



جامعة المنصورة
كلية الحقوق
قسم الإقتصاد
٢٠٢٠ - ٢٠٢١

محددات وعوامل طرد الإستثمارات الأجنبية من أسواق الأسهم
**Determinants and factors of expelling foreign investments
from stock markets**

إعداد الباحثة

مى عبد الرحمن عبد الرحمن عابد

إشراف الأستاذ الدكتور

إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف

أستاذ ورئيس قسم الإقتصاد السياسى والتشريعات الإقتصادية

مدير مركز الدراسات السياسيه والدوليه

٢٠٢٠/٢٠٢٠

مقدمة

شهدت الساحة العالمية منذ فترة من الزمن مجموعة كبيرة من المتغيرات كإنتهاء الحرب الباردة، وبروز الولايات المتحدة كقطب وحيد مسيطر على العالم إقتصادياً وسياسياً وعسكرياً، وظهور التكتلات الإقتصادية الكبرى كالإتحاد الأوربي والتكتل الإقتصادي لأمريكا الشمالية ونشأة منظمة التجارة العالمية وسيادة مناخ الحرية الإقتصادية وإنفتاح السوق العالمي وتطور وسائل الإتصالات حتى أصبح العالم قرية صغيرة، وقد أدت هذه التغيرات فى نهاية الأمر إلى توسيع حركة رأس المال العالمي خاصةً رؤوس الأموال الساخنة الباحثة عن الفرص الإستثمارية المواتية، وفتح الأسواق المالية أمام حركة رأس المال العالمي، إلا أن هناك عوامل يؤدي توافرها فى دولة ما إلى طرد وخروج الإستثمارات المالية الأجنبية من سوق الأسهم بها، وتتناول هذه الدراسة محددات وعوامل طرد الإستثمارات الأجنبية من أسواق الأسهم.

• أهمية الدراسة:

تعد هذه الدراسة ذو أهمية بالنسبة للدول المضيفة - المستثمر فيها - سواء كانت تعتمد على آليات السوق فى توجيه أنشطتها الإقتصادية، أو كانت من الدول التى تعتمد على الآليات البنكية فى توجيه أنشطتها الإقتصادية، وذلك حتى تتمكن من جذب المزيد من المستثمرين إليها و الإستفادة من عملية الإستثمار، أيضاً فالدراسة تشير إلى أسباب خروج الإستثمارات من سوق الأسهم، وبالتالي يمكن للدولة التى ترغب فى الإستفادة من الإستثمارات الأجنبية فى سوق الأسهم بها لتحقيق التنمية الإقتصادية أن تعمل على الحد من المخاطر الإقتصادية، و المالية و السياسية، وضعف الملاعة الإئتمانية لها.

• منهج الدراسة :

تعتمد الدراسة على المنهج العلمى التحليلى إضافة إلى أسلوب المنهج الوصفى، من خلال عرض وتحليل المعلومات والحقائق عن العوامل التى يؤدي توافرها فى دولة ما إلى طرد الإستثمارات المالية الأجنبية من سوق الأسهم بها.

• إشكالية الدراسة :

مما سبق فإن المشكلة التي تُعنى الدراسة ببحثها هي تحديد عوامل طرد الإستثمارات الأجنبية في أسواق الأسهم وتحديد العوامل التي تدفع المستثمر الأجنبي نحو الهروب من سوق الأسهم بدولة ما ، وتحديد ماهي المخاطر التي قد تصادف المستثمر أثناء الإقدام علي عملية الإستثمار بدولة ما وبالتالي يتخذ قراره بسهولة ويسر بالإستثمار بتلك الدولة من عدمه.

ويتفرع عن ذلك عدة أسئلة تحاول الدراسة الاجابه عنها وهي :-

١. ما هي العوامل التي تؤدي الى طرد الإستثمارات الأجنبية من أسواق الأسهم التي تدفع المستثمر الأجنبي نحو الهروب من سوق الأسهم بدولة ما ؟
٢. ماهي المخاطر التي يتعرض لها المستثمر أثناء الإقدام علي عملية الإستثمار بسوق الاسهم؟

• أهداف الدراسة:

تسعى الدراسة إلى التعرف على العوامل التي تدفع المستثمر الأجنبي نحو الهروب من سوق الأسهم بدولة ما؟من ناحية يتعرف المستثمر علي المخاطر التي قد تصادفة أثناء الإقدام علي عملية الإستثمار بدولة ما وبالتالي يتخذ قراره بسهولة ويسر بالإستثمار بتلك الدولة من عدمه،ومن ناحية أخرى تتلأفي الدولة التي ترغب في جذب الإستثمار إلي سوق الأسهم بها تلك المخاطر وتعمل علي الحد منها وتقليلها بقدر الإمكان.

• حدود الدراسة:

- الحد الموضوعي:تتناول الدراسة تحديد وبيان وعوامل طرد الإستثمارات الأجنبية من أسواق الأسهم،وبذلك يخرج من إطار الدراسة كافة الأوراق المالية الأخرى .
- الحد الزمني:هذه الدراسة تقتصر على تحديد عوامل طرد الإستثمارات الأجنبية من أسواق الأسهم حتى عام ٢٠١٩ فقط .

• محتويات الدراسة:

يمكن تقسيم هذه الدراسة وفقا للهدف منها إلى مبحث تمهيدى وأربعة مباحث رئيسة كالاتى:

- **مبحث تمهيدى** : نشأة الإستثمار الأجنبى فى الأسهم وتطورة.
- **المبحث الأول**: أثر المخاطر الإقتصادية و المالية على الإستثمار الأجنبى فى سوق الأسهم .
 - المطلب الأول:المخاطر المالية للدولة Financial Risks
 - المطلب الثانى:المخاطر الإقتصادية للدولة Economic risk
- **المبحث الثانى**:أثر المخاطر السياسية وبعض المخاطر الأخرى على الإستثمار الأجنبى فى سوق الأسهم

- المطلب الأول:المخاطر السياسية التى تواجه المستثمر فى سوق الأسهم.
- المطلب الثانى:مخاطر أخرى يمكن تؤثر على عملية الإستثمار الأجنبى.
- **المبحث الثالث**:العلاقة بين الملاءة الائتمانية للدولة وهروب الأموال الأجنبية من سوق الأسهم بها .
 - المطلب الأول:حساسية الأسواق المالية تجاه درجات التصنيف الائتمانى.
 - المطلب الثانى:هروب الإستثمارات الأجنبية من سوق الأسهم بالدول ذات التصنيف الائتمانى الضعيف.

- **المبحث الرابع**:آثار الإستثمارات الأجنبية المالية فى أسواق الأسهم على الدول المتلقية.
 - المطلب الأول:آثار دخول و خروج الإستثمارات المالية الأجنبية على الدول التى تتبع نظام سعر الصرف الثابت .

- المطلب الثانى:آثار دخول و خروج الإستثمارات المالية الأجنبية على الدول التى تتبع نظام سعر الصرف المرن.

• الكلمات المفتاحية:

التصنيف الائتمانى – الأسواق المالية الدولية - مؤسسات التصنيف الائتمانى - الإستثمار المحظى - الجدارة الائتمانية.

| رقم الصفحة | الموضوع |
|------------|--|
| ٦ | مبحث تمهيدي: نشأة الإستثمار الأجنبي فى الأسهم وتطوره |
| ١٩ | المبحث الأول:أثر المخاطر الإقتصادية و المالية على الإستثمار الأجنبي فى سوق الأسهم |
| ١٩ | -المطلب الأول:المخاطر المالية للدولة Financial Risks |
| ٢٢ | -المطلب الثانى:المخاطر الإقتصادية للدولة Economic risk |
| ٢٤ | المبحث الثانى:أثر المخاطر السياسية وبعض المخاطر الأخرى على الإستثمار |
| ٢٤ | الأجنبي فى سوق الأسهم |
| ٢٧ | -المطلب الأول:المخاطر السياسية التى تواجه المستثمر فى سوق الأسهم. -المطلب الثانى:مخاطر أخرى يمكن تؤثر على عملية الإستثمار الأجنبي |
| ٢٨ | المبحث الثالث:العلاقة بين الملاعة الائتمانية للدولة وهروب الأموال الأجنبية من سوق الأسهم بها . |
| ٢٨ | -المطلب الأول:حساسية الأسواق المالية تجاه درجات التصنيف الائتمانى. |
| ٢٩ | -المطلب الثانى:هروب الإستثمارات الأجنبية من سوق الأسهم بالدول ذات التصنيف الائتمانى الضعيف. |
| ٣٢ | المبحث الرابع:آثار إستثمارات الأجنبية المالية فى أسواق الأسهم على الدول المتلقية. |
| ٣٢ | -المطلب الأول:آثار دخول و خروج الإستثمارات المالية الأجنبية على الدول التى تتبع نظام سعر الصرف الثابت . |
| ٣٤ | -المطلب الثانى:آثار دخول و خروج الإستثمارات المالية الأجنبية على الدول التى تتبع نظام سعر الصرف المرن. |
| ٣٥ | الخاتمه والنتائج |
| ٣٦ | التوصيات |
| ٣٧ | قائمة المراجع |

مبحث تمهيدى

نشأة الإستثمار الأجنبي فى الأسهم وتطوره

يهدف هذا الجزء من الدراسة إلى توضيح كيف نشأ الإستثمار الأجنبي فى الأسهم على المستوى الدولى وتتبع مراحل تطوره، وتأثرة بمجمل الأوضاع و الأحداث العالمية فى الفترة من عام ١٨٥٠ وحتى عام ٢٠١٩، من خلال الاجابة على التساؤلات الآتية: كيف نشأ الإستثمار الأجنبي فى الأسهم على المستوى الدولى؟ وماهى المراحل التى مر بها؟ وكيف ومدى تأثرة بالأوضاع و الأحداث العالمية فى الفترة من عام ١٨٥٠ وحتى عام ٢٠١٩؟

• نشأة الإستثمار الأجنبي فى الأسهم :

ارتبطت نشأة الإستثمار الأجنبي فى الأسهم تاريخياً □ بالتطور الإقتصادى والصناعى الذى مرت به معظم دول العالم خاصة الدول الرأسمالية فى أواخر القرن التاسع عشر وذلك بهدف تمويل المشروعات العملاقة ومشروعات البنية الأساسية والتي تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة، ساعد على ذلك إنتشار الشركات المساهمة، الأمر الذى أدى إلى إسراع الدول المختلفة فى إنشاء أسواق مالية بهدف جذب رؤوس الأموال الأجنبية إليها لتمويل عمليات التنمية .

• تطور الإستثمار الأجنبي فى الأسهم:

مرت حركة تطور تدفقات رؤوس الأموال للإستثمار فى الأسهم على المستوى الدولى بعدة مراحل يمكن تتبعها ومعرفة ما هو الدافع من وراء إنتقالها عبر البلدان المختلفة للإستثمار فى أسواق الأوراق المالية بها؟ على النحو التالى :

أولاً : تدفق رؤوس الأموال دولياً للإستثمار فى الأسهم فى الفترة من ١٨٥٠ : ١٩١٤ :

شهدت حركة التدفقات الرأسمالية الدولية فى هذه الفترة نمواً مضطرباً، ساعد على ذلك عدة عوامل، من بينها إستقرار نظام النقد الدولى والذي كان قائماً آنذاك على قاعدة الذهب وثبات أسعار الصرف ، وكانت هذه التدفقات فى هذه الفترة تتم بين جهات حكومية ورسمية بين الدول الدائنة والدول المدينة للحصول

على التمويل اللازم للمشروعات التنموية مثل مشروع السكك الحديدية، الموانئ والمطارات، الطرق والتي كانت بمثابة عاملاً جاذباً للمستثمرين لإرتفاع ربحيتها. وتزايد الطلب عليها^(١) وفي أكتوبر عام ١٩٠٧ حدث انهيار كبير في بورصة الأوراق المالية بنيويورك، و إنخفضت القيمة السوقية للأسهم بسبب أزمة الفوائد البنكية، وسرعان ما إنتقلت هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية فطالت العديد من بلدان العالم كمصر واليابان و ألمانيا^(٢) وانتهت هذه الأزمة في الأربعاء في السادس من نوفمبر من نفس العام^(٣) وعند ذلك بدأت حركة التدفقات الرأسمالية الدولية تتعافى تدريجياً إلى أن بدأت الحرب العالمية الأولى في ١٩١٤.

ثانياً: تدفق رؤوس الأموال دولياً للإستثمار في الأسهم في الفترة من ١٩١٤ : ١٩٣٩ :

إن أكثر ما يميز هذه الفترة هو الإنخفاض الحاد الذي أصاب تدفق رؤوس الأموال دولياً كنتيجة للحروب والأزمات التي حدثت في تلك الفترة حيث تأثرت إقتصادات العديد من الدول في مختلف أنحاء

١. شيرين مصطفى صبحي بشير، الإستثمار الاجنبي في الأوراق المالية: المحددات وأهم الانعكاسات على الدول المتلقيه ، دراسه مقدمه للحصول على درجه الماجستير، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية، جامعه القاهره سنه ٢٠٠٤ صفحة ١٣؛ وكذلك رضا محمد احمد محمدين، الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسواق الناشئة دراسة نظريه، كلية الإقتصاد والتجاره مجله علميه ربع سنويه تصدر عن كلية التجاره جامعه عين شمس العدد الثالث يوليه ٢٠١٢ المجلد الأول صفحه ١٦٥ .

2. The Panic of 1907: A Human-Caused Crisis, or a Thunderstorm? A Comparison Between The New York Times and Wall Street Journal's Coverage of the United States' First Modern Panic By Bonnie Kavoussi The Knickerbocker Trust Co.'s headquarters on 34th Street and 5th Avenue, New York City. 1910 page13. Robert F. Bruner, Sean D. Carr. foreword by William j. bernstein

٣. تعرف هذه الأزمة بذعر المصرفيين او الذعر المصرفي وهي أزمة مالية اندلعت في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٠٧ عندما أنهارت سوق البورصة بشكل مفاجئ ، نتيجة عمليات سحب الأموال المودعة في البنوك التي تقدم خدمات مصرفية عامة للأفراد Retail banking وبنوك الإستثمار Investment banks لقيام المودعين بسحب السيولة من بنوك نيويورك لفقدانهم الثقة بها وتورطها في عمليات التلاعب باسهم العديد من الشركات كشركة يونيتد كوبر وهو ما أدى إلى إفلاس وانهيار مؤسسة Knickerbocker Trust الائتمانية التي تعد الثالثة من نوعها من حيث الأهمية في نيويورك وقد أدى هذا الأنيهار إلى موجات متتاليه من الذعر في المؤسسات المالية الأخرى والتي قامت بسحب أموالها من نيويورك ، وسرعان ما إنتقلت هذه الأزمة خارج الولايات المتحدة الأمريكية وطالت العديد من بلدان العالم كمصر و اليابان و ألمانيا ونتيجة لهذه الأزمة تم إنشاء نظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في ٢٢ ديسمبر ١٩١٣ .

العالم على أثر الحربين العالميتين^(١) وكان صافى تدفقات رؤوس الأموال بين الدول منخفضاً للغاية خاصة بعد الحرب العالمية الثانية وبخاصة تدفقات المحفظة portfolio flows المتجهة لأسواق رأس المال، بالإضافة إلى أن العالم كان قد شهد أزمة إقتصادية طاحنة عرفت آنذاك بأزمة الثلاثاء الأسود ففي سبتمبر من عام ١٩٢٩ أفل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة Industrial Average Dow Jones عند النقطة ٣٨١ نقطة ثم أعقبه إنخفاض آخر في ٢ أكتوبر من نفس العام بما يعادل ٤٩ نقطة .

ثم توالى الإنخفاضات لتعلن بعد ذلك عن أكبر وأسوأ أزمة إقتصادية في العالم وهى الكساد الكبير (Great Depression) والتي تسببت فى قيام عدد كبير من الدول بفرض العديد من القيود على تحركات رؤوس الأموال حتى تتمكن من السيطرة على تلك الأزمة والحد منها^(٢) واستمر إنخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ذلك لمدة ثلاث سنوات، حيث أفل المؤشر فى ٨ يوليو من عام ١٩٣٢ عند ٤١ نقطة فقط وهو ما يعني أن المؤشر وصل إلى حوالى ١١% مما كان عليه فى سبتمبر ١٩٢٩^(٣) .

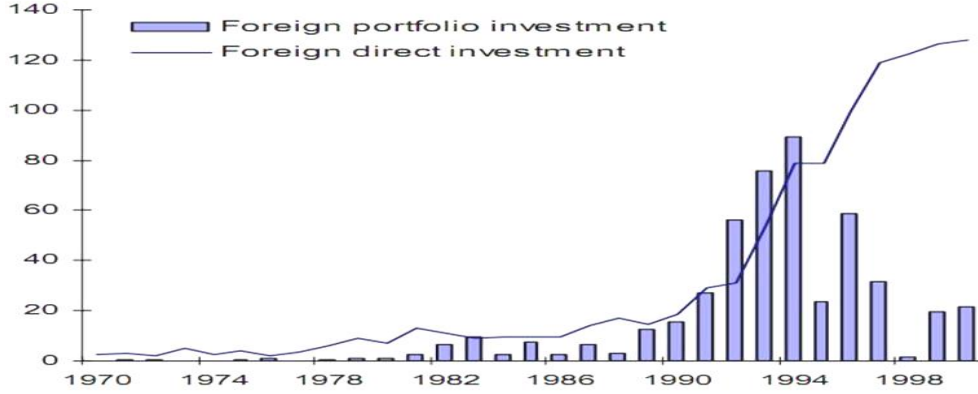
ثالثاً: تدفق رؤوس الأموال دولياً للاستثمار فى الأسهم فى الفترة ما بين ١٩٣٩ : حتى نهاية الثمانينات :-

فى تلك الفترة تضائل حجم تدفق رؤوس الأموال دولياً بشكل كبير لعدم وجود فوائض مالية بالبلدان الصناعية بسبب زيادة معدلات الإستثمارات المحلية التى كانت تهدف وقتها إلى تنفيذ مشروعات اعاده البناء والتعمير والتي استوعبت قدراً كبيراً من فوائض رؤوس الأموال ، فى الوقت الذى سارعت فيه الدول النامية إلى زيادة اقتراضها لكى تتمكن من الإنفاق على الإعمار والتنمية مما أدى إلى حدوث أزمة مالية حادة عرفت " بأزمة المديونية العالمية" عام ١٩٨٢ والتي تبعها أنهيار فى أسعار النفط سنة ١٩٨٥

- ١ . محددات الإستثمار فى أسواق رأس المال ، دراسة مقدمه للحصول على درجة الماجستير رشا مصطفى مسعد عوض ، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية سنة ١٩٩٨ .
- ٢ . رضا محمد احمد محمدين ، مرجع سبق الإشارة إليه صفحة ١٦٧ ؛ شيرين مصطفى صبحي بشير مرجع سبق الإشارة إليه صفحة ١٤ .
- ٣ . د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار فى الأوراق المالية ، طبعه ١٩٩٩ منشأه المعارف بالإسكندرية ، صفحة ٨٥ .

مما أدى إلى تذبذب واضح في حركة تدفقات رؤوس الأموال والذي يتضح في الشكل الآتي :-

الشكل (١-١) حركة تدفقات رؤوس الأموال في الفترة من ١٩٧٠ - ١٩٩٨ (القيمة بالمليار دولار).



ويتضح من خلال الشكل السابق التذبذب في حركة تدفقات رؤوس الأموال صعوداً وهبوطاً في الفترة من ١٩٧٠ حتى ١٩٩٨ متأثراً بالأحداث و الأوضاع العالمية بتلك الفترة.

رابعاً : تدفق رؤوس الأموال دولياً للإستثمار في الأسهم في الفترة ما بين ١٩٩٠ : حتى نهاية التسعينات :-

حدثت في بداية التسعينات من القرن العشرين طفرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة فعلى سبيل المثال إرتفع حجم الإستثمارات الأجنبية في الخارج خلال النصف الأول من تسعينات القرن الماضي بأكثر من ٢٥ مرة بالمقارنة بثمانيناته، يعزى ذلك إلى رغبة المستثمرين في الاستفادة من العوائد المرتفعة بأسواق الدول الصاعدة، والتطور التكنولوجي في مجال الاتصالات والمعلومات والذي أتاح الفرصة امام المستثمرين في مختلف أنحاء العالم للحصول على كافة البيانات والمعلومات اللازمة عن تلك الأسواق وتحليلها إلا أنه وفي أعقاب أزمة المكسيك عام ١٩٩٤ عاودت تدفقات رؤوس الأموال

١. د. احمد طلفاح ، التدفقات المالية العالمية وإشكالاتها ، المعهد العربي للتخطيط صفحة ١٢.

الخاصه إلى الإنخفاض من ٧٣.٤ مليار دولار فى عام ١٩٩٤ إلى ٦٦.٩ مليار دولار عام ١٩٩٥^(١) ومع إنشاء منظمة التجارة العالمية فى يناير ١٩٩٥ قامت العديد من الدول النامية بتحرير أسواقها المالية وإلغاء القيود على إستثمارات الأجانب بها^(٢) مما ساعد على زيادة حجم تدفقات رؤوس الأموال مره أخرى بالإضافة إلى ذلك فقد أدت سياسة الخصخصة التى إنتهجتها العديد من بلدان الدول النامية آنذاك إلى مزيد من تحرك رؤوس الأموال ناحية أسواق الأوراق المالية بها للإستفادة من زيادة العائد من الإستثمار بها .

خامسا : تدفق رؤوس الأموال فى الفتره ما بين نهايه التسعينات : حتى ٢٠٠٩ :

مع نهاية التسعينات وتحديداً عام ١٩٩٧ إنخفضت تدفقات رؤوس الأموال من ١١١.٧ مليار دولار عام ١٩٩٦ إلى ٧٩.٢ مليار دولار عام ١٩٩٧ بسبب الازمة الإقتصادية الآسيويه والتى بدأت من تايلاندا ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد، فإنخفض مؤشر (Hang Seng) بنحو ١٢١١ نقطة لأول مرة منذ أكثر من ثلاثين سنة إضافة إلى إنخفاض مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة^(٣).

إلا أنه وبنهاية عام ١٩٩٨ بدأت آثار الأزمه بالإنخفاض وبحلول عام ١٩٩٩ بدأت اقتصادات آسيا فى التعافى وعاد حجم الإستثمار الاجنبى غير المباشر إلى الإرتفاع مره أخرى، لم يستمر هذا الحال طويلا فى عام ٢٠٠٠ عاد حجم الإستثمار الأجنبى غير المباشر على أثر الأزمه التى عرفت وقتها بأزمه

١ . احمد محمدين ، مرجع سابق الاشاره اليه ، صفحه ١٦٨ .

٢ . د. نزيه عبد المقصود محمد مبروك، الآثار الإقتصادية للإستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعى طبعه ٢٠٠٧، صفحه ٦١ .

٣ . دونالد ماشيسون، الأزمات المالية فى الأسواق الناشئة، مجلة التمويل و التنمية FMI المجلد ٣٦، العدد ٣ ، ١٩٩٩، صفحه ٢٩ .

" فقاعة الإنترنت Internet bubble " والتي عرفت أيضاً "فقاعة أسهم التكنولوجيا" نتيجة المبالغة بتقييم أسهم تلك الشركات و المبالغة أيضاً في تقييم حجم النمو الحقيقي المتوقع لشركات الـ"دوت كوم" في الأسواق^(١).

أما عام ٢٠٠٠ فقد شهدت مؤشرات البورصات العالمية الرئيسية هبوطاً استمر نحو ٣ أعوام حتى مارس عام ٢٠٠٣ فعلى سبيل المثال إنخفض مؤشر كاك ٤٠ الفرنسي من مستواة القياسى ٦٩٤٥ نقطة إلى أقل من ٢٤٠١ نقطة فى ١٢ مارس عام ٢٠٠٣ مسجلاً نسبة هبوط ٦٥ بالمائة فى ٣ أعوام، والشكل الآتى فيما بعد يوضح حركة تدفقات رؤوس الأموال فى الفترة من ١٩٩٣ - ٢٠٠٢، ففى عام ٢٠٠٢ قدرت إستثمارات المستثمرين بالولايات المتحدة الأمريكية فى صناديق الأسهم الدولية بأكثر من ٥٠ مليار دولار، حيث أدرك المستثمرون أن فرص الإستثمار بالأسواق الدولية وخاصة الناشئة أفضل بكثير من الأسواق المحلية^(٢).

الشكل (٢-١) حركة تدفقات رؤوس الأموال فى الفترة من ١٩٩٣ - ٢٠٠٢ (بالمليار دولار).



المصدر^(٣): د. أحمد طلفاح ، مرجع سابق الاشارة اليه ، صفحة ١٣ .

يتضح من خلال الشكل السابق حالة التدفق المستمره لرؤوس الاموال و انها لم تكن على وتيره واحده فى الفتره من عام ١٩٩٣ حتى عام ٢٠٠٢ تأثراً بالازمات و الاحداث التى مر بها العالم فى تلك الفتره.

1. Cecchetti, S. G., Schoenholtz, K. L., & Fackler, J. (2006) Money, banking, and financial markets (Vol. 4). McGraw-Hill/Irwin,p177.
2. د.ناصر إبراهيم أبو مصطفى المجله العلميه للبحوث والدراسات التجاربه،جامعة حلوان،كلية التجارة،العدد الأول،٢٠٠٣،صفحة ٨٩ <http://search.mandumah.com/Record/661653>

٣. احمد طلفاح ، التدفقات المالية العالمية وإشكالاتها،المعهد العربى للتخطيط صفحة ١٣ .

وفى أعقاب هجمات الحادى عشر من سبتمبر عام ٢٠٠١ ترقب الإقتصاد العالمى بقلق ما يحدث فى الولايات المتحدة كونها تمثل أكبر أسواق العالم، وكذلك لكون الإقتصاد الأمريكى يمثل وحدة ما يزيد على ربع إجمالى الناتج الإجمالى العالمى، الأمر الذى أدى إلى تراجع أسعار الأسهم فى البورصات العالمية ، وبالتالى الإنخفاض فى حجم تدفقات رؤوس الأموال خاصة وان أزمة "فقاعة الإنترنت " لم تكن قد انتهت بعد.

كما شهد مطلع عام ٢٠٠٢ تباطؤ فى أداء الإقتصاد العالمى ، ومن ثم الإنخفاض فى حجم تدفقات رؤوس الأموال حيث تراجعت أسعار الأسهم فى معظم البورصات الرئيسية فى العالم خلال التسعة اشهر الأولى من عام ٢٠٠٢ ، ثم عادت للإرتفاع مره أخرى مع نهاية عام ٢٠٠٢ حتى نهاية يونيو من عام ٢٠٠٣ ، وذلك نتيجة لتأثر أرباح الشركات سلباً بحالة عدم اليقين السائدة على الصعيد العالمى والتي ترتبط بتزايد حدة التوتر فى منطقه الشرق الأوسط(حرب العراق) وهو ما يعكس حساسية حركة رؤوس الأموال تجاه الأوضاع السياسية بالعالم .

فقد تراجعت أسعار الأسهم فى البورصات العالمية الرئيسيه لتسجل أدنى مستوى لها منذ مارس عام ٢٠٠٠ حيث إنخفض مؤشر ناسداك الأمريكى بمعدل ٧٥% فى ١٢/مارس/٢٠٠٣ مقارنة بقيمة فى شهر مارس ٢٠٠٠، كما فقد مؤشر داكس الألمانى ٧٠% من قيمته خلال ذات الفترة، كذلك سجل مؤشر تويكس اليابانى فى ١٢/مارس/٢٠٠٢ أدنى مستوى له منذ عشرين عاماً، وقد صاحب ذلك إنخفاض قيمه رأس المال السوقى للأسهم المقيدة فى هذه البورصات فقد سجل إجمالى قيمه المصدر من الأسهم فى أسواق رأس المال العالمية تراجعاً بلغ ما يعادل ١٧ مليار دولار بمعدل ٨٣% خلال الفترة من يناير إلى مارس ٢٠٠٣ مقارنة بذات الفترة منذ عام ٢٠٠٢ ليقصر على ٣.٥ مليار دولار بمعدل ٦٥.٦ لتقتصر على ١٧.١ مليار دولار^(١) .

وفى الفترة ما بين منتصف مارس عام ٢٠٠٣ ونهاية يونيو من نفس العام عادت أسواق رأس المال الرئيسية للانتعاش مره أخرى نتيجة إنتهاء حالة عدم اليقين السائدة فى العديد من الأسواق وإنخفاض أسعار الفائدة حيث تصاعد مؤشر داو جونز الأمريكى خلال تلك الفترة بمعدل ٢٤% بينما إرتفع مؤشر

١ . جميع البيانات مستمدة من التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠٠٢/٢٠٠٣ صفحة ٧
http://www.cbe.org.eg تاريخ الدخول ٢٠١٥/٤/١٠ .

ناسداك بمعدل ٣١ % ، و ستاندرد اند بورز بمعدل ٢٦ % بينما سجل مؤشر كاك الفرنسي إرتفاعا بلغت قيمته ٣٠ % ويعتبر مؤشر داكس الألماني خير دليل على حالة الإنتعاش التي أصابت البورصات الأوروبية إذ بلغت نسبة إرتفاعه ٥٠ % مقارنة بالحالة التي كان عليها قبل منتصف مارس عام ٢٠٠٣ ، ومن ثم فقد عادت حركة رؤوس الأموال مره أخرى للإرتفاع .

إلا أنه فى آخر عام ٢٠٠٣ شهد أداء الإقتصاد العالمى تحسناً محدوداً نتيجة لعدة عوامل من أبرزها هدوء حدة التوترات السياسية على الصعيد العالمى وإستمرار بعض الدول الصناعية الكبرى فى إنتهاج سياسات نقدية توسعية وهو ما إنعكس بشكل كبير على سوق الأسهم حيث إرتفعت أسعار الأسهم فى العديد من أسواق رأس المال فى العالم ففى الولايات المتحدة الأمريكية إرتفع مؤشر ستاندرد اند بورز ١٢٠٠ والخاص بأسعار الأسهم على الصعيد العالمى بمعدل ٢٠ % عن العام السابق، كما إرتفع المؤشر ذاته بمعدل ١٧.٥ % بالنسبة لأسواق رأس المال الأمريكية، كما إرتفع أيضاً بمعدل ٢٢.٩ % بالنسبة لأسواق المال الأوروبية وإرتفع بنسبة ٢٦.٦ على مستوى المنطقة الآسيويه وبمعدل ٤٩.٦ على مستوى منطقته امريكا اللاتينية^(١) كما إرتفع مؤشر توبكس اليابانى بمعدل ٤٠.١ % ، وكاك الفرنسى، و داكس الألماني بمعدل إرتفاع بلغ ٤.٥ % وفى مطلع عام ٢٠٠٤ تراجع أداء أسواق المال وتراجعت الزيادة فى المؤشرات الرئيسة لأسعار الأسهم نتيجة لتباطؤ معدل نمو أرباح الشركات تأثراً بتصاعد أسعار الطاقة وإرتفاع تكلفه وحدة العمل^(٢) وأستمر الحال هكذا حتى تصاعدت المؤشرات الرئيسة لأسعار الأسهم بالعديد من البورصات العالمية بدرجه ملحوظه بالتزامن مع تحسن أداء الإقتصاد العالمى وإرتفاع معدل نموه إلى ٣.٧ عام ٢٠٠٦ مقابل ٣.١ فى عام ٢٠٠٥^(٣) إلا ان هذا التحسن لم يدم طويلاً إذ إنخفضت أسعار الأسهم فى معظم البورصات الرئيسة بصوره ملحوظه بعد التراجع الحاد الذى أصاب أرباح العديد من الشركات

١. البنك المركزى المصرى ، قطاع البحوث والتطوير والنشر ، المجله الإقتصادية ، المجلد الأول ، المجلد الرابع والأربعون ، العدد الأول ٢٠٠٣/٢٠٠٤ صفحة ٩٧ <http://www.cbe.org.eg> ، تاريخ الدخول ٢٠١٥/٣/٨ .
٢. التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ ، صفحة ٧ ، <http://www.cbe.org.eg> ، تاريخ الدخول ٢٠١٥/٣/٨ .
٣. التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠٠٥/٢٠٠٦ ، صفحة ٣ ، <http://www.cbe.org.eg> ، تاريخ الدخول ٢٠١٥/٣/١٣ .

نتيجة تزايد تداعيات أزمة قروض الرهن العقاري التي تعرض لها القطاع المالى بالولايات المتحدة الأمريكية فى الربع الأول من عام ٢٠٠٧ ، فعلى سبيل المثال قد تراجع مؤشر ستاندرد أند بورز ١٢٠٠ العالمى بمعدل ١٢.٣ % خلال السنة المالية ٢٠٠٨/٢٠٠٧ مقابل تصاعده بمعدل ٢٢.٣ % خلال السنة المالية السابق بينما تراجعت أسعار الأسهم العالمية تراجعاً شديداً فى نهاية عام ٢٠٠٩ نتيجة حالة الذعر التى أصابت المستثمرين من جراء الأزمة المالية العالمية وأقبل المستثمرين على شراء السندات الحكوميه كملأذ أمن للاستثمار^(١) وسرعان ما إنتقلت العدوى إلى العديد من دول العالم مما أدى إلى كثرة المعروض من الأسهم وبالتالي أنهيار العديد من البورصات نتيجة هروب الإستثمارات الاجنبية إلى اصحابها بالخارج.

سادسا : تدفق رؤوس الأموال دولياً فى الفترة ما بين نهاية ٢٠٠٩:حتى ٢٠١٣ :-

شهدت تلك المرحلة إستمرار التأثير السلبى للأزمة المالية العالمية على الإقتصاد العالمى رغم السياسات النقدية والمالية التوسعية التى انتهجتها العديد من الدول لمواجهة الآثار السلبيه للأزمة المالية العالمية و تداعياتها فإن تلك السياسات لم تنجح فى تجاوز الازمة بصفة نهائيه وسادت حالة من عدم اليقين بين المستثمرين تجاه إمكانية إستمرار نمو الإقتصاد العالمى بمعدلات مرتفعة بالإضافة إلى حدوث تراجع حاد فى أرباح العديد من الشركات و افلاس بعضها وهو ما أثر سلباً على حركة تدفق رؤوس الأموال فى تلك الفترة حيث تعرض أصحاب هذه الأموال للخسائر فى بلدانهم مما دفعهم لتسوية مراكزهم وتعويض خسائرهم ببيع أسهمهم فى أسواق المال الأجنبية ،خاصة فى ظل حالة تراجع أسعار الأسهم التى شهدتها معظم البورصات الرئيسيه بصوره ملحوظه فقد إنخفض مؤشر ستاندر أند بورز ١٢٠٠ العالمى بمعدل ٣١ % خلال السنة المالية ٢٠٠٩/٢٠٠٨ مقابل تراجع اقتصر معدله على ١٢.٣ % خلال العام السابق^(٢) وهكذا فقد شهد عام ٢٠٠٩ إستمرار الجهود الدوليه لمواجهه تداعيات الأزمة المالية العالمية

١ . التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠٠٧/٢٠٠٨ ، صفحة ١ ، <http://www.cbe.org.eg> تاريخ الدخول ٢٠١٥/٣/١٧ .

٢ . الاطار القانونى لعمليات التداول فى البورصه ، رساله دكتوراه ، خالد أحمد سيف شعراوى ، صفحة ٣٣ .

بينما شهدت السنة المالية ٢٠١١/٢٠١٠ تفاقم أزمة الديون السيادية الأوروبية وسيطرتها على الأحداث الاقتصادية العالمية فضلا عن التوترات السياسية التي شهدتها منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا، وعلى الرغم من ذلك فقد إرتفعت المؤشرات الرئيسية لأسعار الأسهم بالبورصات العالمية مدعومه بصدور بيانات خاصة بأرباح لكبرى الشركات الأمريكية و الأوروبية و ظهور مؤشرات على تعافى الإقتصاد الأمريكى، حيث إرتفع مؤشر ستاندر أند بورز ١٢٠٠ العالمى بمعدل ٢٦.٩ % خلال السنة المالية ٢٠١١/٢٠١٠ مقابل إرتفاع اقتصر على ٩.٣ خلال السنة المالية السابقة مما ساهم فى طمأنه المستثمرين ومن ثم إستقرار حركة تدفق رؤوس الأموال فى تلك الفترة (١).

على العكس من ذلك فقد شهدت الأسواق المالية خلال العام المالى ٢٠١٢/٢٠١١ اضطرابات شديدة حيث تراجعت أسعار الأسهم فى معظم البورصات العالمية نتيجة عدة عوامل من بينها:-

- تصاعد المخاوف بشأن تفاقم أزمة الديون السيادية فى أوروبا .
- الاضطرابات السياسية التي شهدتها منطقه الشرق الأوسط وشمال افريقيا .
- مما أدى إلى احجام المستثمرين عن التعامل بأسواق الأوراق المالية بسبب تزايد مخاوفهم من تدهور الإقتصاد العالمى (٢).

بينما إتسم أداء الإقتصاد العالمى بشكل عام خلال السنة المالية ٢٠١٣/٢٠١٢ بالضعف تأثرا بحالة التباطؤ التي شهدتها اقتصادات معظم الدول المتقدمه و الناشئه ، وبالرغم من ذلك فقد إرتفعت أسعار الأسهم فى معظم البورصات الرئيسه بالعالم حيث إرتفع مؤشر ستاندر أند بورز ١٢٠٠ العالمى بمعدل ١٥.٥ بنهايه السنة المالية ٢٠١٣/٢٠١٢ مقابل إنخفاض بمعدل ٧.٢ %

١. التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠١١/٢٠١٠ ، صفحة ٢ ، <http://www.cbe.org.eg> تاريخ الدخول ٢٠١٥/١١/١٤ .

٢. التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠١٣/٢٠١٢ ، صفحة ١ ، <http://www.cbe.org.eg> تاريخ الدخول ٢٠١٥/١١/١٨ .

خلال السنة المالية السابقة نتيجة عدة عوامل :-

- قيام البنوك المركزيه الكبرى فى العالم بانتهاج سياسات توسعيه.
- تمكن الولايات المتحدة الأمريكية من التوصل لحل أزمة المنحدر المالى Fiscal Cliff^(١)
- تحقيق العديد من الشركات العالمية الكبرى لأرباح تجاوزت التوقعات والتي كان من شأنها ان تزيد من إرتفاع أسعار الأسهم بالبورصات العالمية بدرجه كبيره لولا قيام الولايات المتحدة بإقرار خفض الانفاق الحكومى والمعروف باسم Sequester فى بداية مارس ٢٠١٣^(٢).

سابعا : تدفق رؤوس الأموال دولياً في الفترة ما بين نهاية ٢٠١٣ : حتى ٢٠١٥ :-

على الصعيد العالمى إرتفعت مؤشرات الأسهم فى معظم البورصات العالمية خلال العام المالى ٢٠١٣/٢٠١٤ على خلفية تحسن النمو الإقتصادى بالولايات المتحدة الأمريكية، حيث واصل مؤشر ستاندرد آند بورز العالمى تصاعده بمعدل ٢١.٢% خلال العام المالى ٢٠١٣/٢٠١٣ مقابل ١٥.٥% خلال العام السابق وجاء ذلك مع إرتفاع المؤشرات الرئيسية للأسهم لعدد من الدول الكبرى إلى مستويات قياسية، على العكس من ذلك فقد شهد عام ٢٠١٤/٢٠١٥ تباطؤ وتيرة نمو الإقتصاد العالمى مع تراجع معدلات التنميه بدول الإقتصادات الناشئه والناميه ، وقد ساهم فى هذا التباطؤ اضطراب الأسواق المالية العالمية وتساعد حدة أزمة اليونان المالية، فتراجعت أسعار الأسهم فى معظم البورصات العالمية خلال عام ٢٠١٤/٢٠١٥ وفقا لمؤشر الأسهم العالمى ستاندرد آند بورز ١٢٠٠ حيث سجل إنخفاضاً بنسبة ٠.٨% مقابل إرتفاع بنسبة ٢١.٢% خلال عام ٢٠١٣/٢٠١٤ على خلفية تراجع الإقبال عليها فى الوقت الذى تزايد فيه الإقبال على الدولار كملاد آمن للاستثمار فى ظل حالة عدم اليقين التى سادت الأسواق المالية العالمية مع تصاعد حدة أزمة اليونان المالية مع المقرضيين الدوليين وازدادت المخاطر تجاه

١. المنحدر المالى Fiscal Cliff هى أزمة حدثت بالولايات المتحدة الأمريكية نتيجة قيامها بزيادة الضرائب وفى نفس الوقت خفض الانفاق الحكومى الامر الذى كان يهدد بحدوث ركود إقتصادى آنذاك.

٢. التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠١٢/٢٠١٣، صفحة ١ <http://www.cbe.org.eg> تاريخ الدخول ٢٠١٥/١١/١٨.

خروجها من منطقة اليورو، وإستمرار التوترات السياسية بمناطق عديده بالعالم خاصة بمنطقة الشرق الأوسط، ليس هذا فحسب بل إن أسواق الأسهم في الإقتصادات الناشئة تأثرت هي الأخرى نتيجة تسارع خروج رؤوس الأموال منها مع تزايد احتمالات رفع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال النصف الثاني من عام ٢٠١٥.

تأمناً: تدفق رؤوس الأموال دولياً في الفتره ما بين نهاية ٢٠١٥ : حتى ٢٠١٩:

شهد عام ٢٠١٦/٢٠١٥ إستمرار تباطؤ وتيرة نمو الإقتصاد العالمي نتيجة لعدة عوامل من بينها تراجع نمو التجاره العالمية، وإنخفاض مؤشر ستاندرد بورز العالمي ١٢٠٠ بنحو ٤.٦% فى نهاية يونيو ٢٠١٦ مقارنة بمستواه فى نهاية يونيو ٢٠١٥ على خلفية القلق بشأن نمو الإقتصاد العالمي وإنخفاض أسعار البترول إلى أدنى مستوى لها منذ اثنى عشر عاما وإستمرار المخاوف بشأن تباطؤ نمو اقتصاد الصين وحالة عدم اليقين التى سبقت الاستفتاء على خروج بريطانيا من الاتحاد الاوروبى فى يونيو ٢٠١٦، كما تأثرت أسعار الأسهم الاوربيه سلباً بأزمة البنوك الايطالية^(١).

بينما شهد عام ٢٠١٧/٢٠١٦ إرتفاع وتيرة نمو الإقتصاد العالمي بالمقارنة بالسنة المالية السابقه على ضوء تحسن وتيرة النمو فى معظم الإقتصادات المتقدمه و الناشئه، و اتباع العديد من البنوك المركزيه الكبرى لسياسات توسعيه، إلى جانب تحسن نظره المستقبليه لأرباح الشركات عقب اعلان الرئيس الأمريكى عن مجموعه من الاصلاحات الضريبيه واسعة النطاق، الامر الذى أدى إلى إرتفاع أسعار الأسهم وفقا لمؤشر ستاندرد أند بورز العالمي ١٢٠٠ Global S&P حتى نهاية يونيو ٢٠١٧ نتيجة تحسن النظره المستقبليه لنمو الإقتصاد العالمي وعودة تدفق رؤوس الأموال للاستثمار فى أسواق الأسهم والسندات بالإقتصادات الناشئه مره أخرى إلى جانب التفاؤل بشأن مستقبل أسعار النفط^(٢).

١- التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠١٦/٢٠١٥، صفحة ٢، <http://www.cbe.org.eg> تاريخ الدخول ٢٠٢٠/٣/١٨.

٢- التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠١٦/٢٠١٥، صفحة ١، <http://www.cbe.org.eg>، تاريخ الدخول ٢٠٢٠/٤/٣٠.

تسجيل معدلات قياسييه منخفضه للبطاله فى العديد من الإقتصادات المتقدمه وتفاؤل المستثمرين بشأن النظره المستقبليه لأرباح الشركات الأمريكية بعد تصديق الكونجرس على تشريع يقضى بخفض معدل الضرائب على أرباحها اعتبارا من ٢٠١٨ بالإضافة إلى التأثير الايجابى لإرتفاع أما عام ٢٠١٧/٢٠١٨ فقد إرتفع مؤشر أسعار الأسهم العالمى ستاندرد أند بورز Global S&p1200 بواقع ٨.٩% فى نهاية يونيو ٢٠١٨ فى ظل تحسن مؤشرات الإقتصاد العالمى مع أسعار البترول على اسهم شركات الطاقه ،وقد حد من إرتفاع المؤشر العالمى بدرجه اكبر التداعيات الناجمه عن التوترات التجارويه بين الولايات المتحده الأمريكية وغيرها من الدول وفى مقدمتها الصين وحالة عدم اليقين الناجمه عن ذلك^(١).

١- التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام ٢٠١٦/٢٠١٥ صفحة ٢، <http://www.cbe.org.eg>، تاريخ الدخول ٢٠٢٠/٤/٣٠ .

المبحث الأول

أثر المخاطر الاقتصادية و المالية على الإستثمار الأجنبي فى سوق الأسهم

عادة ما يتجه المستثمر فى الأسهم إلى تنويع محفظته الإستثمارية بغرض الحصول على أعلى عائد ممكن بأقل مخاطر⁽¹⁾ وعلى الرغم من مزايا التنويع المعروفة إلا أن المستثمر الأجنبي يواجه العديد من المخاطر، ويعرض هذا الفصل العوامل التى تدفع المستثمر المحلي إلى الخروج من السوق و استثمار أمواله بدولة أجنبية، وما الذي يدفع بالمستثمر الأجنبي إلى اتخاذ قراره بالإستثمار بدولة ما الي العدول عن هذا القرار؟ وما هى المخاطر التى قد يتعرض لها المستثمر، وما أثرها على الإستثمار الأجنبي في سوق الأسهم بالدولة الأم؟ وما هى العلاقة بين العائد على الإستثمار وبين الخطر المتوقع منه؟ وينقسم هذا الفصل إلى مبحثين كالآتى:

- المطلب الأول: المخاطر المالية للدولة Financial Risks
- المطلب الثانى: المخاطر الإقتصادية للدولة Economic risk
-

المطلب الأول

المخاطر المالية للدولة Financial Risks

بداية يمكن تقسيم المخاطر التى يتعرض لها المستثمر الأجنبي أثناء عملية الإستثمار بأسهم دولة ما إلى نوعان:

المخاطر المنتظمة أو مخاطر السوق: وهى ظروف إقتصادية عامه مثل الكساد أو حدوث حرب أو تغير النظام السياسي أو إرتفاع التضخم أو أسعار الفائدة والسياسات المالية و النقدية المتبعه من قبل الدولة ولا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع.

المخاطر غير المنتظمة: هى المخاطر التى تتعرض لها الأوراق المالية فى السوق وتنتج عن احداث معينه

1 - Michael J Howell "Institutional Investors and Emerging stock Markets" World Bank Discussion Paper 22, September .1993,P 78.

تؤثر على عوائد ورقه مالية أو منشأه معينه،ويمكن التخفيض من حدة المخاطر غير المنتظمة بتنوع مكونات المحفظه الماليه للمستثمر،لان أى تأثيرات سلبيه علي شركة ما قد تقابلها تأثيرات إيجابيه علي شركه أخرى^(١) .

تزايد الإستثمار المالى الدولى فى الآونه الأخيره،وأصبح على المستثمر عند اتخاذ قرار الإستثمار فى الأسواق الماليه الأجنبيه ان يأخذ فى اعتباره عدة أمور من بينها المخاطر الماليه مثل مخاطر السيوله ومخاطر سعر الصرف ومخاطر سعر الفائده^(٢)

ويقصد بالمخاطر الماليه:هي المخاطر التي تحدث نتيجة عدم التأكد من العوائد التي يسببها احتمال التغير فى البيئه الماليه في دولة ما .

وتشمل المخاطر الماليه **financial risk** للدولة ما يلي:

أ. المخاطر المرتبطة بنسبة الديون الخارجيه External debt المستحقة على دولة ما،وما إذا كانت هذه الدوله تواجه مخاطر إفلاس أو مخاطر تقليل فرص الحصول على تسهيلات ائتمانيه .

ب. مخاطر السيوله liquidity risk المتعلقة بصافي احتياطي الدوله من العملات الأجنبيه والذهب،ويمكن للمستثمر ان يحدد احتياجاته من السيوله حتى لا يضطر الي البيع السريع للأوراق الماليه التي بحوزته^(٣) .

مخاطر سعر الصرف exchange rate المرتبطة بتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبيه،إذ يؤدي عدم إستقرار سعر صرف العملة إلى حالة من عدم التأكد بالنسبة لعوائد الإستثمارات، فقد ينخفض سعر صرف العملة لدولة ما إلى مستوى معين يلتهم فيه أية أرباح كان من المتوقع أن يحصل عليها المستثمر ومن ثم تتخفض العوائد علي الإستثمارات^(٤) .

١. روهات أحمد شيخ اسماعيل زاده،العوامل المؤثره علي حجم التداول فى سوق الأوراق الماليه،رسالة ماجستير،٢٠١٢،صفحة ١٩ .

2. Pugel, T. A. (2016). International Economics, 16th,p416-422.

٣. عمليات التداول فى الاوراق الماليه - القانون الواجب التطبيق والقضاء المختص،رساله دكتوراه مرتضى محمد على تقى اللواتى جامعه عين شمس ، كليه الحقوق ، ٢٠١٨ ، صفحہ ١٥٥ .

٤. أسواق الأوراق الماليه دراسه نظريه مقارنة،رسالة دكتوراه فى الحقوق،الباحثة حسنه حامد نعمت الله طبعه ٢٠٠٥،صفحة ١٩٧ .

ج. مخاطر سعر الفائدة Interest rate هي التغيرات التي تحدث في العائد على الأوراق المالية بالدولة نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، حيث أن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة عكسيه، فإذا كانت معدلات أسعار الفائدة مرتفعة إنخفضت قيمة الأسهم، أما إذا كانت معدلات أسعار الفائدة منخفضة فإن أسعار الأسهم سوف ترتفع^(١) كما أن إنخفاض أسعار الفائدة في الإقتصادات المتقدمة تؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال الدولية لاقتصادات الدول الصاعدة^(٢).

د. بينما تقاس مخاطر سعر الفائدة باستخدام مؤشر معدل الفائدة الخالي من المخاطر The risk-free Interest rate ومن خلال هذا المؤشر يتم قياس درجه إستقرار سعر الفائدة بالدولة .

و يمكن قياس هذه المخاطر من خلال عدة مؤشرات مثل :

أ. بالنسبة للمخاطر المرتبطة بنسبة الديون الخارجيه فإنه يمكن قياسها من خلال مؤشر خدمة الدين الخارجى إلى إجمالى الناتج المحلى Service external debt index to GDP وفيه يتم حساب نسبة الدين الخارجى إلى إجمالى الناتج المحلى لكل شهر، فإرتفاع هذه النسبة يؤدي إلى إرتفاع المخاطر المالية بالدولة ومن ثم إلى إنخفاض المؤشر^(٣).

ب. أما عن مخاطر السيولة فيمكن قياسها باستخدام مؤشر صافى السيولة المتاحة للدولة Net liquidity available to the State index ويقوم هذا المؤشر بقياس صافى إحتياطي الدولة من العملات والذهب مقوما بالدولار ويؤدي إرتفاع هذا المؤشر إلى إنخفاض المخاطر المالية .

وتقاس مخاطر سعر الصرف من خلال مؤشر إستقرار سعر الصرف Exchange rate stability index ومن خلال هذا المؤشر يتم قياس مدى إستقرار سعر الصرف بالدولة مقابل الدولار الأمريكى، ويؤدي إستقرار سعر الصرف إلى إرتفاع المؤشر .

١. د. حسنى على خربوش، د. عبد المعطى رضا أرشيد، د. محفوظ أحمد جودة، الإستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، عمان الأردن ١٩٩٩، صفحة ١٩٧؛ وانظر أيضاً د. طارق عبد العال حماد، أسس الإستثمار الناجح في البورصة، ٢٠١١/٢٠١٠ صفحة ١٦.

٢. د. أماني عبد الوهاب، سياسات ادارة التدفقات المالية الدولية الي الإقتصادات الصاعدة، المجله المصريه للتنميه والتخطيط، معهد التخطيط القومى، مجلد ٢٥، العدد الأول، ٢٠١٧، صفحة ٦١.

٣. د. حسن منير الصادي ، تأثير مخاطر الدولة المالية و الإقتصادية و السياسية على الملاءة الائتمانية وتطور أسواق الأوراق المالية : دراسة تحليلية مقارنة ، المجله العربية للعلوم الإداريه ، مجلد ١٦ ، عدد ٣، سبتمبر ٢٠٠٩ ، صفحة ٣٤٧ .

المطلب الثانى

Economic risk المخاطر الإقتصادية للدولة

ويقصد بالمخاطر الإقتصادية:هى المخاطر التى تحدث نتيجة حالة عدم التأكد من العوائد و التى يسببها احتمال تغيير رئيسى فى البيئه الإقتصادية فى دولة ما حيث تؤدى الاضطرابات والأزمات الإقتصادية فى دولة ما إلى تغيرات جوهرية قد تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على سوق المال بشكل عام وعلى سوق الأسهم بشكل خاص .

وتشمل المخاطر الإقتصادية للدولة Economic risk ما يلى:

- أ. مخاطر التضخم Inflation risks: يقصد بها المخاطر التى تحدث نتيجة إمكانية الإرتفاع العام فى مستويات الأسعار فى السوق،ومن ثم الإنخفاض فى القوة الشرائية للنقود .
- ب. مخاطر الانكماش الإقتصادى deflation:وهى المخاطر الناجمه عن احتمال حدوث تدهور اقتصادي لدولة ما.
- ج. مخاطر السوق: market risk هي المخاطر التى تحدث نتيجة تأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والإقتصادية العامه والتغيرات فى السوق ككل كالركود الإقتصادى وهى مخاطر عامه تؤثر على جميع الأسهم^(١).
- د. مخاطر القطاع Industry risk هي المخاطر الناتجة عن التعامل فى صناعة معينة نتيجة تأثر احد القطاعات بأزمة مالية معينة لا يتأثر فيها باقى القطاعات فى الإقتصاد مثل تأثر قطاع الصناعة بالركود الصناعى أما قطاع الخدمات يكون فيه انتعاش إقتصادى^(٢) .

١ . عمليات التداول فى الأوراق المالية القانون الواجب التطبيق والقضاء المختص،رسالة دكتوراه،مرتضى محمد على تقى اللواتى جامعه عين شمس،كلية الحقوق، ٢٠١٨،صفحة ١٥٦ .

٢ . د. حسن منير الصادي ، مرجع سابق الاشارة اليه ، صفحة ٣٤٨ .

و يمكن قياس هذه المخاطر من خلال عدة مؤشرات مثل :

أ. مؤشر إجمالي الناتج القومي (GNP) Gross National Products : ويؤدي إرتفاع هذا المؤشر إلى إنخفاض المخاطر الإقتصادية بالدولة .

ب. مؤشر معدل النمو الحقيقي في إجمالي الناتج المحلي Real GDP Growth

ج. مؤشر نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي Growth Domestic Products Per Head ، ويعبر هذا المؤشر عن نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي مقوما بالدولار الأمريكي .

د. مؤشر معدل نمو الصادرات Growth Rate of Exports ، ويقيس هذا المؤشر معدلات نمو الصادرات لدولة ما و إرتفاع هذا المؤشر يؤدي إلى إنخفاض المخاطر الإقتصادية بالدولة والعكس .

العلاقة بين المخاطر المالية والإقتصادية و الإستثمار الأجنبي في سوق الأسهم

ومن خلال العرض السابق يلاحظ أن هذه المخاطر قد تؤثر على قرار كل من المستثمر المحلي والأجنبي إذ ان سوق الأسهم ذات حساسية شديدة تجاه هذا النوع من المخاطر كونها تؤثر على أرباح وعوائد المستثمر، لذا يمكن القول أن العلاقة بين المخاطر المالية والإقتصادية تتناسب عكسيا مع الإستثمار الأجنبي في سوق الأسهم بمعنى أنه كلما ازدادت المخاطر المالية والإقتصادية بدولة ما كلما إنخفضت معدلات الإستثمار الأجنبي في سوق الأسهم بها.

المبحث الثاني

أثر المخاطر السياسية وبعض المخاطر الأخرى على الإستثمار الأجنبي فى سوق الأسهم

بعد التعرف على المخاطر الإقتصادية و المالية و أثرها على الإستثمار الاجنبى فى سوق الأسهم بالدولة، يلزم الحديث بعد ذلك عن المخاطر السياسية لبيان ما هى تلك المخاطر؟ وكيف يمكن قياسها؟ وما هو أثرها على الإستثمار الاجنبى فى سوق الأسهم بالدولة؟ وهل هناك مخاطر أخرى يمكن أن تؤثر على عملية الإستثمار الأجنبي فى سوق الأسهم؟ وبذلك يمكن تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كالآتى:

- المطلب الأول: المخاطر السياسية التى تواجه المستثمر فى سوق الأسهم.
- المطلب الثانى: مخاطر أخرى يمكن أن تؤثر على عملية الإستثمار الاجنبى فى سوق الأسهم.

المطلب الأول

المخاطر السياسية التى تواجه المستثمر فى سوق الأسهم

ويقصد بالمخاطر السياسية: هى المخاطر التى تحدث نتيجة عدم التأكد من العوائد التى يسببها احتمال تغيير رئيسى فى البيئه السياسية فى دولة ما كالتغيير فى السياسات والقرارات الحكومية نتيجة لعدم الإستقرار السياسى أو الإقتصادى فقد تغير الحكومه من سياستها النقدية أو المالية، وقد تضع قيودا إضافيه على تحويل عمله إلى الخارج أو تمنعه تماماً، كما قد تقوم الحكومه بفرض ضرائب جديده، لذلك دائما ما يفضل المستثمر الابتعاد عن الإستثمار فى الدول التى تعاني من اضطرابات سياسية أو عدم إستقرار إقتصادى^(١).

بالإضافة إلى ذلك تعتبر الاحداث السياسية التى قد تؤثر علي أمن وإستقرار البلاد (مثل أحداث العنف و الارهاب) من المخاطر السياسية التى تؤدى إلى تخوف المستثمر من فقدان أمواله أو عدم تحقيقه العائد المتوقع من الإستثمار عند إتخاذه القرار الإستثمارى^(٢).

١. د. حسنى على خربوش، مرجع سابق الاشاره اليه، صفحة ١٩٧.

٢. القياس المحاسبى لأثر المخاطر السياسية علي أسعار الأسهم فى سوق رأس المال البورصه (دراسه تطبيقية علي سوق المال الكويتى) رسالة ماجستير، سعد فهيد عبدالله العنزى، ٢٠١٥، صفحة ١٥.

وتشمل المخاطر السياسية للدولة Political risks ما يلي:

- أ. مخاطر الفساد Corruption Risks: ويقصد بها المخاطر الناجمة عن الفساد المالي و الإدارى.
- ب. المخاطر المتعلقة بالقوانين : ويقصد بها عدم احترام الأفراد والمؤسسات داخل الدولة للقوانين والتشريعات وعدم إطاعتهم للأوامر وتنفيذ التعليمات .
- ج. مخاطر البيروقراطية Bureaucracy .
- د. المخاطر الناجمة عن عدم الإستقرار الحكومي .
- هـ. مخاطر الصراعات الداخلية بين التيارات السياسية المختلفة بالدولة .

ويمكن قياس هذه المخاطر من خلال عدة مؤشرات كالآتي:

- أ. مؤشر الفساد Corruption: والذي يقيس مستوى الفساد المالي و الإدارى بالدولة و انعكاسه على النظام السياسى بها، فكلما إرتفع مستوى الفساد المالي و الإدارى بدولة ما إنخفض المؤشر، ومن ثم ترتفع المخاطر السياسية للدولة
- ب. مؤشر الالتزام بالقوانين و الأوامر :ويقيس مدى الالتزام بتطبيق القوانين والأوامر المنظمة للحياة الإقتصادية بالدولة وكلما كان هناك التزام بتطبيق القوانين والأوامر بدولة ما كلما إرتفع المؤشر ومن ثم تنخفض المخاطر السياسية⁽¹⁾.

ج. مؤشر طبيعة البيروقراطية Bureaucracy Quality:

ويستخدم هذا المؤشر في قياس نوعية البيروقراطية التى تتحكم في النشاط الإقتصادى وقوة مؤسسات الدولة فى حالة وجود اضطرابات سياسية فإذا كان النظام البيروقراطى قوياً ويسمح بتسيير الأعمال فى حالة وجود اضطرابات داخلية أو عدم قدرة الحكومة على تسيير الأعمال إرتفع المؤشر.

د. مؤشر ملامح النشاط الإستثماري بالدولة:

ويعبر هذا المؤشر عن قدرة الدولة و إستعدادها لمكافأة الإستثمار عن طريق خفض الضرائب وخفض مخاطر الإستثمار بشكل عام وعدم إعاقة حركة دخول وخروج رأس المال من وإلى الدولة، وبث الطمأنينة فى نفوس المستثمرين تجاه إنخفاض مخاطر تأمين المشروعات غير المملوكة للدولة فالمستثمر يرغب دائماً في أن تكون له الحرية الكاملة في تحويل استثماراته وما نتج عنها من

١. د. حسن منير الصادي ، مرجع سابق الإشارة إليه ، صفحة ٣٤٨ .

أرباح إلى عملته المحلية فضلا عن حرите في الخروج كلية من السوق الأجنبي إذا ما اقتضى الأمر دون أن يتعرض لخسائر كبيره من جراء ذلك^(١).

هـ. مؤشر الإستقرار الحكومي Government stability:

يعمل هذا المؤشر على قياس قدرة الحكومة على الوفاء ببرنامجه المعلن وقدرتها على البقاء في الحكم في ظل الاضطرابات المختلفة، فكلما استقرت الحكومة في أداء أعمالها ومهامها إرتفع المؤشر وإنخفضت المخاطر السياسية^(٢).

و. مؤشر الصراعات الداخلية Internal conflicts:

ويقاس هذا المؤشر مدى وجود صراعات داخلية بين التيارات السياسية داخل الدولة وتأثيرها على الحكومة وانتقال الحكم فإذا زادت الصراعات الداخلية إنخفض المؤشر ومن ثم إرتفعت المخاطر السياسية

العلاقة بين المخاطر السياسية و الإستثمار الأجنبي في سوق الأسهم

مما سبق يتضح أنه توجد علاقة عكسية بين المخاطر السياسية و الإستثمار الأجنبي في سوق الأسهم، فكلما زادت المخاطر السياسية و إرتفعت كلما إنخفض حجم الإستثمار الأجنبي في سوق الأسهم والعكس، لما لها من تأثير شديد على قرار كل من المستثمر المحلى و الأجنبي، حيث تعتبر سوق الأسهم ذات حساسية شديده تجاه هذا النوع من المخاطر كونها تؤثر على أرباح و عوائد المستثمر بسوق الأسهم، هذا بالإضافة إلى أنها تؤثر على الملاءة الإئتمانية للدولة كما أنه يمكن القول أن الإقتصادات القويه تعد مطلبا رئيس لأية شركه أو صناعه رابحه ولذلك فإن المؤشرات التى تقيس مخاطر الدولة (المالية-الإقتصادية-السياسية) تعد من المؤشرات التى ينبغى على المستثمر أن يستعين بها للتعرف على الاتجاهات المستقبلية للسوق بدولة ما فلو إفترضنا أن ثمة تنبؤ يشير إلى تحسن الظروف الإقتصادية و الزيادة فى معدلات ربحية الشركات مع إنخفاض أسعار الفائدة (غير المصاحب بأى اتجاهات تضخمية) بدولة ما فإن سوق الأوراق المالية هناك يتسم بالقوه و القدره علي جذب الإستثمارات المالية الاجنبية اليه والعكس.

١. د. منير إبراهيم هندی، أساسيات الإستثمار فى الأوراق المالية، منشأه المعارف الإسكندريه، ١٩٩٩، صفحة ٤٧٢.

٢. د. حسن منير الصادي، مرجع سابق الاشارة اليه، صفحة ٣٤٨.

المطلب الثاني

مخاطر أخرى يمكن تؤثر على عملية الإستثمار الأجنبي في سوق الأسهم

بالإضافة إلى المخاطر المالية و الإقتصادية و السياسية فإن هناك أنواع أخرى من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر الأجنبي في الأسهم تتمثل في الآتي:

١. مخاطر نقص المعلومات وعدم كفايتها Insufficient information :- حيث يقف خطر نقص المعلومات عن المنشآت المتداول أسهمها في تلك الأسواق ،حائلا دون إبرام بعض الصفقات.
٢. أيضاً المخاطر المتعلقة بالتسويق Marketing risks وهى المخاطر التي تواجه المستثمر في حالة وجود صعوبة في بيع الورقة المالية في الوقت المرغوب فيه مما يضطره إلى أن يقدم تنازلات سعريه من جانبه^(١).
٣. أيضاً مخاطر الإدارة Management risks إذ أن أسلوب إدارة الإقتصاد القومي وفشل الدولة في مواجهه الأزمات والاضطرابات قد يؤدي إلى تدهور أسعار الأسهم و بالتالي إنخفاض إقبال المستثمرين عن الإستثمار في الأوراق المالية والانتقال إلى مجالات الإستثمار الأكثر أمنا^(٢) ولا يقف الأمر عند حد اداره الإقتصاد القومي فقط ولكن أيضاً قد يؤثر أسلوب إدارة المنشأة ذاتها على أسعار أسهمها،والمخاطر الإداريه مثل(عدم الالتزام بالقوانين والتهرب الضريبي اعتماد سياسات استثماريه غامضه)والتي قد تؤدي إلى ترتيب التزامات أو عقوبات مالية و إداريه على المنشأه.
٤. مخاطر البيئة Environmental risks وتعتبر مخاطر البيئة الطبيعيه natural environment (مثل الزلازل و الفيضانات و التلوث و الأوبئه) أيضاً من المخاطر التي تواجه المستثمر،والتي تدفعه في كثير من الاحيان إلى سحب استثماراته خشية من وقوع تلك المخاطر إذ يتسبب حدوثها في اعاقه النشاط الإقتصادى وزيادة تكاليفه كما قد تتسبب تلك المخاطر في ابطاء أو تعطل نمو النشاط الإقتصادى^(٣).

١. د. منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق الاشاره اليه ، صفحة، ٤٧٣ .
٢. أسواق الأوراق المالية دراسة نظرية مقارنة رسالة دكتوراه في الحقوق ،الباحثة حسنة حامد نعمت الله،طبعة ٢٠٠٥،صفحة ١٩٧ .
٣. الإستثمارات والأسواق المالية،أ.د هوشيار معروف ، الطبعة الأولى ٢٠١٥، صفحة ٢٦١ .

المطلب الثالث

العلاقة بين الملاءة الائتمانية للدولة وهروب الأموال الأجنبية من سوق الأسهم بها

بعد الإنتهاء من تحديد المخاطر الإقتصادية و المالية و السياسية على الإستثمار الأجنبي فى سوق الأسهم بالدولة يثور التساؤل الآتى هل يعد التصنيف الائتمانى سبباً لطرده الإستثمار الأجنبي من سوق الأسهم؟ وينقسم هذا الفصل إلى مبحثين كالآتى:

- المطلب الأول: حساسية الأسواق المالية تجاه درجات التصنيف الائتمانى.
- المطلب الثانى: هروب الإستثمارات الأجنبية من سوق الأسهم بالدول ذات التصنيف الائتمانى الضعيف.

المطلب الأول

حساسية الأسواق المالية تجاه درجات التصنيف الائتمانى

يقصد بالجداره الائتمانية Credit worthiness حجم التمويل الخارجى أو القروض التى تتمكن الدولة من الحصول عليها وسدادها بالفوائد المترتبة عليها فى المده الزمنية المحدده للسداد، فى حين يقصد بالتصنيف الائتمانى الدرجة التى تمنحها وكالات التصنيف الائتمانى العالمية على مدى قدرة دولة أو مؤسسه ما على سداد ديونها، فمعنى تصنيف ضعيف أن هناك احتمالاً بالآلى تستطيع الدولة الوفاء بالتزاماتها أما التصنيف المرتفع فيعنى استبعاد هذا الإحتمال، وتتم عملية التصنيف بناء على معايير اقتصادية ومحاسبية معقدة وتكمن أهمية الحصول على تصنيف ائتمانى أعلى فى مستوى الفائدة التى يتوجب على الدولة دفعها⁽¹⁾ فكلما إرتفع التصنيف الائتمانى كلما إنخفض سعر الفائدة، وكلما إنخفض التصنيف الائتمانى كلما زاد سعر الفائدة بمعنى أن الملاءة الائتمانية للدول فى النظم المالية المختلفه (أى سواء فى الدول التى تعتمد على آليات السوق فى تمويل أنشطتها الإقتصادية أو تلك التى تعتمد على الآليات البنكيه فى تمويل أنشطتها الإقتصادية) تلعب دوراً هاماً فى جذب أو طرد رؤوس الأموال الأجنبية للإستثمار فى هذه الدول، وهو ما يفسر هروب الأموال من سوق الأسهم فى الدولة

1-The Effect of Sovereign Rating Announcements on The National Stock Market : Evidence From The Stock Markets of Selected Arab League Countries, Sameh Sakr, Ahmed Sakr, and Heba Yousry,

بحث منشور بالمجله العلميه للاقتصاد والتجاره، جامعة عين شمس، العدد الأول، يناير ٢٠١٤، صفحة ٥٠.

التي تتعرض لمخاطر إقتصادية أو مالية أو هزات سياسية، مما يولد عند المستثمرين الشعور بضعف الملاءة الائتمانية لهذه الدولة ويدفعهم لسحب أموالهم منها فإرتفاع أو إنخفاض التصنيف الائتماني لدولة ما ينعكس على أسعار الأسهم بأسواق المال لتلك الدولة بالسلب أو بالإيجاب.

مما سبق يتضح مدى حساسية الأسواق المالية تجاه درجات التصنيف الائتماني كونه يلعب دوراً هاماً في جذب رؤوس الأموال للاستثمار بسوق الأوراق المالية بالدولة ذات التصنيف الائتماني المرتفع، حيث يؤدي إرتفاع التصنيف الائتماني لدولة ما إلى زيادة حجم التداول بسوق الأوراق المالية بها ومن ثم زيادة معدلات دوران الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية وهو ما يؤدي إلى سيوله أكبر في السوق^(١).

المطلب الثاني

هروب الإستثمارات الأجنبية من سوق الأسهم بالدول ذات التصنيف الائتماني الضعيف

تتميز العلاقة بين المخاطر المالية والإقتصادية للدولة وملاءتها الائتمانية بأنها علاقة عكسية، حيث أن إنخفاض المخاطر الإقتصادية والمالية و السياسية يؤدي إلى زيادة الملاءة الإئتمانية للنظام المالي مما يساعد علي جذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في الأسهم بالدولة وعلى العكس من ذلك فإنه كلما إرتفعت المخاطر الإقتصادية والمالية والسياسية لدولة ما كلما إنخفضت الملاءة الإئتمانية للنظام المالي بها، وهو ما يؤدي في نهاية الأمر إلى هروب رؤوس الأموال الأجنبية منها^(٢).

كما ينعكس هذا التصنيف بالإيجاب أو السلب على ثقة المستثمرين في الدولة أو المؤسسة، لأن التصنيف المرتفع يسهل على الحكومات الحصول على القروض سواء من السوق المحلية أم الخارجية لتنفيذ مشروعاتها الإقتصادية، ولا تُعدُّ درجة التصنيف حقيقة مطلقة بل توقع مرتبط بوضع وأداء المؤسسة المالي الحالي، فقد تتغير درجة التصنيف إرتفاعاً وإنخفاضاً بحسب أداء المؤسسة والظروف المحيطة بها، معتمده في تصنيفها على عدة معايير مبنية على الإقتصاد وإدارة الشركات والقدرة التنافسية و الربحية، الأصول والتدفقات المالية التي توضح في النهاية الوضع المالي الحالي مما يترتب عليه توقع النظرة المستقبلية لهذه المؤسسة، بالإضافة الي ذلك فإن بعض الوكالات القائمة علي منح تقييم الجداره

١. د. حسن منير الصادى، مرجع سابق الاشارة اليه، صفحة ٣٤٤ .

٢. د. حسن منير الصادى، مرجع سابق الاشارة اليه، صفحة ٣٥٠ .

الإئتمانية قد شاب عملها الفساد والرشوة والمحاباه بحيث أصبح التقييم لا يعبر عن حقيقة الجدارة الإئتمانية للقطاع المالي بالدولة^(١).

وقد أدت حاجة المستثمرين لسد فجوة المعلومات الموجوده بينهم، والرغبة فى توفير معلومات سهلة الفهم وموجزه و موثوقه عن طبيعه الأسواق المالية التي يرغبون في الإستثمار بسوقها المالي إلي اللجوء للتصنيف الائتماني كمؤشر لقياس مستوى المخاطر المالية و معرفة قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية، ومدى قدرتهم على استرجاع الأموال المستحقة لهم والتي قاموا باستثمارها.

وبذلك أصبحت أسواق رأس مال حساسة لدرجات التصنيف الائتماني التي تصدرها وكالات التصنيف، ذلك أنها تؤثر علي قرار المستثمر بالبقاء أو الخروج من السوق، لذلك وجد ان سلوكيات المستثمرين الاجانب والمؤسسات الأجنبية أكثر استجابة للتغيرات فى التصنيف السيادي للدول المضيفة، مقارنة بسلوكيات المستثمرين المحليين والعرب فى أسواق الأسهم^(٢) وفيما يلي عرض للرموز المستعمله من قبل وكالات التصنيف العالمية، والتي يمكن أن يستعين بها المستثمر الأجنبي للوقوف على الحالة الإقتصادية والسياسية والمالية بدولة ما ومن ثم اتخاذ قرار الإستثمار بسوق الأسهم بها من عدمه .

١ . الأزمة المالية العالمية: الاسباب-التداعيات-المواجهه، المؤتمر السنوى الرابع عشر(الأزمة المالية الإقتصادية العالمية واثارها على قطاعات الإقتصاد القومى)مصر، على لطفى محمود، كلية التجاره، جامعة عين شمس، ٢٠٠٩، صفحة ٩ .

2. The Effect of Sovereign Rating Announcements on The National Stock Market : Evidence From The Stock Markets of Selected Arab League Countries, Sameh Sakr, Ahmed Sakr, and Heba Yousry, P 76 ,77

الشكل رقم (١) درجات التصنيف الائتماني وفقا لوكالات التصنيف العالمية

| ستاندر اند بورز S&P | فيتش Fitch | موديز Moody's | الوكالة |
|---------------------------|---------------|------------------|---|
| | | | درجات التصنيف |
| AAA | AAA | Aaa | الأكثر أمانا/ ممتازة |
| AA+ | AA+ | Aa1 | جدارة ائتمانية عاليه |
| AA | AA | Aa2 | |
| AA- | AA- | Aa3 | |
| A+ | A+ | A1 | جدارة ائتمانية متوسطة الي عالية |
| A | A | A2 | |
| A- | A- | A3 | |
| BBB+ | BBB+ | Baa1 | جدارة ائتمانية متوسطة إلى أقل من متوسطة |
| BBB | BBB | Baa2 | |
| BBB- | BBB- | Baa3 | |
| BB+ | BB+ | Ba1 | خطر / غير استثمارية |
| BB | BB | Ba2 | |
| BB- | BB- | Ba3 | |
| B+ | B+ | B1 | مخاطرة عالية |
| B | B | B2 | |
| B- | B- | B3 | |
| CCC | CCC+ | Caa1 | مخاطرة شديدة للغاية |
| — | CCC | Caa2 | |
| | CCC- | Caa3 | |
| — | — | C | متعثرة |
| DDD | — | — | |
| DD | — | — | |
| D | D | — | |

المصدر^(١): المواقع الالكترونيه لوكالات التصنيف الائتماني

١. تم اعداد الجدول بواسطة الباحثة وبالرجوع إلى المواقع الالكترونيه الخاصه بوكالات التصنيف الائتماني www.moodys.com، www.fitchratings.com، standardandpoors.com

المبحث الرابع

آثار الإستثمارات الأجنبية المالية فى أسواق الأسهم علي الدول المتلقيه

بعد عرض عوامل ومحددات طرد الإستثمارات الأجنبية من أسواق الأسهم فى الفصول السابقه من هذه الدراسه تبين وجود آثار لخروج ودخول الإستثمارات الأجنبية المالية من أسواق الأسهم بالدول المتلقيه،تختلف باختلاف نظام سعر الصرف المتبع بتلك الدول الامر الذي يثير معه التساؤل الآتى: ما هى اثار دخول الإستثمارات المالية علي الدول المتلقيه؟و ماهى اثار خروج الإستثمارات الأجنبية المالية من أسواق الأسهم بتلك الدول؟وينقسم هذا الفصل إلى مبحثين:

- المطلب الأول:آثار دخول و خروج الإستثمارات المالية الأجنبية على الدول التى تتبع نظام سعر الصرف الثابت .
- المطلب الثانى:آثار دخول و خروج الإستثمارات المالية الأجنبية على الدول التى تتبع نظام سعر الصرف المرن.

المطلب الأول

آثار خروج ودخول الإستثمارات المالية الأجنبية على الدول

التي تتبع نظام سعر الصرف الثابت

١- اثار دخول الإستثمارات المالية الأجنبية الي الدول المتلقيه التى تتبع نظام سعر الصرف الثابت :

تتدخل الدولة ممثله فى البنك المركزى بها للحفاظ علي سعر عملتها المحليه من خلال استبدال الأرصده من العملات الأجنبية بالعمله المحليه حتى لا يزيد المعروض من النقد الاجنبي وتتنخفض أسعار الفائده ويزداد معدل التضخم تعرف هذه العمليه بالتعقيم وهو تدخل البنك المركزى لسحب السيولة الزائده من النقد الأجنبي،حتى لا يزيد المعروض منها و يزداد معدل التضخم،وذلك من خلال سحب العملات الزائده وإضافتها إلى الإحتياطي الذى يودع بالبنك المركزى فحينما تزيد التدفقات الأجنبية يكون الحل هو امتصاص جانب كبير من هذه السيولة للحفاظ على التوازن الإقتصادى والنقدى،وهى أيضاً وسيله فعاله يتمكن بها البنك المركزى من النجاح في تدبير النقد المطلوب حين تريد تلك الإستثمارات الخروج من

السوق، وتكمن الخطوره في حالة (التعويم بعد التعقيم) وهى الحالة التى تفقد فيها الدولة قدره على تعقيم آثار التدفقات المالية الأجنبية الداخلة اليها الامر الذي تضطر من خلاله الدولة إلى تعويم عملتها مثلما حدث بالأرجنتين والمكسيك^(١).

٢- آثار خروج الإستثمارات المالية الأجنبية من الدول المتلقيه التى تتبع نظام سعر الصرف الثابت :

يؤدى خروج الإستثمارات المالية الأجنبية من الدول التى تتبع نظام سعر الصرف الثابت إلى تراجع حجم الإحتياطي النقدي بها فتتدخل السلطات النقدية في حالة إنخفاض أسعار الأوراق المالية لوقف تدهور قيمه عمله المحليه من خلال زيادة عرض الإحتياطيات الدوليه، مما يترتب عليه خلق موجة تشاؤميه تزيد من عمليات بيع الأوراق المالية، كما قد تلجأ السلطات النقدية أيضاً إلى زيادة أسعار الفائده المحليه لتعويض المستثمرين عن الخسارة التى لحقت بهم لكن هذا الاجراء من شأنه أن يؤدى إلى رفع تكلفه الاقتراض و بالتالى تنخفض معدلات الأسعار الامر الذى يهدد بحدوث أزمات مالية و إقتصادية^(٢).

المطلب الثانى

آثار دخول و خروج الإستثمارات المالية الأجنبية على الدول التى تتبع نظام سعر الصرف المرن

١- آثار دخول الإستثمارات المالية الأجنبية إلى الدول المتلقيه التى تتبع نظام سعر الصرف المرن:

يترتب علي دخول الإستثمارات المالية الأجنبية الي الدول المتلقيه تحويل أرصده العملات الأجنبية بتلك الدولة الي عمله المحليه مما يؤدى الي إرتفاع سعر الصرف الاسمى ومن ثم إرتفاع سعر الصرف الحقيقى، ويؤدى دخول تلك الإستثمارات الي زيادة الطلب علي الأسهم مما يترتب عليه إرتفاع أسعارها^(٣)

١. العلاقة بين سوقى الأسهم والصرف الاجنبي دراسه للحالتين المصريه والتركيه ، ماجد مسعد أبو اليزيد عز الدين، مرجع سابق الاشاره اليه صفحه ٥٦ ؛ آثار الازمات المصرفيه علي الإقتصاد المصري خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٠٨ ، وفاء بسيونى السيد شحاته ، رساله دكتوراه ، ٢٠١٤ ، صفحه ١٢٢ .

٢. أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية علي سوق رأس المال المصري في ظل عولمه الأسواق الصاعدة ، د. سيد ابراهيم عبد الفضيل مجله مصر المعاصرة ، مجلد ٩٧ العدد ٤٨٣ ، يوليو ٢٠٠٦ ، صفحه ٣٥٢ .

٣. أثر الإستثمار الاجنبي غير المباشر علي معاملات سوق الأوراق المالية بالتطبيق علي البورصة المصريه ، د. علي سعد محمد داود مجله البحوث الاداريه ، أكاديميه السادات للعلوم الاداريه ، مجلد ٢٨ عدد ٣ ، يوليو ٢٠١٠ ، صفحه ٧١ .

٢- اثار خروج الإستثمارات المالية الأجنبية من الدول المتلقيه التي تتبع نظام سعر الصرف المرن :
ففى حالة خروج رؤوس الأموال من الدولة المضيفة إما لأنها من نوع الأموال الساخنة أو بسبب تطور سياسي غير متوقع ، يحدث إنخفاض فى ثمن سلعة الاستيراد والتصدير الاساسية مما يؤدي الي إنخفاض سعر الصرف الاسمى للعمله المحليه وبالتالي ينخفض سعر الصرف الحقيقي مما يؤدي الي تحسن وضع الحساب الجاري لكنه فى الوقت ذاته يؤدي الي زياده عبء خدمه الدين الخارجى ^(٢).
ومن خلال العرض السابق يتضح تأثير تدفق رؤوس الأموال علي سوق الأوراق من خلال تأثيرها علي كل من سعر الصرف وسعر الفائدة وحجم الإحتياطى الدولى.

١. شيرين مصطفى صبحى بشير، الإستثمار الاجنبى فى الأوراق المالية ، مرجع سابق الاشارة اليه صفحه ١٢٣.

الخاتمة

وفي نهاية هذه الدراسة يتبين ان هناك عوامل تؤدي إلى طرد الإستثمارات المالية الأجنبية من سوق الأسهم وهي تتنوع بحيث تشمل العوامل المالية، والعوامل الإقتصادية، والعوامل السياسية، كما وجد ان هناك عوامل أخرى يمكن تؤثر على عملية الإستثمار الاجنبي ف سوق الأسهم مثل(نقص المعلومات وعدم كفايتها، ومخاطر التسويق، ومخاطر الاداره، ومخاطر البيئه).

كما أنه توجد علاقة بين الملاءه الإئتمانية للدولة وهروب الأموال الأجنبية من سوق الأسهم بها ويرجع ذلك إلى حساسية الأسواق المالية تجاه درجات التصنيف الائتماني الامر الذي قد يؤدي إلى هروب الإستثمارات الأجنبية من سوق الأسهم بالدول ذات التصنيف الائتماني الضعيف.

النتائج

انتهت الدراسة إلى عدة نتائج يمكن حصرها في النقاط الآتية:

١. نشأة الإستثمار الأجنبي في الأسهم ارتبطت تاريخيا بالتطور الإقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الدول الرأسمالية في أواخر القرن التاسع عشر، كما مرت حركة تطور تدفقات رؤوس الأموال للإستثمار في الأسهم على المستوى الدولي بمراحل عديدة تأثرت من خلالها بالاحداث والتطورات التي شهدتها العالم.
٢. تزداد المخاطر المالية للدولة بزياده المخاطر المرتبطه بالديون الخارجيه والمخاطر المتعلقة بالسيولة، وصافي الإحتياطي النقدي، ومخاطر سعر الصرف، ومخاطر سعر الفائدة.
٣. تزداد المخاطر الإقتصادية للدولة بزياده مخاطر التضخم والانكماش الإقتصادي، ومخاطر السوق ومخاطر القطاع، وبالتالي تصبح الدولة أكثر عرضه لخروج الإستثمارات الأجنبية من سوق الأسهم بها.
٤. يمكن للمخاطر السياسية أن تؤثر على قرارات المستثمرين بالإستثمار بسوق الأسهم بالدولة التي تعاني من المخاطر السياسية مثل مخاطر الفساد والمخاطر المتعلقة بالقوانين ومخاطر البيروقراطية المخاطر الناجمه عن عدم الاسقرار الحكومي مخاطر الصراعات الداخليه بين التيارات السياسية المختلفه بالدولة.

٥. هناك مخاطر أخرى يمكن أن تؤثر على عملية الإستثمار الاجنبي بالأسهم فى الدولة منها مخاطر نقص المعلومات وعدم كفايتها ومخاطر التسويق ومخاطر الاداره ومخاطر البيئه.
٦. أسواق الأسهم ذات حساسية تجاه درجات التصنيف الائتمانى.
٧. يؤدي خروج الإستثمارات المالية الأجنبية من الدول التى تتبع نظام سعر الصرف الثابت إلى تراجع حجم الإحتياطى النقدى بها الامر الذى يلزم معه تدخل السلطات النقدية فى حالة إنخفاض أسعار الأوراق المالية لوقف تدهور قيمه العملة المحليه.
٨. يؤدي خروج الإستثمارات المالية الأجنبية من الدول التى تتبع نظام سعر الصرف المرن إلى إنخفاض فى سعر الصرف الاسمى للعملة المحليه و إنخفاض سعر الصرف الحقيقى.

التوصيات

وفى ختام هذا البحث يمكن تقديم عدة توصيات :

١. أنه ينبغى على الدول المضيفه - المستثمر فيها - سواء كانت تعتمد علي آليات السوق فى توجيه أنشطتها الإقتصادية، أو كانت من الدول تعتمد على الآليات البنكيه فى توجيه أنشطتها الإقتصادية أن تسعى إلى جذب المزيد من المستثمرين إليها و الاستفادة من عملية الإستثمار، و معرفة أسباب خروج الإستثمارات من سوق الأسهم بها .
٢. على الدولة أن تعمل على الحد من المخاطر الإقتصادية، و المالية و السياسية، و ضعف الملاءه الإئتمانية لها حتى تستطيع ان تجذب الإستثمارات الأجنبية إلى سوق الأسهم بها.
٣. كما ينبغى على المستثمر ان يتعرف علي المخاطر التى قد تصادفه اثناء الاقدام علي عمليه الإستثمار بدولة ما حتى يستطيع ان يتخذ قراره بسهولة ويسر بالإستثمار بتلك الدولة من عدمه.

قائمة المراجع أولا: قائمة المراجع العربية

• الكتب:

١. د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية ، طبعه ١٩٩٩، منشأه المعارف بالإسكندرية .
٢. د. نزيه عبد المقصود محمد مبروك، الآثار الإقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي طبعه ٢٠٠٧
٣. أ.د. هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى ٢٠١٥.
٤. د. حسنى على خربوش، د. عبد المعطى رضا أرشيد، د. محفوظ أحمد جودة، الإستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، عمان الأردن ١٩٩٩
٥. د. طارق عبد العال حماد، أسس الإستثمار الناجح في البورصة طبعة ٢٠١٠/٢٠١١

• رسائل الدكتوراه:

١. أسواق الأوراق المالية دراسه نظريه مقارنة، رسالة دكتوراه فى الحقوق، الباحثة حسنه حامد نعمت الله ، ٢٠٠٥
٢. آثار الازمات المصرفيه على الإقتصاد المصري خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٠٨ ، وفاء بسيونى السيد شحاته ، رساله دكتوراة ، ٢٠١٤
٣. الاطار القانونى لعمليات التداول في البورصة ، رساله دكتوراه ، خالد أحمد سيف شعراوى ، ٢٠١٤ .
٤. عمليات التداول فى الاوراق المالية - القانون الواجب التطبيق والقضاء المختص، رساله دكتوراه ، مرتضى محمد على تقى اللواتى جامعه عين شمس ، كليه الحقوق ، ٢٠١٨

• رسائل الماجستير:

١. شيرين مصطفى صبحى بشير، الإستثمار الاجنبى فى الأوراق المالية: المحددات واهم الانعكاسات على الدول المتلقيه، دراسه مقدمه للحصول على درجه الماجستير، كليه الإقتصاد والعلوم السياسية، جامعه القاهرة سنه ٢٠٠٤
٢. محددات الإستثمار فى أسواق رأس المال، دراسه مقدمه للحصول على درجه الماجستير رشا مصطفى مسعد عوض، كليه الإقتصاد والعلوم السياسية ١٩٩٨ .
٣. القياس المحاسبى لأثر المخاطر السياسية علي أسعار الأسهم فى سوق رأس المال البورصة (دراسه تطبيقيه علي سوق المال الكويتى) رسالة ماجستير، سعد فهيد عبدالله العزى، ٢٠١٥
٤. روهاة أحمد شيخ اسماعيل زاده، العوامل المؤثره علي حجم التداول فى سوق الأوراق المالية رسالة ماجستير، ٢٠١٢ .

٥. العلاقة بين سوقى الأسهم والصراف الاجنبى دراسه للحالتين المصرىه والتركيه ، للحصول على درجه الماجستير فى الإقتصاد ماجد مسعد أبو اليزيد عز الدين ، كليه التجاره ، جامعه بنها ، ٢٠١٦

• المجالات العلميه:

١. دونالد ماشيسون، الأزمات المالية فى الأسواق الناشئة، مجلة التمويل و التنمية FMI المجلد ٣٦، العدد ٣ ، ١٩٩٩ ،

٢. د.أمانى عبد الوهاب، سياسات ادارة التدفقات المالية الدوليه الي الإقتصادات الصاعده، المجله المصرىه للتنميه والتخطيط، معهد التخطيط القومى، مجلد ٢٥، العدد الأول، ٢٠١٧

٣. د. حسن منير الصادى ، تأثير مخاطر الدوله المالية و الإقتصاديه و السياسيه على الملاءة الائتمانيه وتطور أسواق الأوراق الماليه : دراسه تحليليه مقارنه ، المجله العربيه للعلوم الإداريه ، مجلد ١٦ ، عدد ٣، سبتمبر ٢٠٠٩ .

٤. أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على سوق رأس المال المصرى فى ظل عولمه الأسواق الصاعده ، د. سيد ابراهيم عبد الفضيل مجله مصر المعاصره ، مجلد ٩٧ العدد ٤٨٣ ، يوليو ٢٠٠٦

٥. أثر الإستثمار الاجنبى غير المباشر على معاملات سوق الأوراق الماليه بالتطبيق على البورصة المصرىه ، د. علي سعد محمد داود مجله البحوث الاداريه ، أكاديميه السادات للعلوم الاداريه ، مجلد ٢٨ عدد ٣ ، يوليو ٢٠١٠ .

٦. رضا محمد احمد محمدين، الإستثمارات الأجنبية غير المباشره فى الأسواق الناشئه دراسه نظريه، كليه الإقتصاد والتجاره مجله علميه ربع سنويه تصدر عن كليه التجاره جامعه عين شمس العدد الثالث يوليه ٢٠١٢ المجلد الأول.

٧. المجله الإقتصاديه ، البنك المركزى المصرى ، قطاع البحوث والتطوير والنشر

<http://www.cbe.org.eg>

• التقارير الرسميه:

١. التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى لعام <http://www.cbe.org.eg>

• المؤتمرات:

١. الأزمة المالية العالمية:الاسباب-التداعيات-المواجهه،المؤتمر السنوى الرابع عشر(الأزمة المالية الإقتصادية العالمية واثارها على قطاعات الإقتصاد القومى)مصر،على لطفى محمود،كلية التجاره،جامعة عين شمس، ٢٠٠٩

ثانيا :المراجع الأجنبية:

1. The Panic of 1907: A Human-Caused Crisis, or a Thunderstorm?A Comparison Between The New York Times and Wall Street Journal's Coverage of the United States' First Modern Panic By Bonnie Kavoussi The Knickerbocker Trust Co.'s headquarters on 34th Street and 5th Avenue, New York City. 1910 page13. Robert F. Bruner, Sean D. Carr,foreword by William j.bernstein
2. Cecchetti, S. G., Schoenholtz, K. L., & Fackler, J. (2006) Money, banking, and financial markets (Vol. 4). McGraw-Hill/Irwin,p177.
3. A Review Of Emerging Stock Markets:The Case Of Arab Countries, د.ناصر إبراهيم أبو مصطفى المجله العلميه للبحوث والدراسات التجاريه،جامعة حلوان،كليةالتجاره،العددالأول٢٠٠٣
<http://search.mandumah.com/Record/661653>
4. Michael J Howell ”Institutional Investors and Emerging stock Markets” World Bank Discussion Paper 22, September .1993
5. Pugel, T. A. (2016). International Economics, 16th
6. The Effect of Sovereign Rating Announcements on The National Stock Market : Evidence From The Stock Markets of Selected Arab League Countries, Sameh Sakr, Ahmed Sakr, and Heba Yousry, بحث منشور بالمجله

