

**الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة: بين عملية تصنيف  
المؤشر وتوجهات المستثمرين  
د.بوداح عبد الجليل وأ.خيارى إيمان  
جامعة قسنطينة 2**

**الملخص:**

تعرف التوجهات الحديثة في مجال التمويل بالأسهم اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين، ومن قبل كبريات الشركات العالمية، بسبب ما يحصل من تطور بارز على مستوى تكامل الأسواق المالية في الاقتصادات المتطورة، هذا من جهة. من جهة أخرى، تتطلع الاقتصادات الناشئة إلى اللحاق بركب الأسواق المالية المتطورة من خلال سعيها في تحقيق متطلبات وشروط الأسواق المالية الكفأة. ويمكن القول، أيضا، أن الأسواق المالية المتطورة تكون قد خضعت لسيرورة تاريخية من أجل الوصول إلى مستويات أعلى للأداء من جوانب حجم التداول، والعوائد المرتقبة، وكفاءتها العالية في مجال الاستثمار، إلا أن هذا لم يجعلها بمنأى عن مخاطر الاستثمار، أو الوقوع في أزمات من حين لآخر. لذلك فإن سعي الاقتصادات الناشئة نحو تطوير أسواقها المالية ليس بالأمر السهل لأن، الكثير من هذه الأسواق حديثة النشأة، ولم يكتمل نضجها بعد لتكون بمستوى الأسواق المالية المتطورة.

فتوجه الاقتصاد الدولي نحو العولمة، وظهور التكتلات الاقتصادية الإقليمية والدولية، دفع بكبريات الشركات العالمية في المجال المالي، مثل (MSCI، S&P، FTSE، Russell، Dow Jones) إلى استخدام معايير موحدة في تصنيف الأسواق المالية، حيث برزت بذلك ثلاثة أسواق أصبحت شائعة الاستعمال والتداول من منظور الدراسات الأكاديمية؛ وهي الأسواق المالية المتطورة، الناشئة، والشبه ناشئة. إن الإشكالية محل الاهتمام ضمن هذه الورقة، هو أن معايير التصنيف المحددة هي من صنع العالم المتطور، وبالتالي فإن اللحاق بالركب بالنسبة للاقتصادات الناشئة قد يصبح من الصعوبة بمكان. غير أن توجهات المستثمرين في تحقيق عوائد معتبرة وبأقل ما يمكن من مخاطر قد يكون السبيل الوحيد نحو تطوير الأسواق المالية الناشئة والشبه ناشئة، بما في ذلك الأسواق المالية الإسلامية.

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

فالخصائص الاستثمارية التي أصبحت تتميز بها مجمل هذه الأسواق في مجال إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية دولياً، جعلت منها محلاً لجذب الاستثمارات الخارجية.

**الكلمات المفتاحية:** الأسواق المالية الناشئة، الأسواق المالية الشبه ناشئة،

الأسواق المالية الإسلامية، مؤشرات التصنيف، الخصائص الاستثمارية

**Abstract:**

The trend of contemporary world of financing that is based on equity is becoming of growing concern by investors represented by big indexes' companies. The financial integration process within developed markets was behind such equity financing incentives. On the other hand, efforts have been done by emerging economics in order to catch up developed financial markets, by the fulfillment of all required conditions that lead to an efficient market. Historically speaking, the process of developing emerging financial markets, compared to that of developed countries is relatively new and it would take a long time to be mature enough as those of developed markets. Nevertheless, these markets are performing well in terms of transaction volume, returns on investments, and market efficiency. However, this does not mean that there is no risk that can be faced from time to time due to financial crises.

The tendency towards global economy, and the appearance of conglomerate economies regionally and internationally, have pushed giant financial institutions for indexes, such as (MSCI ،S&P ،FTSE ،Russell ،Dow Jones), to set standards that classify financial markets into three main categories; that are developed financial market, emerging markets, and frontiers markets, from which Islamic financial markets have to considered as part of the last two markets. Therefore, the main concern that can be arise from this study is based on showing the difficulties that may face emerging economies in being of equal with developed markets since indices are set by developed world. However, from investors'

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

point of view, there are those who look for opportunities outside developed markets, where they can get more returns and less risk running. This remark can be considered as the only outlet for the emerging , frontiers, and Islamic markets to be developed . The emerging and frontiers markets have investment advantages related to the risk management of international investment portfolio. Consequently, these markets can be more attractive for foreign investments.

**Keywords:** Emerging financial markets, Frontiers financial markets, Islamic financial markets, Classification indexes, Investment characteristics

### 1- مقدمة

إن التطور الكبير الذي يشهده العالم في مجالات تبادل السلع والخدمات وحركة رؤوس الأموال للدليل على تزايد أهمية التمويل والأسواق المالية، التي ما فتئت تتزايد وتيرة تطورها بشكل أفرز تكاملات على مستوى الأسواق المالية المتطورة من جهة، وظهور أسواق مالية ناشئة، وشبه ناشئة من جهة أخرى. والملاحظ أن تطور النشاط الاقتصادي للبلد مرهون بتطوير آليات التمويل التي عادة ما تنقسم إلى مجموعتين أساسيتين، التمويل بالإقراض Debt Financing، أو التمويل بالأسهم Equity Financing. وانطلاقاً من هذا التصور تبينت الأنظمة الاقتصادية في اختيار أسلوب التمويل الأنسب الذي يرتبط بدوره بسيرورة اقتصاد البلد التاريخية. فالولايات المتحدة الأمريكية، وبريطانيا، على سبيل المثال، لهما تاريخ طويل في مجال التمويل بالأسهم، وهذا خلافاً لروسيا والصين اللذين بدءا عملهما في نفس مجال التمويل بالأسهم حديثاً جداً، أي في التسعينات فقط من القرن الماضي. والملفت للانتباه أن مسألة التمويل بالأسهم في الكثير من الدول المتطورة لا يعني ذلك تراجع التمويل بالدين لديها، بل على العكس من ذلك يعرف هذا الأخير تطوراً ملموساً ويساهم بشكل فعال في اقتصادياتها .

إن مسألة التمويل بالأسلوبين معا بالنسبة للدول النامية، يجعلها أمام تحد كبير. فمحاولة اللحاق بركب التطور يجبر اقتصاديات الدول النامية، بما فيها الدول الإسلامية، الخضوع إلى ما تمليه الأسواق المالية المتطورة من معايير تكون أحياناً من الإجحاف بمكان

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

قد لا تسمح لها بالولوج إلى أسواقها بيسر وسهولة. لكن دواعى التبادل الاقتصادى، والبحث عن فرص للاستثمار من طرف الدول المتطورة ذاتها لدى البلدان الأقل تطورا يجعل من مسألة وضع المعيار مسألة تتناسب وحجم وطبيعة اقتصاد البلد .

فالهدف، إذن، من هذه الورقة هو، أولا، تبيان آلية تطوير الأسواق المالية، والتي قد نعتبرها الأساس الذي يرتكز عليه البلد في تطوير اقتصاده بأن يضع من معايير التصنيف، التي تنتجها كبريات الشركات العالمية في المجال المالى، هدفا استراتيجيا، مثل ما حصل للصين التي فتحت سوقين لتداول الأوراق المالية في سنة 1990، واستطاعت بعدها أن تحتل مكانة معتبرة ضمن الأسواق المالية الناشئة. ثانيا، وأخيرا، معرفة أسباب الاهتمام المتزايد في العقد الأخير من القرن الحالى بفئة جديدة من الأسواق المالية المسماة بالأسواق الشبه الناشئة (Frontiers Markets)، على اعتبار أن هذه الأخيرة قد تمثل بالنسبة للبعض من المستثمرين الدوليين مجالا خصبا لتحقيق عوائد مرتفعة، أو التقليل من مخاطر محفظة الاستثمارات الدولية. وتجدر الإشارة إلى أن تطور الاقتصاد الإسلامى كمنهج عمل، من خلال المنتجات المالية التي يقترحها ويعمل بها، أصبح يشكل مجال اهتمام المستثمرين ليس فقط على مستوى إقليمى، وإنما أيضا على مستوى دولى. وهذا ما تشير إليه هذه الورقة أين يلاحظ أن الأسواق المالية الإسلامية تتطور بشكل ملفت للانتباه حيث يتموضع بعضها ضمن الأسواق المالية الناشئة، والبعض الآخر ضمن الأسواق الشبه ناشئة. ويمكن التعبير عن هذين الهدفين من خلال الأسئلة التالية،

- ما هي أسباب الاختلافات المسجلة في تصنيف الأسواق المالية الناشئة ؟ وما هي المعايير المحددة لهذا التصنيف؟
- ما هي أهم الأسباب التي تعتبر محل جذب للمستثمرين الدوليين نحو الأسواق الناشئة؟
- ما هي دواعى التوجه الاستثمارى المسجل نحو الأسواق المالية الإسلامية والشبه ناشئة؟

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

وللإجابة على هذه الأسئلة وتوخيا منا في بلوغ أهداف الدراسة، فقد تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة محاور أساسية حيث تم تناول المحور الأول من خلال البحث في معايير التصنيف التي تستخدمها شركات المؤشرات الكبرى في تقسيمها للأسواق المالية، بينما تناول المحور الثاني، والثالث الخصائص الاستثمارية للأسواق الناشئة والشبه ناشئة على التوالي، ودون تجاوز لمسألة الإشارة للأسواق المالية الإسلامية.

### 1-1 الدراسات السابقة

إن المتمعّن في الدراسات التي أجريت حول موضوع الأسواق المالية عموما يلاحظ تركيز البحث المستمر في الخصائص الاستثمارية للأسواق المالية، والمتصل أساسا بمخاطر المحفظة المالية، وتنوع الاستثمار بين الأسواق. فمعظم الدراسات في بداية المطاف ركزت الاهتمام على قضايا تنوع فئات الأصول بين أسواق الدول الصناعية خاصة الأمريكية منها، لينتقل الاهتمام بعدها ذلك إلى دراسة خصائص الأسواق الناشئة. فعلى سبيل المثال، بحثت دراسة (Grubel, 1968)<sup>1</sup> فوائد التنوع الدولي للمستثمر الأمريكي في 10 أسواق خارجية في الفترة الممتدة ما بين 1959-1966 والتي مفادها أن التنوع الدولي ساعد على تحسين عوائد المحفظة. أيضا، فقد قدمت دراسة (Levy and Sarnat, 1970)<sup>2</sup> أدلة عملية عن فوائد التنوع الدولي من خلال دراسة 28 بلدا للفترة الممتدة بين 1951-1967. من جهة أخرى، بينت دراسات أخرى (Harvey, 1995)<sup>3</sup> (Bekaert and Urias, 1996) ذات العلاقة بخصائص الأسواق الناشئة، خاصة في مرحلة التسعينيات،

<sup>1</sup>- Grubel, H. G. 1968. 'Internationally diversified portfolios: welfare gains and capital flows.' American Economic Review, 58:5, 1299.

<sup>2</sup>- Levy, H. & Sarnat, M. 1970. 'International diversification of investment portfolios.' American Economic Review, 60:4, 668-75.

<sup>3</sup>- Harvey, C.R., 1995. Predictable risk and returns in emerging markets. Review of Financial Studies 8, 773 - 816.

<sup>4</sup>- Bekaert, G., Urias, M.S., 1996. Diversification, integration, and emerging market closed-end funds. Journal of Finance 51, 835- 870.

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

قدرة هذه الأسواق على توفير عوائد أعلى في ظل انخفاض معامل الارتباط بين عوائد هذه الأسواق وعوائد الأسواق المتطورة، وهو الشيء الذي يضمن لها القدرة على تنويع المحفظة الاستثمارية بأحسن توليفة ممكنة. ومن منظور آخر، وبالرغم من إشارة العديد من الدراسات على قدرة الأسواق الناشئة على تحسين أداء المحفظة الاستثمارية الدولية بفضل ما تتمتع به من خصائص تجذب الاستثمار الدولي إلا أن دراسة (Goetzmann, W., & al, 2005)<sup>5</sup> أكدت على وجوب توفر الاستعداد الكافي لدى المستثمرين في توسيع أفق استثماراتهم لتشمل بذلك أسواق الأسهم الجديدة للحصول على أفضل أداء. وفي نفس السياق، انصب اهتمام الدراسات حالياً حول البحث في الخصائص الاستثمارية لكل من الأسواق الشبه ناشئة والأسواق المالية الإسلامية، مثل دراسة (Speidell, L., & al, 2007)<sup>6</sup> حيث أشارت إلى دور الأسواق الشبه ناشئة في النظام المالي العالمي، وذلك من خلال تبيان علاقة أسواق الأوراق المالية الشبه ناشئة ونظيراتها في الأسواق المتطورة؛ وما ينجم عن ذلك من فرص جيدة لتنويع المحفظة المالية للمستثمرين دولياً، ذات الخاصية المتضمنة لمعدلات نمو عالية، وعوائد أعلى، ومخاطر أقل. وزيادة على ما سبق، فقد تبين أن العوامل المؤثرة في تقلبات الأسواق الشبه ناشئة تختلف عن تلك الخاصة بالأسواق المتقدمة. من جهة أخرى، لم تختلف دراسة (Berger, D., & al, 2011)<sup>7</sup> عن المنهجية النظرية والتجريبية للدراسات التي سبقتها، لكنها قدمت أدلة أشمل للتعبير عن منافع التنويع الدولي على مستوى الأسواق الشبه ناشئة، وذلك عبر عينة شملت خمسة وعشرين (25) سوقاً، مؤكدة في ذلك على قدرة هذه الأسواق على خلق فرص للتنويع بالنسبة للمستثمرين الدوليين عبر علاقة التكامل النسبي المنخفض التي تسجلها هذه الأسواق مع الأسواق الناشئة والمتقدمة معاً، فضلاً عن أنها لا تعطي إشارات معبرة عن زيادة هذه العلاقة مع

<sup>5</sup>-Goetzmann, W., Li, L., Rouwenhorst, K.G., 2005. Long-term global market correlations. J. Bus. 78 (1), 1-38.

<sup>6</sup>- Speidell, L., Krohne, A., 2007. The case for frontier equity markets. Journal of Investing 16, 12-22.

<sup>7</sup>- Berger, D., Pukthuanthong, K., Yang, J., 2011. International diversification with frontier markets. J. Financ. Econ. 101 (1), 227-242.

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

الزمن، وهذا على عكس ما يحدث بين الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة من تزايد مُطرد لعلاقة التكامل بينهما. أخيراً، فقد بينت دراسة (Fredj Jawadi, & al, 2014) أهمية الأسواق الإسلامية ضمن النظام المالي العالمي باعتبارها حالة خاصة بدليل أن تأثيرها بالأزمة المالية العالمية 2008-2009 كان محدوداً مقارنة بالأسواق الناشئة التقليدية<sup>8</sup>. وتجدر الإشارة، أيضاً، إلى أن العديد من الدراسات الحديثة التي بحثت في موضوع الأسواق المالية الإسلامية (Ginanjar Dewandaru, & al, 2015)<sup>9</sup>، (Bakri Abdul Karim, & al, 2012)<sup>10</sup>

أجمعت معظم نتائجها اعتبار الأسواق المالية الإسلامية فرصة جيدة للاستثمار فيها.

### 2- معايير تصنيف الأسواق المالية العالمية من طرف شركات المؤشرات الكبرى.

تعتبر عملية تصنيف الأسواق المالية العالمية إلى ثلاث فئات رئيسية (متطورة، ناشئة أو شبه ناشئة) خطوة أساسية في عملية بناء المؤشرات الإقليمية والقطرية العالمية Country and Regional Indexes and لشركات المؤشرات الكبرى (MSCI، S&P، FTSE، Dow Jones، Russell). فبرغم تماثل التصنيفات القطرية لعدد كبير من الأسواق المالية إلا أن الاختلاف في تصنيف البعض منها يكون بصفة أساسية مرتبط بمجموعة المعايير التي تستخدمها هذه الشركات في تصنيفها وإعادة تصنيفها للأسواق والتي سجلنا من خلالها اختلافات كبيرة بين مجموع المؤشرات. وعادة ما تعتمد الدراسات والبحوث العلمية على واحدة أو أكثر من المؤشرات السابقة في دراستها لموضوع الأسواق المالية عموماً.

### 2-1 أطر تصنيف الأسواق المالية حسب مؤسسة مورغان - ستانلي Morgan

MSCI<sup>11</sup> Stanley Capital International :

<sup>8</sup>- Fredj Jawadi, & al, Conventional and Islamic stock price performance: An empirical investigation, International Economics 137 (2014) 73-87.

<sup>9</sup>- Ginanjar Dewandaru, & al, Risk-return characteristics of Islamic equity indices: Multi-timescales analysis, Journal of Multinational Financial Management, 29 (2015) 115-138

<sup>10</sup>- Bakri Abdul Karim, & al, The Impact of Subprime Mortgage Crisis on Islamic Banking and Islamic Stock Market, Social and Behavioral Sciences 65 (2012) 668-673.

<sup>11</sup>- MSCI Index Research, MSCI Market Classification Framework, June 2014, p1.

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

تعتمد MSCI في تصنيفها للأسواق المالية على ثلاثة مؤشرات رئيسية هي: التنمية الاقتصادية، حجم السيولة وإمكانية الولوج إلى الأسواق؛ لذلك فلتصنيف أي سوق ضمن أي فئة من فئات الاستثمار الثلاث (متطورة، ناشئة وشبه ناشئة) يوجب على البلد تلبية معيارين على الأقل من المعايير الثلاثة، حيث تشمل المعايير الرئيسية مجموعة من العوامل بما في ذلك ظروف الاقتصاد الكلي، الاستقرار السياسي، وعمليات التداول والتسوية.

### أ- التنمية الاقتصادية

يقاس معيار التنمية الاقتصادية من خلال مؤشر استدامة التنمية الاقتصادية والذي يعرف بنصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي Gross National Income (GNI) per capita والذي يجب أن يكون أكبر بـ 25% من عتبة الدخل المرتفع التي يحددها البنك الدولي\* اعتماداً على الثلاث سنوات الأخيرة. والجدير بالذكر، أن هذا المعيار لا يطبق إلا على الدول التي سيجري إدراجها ضمن تصنيف الأسواق المتطورة حيث لا يؤخذ بمعيار التنمية الاقتصادية عند تصنيف الأسواق الناشئة أو شبه الناشئة وهذا نظراً للتنوع الكبير في مستويات التنمية داخل الفئتين الأخيرتين.

### ب- حجم ومتطلبات سيولة السوق

يُعد المعيار الثاني لتصنيف الأسواق المالية بمتطلبات الحجم والسيولة والتي تحددها مورغان ستانلي سواء من حيث حجم الشركات (القيمة السوقية الإجمالية)، حجم الأوراق المالية (القيمة السوقية المتاحة) وسيولة الأوراق المالية. فبالنسبة للحد الأدنى لعدد الشركات التي يجب أن تستوفي معايير المؤشرات الإقليمية فهي على الأقل شركتان بالنسبة للأسواق الحدودية، ثلاث بالنسبة للأسواق الناشئة وخمس شركات بالنسبة للأسواق المتقدمة كما يلي:

[http://www.msci.com/resources/products/indexes/global\\_equity\\_indexes/gi\\_mi/stdindex/MSCI\\_Market\\_Classification\\_Framework.pdf](http://www.msci.com/resources/products/indexes/global_equity_indexes/gi_mi/stdindex/MSCI_Market_Classification_Framework.pdf)

\* عتبة الدخل المرتفع لعام 2011: نصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي \$6,1512 (طريقة الأطلس للبنك الدولي).



الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

- حجم الشركة (إجمالي القيمة السوقية بـ مليون دولار): الأسواق الحدودية: 630 ،  
الأسواق الناشئة: 1260 أمّا الأسواق المتطورة: 2519.

- حجم الأوراق المالية المتاحة (تعويم القيمة السوقية بـ مليون دولار): الأسواق  
الحدودية: 49، الأسواق الناشئة: 630 أمّا الأسواق المتطورة: 1260.

- سيولة الأوراق المالية وتقاس عن طريق حساب النسبة السنوية للمعدل الوسطى  
للقيمة المتداولة ATVR: الأسواق الحدودية: 2.5 % الأسواق الناشئة: 15 % الأسواق  
المتطورة: 20%.

### ج- معايير سهولة الولوج إلى السوق

يعتبر هذا المعيار أهم المعايير التي تركز عليه مؤسسة مورغان ستانلي في تصنيفها  
للأسواق حيث يتعلق أساساً بقابلية نفاذ المستثمرين الأجانب إلى السوق والذي تفشل  
الكثير من الأسواق تحقيقه مما يعيق إعادة تصنيفها ضمن فئة الأسواق الناشئة أو على  
الأقل إدراجها ضمن فئة الأسواق شبه الناشئة. وتعتمد مؤسسة مورغان ستانلي في تقييمها  
على خبرة المستثمرين المؤسساتيين في استثمارهم في سوق معينة، إذ يتضمن هذا المعيار  
مجموعة من المتطلبات الرئيسية تنقسم بدورها لعدة نقاط فرعية وتستند في مجملها على  
التدابير النوعية والتي يتم مراجعتها لجميع الأسواق على الأقل مرة واحدة خلال السنة .  
وتجدر الإشارة إلى أن MSCI في هذا المجال تفترض متطلبات أدنى في الأسواق الناشئة  
والشبه ناشئة مقارنة بالأسواق المتطورة كالتالي:

- الانفتاح على الملكية الأجنبية: والتي تشير بالأساس إلى النسبة من السوق التي  
يمكن أن يحوّلها المستثمر غير المحلي مع وجود فرص متكافئة لجميع المستثمرين الدوليين  
للولوج للسوق وتساوي الحقوق فيما بينهم بالنسبة للحصول على المعلومات.

- سهولة تدفقات رأس المال في الاتجاهين ( دخول / خروج ): أي عدم وجود قيود  
على التدفقات الداخلة والخارجة من رأس المال الأجنبي

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

- كفاءة الإطار التشغيلي: والذي يهتم أساسا بمراحل ولوج السوق، تنظيم السوق، مرونة تدفق المعلومات، ووجود آلية لحفظ حسابات وأصول المستثمرين<sup>12</sup>.

- استقرار الإطار المؤسسي: والذي يعنى بمدى استقرار المبادئ المؤسسية الأساسية مثل سيادة القانون وكذلك استقرار السوق الحرة كنظام اقتصادي وعدم وجود سجل حافل للتدخل الحكومي فيما يتعلق بالمستثمرين الأجانب.

#### الجدول رقم 1: التصنيفات السابقة للأسواق من قبل MSCI

التاريخ	إعادة التصنيف	مؤشر السوق
ماي 2014	من الأسواق شبة ناشئة إلى الأسواق الناشئة	MSCI Qatar Index
ماي 2014	من الأسواق شبة ناشئة إلى الأسواق الناشئة	MSCI UAE Index
نوفمبر 2013	من الأسواق المتطورة إلى الأسواق الناشئة	MSCI Greece Index
نوفمبر 2013	من الأسواق الناشئة إلى الأسواق شبة ناشئة	MSCI Morocco Index
ماي 2011	من الأسواق شبة ناشئة إلى عدم التصنيف	MSCI Trinidad & Tobago Index
ماي 2010	من عدم التصنيف إلى الأسواق شبة ناشئة	MSCI Bangladesh Index
ماي 2009	من الأسواق الناشئة إلى	MSCI Argentina Index

<sup>12</sup> - تسمى هذه الآلية بحساب العهدة custodial account: وهي تلك الأوراق المالية التي يحتفظ بها مصرف أو مؤسسة إيداعيه نيابة على العميل، تقدم هذه الخدمات التي تسمى custodial account مقابل رسم يسمى custodial fees، ويسمى المصرف الذي يحتفظ بهذه العهدة الوصي أو . custodian bank

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

	الأسواق شبة ناشئة	
ماي 2009	من عدم التصنيف إلى الأسواق شبة ناشئة	MSCI Pakistan Index
نوفمبر 2008	من الأسواق الناشئة إلى الأسواق شبة ناشئة	MSCI Jordan Index
نوفمبر 2008	من عدم التصنيف إلى الأسواق شبة ناشئة	MSCI Lithuania Index
نوفمبر 2008	من عدم التصنيف إلى الأسواق شبة ناشئة	MSCI Serbia Index
نوفمبر 2007	من عدم التصنيف إلى الأسواق شبة ناشئة	MSCI Sri Lanka
ماي 2006	من الأسواق الناشئة إلى عدم التصنيف	MSCI Venezuela Index
ماي 2001	من الأسواق الناشئة إلى الأسواق المتطورة	MSCI Greece Index
نوفمبر 1997	من الأسواق الناشئة إلى الأسواق المتطورة	MSCI Portugal Index

Source:

[http://www.msci.com/products/indexes/market\\_classification.html](http://www.msci.com/products/indexes/market_classification.html)

يلاحظ من الجدول 1 أعلاه تميز مؤشر السوق المالى MSCI بحركية كبيرة فى تصنيف الأسواق المالية، وأن الحفاظ على مستوى التصنيف ليس بالمسألة الثابتة ولا القارة، حيث يستدعي الأمر المحافظة على مستوى النشاط السوق الذى يؤهله عند مستوى الشروط التى يحددها المؤشر. والملفت للانتباه أن بعض الدول الإسلامية تحركت مؤشرات أسواقها المالية نحو مستويات أعلى فى التصنيف مثل، قطر (MSCI Qatar Index)،

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

والإمارات العربية المتحدة (MSCI UAE Index)، بينما عرفت بلدانا أخرى تراجعاً واضحاً وفق MSCI، مثل، الأردن (Jordan Index)، والمغرب (Morocco Index).

## 2-2 تصنيف الأسواق المالية حسب معايير S&P<sup>13</sup>:

يعتبر تصنيف S&P للأسواق المالية من أهم التصنيفات التي يؤخذ بها في الأبحاث والدراسات حول موضوع الأسواق المالية، حيث تستخدم S&P كمرحلة أولى لتصنيف البلدان المعايير الكمية كما تأخذ بعين الاعتبار آراء وتجارب المستثمرين الدوليين وتعتبره بنفس الأهمية، لأن العديد من القضايا التي يتم الاستعانة بها في تصنيفات الأسواق كأسواق متطورة ناشئة أو شبه ناشئة غير قابلة للقياس الكمي مثل لوائح وإجراءات صرف العملات الأجنبية، توفر البيانات المالية للشركات وعوامل أخرى تختلف من سوق لآخر. والملاحظ هنا أنه في الكثير من الأحيان ما تتفق المعايير الكمية مع آراء أغلبية كبيرة من المستثمرين، لكن تبقى هنالك العديد من الحالات التي تكون مفتوحة للنقاش حول تصنيف بعض الأسواق.

وإدراكاً لهذا، تعتمد S&P في تصنيفها على خطوتين: الأولى على سلسلة من المعايير الكمية كتصنيف أولي؛ فإذا كانت النتائج تدل على تغيير التصنيف تعتمد المؤسسة على مشاوراة العميل لذلك تعتمد مؤسسة S&P على المعيارين. حيث تغطي المعايير الكمية مجموعة من العوامل مثل ظروف الاقتصاد الكلي، الاستقرار السياسي، حقوق الملكية القانونية، عمليات التداول والتسوية، أما فيما يخص مشاوراة العميل فهو يخص دمج آراء المؤسسات الاستثمارية العالمية.

## أ- المعايير الكمية لمؤشر S&P في تصنيف الأسواق

معايير التصنيف الأولية (الأسواق الشبه ناشئة): في هذا المستوى يجب على البلدان تلبية اثنين من ثلاثة على الأقل من المعايير ليتم أخذها بعين الاعتبار ضمن تصنيفات مؤشر S&P للأسواق الشبه ناشئة (الحدودية)

<sup>13</sup>- S&P Dow Jones Indices, Country Classification Methodology, July 2014 , pp 2-3.

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

- مجمل القيمة السوقية المحلية: أكثر من 52. مليار دولار.
- قيمة التداول المحلية السنوية: أكثر من 1 مليار دولار.
- معدل نمو السوق أكبر من 5 %: وهي نسبة تتراوح بين مجمل القيمة السوقية للتبادل المحلي وبين الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.
- المعايير الإضافية للتصنيف (بالنسبة للأسواق الناشئة): لإعادة تصنيف الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة يجب عليها إضافة على توفر المعايير الأولية للتصنيف أن تمتلك على الأقل ثلاثة من خمسة من المعايير الآتية بالإضافة إلى تجاوز قيمتها السوقية 15 مليار دولار.
- فترة التسوية T+3 أو أفضل: والتي تشير إلى كفاءة التسوية السريعة للصفقات.
- الأخذ بعين الاعتبار لتقييم أهم وكالات التصنيف الأخرى بالنسبة للديون السيادية، حيث ينبغي أن لا تقل عن التصنيفات BB+ الصادرة من قبل وكالتي S&P و Fitch، أو على الأقل تصنيف Baa الصادر من من قبل وكالة Moody's.
- عدم حدوث التضخم الجامح: والذي يتجاوز فيه التغير السنوي لمؤشر الأسعار نسبة 25 %.
- عدم وجود قيود كبيرة على الملكية الأجنبية.
- التداول الحر للعملة المحلية: فصعوبة بيع أو شراء العملة المحلية سيشكل تعقيدا في عملية الاستثمار في سوق معينة.
- متطلبات أخرى ( بالنسبة للأسواق المتطورة ): بالإضافة للشروط السابقة الذكر يجب أن يكون نصيب الفرد من الناتج الداخلي (GDP) أو ما يعادل القوة الشرائية للفرد أكبر من 00015 دولار أمريكي.

### ب- الانحراف عن الحد الأدنى Deviations from Baseline

- يشير هذا التقييم على وجود تغيير محتمل لتصنيف السوق، حيث يعتمد في هذه المرحلة على المعايير الابتدائية السابقة إضافة إلى معايير أخرى إضافية كمية ونوعية:

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

- المعايير الاقتصادية والسياسية: والتي تشمل أساساً على تدابير الاقتصاد الكلى مثل معدل تقلب نمو الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى والحجم الكلى للاقتصاد، العوامل السياسية بما فى ذلك الاضطرابات المدنية ومخاطر الحروب والقيود على الاستثمارات التى تفرضها الحكومات.

- شروط الاستثمار ذات الصلة: ونقصد بها إجراءات التسوية والصراف الأجنبى، الشروط على المبيعات القصيرة وتوافر العقود الآجلة.

### ج- التشاور مع العميل فيما يخص المعايير التشغيلية

فى حالة تغيير محتمل فى التصنيف يجرى التشاور مع العميل فى المسائل التشغيلية التالية:

- البيئة التنظيمية: ويقصد بها مدى توفر السوق على هيكل تنظيمى قوى، سلس ومرن، يسهل من عملية دخول المستثمرين الأجانب إلى السوق، ويجنبهم الإفراط فى اللوائح التنظيمية.

- هيكل السوق: ويرتبط ذلك بمدى توافر آليات تضمن وجود مقيمين للحسابات وبتكاليف معقولة، مع ضرورة توافر التعامل بالعقود الآجلة، وخيارات السوق، التى تضمن سيولة كافية على مستوى سوق المشتقات.

- بيئة التداول: وتختصر أساساً فى النقاط التالية: سيولة السوق، المبيعات القصيرة وحسابات إقراض الأسهم، الوصول إلى الأسعار والتداول والمعلومات الأخرى فى السوق، تكاليف معقولة للمعاملات، جودة خدمات الوساطة، التسوية السلسة للصفقات، الضرائب على الأرباح الرأسمالية.

- توافق السوق: والذي يعنى أن هناك إجماعاً من السوق نفسه ورغبته فى تغيير وضعه ضمن التصنيف الأعلى .

23- تصنيف الأسواق المالية وفق مؤشر FTSE ( Financial Times )

(Stock Exchange)

الجدول رقم 2: معايير مؤشر FTSE

المعايير	متطورة	الناشئة المتقدمة	الناشئة الثانوية	الشبه
----------	--------	------------------	------------------	-------

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

ناشئة				
				السوق والبيئة التنظيمية
+	+	+	+	تنظيم سوق الأسهم الرسمي (المراقبة الفعالة للسوق)
-	-	+	+	المعاملة عادلة من الأقلية المساهمين
-	-	+	+	لا وجود انتقائية أو حدود على الملكية الأجنبية
+	+	+	+	عدم وجود أي قيود كبيرة على استثمار رأس المال
-	-	+	+	حرية وتطور سوق الأسهم.
-	-	+	+	حرية وتطور سوق الصرف الأجنبي
-	-	+	+	عدم وجود أو بساطة تسجيل للمستثمرين الأجانب
				التسوية والعهدة
+	+	+	+	تسوية الحالات النادرة من الصفقات الفاشلة
-	+	+	+	المنافسة الكاملة لضمان جودة عالية من خدمات العهدة
+	+	+	+	المقاصة والتسوية T+3 أما بالنسبة للأسواق الحدودية T+5
-	-	-	+	السماح بإقراض الأسهم
-	-	-	+	التسوية: مجانية بعض الخدمات
-	-	+	+	العهدة: حساب شامل

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

				للتسهيلات المتاحة للمستثمرين الدوليين
				التعامل في السوق
-	+	+	+	الوساطة: المنافسة كاملة لضمان خدمات وسيط ذو جودة عالية.
-	+	+	+	السيولة: كفاية واسعة للسيولة في السوق لدعم الاستثمار العالمي.
-	+	+	+	تكاليف المعاملات: التكاليف ضمنية وصریحة معقولة وتنافسية.
-	-	-	+	السماح بالمبيعات القصيرة
-	-	-	+	تعطيل سماح لتبادل الصرف
-	-	-	+	الكفاءة الآلية للتداول
+	+	+	+	شفافية وعمق السوق: وضوح الرؤية وتقديم التقارير في الوقت المناسب
				المشتقات
-	-	-	+	مشتقات السوق المتقدمة

Source: FTSE Country Classification Process,2013,p9.

[http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE\\_Country\\_Classification\\_Paper.pdf](http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Country_Classification_Paper.pdf)

يبين الجدول 2 المعايير المستخدمة في تصنيف الأسواق المالية، حيث تقسم الأسواق الناشئة وفق هذا المؤشر إلى أسواق ناشئة متقدمة، وأخرى ثانوية. وهذا ما يوضح حرص المؤشر المالي على هيكلة السوق وفق أنظمة ومعايير دقيقة تسمح بملاحظة الانسيابية في الانتقال من مستوى إلى آخر صعوداً أو نزولاً. إضافة إلى هذا، فإن الإشارة الموجبة (+)



## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

تشير إلى أن المعيار متاح، وهذا خلافا للإشارة السالبة (-) المعبرة عن غياب المعيار من القائمة. فالأسواق المالية المتطورة تشتمل على كل المعايير المطلوبة وفق مؤشر FTSE، بينما مازالت الأسواق الشبه ناشئة تفتقد إلى الكثير من المعايير المطلوبة. فإذا ما أخذنا جملة المعايير الخاصة بالسوق والبيئة التنظيمية للأسواق الشبه ناشئة نجدها لا تتضمن إلا على معيارين فقط مشار إليهما بالإشارة الموجبة. وعموما فإن الأسواق الشبه ناشئة لا تشتمل إلا على خمسة معايير من جملة واح وعشرون معيارا . بينما توفر الأسواق الناشئة الثانوية تسعة معايير وهي أقل من الأسواق الناشئة المتقدمة التي يبلغ عدد المعايير المتاحة خمسة عشر معيارا. والملاحظ أن معيار مشتقات السوق المتقدمة يبقى حكرا على الأسواق المالية المتطورة.

### 24- أطر تصنيف الأسواق المالية حسب معايير مؤشر Russell<sup>14</sup>:

يعتمد تصنيف Russell تشكيلة من المعايير الكمية والنوعية كالتالي:

#### أ- المعايير الاقتصادية

تستخدم Russell المعايير الاقتصادية كخطوة أولى في تصنيف الأسواق ضمن فئة الأسواق المتقدمة، الناشئة والشبه ناشئة. وتعتمد في ذلك على المعايير التالية:

- الدخل النسبي: والذي يجري تحديده من طرف الدولي .
- حالة التنمية: يحدده صندوق النقد الدولي.
- مخاطر البلد: وتقيم عن طريق نقاط وحدة الاستخبارات الاقتصادية Economist Intelligence Unit (EIU). بالنسبة للأسواق المتطورة يستلزم أن لا يتعدى تقييم البلد 40 نقطة أما بالنسبة للأسواق الحدودية والناشئة يستلزم تسجيل نقاط أكبر من 40 .

#### ب- المعايير التشغيلية

---

<sup>14</sup>- Russell Global Indexes, Construction and Methodology, OCTOBER 2014, pp11-12.  
<http://www.russell.com/documents/indexes/construction-methodology-global-indexes.pdf>

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

- كخطوة ثانية يتم تقييم كفاءة الإطار التشغيلي للأسواق وهذا لتقييم بيئة الاستثمار، لعدم كفاية المعيار الاقتصادي على عكس شروط التداول .
- القيود على: العملات الأجنبية، التحويل إلى خارج الوطن، تحويل الأسهم.
  - السيولة النسبية، حدود الملكية الأجنبية، هيكل الحسابات.

### 25- أطر تصنيف الأسواق المالية حسب معايير مؤشر Dow Jones

يتم تصنيف البلدان من الناحية الكمية والنوعية من خلال مجموعة من المعايير الأساسية السوق والهيكل التنظيمي، البيئة التجارية والكفاءة التشغيلية كما يبينه الجدول التالي:

### الجدول رقم 3: أطر تصنيف الأسواق المالية حسب معايير مؤشر Dow Jones

اعتبارات المقاييس الأساسية	القياسات التفصيلية	التقييم القطري
حدود الملكية الأجنبية	بيئة السوق	السوق والهيكل
معاملة المستثمرين الأجانب	الإطار التنظيمي	التنظيمي
قيود تدفق رأس المال	البنية التحتية للسوق	البيئة التجارية
سوق الصرف الأجنبي	بيئة التداول	

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

المشهد الاستثمارى عملية تسجيل المستثمر الأجنبى فعالية الهيئات التنظيمية تكاليف المعاملات منصات التداول البيع على المكشوف وإقراض الأوراق المالية سوق المشتقات المالية توافر شهادات الإيداع دورة التسوية طرق التسوية الإيداع الحفظ والخدمات المصرفية	المقاصة، التسوية والبيئة التشغيلية	الكفاءة التشغيلية
--	---------------------------------------	-------------------

Source :Dow Jones Indexes, Country Classification System, September 2011,p1.

[http://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/brochure\\_info/Dow\\_Jones\\_Indexes\\_Country\\_Classification\\_System.pdf](http://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/brochure_info/Dow_Jones_Indexes_Country_Classification_System.pdf)

قد لا يلاحظ من الجدول 3 اختلافات كبيرة من حيث معايير القياس التي المستخدمة ضمن مؤشر Dow Jones مقارنة بمؤشر FTSE، إلا من خلال منهجية العرض للمعايير وكيفية تطبيقها على أساس قطري، أما التفاصيل فهي تتماثل بشكل كبير . فالجدول الموالى رقم 4 يبين بوضوح الاختلاف بين المؤشرات في تحديدها للمعايير التي تستعمل كأساس لتصنيف الأسواق المالية.

الجدول رقم 4: معايير تصنيف وإعادة تصنيف الأسواق المالية من طرف

شركات المؤشرات الكبرى .

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

Russell	Dow Jones	FTSE	S&P	MSCI	المعايير	
+	+	+	+	-	رسملة السوق	الحجم الكلي للسوق والأوراق المالية الفردية
-	-	-	-	+	كامل الرسملة لكل شركة	
-	-	-	-	+	تعويم كل شركة بالنسبة للرسملة السوقية <sup>15</sup>	
+	+	+	+	+	حدود الملكية الأجنبية والغرفة الأجنبية	الهيكل التنظيمي للسوق / حوكمة الشركات
-	+	+	-	+	فعالية الهيئات التنظيمية	
-	+	+	-	+	عملية تسجيل المستثمر الأجنبي	
-	-	+	-	-	التعامل مع الأقلية من المساهمين	
-	+	-	-	+	معاملة المستثمرين الأجانب	
+	+	+	+	+	حرية تداول العملات الأجنبية	
+	+	+	-	+	سهولة تدفقات	

<sup>15</sup> - النسبة من الأسهم القابلة للتداول والمتاحة للشراء من قبل المستثمرين الأجانب Foreign Inclusion Factor (FIF) .

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

					رأس المال	
+	+	+	+	+	طرق التسوية	عمليات التسوية وعهدة الحسابات
+	+	+	+	-	فترة التسوية	
+	+	+	-	+	مسؤول الخدمات المصرفية	
+	+	-	-	+	التسجيل العام والإيداع	
+	-	+	-	-	سيولة السوق	بيئة التعامل
-	-	-	-	+	سيولة كل مؤسسة	
-	+	+	-	+	فعالية منصات التداول	
-	+	+	+	+	البيع على المكشوف وإقراض الأوراق المالية	
-	-	-	+	+	استقرار الاطار المؤسسي	
-	-	-	+	-	تصنيف الديون السيادية	
-	+	+	-	-	تكاليف المعاملات	
-	-	-	+	-	نواتج التضخم الجامح	
-	+	-	+	-	توفر شهادات الايداع	

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

-	-	-	+	-	نسبة تنمية السوق	
-	-	-	+	-	معدل الدوران السنوي	
-	+	-	-	-	أسواق المشتقات	المشتقات
+	-	-	+	-		إجماع السوق
10	16	14	13	15		مجموع المعايير

Source: Nasser Saidi & all, From Frontier to Emerging: Does Market Reclassification Matter?, Dubai International Financial Centre (DIFC), January 22, 2012, p7

### 3- الأسواق الناشئة وعوامل جذب الاستثمارات العالمية

لقد نجحت الأسواق المالية الناشئة إلى حد كبير في عملية تعبئة الادخار واجتذاب الاستثمار الوطني والدولي، وهي أسواق برزت للعيان خلال تسعينيات القرن الماضي كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي والمؤثرة على هيكل واتجاه تدفقات رؤوس الأموال الوطنية والدولية على حد سواء.

إن إنشاء قاعدة بيانات للأسواق المالية الناشئة (EMDB) Emerging Markets Database سنة 1981 ساعد ذلك على الاعتراف الفعلي بها كفتحة استثمارية جديدة على الصعيدين الوطني والدولي. ومنذ ذلك الوقت وإلى غاية اليوم، تبقى هذه الفئة من الأسواق ذات الاهتمام الخاص من قبل المستثمرين ومسيري المحافظ وغيرهم من المهتمين بأمر السوق، فهي تحوز حالياً على ما يقارب 13 % من الأصول المالية العالمية<sup>16</sup>.

### 3-1 عوامل بروز الأسواق الناشئة في الساحة المالية العالمية

<sup>16</sup>- Schrodgers, The Case for Emerging Market Equity: What you need to know, 2014, P1.  
<http://www.schrodgers.com/staticfiles/schrodgers/Sites/Americas/usintermedia ry/pdfs/The-Case-for-Emerging-Market-Equity.pdf>.

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

عُرفت أزمة مديونية المكسيك في بداية الثمانينات من القرن الماضي بتوقفها عن تسديد الديون الخارجية، والتي كانت بمثابة إحدى الدوافع الأساسية للتغيير في البنية المالية للدول النامية، بعدما أعادت الدول المتقدمة النظر في شروط إقراض هذه الدول كنتيجة لانخفاض جدارتها الائتمانية. فالتمويل بالدين لم يعد قبلة الدول النامية لجلب الموارد الخارجية لبلدانها، بل تغير الاتجاه نحو الاعتماد على الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحفظة (التمويل بالأسهم أو السندات).

فالغرض من تغيير البنية التمويلية للدول النامية، في بداية الثمانيات وإلى غاية نهاية التسعينيات، هو الاستفادة من التدفقات الخاصة بالمستثمرين الدوليين، وكان لهذا التغيير الأثر الأبرز في ظهور الأسواق الناشئة. وفي هذا المجال لم تقتصر استفادة الدول النامية من اللجوء للأسواق العالمية من أجل التخلص من عبء المديونية، ولكن ساعدها ذلك على جني الكثير من الفوائد منها، انخفاض تكلفة رأس المال، والتخصيص الأمثل للموارد المالية، وتوجهها نحو اقتصاد السوق، وخصخصة الشركات العمومية مما انعكس كل ذلك بالإيجاب على إحياء وتفعيل أسواق الأوراق المالية لديها<sup>17</sup>.

و يمكن القول أيضا، أن الاستفادة من بروز الأسواق الناشئة في النظام المالي كانت متعددة الأوجه، فإلى جانب تخليص الدول النامية من عبء المديونية التي كانت تعانيتها والتبعية الناتجة عنها، فقد عملت بصفة غير مباشرة ومن وجهة نظر المستثمرين على تنويع المخاطرة محلياً ودولياً نظراً لما كانت تمتلكه من مجموعة مزايا كارتفاع معدل العائد، وانخفاض معدل ارتباط هذه العوائد بالتقلبات في الأسواق المتقدمة. وهذا ما جلب اهتمام المستثمرين الدوليين إلى هذه الفئة من الأسواق رغم ما كانت تعانیه من عوائق ومثبطات عديدة. وفيما يلي بيان بأهم التدفقات الخارجية للأسواق الناشئة بداية من سنة 2012.

---

<sup>17</sup> - سامية زيطاري: ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، جامعة الجزائر، 2004، ص ص 43-46.

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

الجدول رقم 5: التدفقات الخارجية السنوية نحو الأسواق الناشئة - مليار

دولار-

السنة	إجمالي التدفقات الصافية	الأسواق الناشئة ASIA	الأسواق الناشئة Europe	الأسواق الناشئة Latin America	الأسواق الناشئة (African & ME)
2012	1268	594	256	335	84
2013	1146	511	251	282	102
2014	1133	521	217	291	103
F2015 18	1176	531	245	296	104

Source: The Institute of International Finance IIF, IMF.

<https://www.iif.com>

يبين الجدول 5 أعلاه، أهمية الأسواق الناشئة ضمن النظام المالي العالمي من خلال بيان حجم التدفقات الخارجية الهائلة نحو هذه الأسواق حيث وصلت إجمالي التدفقات الصافية مثلاً في سنة 2012 إلى نحو 1268 مليار دولار تحتل فيها الأسواق الآسيوية الصدارة كأعلى معدل مسجل بنحو 594 مليار دولاراً، تليها الأسواق اللاتينية بنحو 335 مليار دولاراً، فيما لا تتعدى هذه التدفقات 84 مليار دولاراً أسواق الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من نفس السنة.

<sup>18</sup>- F = IIF forecast



الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

### 3-2 الأسواق الناشئة (مؤشرات الأداء، الخصائص الاستثمارية)

لقد أثبتت الدراسات أن مميزات الأسواق الناشئة تختلف تماما عن تلك الخاصة بالأسواق المتقدمة. ويمكن النظر إلى ذلك من زاويتين: تتعلق الأولى بقياس درجات الأداء، انطلاقا من مقاييس نشاط ونضج السوق المالية مثل حجم السوق وسيولته. أما الثانية فتهم بالخصائص الاستثمارية للسوق مثل حجم العائد وتقلبه، وإمكانية التنبؤ به، ومدى حساسيته للتقلبات الخارجية.

#### أ- الخصائص الاستثمارية للأسواق الناشئة

تعتبر دراسة خصائص العائد في أي سوق وفي أي مرحلة من مراحل تطوره النقطة الأساسية التي يولي إليها المستثمرون أهمية قصوى نظرا لتأثيرها المباشر على أداء محافظهم الاستثمارية ودرجة المخاطرة التي يمكن تحملها في ظل تلك المعطيات. حيث تعتمد جميع النظريات الحديثة ذات العلاقة بإدارة المحافظ الاستثمارية، والسياسات الاستثمارية الخاصة باختيار الأصول Asset Allocation المشكلة لتلك المحافظ على متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة.

#### أ-1 خاصية تقلب العائد في الأسواق الناشئة

قد لا ترتبط دائما خاصية تقلب العائد في الأسواق المالية الناشئة بمجموعة العوامل الخارجية الناتجة عن عامل الانفتاح المالي المتعلق أساسا بالهيكل الاقتصادي للبلد أو بنية السوق ونشاطه<sup>19</sup>، لكن غالبا ما تستثني الدراسات هذا العامل وتبقى معالجتها لخاصية تقلب العائد في الأسواق المالية الناشئة مرتبطة بعلاقته بالتحريك المالي الذي عرفته هذه الأسواق.

والملاحظ في هذا الاتجاه أن عدم الحسم في مثل هذه القضايا مرده اختلاف النتائج وتميزها بسبب باختلاف الدول محل الدراسة وفتراتها. لكن تشير بعض الدراسات في هذا الصدد إلى أن تقلب العائد في الأسواق الناشئة أكبر منه في الأسواق المتقدمة ففي الأسواق

<sup>19</sup>- Stijn Claessens, &al, Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?, Development Discussion Paper No. 50,1995,p1.  
<http://www.cid.harvard.edu/hiid/501.pdf>

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

المتقدمة لا يتعدى هذا التقلب 62% مقارنة بـ 58% في الأسواق الناشئة وفق إحصائية سنة 2012<sup>20</sup>.

وفي نفس السياق، ينظر إلى أسواق الأوراق المالية الإسلامية، بوصفها جزءاً مهماً من الأسواق الناشئة، بعين الاهتمام برغم اختلاف خصائصها الاستثمارية عن بقية الأسواق الناشئة التقليدية. فمن منظور خاصية تقلب العائد وجد أن ( Jihed Majdoub, 2014) أسواق الأوراق المالية الإسلامية لكل من تركيا، أندونيسيا، باكستان قطر وماليزيا أقل تقلباً (تذبذباً) مقارنة بالسوق الأمريكية<sup>21</sup>.

#### أ-2 خاصية حساسية العائد للتقلبات الخارجية

إن الحديث عن حساسية العائد في الأسواق الناشئة مرتبط أساساً بموضوع التنوع في المخاطرة من خلال إمكانية التنوع في المحفظة المالية. حيث بينت الكثير من الدراسات التي بحثت في موضوع حساسية العوائد للتقلبات الخارجية في الأسواق الناشئة، خاصة في فترة التسعينيات، (Harvey,1995)<sup>22</sup> (Bekaert and Urias,1996)<sup>23</sup> قدرة هذه الأسواق على توفير عوائد أعلى بالإضافة إلى انخفاض معامل الارتباط بين عائد هذه الأسواق وعائد الأسواق المتطورة بما يضمن لها القدرة على تنوع المحفظة الاستثمارية.

وضمن نفس إطار البحث في قدرة الأسواق الناشئة على تنوع المحفظة الاستثمارية،

أثبتت الأسواق المالية الإسلامية قدرتها كبديل على إضفاء ميزة التنوع التي يبحث عنها

المستثمرون<sup>24</sup>، ويلاحظ عموماً، إجماع الدراسات على توفر ميزة التنوع في الأسواق المالية

<sup>20</sup>- Christopher B. Philips, Brad Redding, Exploring the next frontier: A review of frontier equity markets, Vanguard research, January 2013, p5. <http://www.vanguard.com/pdf/s357.pdf>

<sup>21</sup>- Jihed Majdoub & al, Islamic equity market integration and volatility spillover between emerging and US stock markets, North American Journal of Economics and Finance 29 (2014) 452–470.

<sup>22</sup>- Harvey, C.R., 1995. Predictable risk and returns in emerging markets. Review of Financial Studies 8, 773 – 816.

<sup>23</sup>- Bekaert, G., Urias, M.S., 1996. Diversification, integration, and emerging market closed-end funds. Journal of Finance 51, 835– 870.

<sup>24</sup>- Abdelkader O. el Alaoui & al, Linkages and co-movement between international stock market returns: Case of Dow Jones Islamic Dubai

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

الإسلامية، فمثلا تشير دراسة (Fredj Jawadi, 2014) على أهمية الأسواق الإسلامية ضمن النظام المالي العالمي باعتبارها سوقا تعرض فرصا استثمارية مثيرة للاهتمام خاصة وخاصة بعد أن أثبتت تأثيرها المحدود بالأزمة المالية العالمية 2007-2008 مقارنة بالأسواق الناشئة التقليدية<sup>25</sup>. وفي مايلي بيان بالأداء الاستثماري لمختلف فروع الأسواق الناشئة، الجدول رقم 6: النسبة المئوية لتطور الأداء الاستثماري لمؤشرات أهم

### الأسواق المالية الناشئة حسب مؤشر MSCI.

السنة	مؤشر MSCI العام للأسواق الناشئة	مؤشر MSCI للأسواق المتقدمة	مؤشر MSCI لأسواق BRIC	مؤشر MSCI للأسواق الناشئة ASIA	مؤشر MSCI للأسواق الناشئة الإسلامية	مؤشر MSCI للأسواق الناشئة
2001	-2.37	-16.52	-14.01	.875	غير متوفر	غير متوفر
2002	-6.00	-19.54	-12.62	-4.99	غير متوفر	غير متوفر
2003	.2856	.7633	.7191	.3450	غير متوفر	.4461
2004	.9525	.2515	.1217	.8114	غير متوفر	.6022
2005	.5434	.0210	.4644	.8326	غير متوفر	.8236
2006	.5532	.6520	.6056	.6932	.5943	.4634
2007	.8239	.579	.0659	.0841	.7151	.8443
2008	-53.18	-40.33	.3459	-52.96	-55.84	-55.21

Financial Market index, Journal of International Financial Markets,2014, ARTICLE IN PRESS.

<sup>25</sup>- Fredj Jawadi, & al, Conventional and Islamic stock price performance: An empirical investigation, International Economics 137 (2014) 73-87.

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

2009	.0279	.7930	.5293	.6473	.9222	.7281
2010	.2019	.3412	.789	.9818	.1121	.3218
2011	-18.17	-5.02	-22.67	-17.44	-6.10	-17.76
2012	.6318	.5416	.8914	.8320	.168	.6613
2013	-2.27	.3727	-3.25	.981	.8630	-6.91
2014	-1.82	.505	.562	.894	.161	.076

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية لمؤسسة مورغان ستانلي

.MSCI

يبين الجدول 6 أعلاه، الأداء الاستثمارى لأهم مؤشرات الأسواق المالية الناشئة حسب مؤسسة مورغان ستانلي؛ حيث يلاحظ التفوق في الأداء لمعظم الأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة عن الفترة الخاصة بسنة 2007. بينما تتراجع معظم مؤشرات الأسواق الناشئة ماعدا أسواق BRIC في سنة 2008، التي تسجل زيادة في الأداء بلغ نسبة 34.59%. لكن وبعد الأزمة تستعيد الأسواق الناشئة عافيتها ويعود مستوى الأداء في سنة 2009 إلى مستويات أعلى. وتجدر الإشارة إلى أن الأسواق المالية الإسلامية سجلت، أيضاً، في فترات ما بين سنتي 2003 و2006، وكذلك في سنة 2014 أعلى مؤشرات للأداء مقارنة بالأسواق الأخرى.

**ب- مؤشرات تطور الأسواق الناشئة**

على الرغم من عدم وجود مؤشر موحد للحكم على التطور الحاصل في الأسواق المالية الناشئة، إلا أنه عادة ما يتم الاستعانة ببعض المؤشرات والمتمثلة في: حجم السوق، سيولة السوق.

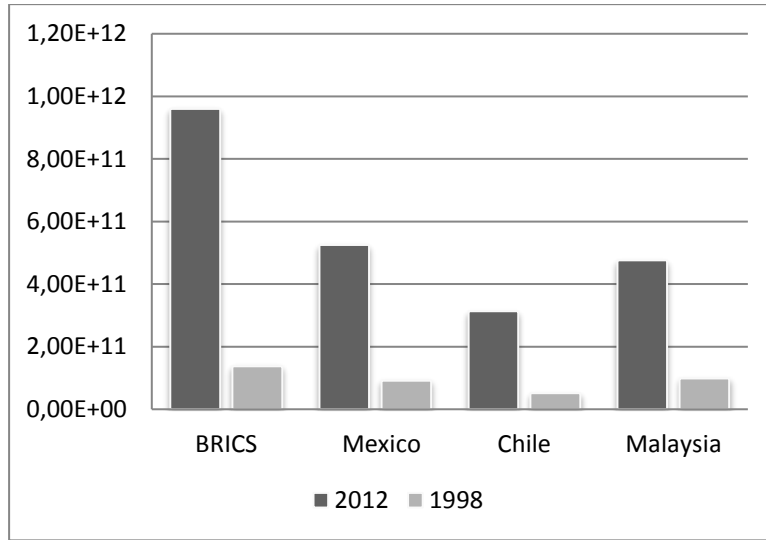
**ب-1 حجم السوق**

من بين المؤشرات الهامة التي يمكن أن تزودنا بمستوى التطور الحاصل في الأسواق المالية عموماً هي حجم السوق، الذي يقاس انطلاقاً من نسبة رسملة السوق أو عدد الشركات المدرجة فيه. فحساب القيمة السوقية يتم من خلال ضرب سعر السهم في عدد الأسهم المتداولة، بينما تحسب نسبة رسملة السوق اعتباراً من قيمة الأسهم المدرجة في

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

السوق مقسومة على الناتج المحلي. فإلى جانب ذلك، هناك من يطبق مؤشرا آخر من منطلق عدد الشركات المدرجة في السوق المحلي، وتكون أسهمها مدرجة في بورصات الأسهم في البلد المعني في نهاية السنة، غير متضمنة في ذلك شركات الاستثمار، أو صناديق الاستثمار المشترك، أو غيرها من أوعية الاستثمار الجماعي.

الشكل رقم 1: الرسملة السوقية لأهم الأسواق الناشئة لسنتي 1998 و2012



المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على بيانات البنك الدولي.

يبين الشكل 1 التطور الكبير الحاصل في حجم الأسواق الناشئة بين سنتي 1998 و2012، فعلى سبيل المثال استطاعت هذه الأسواق أن تضاعف حجمها بأكثر من 3 مرات، زاد حجم السوق الماليزي بنسبة تتجاوز 400 %، لتتعدى هذه النسبة 600 % بالنسبة لأسواق BRICS (مضافا إلى هذه المجموعة جنوب إفريقيا South Africa). الشيء الذي يدل على القدرة الهائلة التي تمتلكها هذه الأسواق على تعبئة رأس المال والتنويع في المخاطرة.

### ب-2 سيولة السوق

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

تدل سيولة السوق على إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة ودون تحمل تكاليف معتبرة في مقابل ذلك. ومن أهم النسب المعيارية المستعملة لقياس سيولة السوق ما يعرف بمعدل دوران السهم، الذي يربط بين قيم تداول الأسهم ورسملة السوق. حيث تعبر القيمة العالية لمعدل دوران السهم عن مؤشر لقياس تكاليف المعاملات. فالتداول في الأسواق الخارجية يفرض تحمل تكاليف إضافية بسبب استخدام الوساطة المالية، وهو الشيء نفسه الذي يحدث عند الحصول على المعلومات الخاصة بالأسعار، أو تحركات السوق وكل ما هو ضروري لنشاط التداول، علاوة على تحمل بعض التكاليف الإدارية المرتبطة أساساً بتكاليف نقل البيانات بين البنوك المحلية ونظيراتها الأجنبية. وإجمالاً، فإن تكاليف المعاملات التي يمكن أن تواجه المستثمرين الدوليين يمكن التحقق منها عبر آلية السيولة<sup>26</sup>.

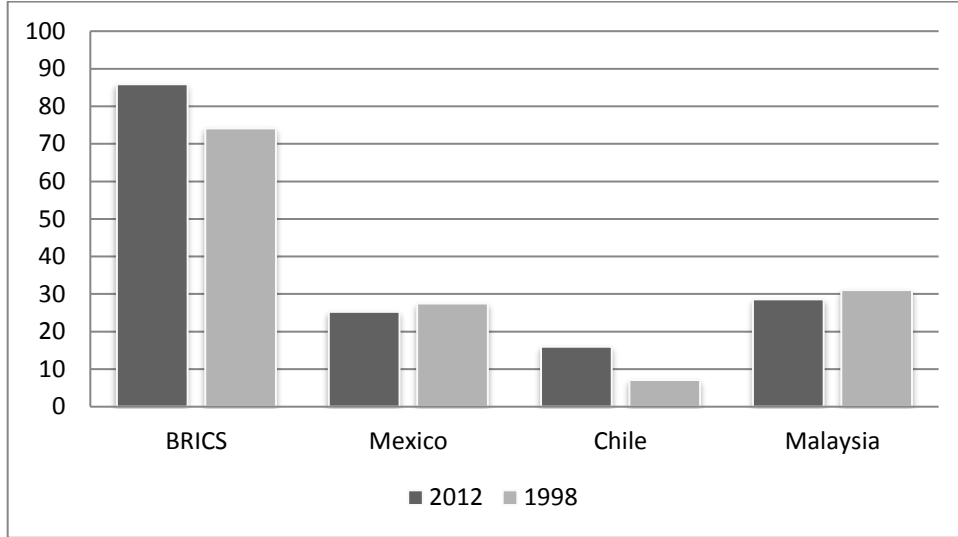
أيضاً، يعبر معدل دوران السهم عن مستوى نشاط السوق، وقياس خصائص البنية المؤسسية والتشريعية، مستعرضاً في ذلك مسألة التدفق الحر للمعلومات وسرعة استيعابها وانعكاساتها المباشرة على السعر، أو ما يعبر عنه بفعالية السوق.

الشكل رقم 2: معدل دوران السهم لأهم الأسواق الناشئة لسنتي 1998 و 2012 .

---

<sup>26</sup>- Söhnke M. Bartram. , Gunter Dufey,2001, International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework, Financial Markets Institutions & Instruments, V. 10, No. 3, p 121.

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان



المصدر: من إعداد الباحث، اعتماداً على بيانات البنك الدولي.

يبين الشكل 2 أعلاه، التفاوت الواضح في معدل دوران السهم في معظم الأسواق الناشئة. فبينما نلاحظ تحسناً معقولاً في مستويات أسواق BRICS 55.85%، تبقى بعض الدول محافظة على نفس مستوياتها الأولى كسوق المكسيك مثلاً، وماليزيا لكنهما يقيان رغم ذلك في المستويات الجيدة. وتجدر الإشارة هنا أن متوسط دوران السهم بالنسبة للأسواق الناشئة يتراوح بين (44% - 50%) مقابل 57% بالنسبة للأسواق المتقدمة.

### 4- أسباب ودواعي توجهات المستثمرين نحو الأسواق شبه الناشئة

أفرز النمو المتسارع للأسواق الناشئة على مدى العقود الماضية تبايناً واضحاً على مستوى تطور البنية والحجم. الشيء الذي جعلها تبدو في شكل وحدة غير متجانسة؛ فالبعض من هاته الأسواق أصبحت تقترب في تطورها مستوى تطور أسواق الدول الصناعية الكبرى، بينما يبقى البعض الآخر بعيداً حتى عن مستوى الأسواق الناشئة. فالتركيب الجديدة للأسواق الناشئة أدت إلى بروز مجموعة فرعية من هذه الأسواق أطلق عليها اسم "الأسواق شبه الناشئة" the emerging emerging markets أو ما يصطلح عليه اختصاراً بالأسواق الحدودية Frontier Markets.

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

#### 4-1 نبذة حول الأسواق الشبه الناشئة

يعود الأصل في اصطلاح ما يسمى "بالأسواق الشبه ناشئة" إلى مؤسسة التمويل الدولية<sup>27</sup> International Finance Corporation (IFC's Farida Khambata<sup>28</sup>) وذلك في سنة 1992 حين أدرجت مجموعة غير مصنفة من الأسواق ضمن بنك معلومات الأسواق الناشئة (EMDB) Emerging Markets Database<sup>29</sup>، مشيرة بذلك إلى فئة جديدة من فئات الاستثمار المالي الأقل تطورا اقتصاديا وماليا مقارنة بالأسواق الناشئة أو تلك التي تفرض قيودا أكبر على المستثمرين الأجانب. كما عرفت حسب تصنيف البنك الدولي بالأسواق التي لا تنتمي لفئة الدخل المرتفع<sup>30</sup>، وتعاني من نقص واضح في العمق المالي، ولها قيمة سوقية منخفضة مقارنة بالناتج المحلي الإجمالي، وفي ظل وجود ضوابط تمييزية واسعة النطاق بشأن الاستثمار الأجنبي، وانعدام الشفافية، وقلة في التنظيم والكفاءة التشغيلية.

إضافة لما سبق، ظهر مفهوم السوق الشبه الناشئة ببعدها تبني شركات المؤشرات الكبرى ليتحول بعدها اهتمام المستثمرين لهذه الفئة الجديدة من الأسواق المالية. وأول مؤسسة تبنت هذه الفكرة هي Standard & Poor's سنة 2007، حيث أنشأت أول

---

<sup>27</sup>- مؤسسة التمويل الدولية (IFC)، أحد أعضاء مجموعة البنك الدولي وأكبر مؤسسة إئتمانية عالمية تركز بصورة مطلقة على القطاع الخاص في بلدان العالم النامية. من أهم محاورها الإستراتيجية التركيز على الأسواق العالية المخاطر أو الجديدة في التعامل.

<sup>28</sup>- an Indian economist at the International Finance Corporation (IFC).

<sup>29</sup>- Anissa Chaibi, Mathieu Gomes, Volatility Spillovers Between Oil Prices and Stock Returns: A Focus on Frontier Markets, IPAG Business School working papers series, 2013, p3.

[http://www.ipag.fr/wp-content/uploads/recherche/WP/IPAG\\_WP\\_2013\\_034.pdf](http://www.ipag.fr/wp-content/uploads/recherche/WP/IPAG_WP_2013_034.pdf)

<sup>30</sup>- حسب إحصائيات البنك الدولي للدخل المحقق في سنة 2014 يكون التقسيم كما يلي: الدخل المنخفض: \$ 1045 أو أقل، الدخل أدنى من المتوسط: \$ 1046 - 4125، دخل أعلى من المتوسط: \$ 4126 - 12745، الدخل المرتفع: \$ 12746



الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

مؤشر لهذه الأسواق سميّ بـ S&P Extended Frontier 150 Index (30 من أكبر الشركات لـ 11 دولة)، والذي يضم حاليًا 35 بلدًا يعتبرها أسواقًا شبه ناشئة<sup>31</sup>. لتتوالى بعد ذلك تبني مؤشر (Morgan Stanley) MSCI's Frontier Markets لفكرة الأسواق الشبه الناشئة لـ 33 بلدًا<sup>32</sup>. وفيما يلي عرض لتصنيفات الأسواق الشبه الناشئة حسب مؤشري S&P وMSCI.

الجدول رقم 7: الاختلاف في تحديد الأسواق الشبه ناشئة حسب آخر تصنيف لسنة

2014.

المؤشر		السوق	المؤشر		السوق
MSCI	S&P		MSCI	S&P	
+	+	Sri Lanka	-	+	United Arab Emirates
+	+	Lithuania	+	+	Argentina
+	+	Latvia	+	+	Bangladesh
+	+	Mauritius	+	+	Bulgaria
-	+	Namibia	+	+	Bahrain
+	+	Nigeria	+	+	Botswana
+	+	Oman	-	+	Cote d'Ivoire
-	+	Panama	-	+	Cyprus
+	+	Pakistan	-	+	Ecuador
-	+	Qatar	+	+	Estonia
+	+	Romania	+	+	Ghana

<sup>31</sup>- Standard & Poor's, S&P Dow Jones Indices' Country Classification Consultation, August 2013, p 25.

[http://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/index\\_consultation/S&P\\_Dow\\_Jones\\_Country\\_Classification\\_Consultation\\_08142013.pdf](http://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/index_consultation/S&P_Dow_Jones_Country_Classification_Consultation_08142013.pdf)

<sup>32</sup>- [http://www.msci.com/products/indices/market\\_classification.html](http://www.msci.com/products/indices/market_classification.html)

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

+	+	Slovenia	+	+	Croatia
-	+	Slovakia	+	+	Jamaica
+	+	Tunisia	+	+	Jordan
+	+	Trinidad and Tobago	+	+	Kenya
+	+	Ukraine	+	+	Kuwait
+	+	Vietnam	+	+	Kazakhstan
-	+	Zambia	+	+	Lebanon
+	-	zimbabwe	+	-	bosnia and herzegovina
+	-	saudi arabia	+	-	Palestine
			+	-	Morocco

المصدر: من إعداد الباحث، اعتماداً على تقارير ومواقع شركات المؤشرات الكبرى. على الرغم من الاختلافات الواضحة في تصنيف الأسواق الشبه ناشئة والذي تدل على عدم وجود اتفاق عالمي على ما يمكن أن يكون سوقاً شبه ناشئ، أو على مجموعة الاعتبارات التي يجب أن تتوفر في الأسواق التي ينبغي أن تدرج ضمن هذا الإطار، فإنه عادة ما يتم ربط مفهوم السوق الشبه ناشئ بمجموعة من الاعتبارات النوعية التي تعكس أساساً وجهات نظر وممارسات مجتمع الاستثمار الدولي وإمكانية الولوج للسوق كونها من أهم الاعتبارات التي يتم الرجوع إليها لإعادة تصنيف هذه الأسواق ضمن المرتبة الأكثر تطوراً وهي الأسواق الناشئة.

وفي هذا الإطار يمكن أن نضيف أنه إلى جانب الأسواق الشبه ناشئة هناك ما يعرف بالأسواق الشبه ناشئة الدخيلة Exotic Frontier Markets حيث تصنف ضمن هذه الفئة جميع الأسواق المالية الغير مدرجة في فئة الأسواق المتقدمة، الناشئة والشبه ناشئة، وتشمل بذلك مجموع الدول التي، لا تسمح بالملكية الأجنبية للأسهم المدرجة، مثل السعودية سابقاً، رغم أن القيمة السوقية لسوقها تقدر بـ 300 مليار دولار أمريكي، أو التي

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

تكون تحت العقوبات الخارجية مثل إيران التي تجاوزت قيمتها السوقية الإجمالية للسوق 100 مليار دولار، أو البلدان التي لا تملك سوقاً للأسهم بتاتا، أو تلك التي تكون أوضاعها الاقتصادية أو السياسية متقلبة وغير مؤكدة مثل العراق<sup>33</sup>.

#### 4-2 الخصائص الاستثمارية للأسواق الشبه الناشئة

على الرغم من الحيز الكبير الذي أخذته الأسواق الناشئة في مسألة جذب الاستثمارات المالية الدولية منذ تسعينيات القرن الماضي، إلا أن اندماجها السريع ضمن النظام المالي العالمي وحاجة المستثمرين الدوليين للتوسع نحو أسواق ناشئة جديدة لإضفاء ميزة التنوع على محافظهم الاستثمارية<sup>34</sup>، انبثق عن ذلك أهم الأسباب التي كانت وراء تزايد الاهتمام بالأسواق الشبه ومركز جذب للمستثمرين، ومن الأسباب ما هو متعلق بمخاطر المحفظة المالية. فالمستثمرون الدوليون الباحثون عن أصول مالية ذات عوائد غير مترابطة ببقية الأسواق العالمية وذات حساسية وتفاعل محدودين مع الاضطرابات الخارجية قد يجدون في فئة هذه الأصول فرصة مناسبة لتنويع محافظهم المالية خاصة وأنها لا تحمل في الأفق أي إشارة لإحداث التكامل أو زيادته عبر الزمن، على عكس ما يحدث مع الأسواق الناشئة، إضافة إلى ذلك توفر الأسواق الشبه ناشئة معدلات نمو عالية تفوق تلك المسجلة في فئات الأسواق الأخرى، الشيء الذي يُمكن المستثمرين من الحصول على عوائد أعلى. وضمن هذا لسياق تتميز الأسواق الشبه ناشئة بالخصائص التالية :

#### أ- تسجيل معدلات نمو عالية

لقد كانت معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة التي حققتها الأسواق الشبه ناشئة بين سنتي 2001 و2010 جعلها تحتل المراتب التسعة الأولى من أصل العشرة الأوائل، مستقطبة

<sup>33</sup>- Gavin Graham, Al Emid, Frontier Markets For Dummies , John Wiley & Sons , USA, 2014 ,p26.

<sup>34</sup>- Goetzmann, W., Li, L., Rouwenhorst, K.G., 2005. Long-term global market correlations. J. Bus. 78 (1), 1-38.

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

بذلك اهتمام المستثمرين الدوليين<sup>35</sup>. حيث يعتبر معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP مؤشرا إيجابيا في مجال الاستثمار المالي لأنه يشير بصفة أساسية إلى اتجاه العوائد المتوقعة من الاستثمار في أصول السوق المالي المختار. والجدول التالي يوضح ذلك بشكل أوضح،  
جدول رقم 8: معدلات النمو السنوية % للأسواق الشبه الناشئة مقارنة

#### بالأسواق المالية الأخرى

السوق / السنة	2012	2013	2014
الأسواق الشبه ناشئة	.45	.94	.15
أسواق BRIC	.83	.93	.54
الولايات المتحدة الأمريكية	.82	.61	.62

Source Silk Invest, The Year of Continued Frontier Markets Strength,2014, p6. <http://www.silkinvest.com/wp-content/uploads/2014/01/Silk-Invest-Investment-Themes-2014-The-Year-of-Continued-Frontier-Markets-Strength.pdf>

يبين الجدول 8 الوضع الجيد الذي تحتله الأسواق الشبه ناشئة بتحقيقها أعلى معدلات للنمو في السنوات الثلاث الأخيرة مقارنة بأسواق BRIC والتي تجاوزت فيها متوسط هذه النسبة 5 % سنة 2014 .

ب- انخفاض حساسية تقلب العائد مع إمكانية تنويع المحفظة المالية الدولية  
لقد كان لزيادة التكامل بين مختلف فئات الاستثمار المالي الدولي، وحالة عدم الاستقرار (أزمة الديون عالية المخاطرة (Subprimes) 2007 والأزمة الاقتصادية النظامية التي أعقبتها 2008) التي عرفتها الأسواق المالية العالمية مؤخرا بسبب ارتباط الأسواق الناشئة بالمتقدمة<sup>36</sup>، الأثر الكبير في **لفت** الانتباه للأسواق الشبه ناشئة كفتحة استثمارية جديدة لها

<sup>35</sup>- Mark Mobius, The Little Book of Emerging Markets: How To Make Money in the World's Fastest Growing Markets, John Wiley,USA, 2012, pp28-29.

<sup>36</sup>- Dooley, Michael, and Michael Hutchison, 2009, Transmission of the U.S. subprime crisis to emerging markets: Evidence on the decoupling-

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

أهميتها ضمن النظام المالى العالمى، والذي يُتَوَقَّع منها أن تضيف ميزة خاصة نحو تنوع المحفظة للمستثمرين الدوليين. فالمستثمر الدولي الباحث عن أصول مالية ذات عوائد غير مترابطة ببقية الأسواق العالمية وذات حساسية وتفاعل محدودين مع الاضطرابات الخارجية قد يجد في فئة هذه الأصول فرصة مناسبة لتنوع محفظته المالية خاصة وأنها لا تقدم إشارات إلى أي تكامل مع الأسواق المتطورة عبر الزمن، وهذا خلافا لما حدث ويحدث مع الأسواق الناشئة<sup>37</sup>، وتأكيدا لهذا التصور تشير نتائج العمل الميداني للكثير من الدراسات أن مستوى تكامل الأسواق الشبه ناشئة مع الأسواق المتقدمة متدني مقارنة بالأسواق الناشئة، حيث بينت دراسة<sup>38</sup> (Wilma de Groot, & al) أن نسبة تكامل الأسواق الشبه ناشئة والأسواق المتقدمة قبل الأزمة المالية العالمية 2008 تتراوح ما بين 2290. و3840. بينما تصل هذه النسبة إلى 8640. عند ربط الأسواق المتقدمة بالناشئة. في حين تطورت هذه العلاقة خلال الأزمة لتصل بالنسبة للأسواق الشبه ناشئة ما بين 5710. و6730. في مقابل معدل 9020. بالنسبة للأسواق الناشئة.

### ج- انخفاض حدة تذبذب العائد للأسواق الشبه ناشئة مقارنة بالأسواق الناشئة

يعتبر التذبذب الحاصل في عوائد أسواق الأوراق المالية من المميزات التي لاقت وتلقى اهتماما كبيرا من جانب الأكاديميين، وكذا من طرف المحللين بشؤون هذه الأسواق. والتذبذب معناه، تغيرات العائد في سوق الأوراق المالية، والذي يعكس وصول معلومات جديدة قد تخص الأرباح المستقبلية أو حركة معدلات الفائدة الحقيقية المتوقعة<sup>39</sup>. وبرغم عدم اتفاق الباحثين على ايجابية أو سلبية تقلب العائد، إلا أن التغير في الأسعار يعبر عن إحدى عوامل جذب المدخرين. فهؤلاء يشترون اليوم الأسهم على أمل بيعها في الغد بسعر

---

recoupling hypothesis, Journal of International Money and Finance, 28, 1331-1349.

<sup>37</sup>- Berger, D., Pukthuanthong, K., Yang, J., 2011. International diversification with frontier markets. J. Financ. Econ. 101 (1), 227-242.

<sup>38</sup>- Wilma de Groot & al, 2013, The cross-section of stock returns in frontier emerging markets, Journal of Empirical Finance 19, 796-818.

<sup>39</sup>- سامية زيطاري، مرجع سابق الذكر، ص117.

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

أعلى وتحقيق عائد موجب. لذلك فإن تغير السعر قد يكون مقبولاً إذا كان في الحدود التي يعكس تدفق المعلومات والأخبار عن مستويات الأداء الاقتصادي. فالتذبذب الحاد نحو الارتفاع غير محبذ ويعطي إشارة واضحة على زيادة الخطر الذي ينعكس بدوره على ارتفاع تكلفة رأس المال. وخلاف لهذا، فإن انخفاض درجة تذبذب العائد يسمح للمستثمرين التخلص من الأصول المالية دون التعرض لمخاطرة عالية، مما يمهد لإنشاء استثمارات طويلة الأمد في هذه الأسواق، وهو الشيء الذي قد يعزز من مركزها المالي ويدفع بها إلى النمو<sup>40</sup>. و في السياق ذاته، يلاحظ اهتمام مختلف الدراسات بموضوع تقلب العائد في الأسواق الشبه ناشئة لكونه يشكل أحد أهم خصائص السوق هذا من جهة، ومن جهة أخرى، ارتباطه المباشر بموضوع تكامل الأسواق المالية وانفتاحها أمام التقلبات العالمية. والمؤكد من الدراسات الميدانية، برغم قلتها، إشارة إلى تقارب في تقلب العائد في الأسواق الشبه ناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة وانخفاضه إذا ما قورن ذلك بالأسواق الناشئة. فدراسة (Wilma de Groot & al) ترى أن الانحراف المعياري لمؤشر الأسواق الشبه ناشئة هو 24. %، وهو أقل هامشية من تقلب الأسواق المتقدمة الذي بلغ 44. % . وهو معدل أقل بكثير من التقلبات في مؤشرات الأسواق الناشئة بتسجيلها 27. % عن الفترة الممتدة ما بين 1997 و2008<sup>41</sup>. فيما سجل الانحراف المعياري، في دراسة أخرى، للفترة ما بين جانفي 2000 وسبتمبر 2012 ما قيمته 217. % بالنسبة للأسواق الشبه ناشئة و418. % للأسواق المتقدمة و424. % بالنسبة للأسواق الناشئة<sup>42</sup>.

### 5- خاتمة

من خلال ما تقدم من عرض لأهم المؤشرات المالية المستخدمة في تصنيف الأسواق المالية العالمية والإقليمية يتبين لنا بوضوح أهمية هذه المؤشرات من جانب قدرتها على هيكلية

<sup>40</sup> - مرجع سابق الذكر، ص ص 2-3.

<sup>41</sup> - Wilma de Groot, & al, **Op.cit.** p 800.

<sup>42</sup> - Christopher B. Philips, Brad Redding, Exploring the next frontier: A review of frontier equity markets, Vanguard research, January 2013, p5.

## الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

السوق، من خلال تبني معايير أو مقاييس موحدة تسمح بتقسيم الأسواق المالية حسب القدرات الاقتصادية للبلد. وبغض النظر عن الكيفية التي يتم بها وضع المعيار فإن التقيد بالمعايير وتطبيقها بشكل منصف قد ساعد كثيرا على تقسيم الأسواق المالية إلى متطورة، وناشئة (ناشئة متقدمة، وناشئة مبتدئة)، وشبه ناشئة (حدودية). من جهة أخرى، فإن المستثمر على مستوى دولي، وفي ظل التوجه نحو عولمة الأسواق المالية، يصبح من الواضح بمكان بالنسبة له اختيار ما يراه مناسباً من الأسواق التي يستثمر فيها، وبالكيفية التي تضمن له تحقيق العائد المرغوب، أو التنوع قصد التقليل من المخاطر .

فرغم التطور الكبير الذي عرفته الأسواق الناشئة مالياً واقتصادياً؛ إلا أن الملاحظ هو توجه العديد من المستثمرين إلى ما يعرف بالأسواق الشبه ناشئة والأسواق المالية الإسلامية، التي أصبحت محل اهتمام أكبر من طرف المستثمرين في الأسواق المالية، نظراً لمجموعة الخصائص التي تتميز بها في مجال إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية دولياً. حيث بينت الدراسة أن هذا النوع من الأسواق يقدم فوائد معتبرة للمستثمرين من حيث تنوع محافظهم الاستثمارية، أو التقليل من حساسية العوائد أمام التقلبات الدولية، فضلاً عن ضمانها لمستوى عائد مقبول.

وتجدر الإشارة إلى أن بروز اقتصاديات الدول العربية والإسلامية ضمن أهم المؤشرات المالية العالمية مثل MSCI و S&P يشكل قفزة النوعية في اقتصادياتها، محاولة منها تخطي حاجز الأسواق الشبه ناشئة، لتصبح محل اهتمام المستثمرين الأجانب وبالتالي جذب رؤوس الأموال الخارجية نحو أسواقها، وبما يكفل لها تطوير أدواتها التمويلية، وتنمية اقتصادياتها الفعلية. أيضاً، فإن تطوير الأسواق الشبه ناشئة تبقى على قدر من الأهمية وخاصة إذا تعلق الأمر بمسائل تطوير فكرة التكامل الاقتصادي الإقليمية مثل ما هو حاصل الآن بين مجموعة BRIC، وغيرها من المجموعات الإقليمية الأخرى.

وعلى الرغم من المستقبل الواعد للأسواق الشبه ناشئة مالياً واقتصادياً والمتصل أساساً بنمو العائد وقلّة حساسيته للتقلبات الخارجية، إلا أنّها ما تزال في بداية الطريق وتعاني من مشكلات عديدة تحول دون التحاقها في الوقت الراهن بركب الأسواق الناشئة لكونها مازالت توصف كقناة استثمارية جديدة، تتميز بالضعف النسبي للبنية المؤسسية والتشريعية ذات العلاقة بحوكمة الشركات. وأيضاً، فإنّ تحوّل المستثمرين من مخاطر البلد وتقلبات العملة المرافقة له، فضلاً عن انخفاض سيولتها وارتفاع تكاليف المعاملات كلها

الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ----- د. بوداح عبد الجليل وأ. خيارى إيمان

عوامل تعد بمثابة تحد لهذا النوع من الأسواق. وأن الاستثمار فيها قد يصبح بالنسبة للمستثمر كملاذ أخير نحو تنويع المحفظة الاستثمارية دوليا من أجل التخفيف ما أمكن من آثار الأزمات الحادة التي تمر بها الاقتصاديات المتقدمة من حين لآخر.