الظروف التي تؤثر على العائد من هذه التدفقات.

وفي كلتا الحالتين سيكون رد فعل المستثمر هو بيع ما يملكه من أوراق محلية مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، وبالتالي انخفاض في المؤشر العام للبورصة ويشترى بعائدها عملة أجنبية مما يؤدي إلى ضغوط على العملة المحلية.

2- حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال للاستثمار في المحفظة: من الآثار المترتبة على الزيادة في تدفق رؤوس الأموال أن الحجم الأكبر من رؤوس الأموال التي تدخل إلى البلد من أسواق رأس المال المحلية تؤدي إلى التوسع في حجم الأصول المالية المحلية وزيادة الطلب على السلعة المحلية، وما قد يتبع ذلك من تسارع في معدلات التضخم، وتبعاً لنظام سعر الصرف، إما حدوث ارتفاع في سعر العملة المحلية (سعر الصرف الموعوم) أو انخفاض في أسعار الفائدة (سعر الصرف الثابت)، وارتفاع سعر العملة الحقيقي يؤدي إلى عرقلة إصلاحات التجارة وتدهور القدرة التنافسية للدولة، وبالتالي فإن احتمال تفاقم حالة عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ستجعل تدفقات رؤوس الأموال نفسها غير مستقرة أيضاً.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

نالت دراسة الاستثمارات الأجنبية قدراً من الأبحاث والدراسات على المستويين المحلي والدولي نظراً لتأثيرها على اقتصاديات الدول المضيفة

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

1 دراسة احمد مدياني ونورين بومدين في مذكرة ماستر بعنوان "دور تنوع الأدوات المالية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية" التي تكشف ان لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاد القومي لأي بلد، لهذا يجب الاستفادة من هذه الفرص للتمويل وتنفيذ خطط التنمية، وقد تزايدت أهمية المشتقات المالية في السنوات الأخيرة، إذ تشير الإحصائيات إلى ارتفاع حجم التداول بالمشتقات على اختلاف أنواعها ويشير أيضاً إلى إدراج التعامل بالمشتقات والأدوات المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية يعد خطوة هامة في تطوير التعامل في هذه السوق،

وهذا من باب جعله يتلاءم مع رغبات المستثمرين فيه، من خلال توفر المنتجات المالية المناسبة لهم، بهدف إتاحة فرص التنويع له.¹

2/ دراسة ادلال بن مينة، جهاد بوضيات عن دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية، بحيث اشارت هذه الدراسة الى ان لصناديق الاستثمار دورا هاما في تنشيط أسواق الأوراق المالية من خلال جلب المزيد من المدخرين لأنها تحقق فائدة التنوع للمستثمر بالصندوق وبالتالي تخفيض مستوى المخاطر الاجمالية للاستثمار، وهي أيضا تتجنب (استثمارات الصندوق) القيود التي تقع على استثمارات الافراد وهنا ينتج:

- المزيد من القدرة على التنويع.

- تنخفض تكاليف بيع وشراء الأسهم وقد أظهرت هذه الدراسة انه خلال الفترة (2005_2014) مساهمة هذه الصناديق في اجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية السعودية بقيت ضئيلة خلال الفترة المدروسة خاصة بعد الازمة المالية لعام 2008 وقد تركزت معظم استثماراتهما في قطاع الطاقة ومرافق الخدمة، كما شهد عدد المشتركين فيها انخفاضا خلال الفترة المدروسة بسبب عدم إتاحة المعلومات الكافية للمشاركين.²

3_ دراسة د علي بوعبد الله جامعة بسكرة، د شريف بوقصبية جامعة الوادي، محددات الاستثمار الأجنبي في المحافظ المالية في سوق عمان للأوراق المالية حيث أشارت هذه الدراسة انه في الأسواق الناشئة هناك العديد من العوامل التي تؤدي الى جذب الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية ومن أهمها الناتج المحلي الإجمالي، وكفاءة السوق، وأيضا توقعات الأرباح وتختلف باختلاف ميزات اقتصاديات الدول.

وقد هدفت هذه الدراسة الى استكشاف محددات الاستثمار الأجنبي في المحافظ المالية في سوق عمان للأوراق المالية، ومقارنة النتائج بدراسات سابقة وتوصلوا في الأخير الى انه لجذب الاستثمار الأجنبي في الأردن يجب المحافظة على نمو الناتج المحلي الإجمالي واستقرار سعر الصرف وأيضا تخفيض قيمة الديون الخارجية.³

¹ احمد مداني ونورين بومدين " دراسة حالة سوق الأوراق المالية في ماليزيا) جامعة الشلف

² ادلال بن مينة وجهاد بوضيات "مجلة إدارة الاعمال والدراسات الاقتصادية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية 2014_2005

³ داعلي بوعبد الله ودا شريف بو قصبية "مجلة العلوم الإنسانية _جامعة مُجَّد خيضر بسكرة العدد 47 المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية _ دراسة حالة بورصة عمان _ الأردن 1994_2015

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

1_ وفي دراسة اعدھا Ben_taher و Giorgione عن محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول المغرب العربي، ادرج الباحثان عدد من المتغيرات مثل: الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر درجة الانفتاح، ومتغيرات المؤسسات والاستقرار السياسي، وسعر الصرف، والتضخم والواردات منسوبة للناتج المحلي الإجمالي، إضافة إلى الناتج المحلي الإجمالي للسوق الاوروي بالأسعار الثابتة في نموذج اقتصاد قياسي، بحيث توصل الباحثان الى ان حجم السوق له تأثير إيجابي على جذب الاستثمار الأجنبي، بينما أظهرت النتائج ان مؤشر الانفتاح له إشارة عكسية، في حين ان متغير التضخم ومؤشرات المؤسسات كمؤشر للفساد، كان لها تأثير سلبي على الاستثمار الأجنبي المباشر.¹

2_ دراسة kulwant rai و NR.Blanumurthy تبحث هذه الدراسة في محددات الاستثمارات المؤسسة الأجنبية (FI) في الهند والتي تجاوزت بحلول يناير 2003 ما يقرب من 12 مليار دولار امريكي.²

يرى الباحثان انه وبالنظر الى الحجم الضخم لهذه التدفقات وتأثيرها على الأسواق المالية المحلية الأخرى، فهم سلوك التدفقات يصبح مهما للغاية، خاصة في وقت تحرير حساب راس المال، وباستخدام البيانات الشهرية وجدوا ان التدفق الداخل يعتمد على عوائد سوق الأوراق المالية، ومعدلات التضخم المحلية والأجنبية، والمخاطر المسبقة، من حيث الحجم، وتأثير عوائد سوق الأوراق المالية والمخاطر المسبقة لتكون من المحددات الرئيسية لتدفق التدفق الداخلي واستقرار سوق الأسهم، وتقليل المخاطر المسبقة الى الحد الأدنى من شأنه ان يسمح بجذب المزيد من F I L والتي يكون لتدفقها تأثير إيجابي على الاقتصاد الحقيقي.³

¹Ben-Taher Hassan and Giorgione Gionluigi " The determinations of FDI, a panel data study on AMU countries" Liver pool business school , Liver pool John Moore's university 2009

²Kulwant Rai and NR.Blanumurthy "DETERMINATION OF FOREIGN INSTUTUTIONAL INVESMENT IN INDIA : The role of return , Risk ,and inflation _ The developing economies , XLII4 (December 2004)479_93

³Kulwant Rai and NR.Blanumurthy "DETERMINATION OF FOREIGN INSTUTUTIONAL INVESMENT IN INDIA : The role of return , Risk ,and inflation _ The developing economies , XLII4 (December 2004)479_93

3_ دراسة "Obida Gobna wafure "Abu Nurudeen":¹ الذي يرى انه لا يمكن المبالغة في التأكيد على دور الاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية الاقتصاد النيجيري، بحيث يوفر الاستثمار الأجنبي المباشر راس المال للاستثمار، ويعزز خلق فرص العمل والمهارات الإدارية، وربما نقل التكنولوجيا

تتمثل ورقة بحثه في محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في نيجيريا، وقد كانت النتائج كما يلي:

_ حجم السوق في البلد المضيف، وتحرير عدم الاستقرار السياسي، وانخفاض سعر الصرف هي المحددات الرئيسية للاستثمار الأجنبي المباشر في نيجيريا.

المطلب الثالث: أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة ودراستنا الحالية:

مما لا شك فيه ان لكل دراسة علمية انطلاقة نظرية تعتمد عليها من خلال الدراسات السابقة التي تتطرق لنفس الموضوع هذا ما يجعلها تتشابه معها في بعض النقاط ولعل من الأمور المشتركة بين دراستنا والدراسات السابقة السالفة الذكر انها تتطرق الى موضوع الاستثمار الأجنبي وعلاقته بالسوق المالية، الا ان بحثنا تخصص في السوق المالية لبلد عربي مغربي والمتمثل في الجمهورية التونسية

¹ obida Gobna Wafure " Abu Nurudeen " , " DETERMINATIONS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT NIGERIA ": Empirical analysis _ Global journal of human social sciece
paga : 26 vol 10 issue (ver 1 , 0) , april 2010

خلاصة الفصل الأول:

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل إلى مفهوم الاستثمار الأجنبي وأسبابه وأشكاله لما له من دور هام باعتباره ظاهرة تسمح بتنقل لرؤوس الأموال من دولة إلى أخرى وتعطي صاحبها التملك لإدارة المشروع الاستثماري، ونظرا للدور الحيوي في نقل التكنولوجيا والتقنيات الحديثة ورفع أشكاله، كما تطرقنا في نفس الفصل إلى مفاهيم عامة حول أسواق الأوراق المالية باعتبارها ركن من أركان السوق التمويلي ومصدرا من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركة لتمويل نشاطاتها وهي مرآة للأوضاع التي تعيشها الدولة، كما تم تقسيم السوق إلى سوق أولية وسوق ثانوية أي سوق إصدار للأوراق المالية وسوق التداول (أسواق منظمة وأسواق غير منظمة والسوق الثالثة والسوق الرابعة).

كما تبين من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل إلى محددات الاستثمار الأجنبي والتي يمكن التأثير في غرض نجاح المشروع الاستثماري في منطقة أو دولة معينة، فضلا عن مساهمتها في جذب المستثمرين الأجانب للاستثمار في تلك الدول.

الفصل الثاني:

الدراسة القياسية لمحددات الاستثمار الأجنبي

في سوق الأوراق المالية في تونس

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لمحددات الاستثمار الاجنبي في سوق الأوراق المالية حالة تونس

تمهيد:

تعتبر أسواق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية صلة الوصول بين المشاريع ومدخرات الأفراد، وهي تلعب دورا هاما فيها وتقوم بتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي وجذب لرؤوس الأموال الأجنبية وهي إحدى القنوات الاقتصادية الهامة في استيعاب أكبر قدر من المدخرات المحلية والخارجية، حيث شهدت معظم الدول العربية بقيام أسواق لأوراقها المالية وهو ما جعل البعض منها مثل دولة تونس تقوم بإنشاء العديد من المؤسسات المالية والبورصات من أجل تطور السوق المالي لها واستقطاب الأجنبي لها للنهوض بقطاعات هامة لديها وجذب الشركات والبنوك الأجنبية بغرض الاستيراد والتصدير، وسوف نطرق في هذا الفصل إلى عدة مباحث، المبحث الأول: السوق المالي في تونس والذي ينقسم إلى ثلاثة مطالب وكل مطلب يتفرع إلى ثلاثة فروع، أما المبحث الثاني يتضمن قياس محددات الاستثمار الاجنبي في سوق الاوراق المالية في تونس وهو بدوره ينقسم الى ثلاثة مطالب وكل مطلب له فروع.

المبحث الأول: السوق المالي في تونس

تعتبر الأسواق المالية التونسية من أبرز الأسواق المالية العربية لذا كان لابد من إنشاء سوق مالي نظرا للدور الهام الذي يؤديه في تنشيط الاستثمار، مما جعلها تشهد إقبالا كبيرا من المحليين والأجانب من خلال عدة إصلاحات مالية في عدة مجالات وهذا ما جعلها تتميز عن غيرها من الأسواق، وتعد بورصة الأوراق المالية أحد المحاور الأساسية في منظومة السوق المالي للاقتصاد التونسي.

المطلب الأول: تنظيم السوق المالية في تونس

الفرع الأول: السوق النقدي

لقد حاول المشرع التونسي إيجاد سوق نقدي يتم فيه تبادل الودائع والقروض فيما بين البنوك المختلفة العاملة في تونس، رغبة منه في إيجاد سيولة نقدية في السوق المالي عن طريق إقراض المؤسسات المالية التي تتمتع بسيولة نقدية عالية، المصارف التي تشكو من عجز في السيولة النقدية، ولهذا قام البنك المركزي التونسي بإصدار تعميم عام 1963م سمح بموجبه للبنوك بالإقراض فيما بينها، ونظرا لوجود عقبات متمثلة في انخفاض رؤوس الأموال العاملة والمتداولة، وعدم قابلية تحويل الدينار التونسي إلى عملات أخرى، وخروج الاستثمارات الأجنبية بعد حصولها على الاستقلال، مما أدى إلى ركود السوق النقدي التونسي وانخفاض درجة نشاطه، ما دفع المشرع التونسي لإصدار تشريع جديد سنة 1975م يسمح للبنك المركزي بالتدخل في عمليات السوق المفتوحة، أي يتدخل عارضا في عمليات ارتفاع السيولة، ومشتريا في حالة انخفاضها، ويسمح له أيضا بإقراض البنوك التي تعاني من عجز في سيولتها النقدية، كما قام بإصدار سندات خزانة، وتحديد سعر الفائدة في السوق النقدي، هذه الإجراءات سمحت للبنوك بالاقتراض من السوق النقدي لتسديد التزاماتها بسعر فائدة محدد بعدما كان سعر فائد حرا يحدده كل بنك على حدة، وبهذا استطاع البنك المركزي إخضاع البنوك التجارية إلى قراراته، وجعلها تحت مراقبته، وتنفيذ سياسته النقدية،¹ وهذا من خلال استعمال وسائل مختلفة وأدوات مالية لجعل مقدار السيولة يتماشى والتوازن النقدي .

¹ - رشيد هولي، مدى فاعلية سوق الأوراق المالية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس، الجزائر ، المغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير ، فرع إدارة مالية، جامعة فيتروي ، قسنطينة السنة الجامعية 2010-2011.ص26.

الفرع الثاني: سوق رأس المال

يتكون سوق رأس المال في تونس من:¹

أ- السوق الأول: الذي يستقبل أوراق رأسمال الشركات خفية الاسم الأكثر أهمية وذات وضعية مالية ممتازة، والتي تلي بعض الشروط المحددة فيما يخص توزيع رأسمالها على الجمهور، أو النتائج الاقتصادية، والسيولة والشفافية.

ب- السوق الثاني: يفتح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يمكنها تلبية شروط السوق الأول، وتقبل أوراق رأسمال الشركات بشروط أكثر ليونة خاصة فيما يتعلق بفتح رأسمالها للجمهور، والشركات المقبولة في السوق الثانية يجب عليها تحقيق شروط الدخول في السوق الأول في أجل أقصاه ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، وفي حالة عجزها عن ذلك يتم شطبها وتحويلها إلى سوق التسعيرة خارج البورصة، والتي هي عبارة عن سوق حرة غير رسمية وأقل ضمانا من حيث شفافية المعلومات، ونسبة رأس المال الموزع على الجمهور، ويتفاوض فيه على قيم غير سائلة وغير مسجلة في السوق الأول والثاني وخاصة بمؤسسات تقوم بعرض عام.²

ت- السوق الثالث (سوق السندات): يتم فيه تسعير سندات الخزينة، سندات التجهيز، السندات المصدرة من طرف المؤسسات العمومية والخاصة، وفي سنة 1990م تم تقسيم السوق المالي لتداول الأوراق المالية التي تستجيب لشروط الإدراج المنصوص عليها بالترتيب العام في البورصة إلى:

1- سوق سندات رأس المال (سوق الأسهم): وتحتوي على سوق رئيسية مخصصة لأسهم الشركات ذات الحجم الكبير وسوق بديلة مفتوحة للشركات الصغيرة والمتوسطة ذات الآفاق الواعدة.

2- السوق الرقاعية (سوق السندات): وهي مخصصة لتداول سندات الدين للمؤسسات العمومية والخاصة.

3- سوق التداول: خصص للصناديق المشتركة للديون.

أما فيما يخص أسواق سندات الحكومة وأذونات الخزانة فتعتبر إحدى المصادر الرئيسية لتمويل العجز في ميزانية الحكومة، وأداة لتحديد أسعار الفائدة التي تعكس التكلفة البديلة للأموال المستثمرة حسب الآجال المختلفة. وبلغت قيمة الإصدارات في السندات الحكومية وأذونات الخزانة قصيرة وطويلة الأجل قيمة 3.29 مليار

¹ الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية : www.bvmt.com.tn (25 / 03 / 2022) س: 12:30.

² صندوق النقد العربي: التقرير السنوي، أبو ظبي، 2007، ص146.

دينار (3.95) مليار دولار سنة 2005 وفي سنة 2006 بلغت 3.77 مليار دينار (4.53) مليار دولار بتغيير قدره 14.4% عن السنة السابقة، وبلغت قيمة هذه الأوراق 4.86 مليار دينار (4.05) مليار دولار سنة 2007م بزيادة قدرها 7.2% عن سنة 2006م.

وبالنسبة لتصنيف الأوراق الحكومية حسب الآجال وجهات الإقراض، فقد تركزت الإصدارات في السندات طويلة الأجل حيث بلغت 4.52 مليار دولار من أصل 4.53 سنة 2006م، وهو ما يعادل نسبة 99.77% من المبلغ الإجمالي.

أما بالنسبة لجهة الإقراض أو حاملي هذه الأوراق فإن دور القطاع الخاص غير المصرفي في الاستثمار في الأوراق الحكومية مازال ضئيلا مقارنة بحجم استثمارات المصارف التجارية فيها، والتي بلغت قيمة السندات وأذونات الخزانة لديها 2.63 مليار دولار سنة 2006م وهو ما يعادل 58.05% مقارنة بقيمة هذه الأوراق المالية لدى القطاع الخاص غير المالي والتي بلغت نسبة 41.94% أي بمبلغ 1.87 مليار دولار.¹

وفيما يخص أسواق سندات الحكومة وأذونات الخزانة مقارنة بحجم سوق الأسهم في تونس فإن حجم إصدارات السندات يفوق حجم أسواق الأسهم بنسبة 107%، وبالنسبة للأوراق المالية المتداولة فيمكن حصر الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي التونسي في ثلاثة أنواع هي :

- سندات رأس المال: وتتكون من الأسهم العادية، الأسهم ذات الأولوية في الربح دون حق التصويت (الأسهم الممتازة)، وشهادات الاستثمار.

- سندات الدين: وتشمل الرقاع (سندات) الشركات، ورقاع الخزانة القابلة للتظهير (سندات الخزانة العامة).

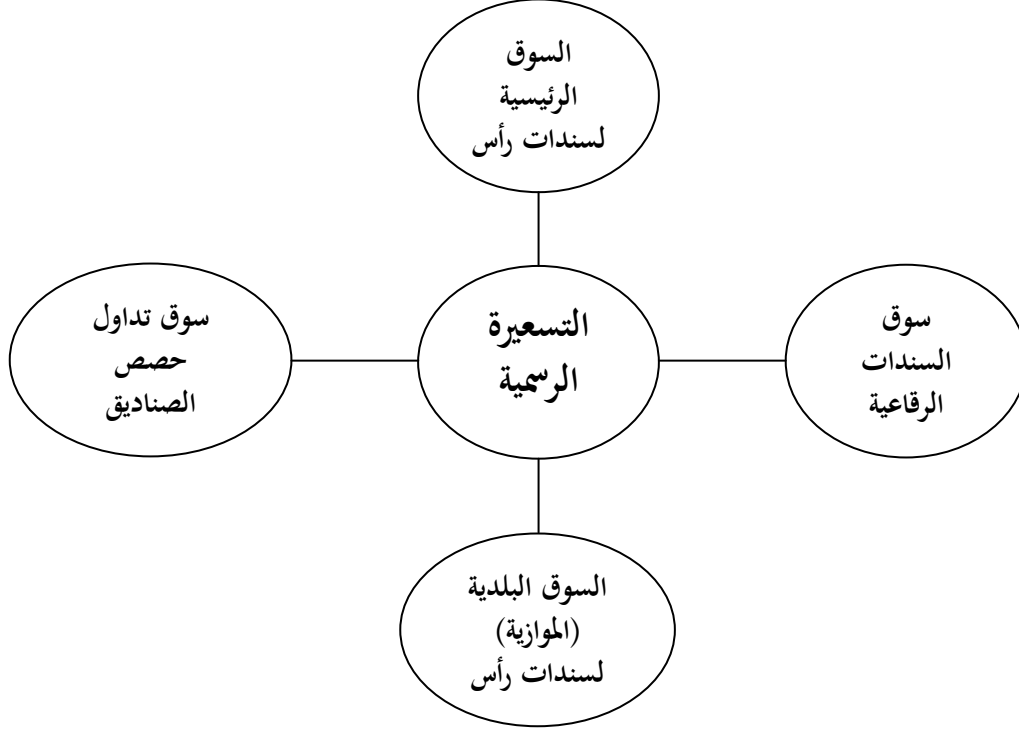
- الأوراق المالية المهجينة: وتضم سندات المساهمة، الرقاع القابلة للتحويل إلى أسهم.

وكخلاصة للسوق المالي التونسي، فإن هذه السوق تفتح المجال أمام الشركات غير المقبولة تداول في البورصة الرسمية (التي لا تحقق شروط الإدراج)، لتتداول قيمها في سوق خارج التسعير، على الرغم من قلة الضمانات التي تقدمها، إلا أنها تبقى تحت سلطة مجلس الأسواق المالية، ويتميز بالتنوع النسبي للأوراق المالية المتداولة فيه، وتسهر على مصالح الوسطاء في البورصة التونسية جمعياً ووسطاء البورصة لتوحيد الوسطاء.

¹ صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، مرجع سبق ذكره ص 146.

* أسواق بورصة تونس تشمل تسعيرة بورصة تونس الأسواق الموضحة في الشكل رقم 01:

الشكل رقم 01: أسواق بورصة تونس



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة: www.bvmt.com.tn.

الفرع الثالث: سوق الأوراق المالية

1- لمحة تاريخية عن نشأة البورصة التونسية:

كانت سوق الأوراق المالية في تونس حرة لا تخضع لأي قانون ينظم و يضبط عملياتها، إلى أن أنشئت غرفة المقاصة سنة 1937م والتي تعمل على بيع السندات، وأصدرت شركة فرنسية عام 1939م قرضا سنويا، روج من طرف هذا الصندوق، وكانت هذه العمليات من مسؤولية البنوك المرخصة.

وفي سنة 1945م تم إنشاء الديوان التونسي للقيم المنقولة الذي حل محل غرفة المقاصة بموجب أمر يلزم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية أن تمر بهذا الديوان، إلا أنه لم يبدأ عمله إلا في سنة 1946م. وفي نهاية 1969م تم إنشاء بورصة القيم المنقولة بتونس بموجب القانون 13-69 المؤرخ في 27/02/1969م كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي وتخضع لإشراف كاتب الدولة

للتخطيط والاقتصاد، وتميزت هذه الفترة بالدور المحدود لبورصة تونس في تمويل الاقتصاد الوطني،¹ بسبب سيطرة الدولة والبنوك العمومية على التمويل، مما أدى إلى ارتفاع مستويات الإصدار النقدي والتضخم كما تميزت هذه الفترة بسهولة الحصول على القروض البنكية ومساعدة الدولة، وارتفاع العوائد على ودائع البنوك التي كانت تتمتع بالحماية والإعفاء الضريبي، وارتفاع الضرائب على التوظيفات في البورصة، وبقي هذا الوضع في ظل السياسة الاقتصادية العامة حتى سنة 1988م.²

وفي إطار برنامج التعديل الهيكلي الذي بدأ العمل به سنة 1988م وكان من أهم أهدافه تطوير وخلق طرق جديدة غير تقليدية لتمويل الاقتصاد الوطني، من خلال تعزيز دور السوق المالية، وإشراك بورصة تونس، التي عرفت بدورها إصلاحات من خلال وضع إطار قانوني متطور يسمح للسوق المالية بالمساهمة في تمويل الاقتصاد، فتم إصدار عدة قوانين في هذا الصدد أهمها:

- القانون رقم 88-111 في 18 أوت 1988م بهدف فتح سوق للسندات الذي كان محتكرا على البنوك والمؤسسات المالية.

- القانون رقم 88-92 الذي صدر سنة 1992م بهدف إنشاء وتشجيع شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت، وشركات الاستثمار ذات المخاطر.

- تعديل قانون 13-69 الذي صدر سنة 1969م سنة 1992م وذلك من خلال إدخال مفاهيم وأدوات استثمارية جديدة تستعمل في السوق المالي مثل العرض العمومي للاذخار بغرض تسهيل تمويل الاستثمار.

- القانون رقم 92-107 في 16 نوفمبر 1992م والذي تم بموجبه فرض ضرائب على ودائع البنوك وخفض الضريبة على أرباح الشركات من 80% إلى 35% بهدف توجيه المدخرات إلى الاستثمارات طويلة الأجل في السوق المالية، كما سمح بإدخال منتجات وأدوات مالية جديدة مثل الأسهم ذات أولوية توزيع الأرباح، الأوراق المالية التساهمية وشهادات الاستثمار.

¹ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار : أسواق رأس المال في الدول العربية تنظيمها وأدواتها وأوضاع التعامل بها، الكويت، 2006، ص ص 157-171.

²نبذة تاريخية عن نشأة وتطور بورصة تونس: www.bvmt.tn، ت: 2022/03/28، ص: 01:20.

2- الإطار التشريعي والمؤسسي لسوق الأوراق المالية التونسية:

في ظل التطورات التي شهدتها النظام المالي العالمي وتحديد أسواق الأوراق المالية، تسعى تونس كبقية الدول العربية والنامية إلى تطوير وتحديث أسواقها المالية وترسيخ ودعم قواعد ونظم العمل فيها، كما تسعى إلى تحسين اللوائح والقوانين وتوفير المعلومات والحوافز المطلوبة لجذب الاستثمارات إلى الأسواق المحلية وتشجيع الاستثمار الأجنبي.

وفي هذا الإطار سعت تونس إلى تطوير أطرها التشريعية والمؤسسية بهدف زيادة كفاءة السوق المالي وتعزيز الدور الرقابي وتنشيط التعامل فيه، كما تهدف من خلال هذه التغييرات إلى تطوير الأنظمة الضريبية وتبسيط الإجراءات الإدارية وتوفير المناخ الملائم واستحداث أدوات مالية جديدة لفتح فرص الاستثمار لمختلف الفئات.

أ- الإطار التشريعي لسوق الأوراق المالية التونسية:

تنتمي تونس حسب التقسيمات السابقة لأسواق الأوراق المالية العربية إلى المجموعة الثانية التي تتميز بالعجز المالي والحرية الاقتصادية، والتي تمتلك أسواق مالية منظمة بشكل كامل سواء ما تعلق بالسوق الأولي أو السوق الثانوي، حيث يوجد قانون خاص يتعلق بسوق الأوراق المالية، في حين تعالج الأنظمة والقوانين الأخرى كقانون الشركات، الأحكام التفصيلية التي تتعلق بشركات المساهمة العامة من حيث تأسيسها وإدارتها ورأس مالها وتصنيفاتها.¹

ب- الإطار المؤسسي لأسواق الأوراق المالية التونسية:

تقع تونس ضمن مجموعة الدول العربية التي تمتلك أسواق الأوراق المالية والتي تفرق بين الدور التقليدي للبورصة والدور الرقابي، وفي إطار تعزيز الدور الرقابي قامت تونس بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي أو التسيير وهذا من خلال القانون رقم 117 الصادر 1994م والذي يفصل بين مهام التسيير و الرقابة في السوق² ، حيث صارت هيئة الرقابة من صلاحيات مجلس السوق المالي (هيئة السوق المالي)، أما التسيير فقد أسند بنص القانون السابق إلى بورصة الأوراق المالية.³

¹ - رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص31.

² - صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، مرجع سبق ذكره، ص124.

³ - نبذة تاريخية عن نشأة وتطور بورصة تونس، موقع سبق ذكره، 2022/03/28، س11:01.

ثالثا: الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية التونسية:

تم القيام بإصلاح جوهري سنة 1994م بهدف إعادة تنظيم السوق وفقا للمعايير الدولية، من خلال إصدار قانون رقم 117 في نوفمبر 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية في تونس، يفصل بين مهام التسيير والرقابة وهذا من خلال إنشاء عدة هياكل مما جعل سوق البورصة يتكون مما يلي:¹

أ- هيئة السوق المالية: جهاز إداري مستقل مكلف بتنظيم أسواق الأوراق المالية القابلة للتداول في البورصة وراقبتها وحماية الادخار المستثمر في شكل قيم منقولة، ومنتجات مالية قابلة للمفاوضة في البورصة أو أي منتج آخر متصل بعرض عمومي للادخار.

وتتكون هيئة السوق من رئيس وتسعة أعضاء يحملون الجنسية التونسية منهم قاض من الدرجة الثالثة، مستشار لدى ديوان الحسابات، ممثل عن وزارة المالية، ممثل عن البنك المركزي، ممثل عن جمعية وسطاء البورصة، مستشار محكمة القضاء الإداري، ثلاث أعضاء يتم اختيارهم بالنظر إلى مؤهلاتهم وخبرتهم فيما يخص العرض العام.

وتتمتع هيئة مجلس السوق المالي بالشخصية المدنية، وبالاستقلالية المالية والقانونية، وهو الهيئة الوصية على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، بورصة الأوراق المالية، الوسطاء في البورصة ومؤسسات الإيداع والمقاصة وتسديد القيم، وله سلطة على جميع المستخدمين ويصدر أذون الإيرادات والمصاريف، ويعرض في كل سنة تقريرا شاملا عن نشاط البورصة، كما ينظر المجلس في طلبات القبول في التسعيرة، وكذلك الأمر فيما يخص الشطب على الأوراق المالية من تلك التسعيرة، كما يضبط المجلس النظام الأساسي لمستخدمي البورصة، ويضبط عدد الوسطاء والأعوان ويقرر ميزانية البورصة.

ب- بورصة الأوراق المالية بتونس: شركة خفية الاسم يشارك فيها بالتساوي الوسطاء في البورصة، وتتمثل مهمتها الأساسية في التسيير التقني لسوق الأوراق المالية والبت في إدراج الشركات.

ج- الشركة التونسية ما بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية: وهي شركة خفية الاسم يشارك فيها الوسطاء في البورصة، مهمتها القيام بعمليات إيداع الأوراق المالية وتسوية العمليات المنجزة فهي تؤمن عملية الدفع مقابل التسليم.

¹ الموقع نفسه، تاريخ 2022/03/30، الساعة 16:00.

د- صندوق ضمان عمليات السوق: يهدف إحدائه إلى تغطية مخاطر الطرف المقابل في عملية التداول، ويتم تمويل الصندوق عن طريق مخصصات مختلفة يدفعها الوسطاء عند التأسيس وبصفة منتظمة إثر عمليات التداول اليومية ، وبصفة استثنائية عندما يقتضي الأمر ذلك مع الإشارة أن بورصة تونس تقوم بالتصرف في هذا الصندوق منذ انطلاق العمل بالنظام الإلكتروني للتداول في سنة 1996م، فهو يؤمن ضمان حسن إنهاء عمليات التداول بين الوسطاء.

المطلب الثاني: بورصة تونس

تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة 1988م بصدر القانون رقم 13 لعام 1988م بدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989م، وتتميز بالفصل بين الدورين الرقابي والتنفيذي.

الفرع الأول: الهيئات المنظمة لبورصة تونس : وتتمثل في:¹

1) مجلس السوق المالية: وهو هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ويتكون مجلس من 9 أعضاء ورئيس المجلس ويكون دوره إشرافي، ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من الوسطاء وشركات استثمار ومستثمرين، وذلك بهدف إعطاء ضمانات للمتعاملين والتسيير الجيد للبورصة ومراقبة تطبيق القوانين وإصدار عقوبات للمخالفين.

2) بورصة القيم المتداولة: وهي شخصية اعتبارية تعمل من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام التالية:

- تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصة.
- إصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية واتجاهات أسعار الأوراق المالية في البورصة.
- اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الحاصلة في البورصة تقدم لمجلس السوق المالية للنظر فيها والموافقة عليها أو لتعديلها إذا استدعت الضرورة لذلك.

¹ بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية ، أطروحة لنيل دكتورا في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، السنة الجامعية 2012-2013، ص158.

2) الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية: هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة والبنوك، تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في سوق الأوراق المالية وتحويلها ملكيتها وفق نظام محاسبي معين وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي، ويتم دفع قيمة الصفقة فوراً مع التسليم الفوري للأوراق المالية محل التبادل.

الفرع الثاني: مميزات الاستثمار في بورصة تونس: وتتمثل فيما يلي:¹

- 1- يتميز الاستثمار في هذه البورصة بوجود عدة أنواع من الأدوات المالية القابلة للتداول كالأسهم، السندات العادية، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، شهادات الاستثمار دون حق التصويت.
- 2- يحق للمستثمر الأجنبي حيازة 49% من أسهم شركات المدرجة في البورصة ولا يحق التعامل في الوساطة المالية بالبورصة.
- 3- حرية تحويل الأرباح وانتقالها الناتجة من التعامل في البورصة.
- 4- الحصول على الإعفاءات وتخفيضات ضريبية على أرباح الشركات وعلى عوائد الأوراق المالية.
- 5- عندما يتحصل المساهم على 05% من حصص رأس المال يجب الإبلاغ وضرورة الموافقة من قبل مجلس السوق المالية والشركة المصدرة.

الفرع الثالث: الوساطة المالية في بورصة تونس

1) شروط اعتماد الوسطاء في بورصة تونس: مزاولة نشاط الوساطة المالية في بورصة تونس (يوجد في بورصة القيم التونسية 24 شركة وساطة) لا بد من الحصول على تراخيص من هيئة السوق المالي، وتراخيص الارتباط بنظام بورصة الأوراق المالية ونظام الشركة المهنية للإيداع والمقاصة والتسوية المسلمة من طرف هاتين المؤسستين، وهذا الترخيص لا يتم الحصول عليه إلا إذا توفرت الشروط التالية :

أ- بالنسبة للأشخاص الطبيعيين:

- الجنسية التونسية، ومقر الإقامة في تونس، التمتع بالحقوق المدنية والسياسية.

¹ - بن أمّمر بن حاسبين ، مرجع سبق ذكره ، ص 159.

- الحصول على شهادة ليسانس أو ما يعادلها.
- خبرة مهنية تقدر 5 سنوات على الأقل في هذا الميدان.
- أن يجتازوا الامتحان المهني، ويتعهدوا بالقيام بنشاط الوساطة والتسجيل في بورصة القيم المنقولة والمنتجات المالية.
- امتلاك الوسائل المادية والمالية الضرورية للقيام بنشاط الوساطة.

ب- بالنسبة للأشخاص المعنويين:

- يجب أن تكون جنسية تونسية.
- أن يكون موضوعها الأساسي الوساطة والتسجيل في بورصة القيم والمنتجات المالية.
- تكون مالكة للوسائل البشرية والمادية الضرورية للقيام بنشاط الوساطة والتي حددها مجلس السوق المالي وأن لا يقل رأس مالها المدفوع عن 1000000 دينار إذا كانت الشركة ترغب في ممارسة نشاطات تداول وتسجيل الأوراق والأدوات المالية بالبورصة والاستشارة المالية والسعي المصرفي المالي، وإدارة محافظ الأوراق المالية وحمل الأسهم لفائدة الغير.
- إذا أضافت إلى الأنشطة السابقة ممارسة أنشطة التدخل للحساب الخاص والتخصص في صناعة السوق وتغطية الإصدارات أو إحدى هذه الأنشطة فيجب أن لا يقل رأسمالها عن 3000000 دينار.
- وهناك شرط آخر أنه لا يمكن لوسيط البورصة المساهمة بصفة مباشرة أو غير مباشرة في رأس مال شركة خفية الاسم متخصصة في البورصة بنسبة تفوق 30%.

المطلب الثالث: الشروط المطلوبة للإدراج بالبورصة

- يتعين على الشركة المرشحة للإدراج بالبورصة اختيار السوق الذي تريد دخوله. وتتضمن البورصة سوقين لسندات رأس المال: سوق رئيسية وسوق بديلة، ويتطلب الإدراج بأحد هذه الأسواق أن تتوفر في الشركة الشروط التالية:

الفرع الاول : شروط الإدراج المشتركة بأسواق سندات رأس المال:

- 1- نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها، مع إمكانية استثناء بالنسبة للشركات التي يقل نشاطها عن سنتين.
- 2- توزيع نسبة لا تقل عن 10% من رأس مال الشركة على العموم ويمكن منح استثناء إذا تعلق التوزيع بمبلغ يساوي أو يفوق مليون دينار.
- 3- تقديم تقرير يقيم أصول الشركة.
- 4- توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابة داخلية وهياكل رقابة للتصرف.
- 5- تقديم تقديرات أنشطة الشركة لمدة خمس سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات.
- 6- تقديم نشرة إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية.

- الشروط الخاصة: وهي متمثلة في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): يوضح شروط الإدراج الخاصة بالبورصة:

السوق البديلة	السوق الرئيسية
لا يشترط تسجيل أرباح.	تسجيل الشركة أرباحا خلال السنتين الأخيرتين. ولا يطلب توفير هذا الشرط إذا تم إدراج الشركة وفق طريقة القيد المباشر إثر عملية ترفيع في رأس المال.
توزيع الأسهم بين العموم على 100 مساهم على الأقل أو 5 مساهمين مؤسستين وذلك في تاريخ القيد.	توزيع الأسهم بين العموم على 200 مساهم على الأقل وذلك في تاريخ القيد.
لا يشترط رأس مال أدنى.	توفير رأس مال أدنى بقيمة 3 مليون دينار في تاريخ القيد.

<p>- يمكن طلب الإدراج من قبل شركة يمتلك رأس مالها مستثمرين مؤسسيين على الأقل بنسبة لا تقل عن 20% وذلك منذ أكثر من سنة.</p> <p>- يمكن طلب الإدراج من قبل شركة في طور التأسيس عن طريق الاكتتاب العام (في إطار إحداث مشاريع كبرى مشاريع كبرى). في هذه الحالة يتم إدراج الشركة مباشرة بالسوق البديلة بعد موافقة هيئة السوق المالية.</p>	
<p>- تقديم شهادة عن طريق المؤسسة الراعية تثبت قيامها بالعنايات المستوجبة منها في إطار عملية الإدراج.</p> <p>- تعيين الشركة لمؤسسة راعية طوال مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة ويجب أن لا تقل هذه المدة الممنوحة عن سنتين.</p>	

المصدر:

<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%B4%D8%B1%D9%88%D8%B7%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AF%D8%B1%D8%A7%D8%AC.05/04/2022, 13:58>.

الفرع الثاني : عمولات الإدراج والبقاء:

أ- عمولات الادراج: تحدد نسبة عمولة الإدراج بالبورصة التي تدفعها المؤسسات المصدرة أو شركات التصرف لفائدة بورصة الأوراق المالية بتونس، كما هو مبين بالجدول التالي، على أن لا يتجاوز مبلغ العمولة المستحقة أربعون ألف ديناراً (40.000 د) بالنسبة لأوراق المساهمة في رأس المال وثلاثة آلاف دينار (3 000 د) بالنسبة للأوراق المالية الأخرى:

الجدول رقم (02): يوضح نسبة عمولة الإدراج بالبورصة:

نسبة العمولة	الرسكلة السوقية عند الإدراج أو المبلغ المتبقي من الإصدار المدرج
%0.05	أوراق المساهمة في رأس المال.
%0.01	الأوراق المالية الأخرى.

المصدر:

<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%B9%D9%85%D9%88%D9%84%D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AF%D8%B1%D8%A7> 05/04/2022, 13:44.

ويحتسب مبلغ الرسكلة السوقية عند الإدراج، بعدد الأسهم المدرجة ضرب سعر الإدراج. وتعفى الشركات التي يتم إدراج سنداتھا بالسوق البديلة من دفع هذه العمولة.

أما بالنسبة للأوراق المالية الأخرى فإن المبلغ الذي يقع اعتماده هو المبلغ المتبقي من الإصدار في تاريخ إدراجه بالبورصة.

و تدفع عمولة الإدراج لبورصة الأوراق المالية بتونس من طرف المؤسسات المدرجة أو طالبة الإدراج قبل بداية تداول الورقة المالية. وتدفع هذه العمولة من طرف المؤسسات طالبة الإدراج عند أخذ الموافقة المبدئية لإدراج أوراق المساهمة في رأس المال.

ب - العمولة السنوية للبقاء: تحدد نسبة العمولة السنوية للبقاء بقوائم الإدراج المستحقة على المؤسسات المصدرة لفائدة بورصة الأوراق المالية بتونس حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (03): يوضح نسبة العمولة السنوية للبقاء:

مبلغ العمولة (بالدينار)	الرسكلة السوقية (بالدينار)
	أوراق المساهمة في رأس المال
2.000	إلى حد 50.000.000

4.000	من 50.000.001 دينارا إلى 200.000.000
20.000	من 200.000.001 دينارا إلى 500.000.000
40.000	أكثر من 500.000.000
الأوراق المالية الأخرى	
1.000	على كل خط تداول

المصدر:

<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%B9%D9%85%D9%88%D9%84%D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AF%D8%B1%D8%A705/04/2022, 13:44.>

وإذا كان لنفس المؤسسة المصدرة عدة أصناف من الأوراق المالية مدرجة بالبورصة، فإن عمولة البقاء بقوائم الإدراج الواجب دفعها لا يمكن أن تتجاوز أربعون ألف ديناراً (40.000 د)، وتحدد العمولة السنوية للبقاء على أساس الرسملة السوقية للورقة المالية في تاريخ 31 ديسمبر من السنة المنقضية، ويتم احتساب الرسملة السوقية على أساس سعر الإقفال ولا تستوجب عمولة البقاء بقوائم الإدراج المستحقة على أوراق المساهمة في رأس المال والأوراق المالية الأخرى التي تم قبولها للتداول أثناء السنة، إلا على الثلاثية التي تم خلالها الإدراج والثلاثيات المتبقية من تلك السنة، وتدفع عمولة البقاء بقوائم الإدراج المستوجبة عن كل سنة لبورصة الأوراق المالية بتونس، من طرف المؤسسة المصدرة أو من يمثلها، في أجل أقصاه ستين (60) يوماً من تاريخ الفوترة.

الفرع الثالث : عمولات البورصة:

1- حدد سقف العمولات المستخلصة على العمليات المتداولة بالبورصة، والمدفوعة من طرف البائع والمشتري

للأوراق والأدوات المالية، لفائدة بورصة الأوراق المالية بتونس عن طريق وسطاء البورصة حسب

الجداول التالية:

الجدول رقم (04): الأوراق المدرجة بالبورصة:

أوراق المساهمة في رأس المال		الأوراق المالية الأخرى	
المشتري	البائع	المشتري	البائع
%0.15	%0.15	%0.05	%0.05

المصدر:

<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%B9%D9%85%D9%88%D9%84%D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5> 05/04/2022, 13:58.

* حددت العمولة المستخلصة على عمليات تداول الأوراق المالية الأخرى (دون أوراق المساهمة في رأس المال) بنسبة 0.0005% تبعا لقرار مجلس الإدارة وينفذ بداية من تاريخ 26 جويلية 2016م.

الجدول رقم (05): الأوراق المتداولة وغير المدرجة بالبورصة:

أوراق المساهمة في رأس المال		الأوراق المالية الأخرى	
المشتري	البائع	المشتري	البائع
%0.30	%0.30	%0.05	%0.05

المصدر:

<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%B9%D9%85%D9%88%D9%84%D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5> 05/04/2022, 13:58.

تخفيض النسب المنصوص عليها بالجدولين السابقين بـ 50% عندما تكون العمليات منجزة لفائدة مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية. وعلى وسيط البورصة الذي يقوم بهذه العمليات لفائدة المؤسسات المذكورة التنصيص على ذلك عند إنجاز العملية.

وتطبق العمولة المستخلصة على الأوراق المالية المدرجة بالبورصة على عمليات أول تداول، ويجب ألا تتجاوز العمولة المستخلصة لكل عملية، بالنسبة لكل من البائع والمشتري، مبلغ أربعون ألف ديناراً (40.000د) بالنسبة لأوراق المساهمة في رأس المال وخمسة آلاف ديناراً (5.000د) بالنسبة للأوراق المالية الأخرى.

2- حددت نسبة العمولة المستحقة عن البائع وعن المشتري للعمليات التي لا تخضع للتداول، لأي سبب من الأسباب، والتي يتم تسجيلها من طرف بورصة الأوراق المالية بتونس كما هو مبين بالجدول التالي:

الجدول رقم (06): نسبة العمولة المستحقة عن البائع والمشتري:

النسبة		
المشتري	البائع	
%0.20	%0.20	أوراق المساهمة في رأس المال
%0.10	%0.10	الأوراق المالية الأخرى

المصدر:

<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%B9%D9%85%D9%88%D9%84%D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5> 05/04/2022, 13:58.

ولا يمكن لمبلغ العمولة المقبوضة من طرف بورصة الأوراق المالية بتونس المستحقة عن العمليات المسجلة لديها أن يقل عن خمسة عشرة ديناراً (15د) بالنسبة لأوراق المساهمة في رأس المال لكل من البائع والمشتري وخمسة دنانير (5د) بالنسبة للأوراق المالية الأخرى، ولا يمكن لهذا المبلغ أن يتجاوز لكل من الطرفين، عن كل عقد، أربعون ألف ديناراً (40.000د) بالنسبة لأوراق المساهمة في رأس المال وخمسمائة ديناراً (500د) بالنسبة للأوراق المالية الأخرى.

ونحسب العمولة المستخلصة من طرف بورصة الأوراق المالية بتونس عن العمليات المسجلة لديها على أساس آخر سعر تداول بالنسبة للشركات المدرجة.

المبحث الثاني: قياس محددات الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية بتونس

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على تحليل وتوصيف بيانات الدراسة ل يتم بعد ذلك تقييمها في بورصة تونس من خلال استعمال مجموعة من الاختبارات.

المطلب الأول: توصيف النموذج

الفرع الأول: توصيف البيانات

اعتمدت الدراسة على البيانات المنشورة على الموقع الرسمي لبورصة تونس للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي التونسي وأيضا إحصائيات البنك الدولي، موقع INUISTING، بحيث تم اختيار سلاسل زمنية تمثل بيانات سنوية للمتغيرات المختارة خلال الفترة 2002 إلى 2020م، ثم جمع السلاسل الزمنية السنوية والتي تخص الاقتصاد التونسي وهي: رسملة السوق، الناتج المحلي الإجمالي، الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مؤشر البورصة هذا بالنسبة لمتغيرات المستقلة أما بالنسبة للمتغير التابع فهو الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، حيث تم رمزها على التوالي: CM، GDP، IDE، TUNINDEX، INDE ومن خلال برنامج Eviews9 تم الحصول على الجدول التالي:

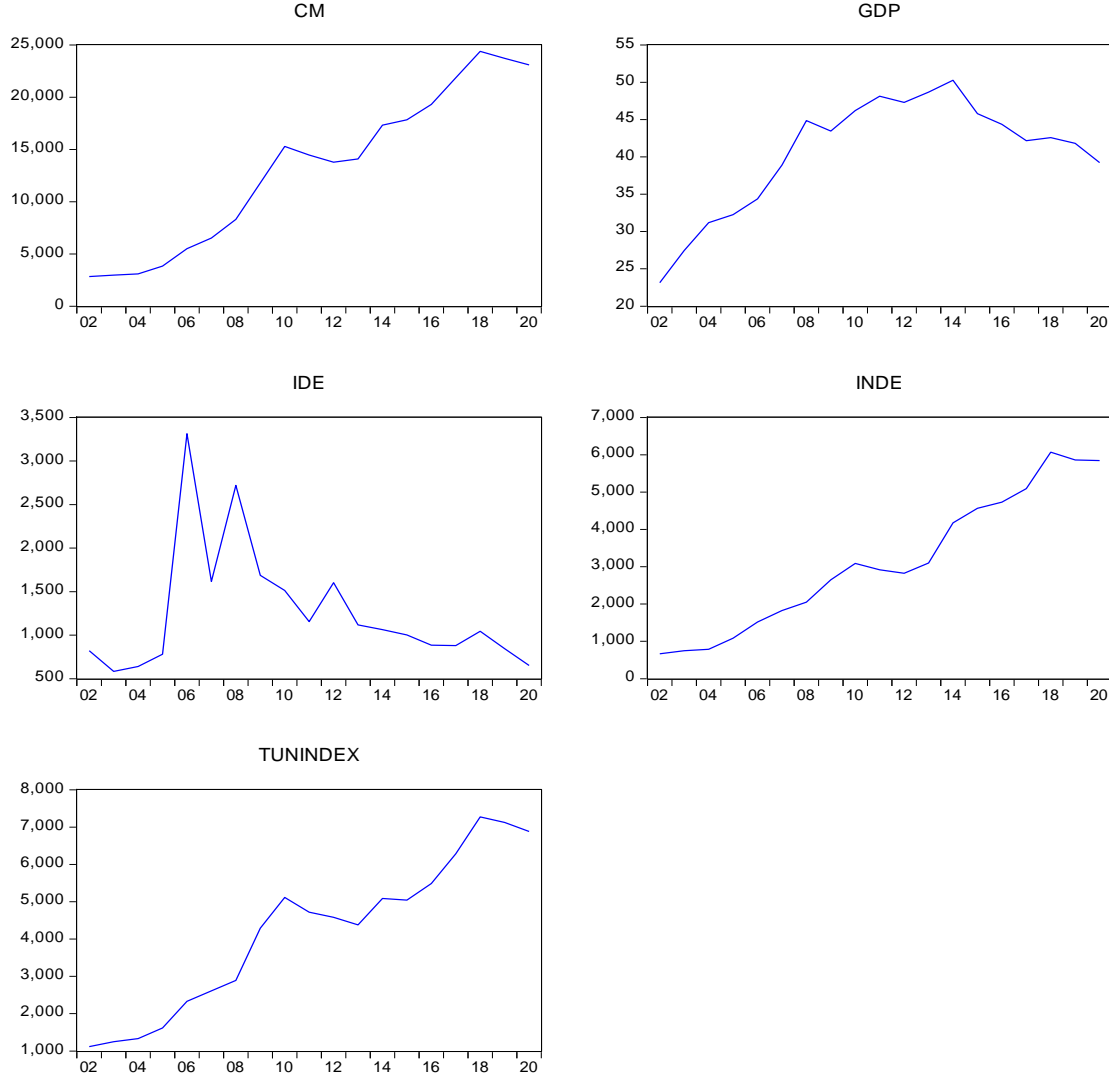
الجدول رقم (07): توصيف بيانات الدراسة

TUNINDEX	INDE	IDE	GDP	CM	
4180.057	3136.430	1259.179	40.63895	13155.92	Mean
4579.850	2919.304	1045.000	42.57000	14093.00	Median
7271.650	6070.620	3312.000	50.27000	24380.00	Maximum
1119.000	665.0280	584.0000	23.14000	2842.000	Minimum
2038.383	1829.656	711.2632	7.623433	7538.022	Std. Dev.
-0.117078	0.210644	1.708452	-0.868224	-0.025113	Skewness
1.818955	1.769960	5.278965	2.754253	1.668306	Kurtosis
1.147676	1.338298	13.35456	2.434883	1.405946	Jarque-Bera
0.563359	0.512144	0.001259	0.295987	0.495111	Probability
79421.08	59592.17	23924.40	772.1400	249962.5	Sum
74790077	60257549	9106115.	1046.101	1.02E+09	Sum Sq. Dev.
19	19	19	19	19	Observations

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج Eviews.9.

الفرع الثاني: تطور مؤشر عينة الدراسة

الشكل رقم (02): تطور مؤشرات عينة الدراسة



المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج Eviews.9.

الفرع الثالث: منهجية الدراسة

تفترض الدراسة أن نشاط سوق الأوراق المالية يتأثر بالاستثمارات الأجنبية، ومن أجل قياس تأثير الاستثمار الأجنبي على تنشيط السوق المالي، وسيتم دراسة الاستقرارية للسلاسل الزمنية المستعملة في الدراسة، ومن ثم إجراء اختبار التكامل المشترك، وتقدير النموذج في الأجل الطويل والقصير، وسنعمد على مستويات المعنوية 10%، 5%، 1%، سواء فيما يخص المعنوية الإحصائية أو مختلف الاختبارات، ونستعين ببرنامج الاقتصاد القياس Eviews.9.

المطلب الثاني: النتائج التطبيقية

لدراسة النتائج يتم اختبار استقرار السلاسل الزمنية واختيار التكامل المشترك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) وبطريقة انجل-جرانجز.

الفرع الأول: اختبار استقراره السلاسل الزمنية

يتم استخدام جذر الوحدة للتعرف على درجة تكامل السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة أم لا، وسوف نعلم على اختبار (فيلبس وبيرون Philippe & Peerron) للتأكد من أن متغيرات الدراسة مستقرة أولاً، ويوضح الجدول التالي نتائج الاختبار جذر الوحدة.

الجدول رقم (08): نتائج اختبار جذر الوحدة بطريقة (PP):

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)						
	CM	GDP	IDE	INDE	At Level	
TUNINDEX					t-Statistic	With Constant
-0.7496	-0.4665	-2.9463	-2.9336	0.2960		
0.8092	0.8768	0.0596	0.0610	0.9710	Prob.	
n0	n0	*	*	n0		
-2.1747	-2.2389	-0.3315	-3.0399	-2.6441	t-Statistic	With Constant & Trend
0.4740	0.4424	0.9821	0.1492	0.2674	Prob.	
n0	n0	n0	n0	n0		
1.7203	2.3166	0.6048	-1.0624	2.8147	t-Statistic	Without Constant & Trend
0.9742	0.9922	0.8375	0.2490	0.9973	Prob.	
n0	n0	n0	n0	n0		
					At First Difference	
d(TUNINDEX)	d(CM)	d(GDP)	d(IDE)	d(INDE)		
-3.0221	-2.6664	-2.6213	-7.4215	-5.3549	t-Statistic	With Constant
0.0529	0.1000	0.1081	0.0000	0.0006	Prob.	
*	n0	n0	***	***		
-2.9474	-2.5909	-7.6646	-7.8078	-4.7591	t-Statistic	With Constant & Trend
0.1735	0.2876	0.0001	0.0001	0.0077	Prob.	
n0	n0	***	***	***		
-2.4436	-2.1006	-2.7417	-7.6647	-2.3709	t-Statistic	Without Constant & Trend
0.0180	0.0377	0.0093	0.0000	0.0211	Prob.	
**	**	***	***	**		

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج Eviews.9.

تحليل النتائج : من الجدول نلاحظ أن اختبار PP للمتغيرات (INDE, IDE, GDP, CM)

(TUNINDEX), لم تستقر عند المستوى $I(0)$ (ثابت أو اتجاه مع ثابت أو من دون ثابت واتجاه عام، إلا إن في الفرق الأول $I(1)$ السلسلة الخاصة بالمتغير IDE استقر في الثابت ومن دون ثابت واتجاه عام، إلا أنها لم تستقر في الاتجاه مع الثابت والمتغيرات الأخرى غير مستقرة عند المستوى $I(0)$ والفرق الأول.

-اختبار ديكي فولر الموسع (ADF):

الجدول التالي يوضح اختبار فرضية العدم لديكي فولر الموسع (ADF) القائلة بوجود جذر الوحدة أي عدم استقرار السلاسل الزمنية والمطبقة على سلسلة مؤشر بورصة تونس كما يلي:

الجدول رقم (09): نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF):

UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)						
						At Level
TUNINDEX	CM	GDP	IDE	INDE		
-0.7718	-0.4925	-3.0797	-2.8954	-0.1515	t-Statistic	With Constant
0.8030	0.8715	0.0464	0.0655	0.9290	Prob.	
n0	n0	**	*	n0		
-2.8924	-3.7297	-0.7699	-9.6151	-3.4876	t-Statistic	With Constant & Trend
0.1884	0.0484	0.9498	0.0000	0.0731	Prob.	
n0	**	n0	***	*		
1.9740	2.3166	0.8480	-0.5933	2.6944	t-Statistic	Without Constant & Trend
0.9843	0.9922	0.8850	0.4453	0.9966	Prob.	
n0	n0	n0	n0	n0		
						At First Difference
d(TUNINDEX)	d(CM)	d(GDP)	d(IDE)	d(INDE)		
-3.1341	-3.7214	-2.6900	-7.4215	-4.5434	t-Statistic	With Constant
0.0429	0.0146	0.0960	0.0000	0.0031	Prob.	
**	**	*	***	***		
-3.0316	-3.4438	-4.5356	-7.5711	-4.3625	t-Statistic	With Constant & Trend
0.1527	0.0808	0.0116	0.0001	0.0170	Prob.	
n0	*	**	***	**		
-2.4685	-2.1230	-2.7967	-7.6647	-2.4260	t-Statistic	Without Constant & Trend
0.0171	0.0360	0.0082	0.0000	0.0187	Prob.	
**	**	***	***	**		

Notes: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1%. and (no) Not Significant
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج Eviews.9.

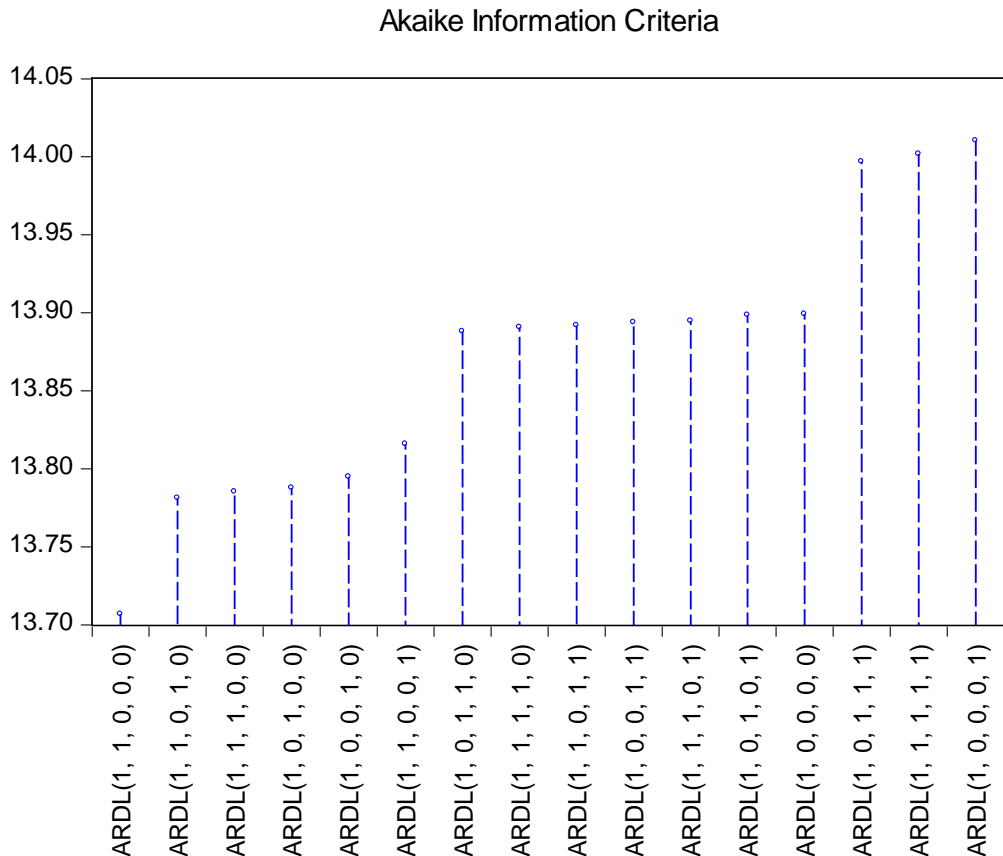
تحليل النتائج: نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نتائج اختبار (ADF) الخاص بالسلاسل الزمنية لمؤشرات الأسواق المالية التونسية (عينة الدراسة) أن الاحتمالات الحرجة المتحصل عليها في كل المؤشرات اقل من 0.05، وعليه لا تقبل الفرضية العدمية أي أن السلاسل مستقرة ولا تحتوي على جذر الوحدة وبالتالي نستنتج أن السلاسل الزمنية مستقرة في المستوى $I(0)$.

الفرع الثاني: اختبار التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي الموزع (ARDL):

بعد التأكد من استقراره السلاسل الزمنية تستكمل باقي خطوات المنهجية ARDL بداية تحديد درجة الإبطاء المناسب ثم تقدير النموذج وأخيرا تقديمه إحصائيا وقياسيا.

أ- تحديد فترة الإبطاء المناسبة: لتحديد طول فترات الإبطاء الموزعة (n) يستخدم عادة معيارين هما (AIC) أو (SC)، حيث يتم اختيار طول الفترة التي تدني قيمة كل من (AIC) أو (SC)، والنتائج موضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم (03): نتائج اختبار الفترات المثلى حسب معيار (AIC):



المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج Eviews.9.

تحليل النتائج: من خلال الشكل يتضح أن أفضل نموذج حسب معيار AIC هو ARDL (1.1.0.0.0) للمتغيرات: CM، GDP، IDE، NDE، TUNINDEX على التوالي.

ب- استعمال منهج الحدود: بالانتقال إلى اختبار الحدود (ARDL) يوضح الجدول أدناه نتائج حساب إحصائية F كما يلي:

الجدول رقم (10): اختبار منهج الحدود:

ARDL Bounds Test		
Date: 03/20/22 Time: 12:03		
Sample: 2003 2020		
Included observations: 18		
Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
K	Value	Test Statistic
4	2.646031	F-statistic
Critical Value Bounds		
11 Bound	10 Bound	Significance
3.09	2.2	10%
3.49	2.56	5%
3.87	2.88	2.5%
4.37	3.29	1%

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج Eviews.9.

تحليل النتائج: يبين الجدول أعلاه اختبار التكامل المشترك باستعمال منهجية اختبار الحدود Bond test، بحيث تشير النتائج إلى أن القيمة المحسوبة (F-statistic): $F = 2.646031$ ، أصغر من الحد العلوي عند مستويات المعنوية 1%، 2.5%، 5%، 10%، ومنه نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات ونرفض الفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

ج - تقدير علاقة المدى القصير والمدى الطويل:

أولاً: علاقة قصير الأجل: والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (11..): نتائج تقدير نموذج معلمات الأجل القصير:

ARDL Cointegrating And Long Run Form
Dependent Variable: INDE
Selected Model: ARDL(1, 1, 0, 0, 0)
Date: 03/20/22 Time: 12:20
Sample: 2002 2020
Included observations: 18

Cointegrating Form				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0487	2.216457	0.074025	0.164072	D(IDE)
0.0012	4.307785	0.097412	0.419628	D(CM)
0.0547	-2.149474	0.311292	-0.669114	D(TUNINDEX)
0.0811	-1.920290	19.054267	-36.589710	D(GDP)
0.0129	-2.962391	0.251074	-0.743778	CointEq(-1)

Cointeq = INDE - (0.4289*IDE + 0.5171*CM -0.9139*TUNINDEX -45.7549 *GDP + 1542.0152)

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات 9.Eveiws.

تحليل النتائج: نلاحظ من خلال نموذج تصحيح الخطأ ان معظم المتغيرات معنوية إحصائياً عند مستوى معنوية 5% مما يعني قوة أثر هذه المتغيرات المفسرة على الاستثمار الأجنبي المباشر في الأجل القصير، ماعدا الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر البورصة التونسية.

ثانيا: العلاقة طويلة الأجل: وذلك من خلال الجدول التالي

الجدول رقم (12): نتائج تقدير نموذج معلمات الأجل الطويل:

Long Run Coefficients				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0211	2.689195	0.159479	0.428871	IDE
0.0001	5.894783	0.087719	0.517087	CM
0.0141	-2.913146	0.313709	-0.913881	TUNINDEX
0.0047	-3.534502	12.945215	-45.754890	GDP
0.0034	3.717288	414.822645	1542.015171	C

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات 9.Eveiws.

تحليل النتائج: كلما زادت IDE بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة في INDE ب 0.42 أي 42 % ، و كلما زادت CM بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة INDE ب 0.51 أي 51 % ، وكلما زادت

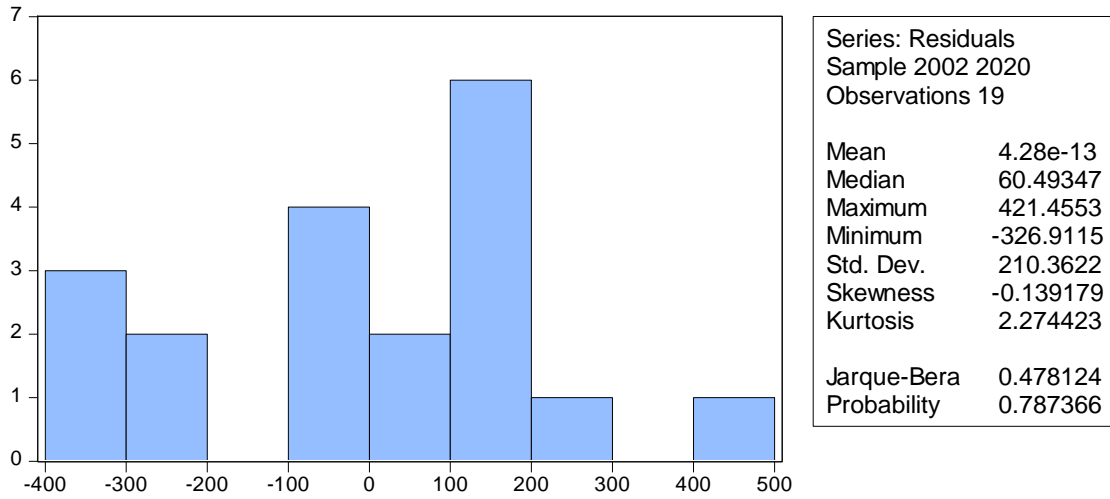
TUNINDEX بوحدة واحدة تؤدي الى نقصان INDE ب (-0.91)، وكلما زاد GDP بوحدة واحدة تؤدي الى نقصان INDE ب (-45.75) أي 0.4575% .

المطلب الثالث: اختبار جودة النموذج

الفرع الأول: التوزيع الطبيعي للبواقي:

يوضح الشكل الموالي اختبار التوزيع الطبيعي ونلاحظ منه خلاله أن البواقي تتوزع توزيعا طبيعيا، لأن احتمالية إحصائية Jarque-ber هي أكبر من 0.05.

الشكل رقم (4): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:



المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews.9.

- 1- معامل الالتواء: يظهر من خلال الشكل أعلاه أن قيم معامل الالتواء بسيط لكن سلمي ب -0.13917 أي إلى جهة اليسار وهي اقل من 0 أي ملتوي نحو اليسار وانه لا يتبع التوزيع الطبيعي .
- 2- معامل التفلطح: قيم معامل التفلطح موجب بقيمة 2.274423 اقل من 3 إذن هذا ما يشير إلى أن شكل التوزيع مذبذب وهو يختلف عن التوزيع الطبيعي .
- 3- معامل جاك بيرا: أن احتمال الموافقة له تساوي الصفر مما يعني أن السلاسل الزمنية للمؤشرات لا تتبع التوزيع الطبيعي .

الفرع الثاني: دراسة استقرارية مربعات البواقي

من خلال الجدول رقم (13) ومن خلال تطور معاملات الارتباط الذاتي لمربعات البواقي، نلاحظ أن هذه المعاملات تقع كلها خارج مجال الثقة، وأيضا احتمالية Q-Stat فيها أقل من 0.05 وبالتالي مربعات البواقي غير مستقرة.

الجدول رقم (13): تطورات معاملات الارتباط الذاتي لمربعات البواقي:

Date: 03/20/22 Time: 12:05
Sample: 2002 2020
Included observations: 18
Q-statistic probabilities adjusted for 1 dynamic regressor

Prob*	Q-Stat	PAC	AC		Partial Correlation	Autocorrelation
0.839	0.0412	0.044	0.044	1
0.415	1.7602	-0.279	-0.276	2	** .	** .
0.135	5.5662	-0.402	-0.398	3	*** .	*** .
0.234	5.5712	-0.116	-0.014	4	. * .	. .
0.346	5.6063	-0.246	0.036	5	** .	. .
0.440	5.8546	-0.180	0.091	6	. * .	. * .
0.518	6.1897	-0.038	0.101	7	. .	. * .
0.587	6.5386	-0.272	-0.098	8	** .	. * .
0.621	7.1536	0.132	0.124	9	. * .	. * .
0.711	7.1543	-0.031	-0.004	10
0.712	8.0097	-0.206	-0.129	11	** .	. * .
0.536	10.915	-0.180	-0.220	12	. * .	** .

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews.9.

تحليل النتائج: من الجدول أعلاه نلاحظ ان تطور معاملات الارتباط الذاتي لمربعات البواقي تقع كلها داخل مجال الثقة وأيضا احتمالية Q-Stat أكبر من 0.05 وبالتالي مربعات البواقي مستقرة.

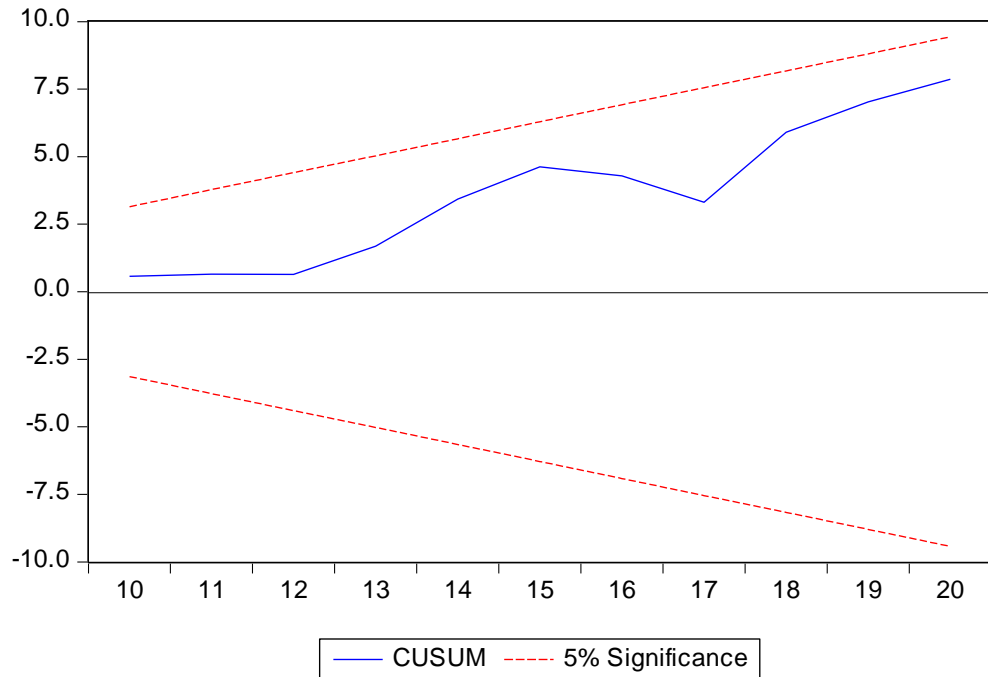
الفرع الثالث: اختبار استقرارية النموذج (Stability Test)

لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لابد من استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك مثل اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة (CUSUM)، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة (CUSUM of Squares) ويعد هذان الاختباران من أهم الاختبارات في هذا المجال لأنه يوضح أمرين مهمين وهما تبيان وجود أي تغير هيكلية في البيانات، ومدى استقرار

وانسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، وأظهرت الكثير من الدراسات أن مثل هذه الاختبارات دائما نجدها مصاحبة لمنهجية ARDL.

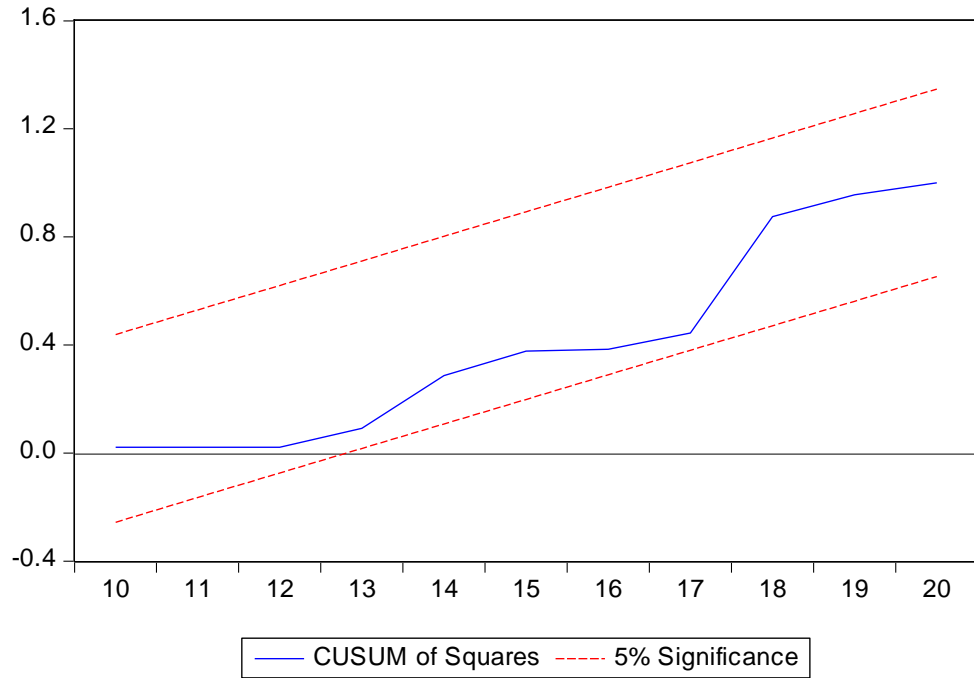
يتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة لصيغة تصحيح الخطأ لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة، إذا وقع الشكل البياني لاختبارات كل من CUSUM وCUSUM of Squares داخل الحدود الحرجة عند مستوى 5% وهذا يعني أن كل المتغيرات مستقرة خلال طول فترة الدراسة.

الشكل رقم (5): اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعاودة (CUSUM):



المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews.9.

الشكل رقم (6): اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة (CUSUM of Squares):



المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews.9.

تحليل النتائج: من خلال الرسم البياني نلاحظ أن المجموع التراكمي للبقايا المعاودة (CUSUM) بالنسبة لهذا النموذج هو يعبر خط وسطي داخل حدود المنطقة الحرجة مشيراً إلى استقرار النموذج عند حدود معنوية 5%، كما أن المجموع التراكمي لمربعات البقايي المعاودة (CUSUM of Squares) هو عبارة عن خط وسطي يقع داخل حدود المنطقة الحرجة، وما يمكن استنتاجه من هذين الاختبارين أن هناك استقراراً وانسجاماً في النموذج للأمد الطويل والقصير.

خلاصة الفصل الثاني:

مما سبق ذكره يتضح لنا ان الاسواق المالية التونسية حديثة العهد حيث تهدف هذه الدراسة إلى دراسة القياسية لمحددات الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية حالة تونس خلال فترة 2003 إلى 2020 باستخدام اختبارات استقرارية واختبارات درجة الوحدة واختبار التوزيع الطبيعي واختبار ديكي فولر الموسع ADF و PP واختبار التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي الموزع (ARDL) بوجود علاقة توازنه طويلة الاجل بين المتغيرين، واختبار استقرارية النموذج (Stability Test) وهو ما يبين ان هناك استقرار وانسجام في النموذج للأمد القصير والطويل .

خاتمة

خاتمة :

يعتبر الاستثمار الأجنبي مصدرا وآلية مهمة في جلب الموارد المالية من اجل توظيف وتمويل المشاريع الاستثمارية للنهوض بالأسواق المالية للدول, حيث عملت الدول العربية منها دولة تونس على تطوير الاسواق المالية والعمل على ايجاد قنوات تساهم في تشجيع حركة رؤوس الاموال وجذب الاستثمارات الاجنبية وهذا ما ادى الى ضرورة الاهتمام بهذه الاسواق لما لها من دور في تشجيع التنمية الاقتصادية للدولة, من خلال القدرة على توفير الاموال لتحقيق السيولة للاقتصاد وبالرغم من الجهود المبذولة للدولة التونسية التي تسعى لتقديم عدة مزايا وحوافز للمستثمرين غير ان حجم الاستثمارات الاجنبية لم يرقى للمستوى المطلوب لما توجهه من عوائق تؤدي الى ضعف الاستثمارات المتدفقة.

النتائج:

نستخلص مجموعة من النتائج بالإجابة على الاشكالية المطروحة مع التركيز على مدى تحقيق الفرضيات المطروحة التي افترضناها تم الوصول إلى النتائج التالية:

- ان للاستثمار أهمية كبيرة في المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية ونقل التكنولوجيا الحديثة.
- ان الاستثمار الأجنبي من الوسائل التمويلية الخارجية الاقل تكلفة لتحقيق التنمية ويعتبر الاكثر استعمالا من طرف الدول المضيفة.
- تعد الاسواق المالية همزة وصل بين المشاريع ومدخرات الافراد اذ ان هدفها الرئيسي هو تمويل المشاريع والانشطة الاقتصادية ولها دور فعال في جذب اصحاب الفائض واصحاب العجز.
- شهدت تدفقات الاستثمار الاجنبي في تونس خلال فترة الدراسة تحسن كبير ونمو ملحوظ، ويرجع ذلك الى اهتمام الدولة التونسية بتوفير المناخ الملائم لذلك من خلال مختلف القوانين التي اصدرتها من اجل تشجيع الاستثمار وتطويره وكذا الضمانات المقدمة للمستثمرين الاجانب وما ينتج عنها من نمو هذه التدفقات.
- قامت بورصة تونس كغيرها من البورصات بالكثير من الإصلاحات.

تؤثر محددات الاستثمار الاجنبي في فترات ابطاء مختلفة كما تظهر النتائج المتحصل عليها ان المتغيرات المستقلة تؤثر في مجملها على المتغير التابع وهذه النتائج تتوافق مع الواقع.

- بين اختبار الحدود (Bounds test) للتكامل المشترك انه لا يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات وهو ما يعني عدم وجود علاقة توازنه طويلة الاجل بين المتغير التابع والمتغير المستقل.
- استقرار نموذج الدراسة على المدين القصير والطويل بناء على اختبائي المجموع التراكمي للبواقي المعاودة وكذا مربعات البواقي المعاودة، مما يعني ان محددات الاستثمار تفسر التغيرات تدفق الاستثمار الاجنبي في الأمدن الطويل والقصير، ووجود استقرار وانسجام في النموذج بين نتائج المد الطويل والامد القصير وعدم وجود تغير هيكل في بيانات النموذج خلال فترة الدراسة.
- وجود تباين بين محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية في دول الدراسة.

التوصيات:

- اعتماد على النتائج المستوحاة من هذه الدراسة يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات قد تساهم في تجاوز العقبات التي تقف امام الاستثمارات الاجنبية ونشاطاتها في سوق الاوراق المالية من خلال ما يلي:
- ضرورة العمل على رفع مستوى الوعي الاستثماري لما لذلك من اثر في تنشيط سوق تونس للأوراق المالية وانعكاسه على النمو الاقتصادي .
- الالتزام بتطوير قوانين الاستثمار وجعلها تتميز بالشفافية والاستقرار.
- العمل على استغلال الظروف المواتية لجلب المزيد من الاستثمارات الاجنبية .
- فتح المجال لعودة رؤوس الاموال المستثمرة في الخارج والتي تضررت بفعل الازمة المالية العالمية.
- خلق توازن في توزيع الاستثمارات الاجنبية على القطاعات الاقتصادية المختلفة لمنع حدوث اختلال بين القطاعات الاقتصادية.
- اعتماد سياسة الانفتاح التدريجي على الاستثمار وفق خطط مدروسة تعتمد على تجارب حقيقية .

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع :

أ- كتب باللغة العربية

- 1- أحمد عبد الرحمن أحمد، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ للنشر، القاهرة، ط3.
- 2- ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال الأسهم والسندات، شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003م.
- 3- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق الاستثمار، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2006-2007م.
- 4- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، 2008م.
- 5- عصام عمر مندور، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل المتغيرات الاقتصادية الدولية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع الإسكندرية، 2010م.
- 6- علي عباس، إدارة الأعمال الدولية المدخل العام، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط1، 2009م.
- 7- فاضل مُجَّد العبيدي، البيئة الاستثمارية، مكتبة الجمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012م-1433هـ.
- 8- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ط1.
- 9- د. متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون 2009م، ط1، 2010م-1431هـ.
- 10- مُجَّد صلاح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2002م.
- 11- مُجَّد عبد الله شاهين، كفاءة صناديق الاستثمار ودورها في دعم الأسواق المالية، دار الكتاب الجامعي دولة الإمارات العربية المتحدة، الجمهورية اللبنانية، ط1، 2017م.
- 12- مُجَّد عبد العزيز عبد الله عبد، الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول الإسلامية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، .
- 13- وليد صافي، د. أنيس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، 2009م/1430هـ.

ب- الاطروحات والرسائل الجامعية:

1. احمد مداني ونورين بومدين " دراسة حالة سوق الأوراق المالية في ماليزيا) جامعة الشلف.
2. بن اعمر بن حاسين، فعالية الاسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية ، اطروحة لنيل دكتورا في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود ،بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان ، السنة الجامعية 2012-2013.
3. رشيد هولي، مدى فاعلية سوق الاوراق المالية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس الجزائر، المغرب مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير ، فرع ادارة مالية ،جامعة فيتوري، قسنطينة، السنة الجامعية 2010-2011.
4. قرين وفاء، كعوش أسماء، 1980-2017م، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الصين دراسة قياسية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (ل.م.د)، تخصص "إدارة مالية"، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف، ميلة، 2019/2020م.

ج- البحوث والمجلات

1. أ.د. مفتاح صالح، أ. بوعبد الله علي، واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الرابع عشر، ديسمبر 2013م.
2. ادلال بن ميتة وجهاد بوضيات "مجلة إدارة الاعمال والدراسات الاقتصادية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية 2005_2014
3. داعلي بوعبد الله وداشريف بوقصبة "مجلة العلوم الإنسانية _جامعة محمد خيضر بسكرة العدد 47 المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية _ دراسة حالة بورصة عمان _ الأردن 1994_2015

د- التقارير:

- 1- صندوق النقد العربي : التقرير السنوي ، ابو ظبي، 2007.
- 2- صندوق النقد العربي : التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، أبوظبي، 2000.
- 3- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار : اسواق راس المال في الدول العربية تنظيمها وادواتها واوضاع التعامل بها، الكويت، 2006.

هـ-المراجع باللغة الأجنبية:

1. Ben-Taher Hassan and Giorgione Gionluigi " The determinations of FDI, a panel data study on AMU countries" Liver pool business school , Liver pool John Moore's university 2009 5 Kulwant Rai and NR.Blanumurthy "DETERMINATION OF FOREIGN INSTUTUTIONAL INVESMENT IN INDIA : The role of return , Risk ,and inflation _ The developing economies , XLII4 (December 2004)479_93
2. Kulwant Rai and NR.Blanumurthy "DETERMINATION OF FOREIGN INSTUTUTIONAL INVESMENT IN INDIA : The role of return , Risk ,and inflation _ The developing economies , XLII4 (December 2004)479_93
3. obida Gobna Wafure " Abu Nurudeen " ," DETERMINATIONS OF FOREIGN DIRECT INVERTISSEMENT NIGERIA ": Empirical analysis _ Global journal of human social sciece paga : 26 vol 10 issue (ver 1 , 0) , april 2010

ذ- المواقع الالكترونية

- 1- الموقع الرسمي لبورصة القيم التونسية : www.bvmt.com.tn
- 2- نبذة تاريخية عن نشأة وتطور بورصة تونس: www.bvmt.tn

ملخص الدراسة:

تهدف هذه الدراسة الى ابراز الدور الفعال الذي يقوم به الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية العربية من خلال دراسة سوق الأوراق المالية لتونس التي هي بين هذه الأسواق للإجابة عن التساؤلات هذه الدراسة تم اعتماد على جمع مجموعة من البيانات والمعلومات التي تعتبر عن الاطار النظري للدراسة والاطار التطبيقي على بوصة تونس وهذا من خلال الفترة 2002 الى 2020 ، للإجابة على هذه الإشكاليات و التساؤلات ثم الاعتماد على برنامج EVEIS وتقدير معلمات النموذج بطريقة اختبار استقراريه السلاسة الزمنية واختبار التكامل المشترك.

الكلمات المفتاحية : الاستثمار الأجنبي ، سوق الأوراق المالية ، السوق المالية في تونس ، بورصة

تونس

Résumé:

Cette étude vise à mettre en évidence le rôle effectif joué par l'investissement étranger dans le marché boursier arabe en étudiant le marché boursier de la Tunisie, qui figure parmi ces marchés. Application appliquée sur la Tunisie pouce et ceci durant la période 2002 à 2020, pour répondre à ces problèmes et des questions, puis s'appuyer sur le programme EVEIS et estimer les paramètres du modèle de manière à tester la stabilité de la stabilité des séries temporelles et tester l'intégration conjointe.

Mots-clés : investissement étranger, bourse, marché financier en Tunisie, Bourse de Tunis