



## مدى توافق الأسواق المالية العربية مع معايير الأسواق الناشئة:

### حالة مؤشر MSCI

## The compatibility of Arab financial markets with emerging market standards: MSCI Index Status

ساعد غنية

جامعة البليدة 2 لونيبي علي (الجزائر)

[g.saad@univ-blida2.dz](mailto:g.saad@univ-blida2.dz)

المخلص:	معلومات المقال
<p>تهدف هذه الدراسة الى معرفة مدى توافق الأسواق المالية العربية مع معايير الأسواق الناشئة، وبالأخص مع مؤشر MSCI، وقد خلصت الدراسة إلى أن مراجعة إمكانية الوصول إلى الأسواق العالمية التي تجريها MSCI تهدف إلى عكس خبرة المستثمرين الدوليين في الاستثمار في سوق معينة، وتوفر تقييما مفضلا لإمكانية الوصول لكل سوق مدرج في مؤشرات MSCI، كما خلصت إلى أنه لا يوجد أي عائق أمام الأسواق المالية العربية لتصنيفها كأسواق متقدمة وفق معياري التنمية الاقتصادية وحجم سيولتها السوق، إلا أنه يجب عليها إدخال المزيد من التحسينات على المعايير التي يرى المستثمرون الدوليون أنها غير كافية ولا ترقى للمستويات العالمية.</p>	<p>تاريخ الارسال: 2023/08/16</p> <p>تاريخ القبول: 2023/09/17</p> <p><b>الكلمات المفتاحية:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ الأسواق المالية العربية:</li> <li>✓ معايير الوصول لسوق:</li> <li>✓ مؤشر MSCI:</li> </ul>
Abstract :	Article info
<p><i>This study aims to find out the compatibility of the Arab financial markets with the standards of emerging markets, in particular with the MSCI index. The study concluded that, the global market accessibility review conducted by MSCI aims to reflect the experience of international investors in investing in a particular market, and it provides a detailed assessment of accessibility for each market included in the MSCI indices, and it also concluded that, there is no obstacle for classifying the Arab financial markets as advanced markets according to the economic development and the size and liquidity of market criteria, However, it must further improve the standards that international investors see as insufficient and below global standards.</i></p>	<p>Received 16/08/2023</p> <p>Accepted 17/09/2023</p> <p><b>:Keywords</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Arab financial markets</li> <li>✓ market accessibility criteria</li> <li>✓ MSCI index</li> </ul>

**مقدمة:** في شهر جوان من كل عام، تعلن MSCI عن نتائج المراجعة السنوية لإمكانية الوصول إلى الأسواق المكونة لمؤشراتها، والتي تسعى من خلالها إلى عكس تجربة المستثمرين الواقعية في الوصول والتعامل في كل سوق، بالإضافة إلى تحليل مفصل وشامل للأطر التنظيمية لكل سوق، وحسب مراجعة جوان 2023، أعلن MSCI عن احتمال إعادة تصنيف مصر من سوق ناشئة إلى مبتدئة أو مستقلة، وهذا في حالة حدوث المزيد من التدهور في إمكانية الوصول لهذه السوق، وقد أرجع المؤشر هذه الخطوة إلى أسباب تتعلق بانخفاض السيولة في سوق العملات الأجنبية الداخلية، وإبلاغ العديد من المستثمرين في السوق عن عودة ظهور قوائم انتظار طويلة للحصول على سيولة دولارية لإعادة رؤوس الأموال إلى أوطانهم، وكرد على هذه الشكاوى، أعلن MSCI شهر ماي عن إقرار معاملة خاصة لمصر في مؤشرات أسهمها بعد تلقيها لهد الشكاوي، وأشارت إلى أنها سوف تراقب الوضع عن كثب في حالة حدوث مزيد من التدهور في إمكانية الوصول لسوق مصر، ويعتمد MSCI في تصنيفه للأسواق المالية على مجموعة من المعايير المتكاملة، التي يمكن تصنيفها ضمن ثلاث فئات رئيسية، الفئة الأولى منها تقيس مستوى التقدم الاقتصادي في الدولة المعنية بشكل عام، بينما تقيس الفئة الثانية من المعايير حجم وسيولة الشركات المدرجة في السوق المالية المعنية، أما المجموعة الثالثة من المعايير فتعني ببنية السوق المالي، من حيث سهولة الدخول إلى السوق المعنية وكفاءة عمل أنظمة التداول والرقابة فيها، ومؤشر MSCI للأسواق الناشئة لجوان 2023 يحتوي على 24 سوق منها أربعة أسواق عربية أخرى إلى جانب بورصة مصر، وبناء على ما سبق، يمكن طرح الإشكالات التالية:

### ما هو أداء الأسواق المالية العربية الناشئة في ضوء المعايير التي يفرضها MSCI؟

ويندرج تحت هذا السؤال مجموعة من الأسئلة الفرعية، والتي تتمثل في:

- ما هي متطلبات السيولة التي يفرضها مؤشر MSCI وفق كل فئة؟

- ما هي المعايير التي يعتمد عليها مؤشر MSCI للحكم على درجة الوصول إلى السوق؟

- ما هي تقييمات المحصل عليها من قبل الأسواق المالية العربية فيما يخص معايير الوصول للسوق حسب MSCI؟

**أهمية البحث:** من أجل الإدراج في مؤشرات الأسواق الناشئة، يجب على الأسواق المالية أن تستوفي العديد من المعايير التي تضعها هذه المؤشرات، والإخلال بأحد هذه المعايير سيؤدي بها حتما إلى فقدان تصنيفها، ومن هنا تكمن أهمية البحث في معرفة مدى توافق الأسواق المالية العربية الناشئة مع المعايير التي يضعها MSCI.

**أهداف البحث:** وعليه يهدف هذا البحث إلى:

- التعريف وشرح المعايير التي يستند عليها MSCI لتصنيف الأسواق المالية؛

- معرفة مدى تطابق الأسواق المالية العربية مع معايير MSCI للأسواق الناشئة؛

- تسليط الضوء على المعايير التي تسجل فيها الأسواق المالية العربية نقصا؛

**المنهج المستعمل:** للإجابة على الإشكالية محل البحث تم الاعتماد على المنهج الاستنباطي، حيث تم الاعتماد على أداة الوصف لتعرف على المعايير التي يتبعها MSCI لتصنيف الأسواق المالية، وأداة التحليل من خلال التطرق لأهم الفروقات في المعايير اللازمة لتصنيف في مختلف فئات الأسواق المالية، مع الإشارة إلى الدرجات المتحصل عليها من قبل الأسواق المالية العربية الناشئة في هذه المعايير.

**هيكل البحث:** للإجابة على السؤال محل البحث، ومن أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة، تم الاعتماد على المحاور التالية:

1. المعايير المتعلقة بالإقتصاد والسوق

2. معايير سهولة الوصول إلى السوق

3. مدى موائمة الأسواق العربية الناشئة مع معايير الوصول لسوق

## 1. المعايير المتعلقة بالإقتصاد والسوق:

لقد جرى العرف بين المؤشرات والمنظمات التي اهتمت بتصنيف أسواق الأوراق المالية، إلى تقسيم أسواق الأوراق المالية وفق درجة تطورها إلى أسواق متقدمة وناشئة وأخرى حدودية أو مبتدئة، ويعتمد مؤشر MSCI في تصنيف هذه الأسواق على مجموعة من المعايير، والتي تزداد صرامتها من مستوى لآخر، ويمكن تصنيف هذه المعايير إلى معايير كمية تتعلق بالإقتصاد ككل وحجم السوق ومعايير أخرى كيفية، ويمكن توضيح المعايير الكمية فيما يلي:

### الجدول 01: المعايير الكمية لتصنيف الأسواق المالية حسب MSCI

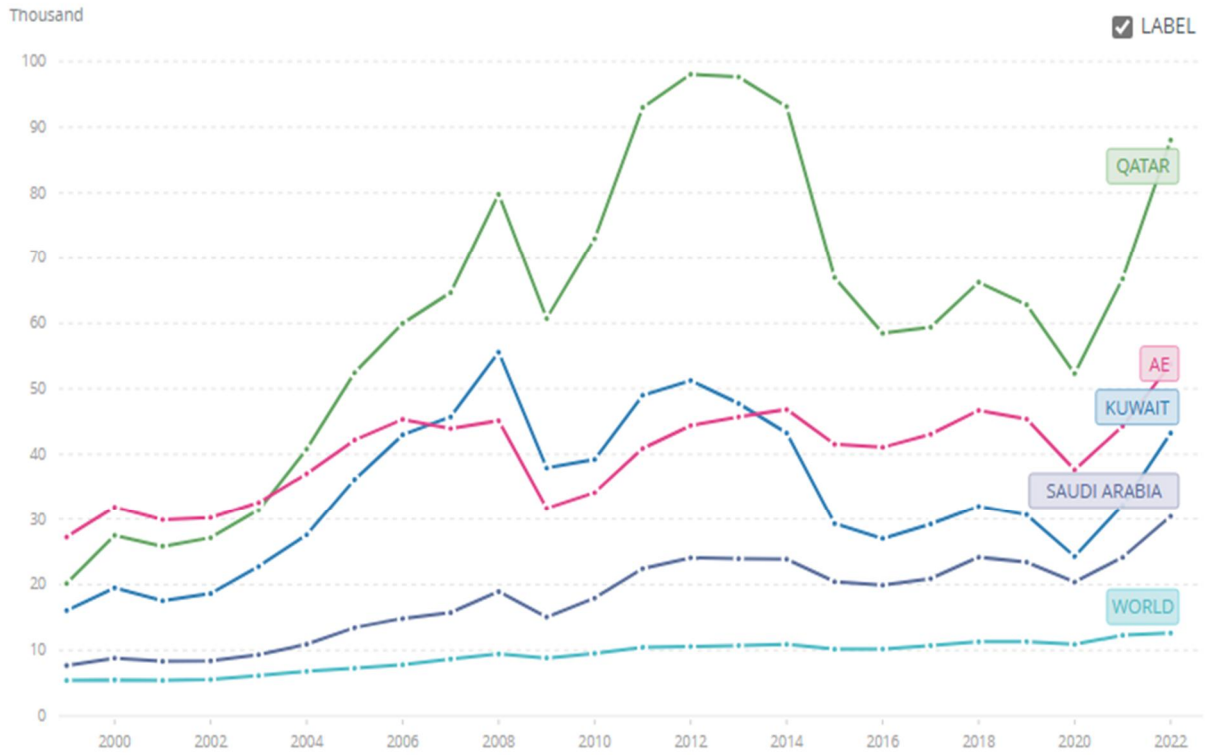
المعايير	مبتدئة أو واعدة	ناشئة	متقدمة
التنمية الاقتصادية			
الاستدامة الاقتصادية	لا يوجد مطلب	لا يوجد مطلب	زيادة نصيب الفرد من الدخل القومي الإجمالي بنسبة 25% عن حد الدخل المرتفع الخاص بالبنك الدولي* لمدة ثلاث سنوات متتالية
متطلبات الحجم والسيولة			
عدد الشركات المستوفية لمعايير المؤشر القياسي التالية:	2	3	5
حجم الشركة (القيمة السوقية للأسهم المصدرة)	1,033 مليون دولار أمريكي	2,066 مليار دولار أمريكي	4,133 مليار دولار أمريكي
حجم الورقة المالية (القيمة السوقية للأسهم الحرة)	73 مليون دولار أمريكي	1,033 مليار دولار أمريكي	2,066 مليار دولار أمريكي
سيولة الورقة المالية	2.5% معدل القيمة المتداولة السنوي	15% معدل القيمة المتداولة السنوي	20% معدل القيمة المتداولة السنوي

\* 2021GNI per capita of USD 13,205 (World Bank, Atlas method)

Source:) MSCI, Market Classification Framework, June 2023, p. 02(

**1.1 التنمية الاقتصادية:** يقاس معيار التنمية الاقتصادية Economic Development 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 السنوات الأخيرة، والجدير بالذكر، أنه لا ينظر إلى معيار التنمية المستدامة لغاية إدراج أي سوق مالية ضمن فئتي الأسواق المبتدئة أو الناشئة، بينما يعتبر هذا الشرط أساسياً عند المراجعة لغاية ترقية السوق إلى فئة الأسواق المتقدمة ( MSCI, global market accessibility review, June 2016, p. 54)، وبالنظر إلى الأسواق المالية العربية الناشئة نجد أنها تستوفي هذا الشرط لأنها تنتمي لفئة دخل مرتفعة، وبالتالي لا يوجد أي مانع من تصنيفها كسوق متقدم بالإعتماد على هذا الشرط:

الشكل 01: نصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي للأسواق العربية الناشئة



Source: )World Bank, 2022(

**1.2. حجم ومتطلبات سيولة السوق:** وبالإضافة إلى معيار التنمية الاقتصادية، يعتمد مؤشر MSCI على معيار آخر ويتمثل في حجم ومتطلبات سيولة السوق **Size and Liquidity Requirements**، والذي يقصد به متطلبات الحجم والسيولة التي تحددها مورغان ستانلي سواء من حيث حجم الشركات (القيمة السوقية الإجمالية)، وحجم الأوراق المالية المتاحة للتداول فعلياً (free float) ومستوى السيولة، فيكفي لقبول السوق ضمن فئة الأسواق الحدودية بوجود شركتين فقط بقيمة رأسمالية 1,033 مليار دولار أميركي لكل منها، شريطة أن لا تقل قيمة الأسهم المتاحة للتداول في أي منهما عن 73 مليون دولار، وأن لا تقل نسبة الأسهم المتداولة فعلاً خلال السنة عن 2,5% من القيمة السوقية للشركة؛ أما عند المراجعة بهدف الترقية إلى فئة الأسواق الناشئة، فيرتفع الحد الأدنى المطلوب للقيمة الرأسمالية إلى 2,066 مليار دولار (ضعف المطلوب للأسواق الحدودية)، ويرتفع الحد الأدنى للأسهم المتاحة للتداول إلى 1,033 مليار دولار، ويرتفع الحد الأدنى لنسبة الأسهم المتداولة فعلاً إلى 15% (ستة أضعاف المطلوب للأسواق الحدودية)، كما أن الحد الأدنى المطلوب لفئة الأسواق المتقدمة مرتفع نسبياً، إذ يشترط وجود ما لا يقل عن خمس شركات بقيمة رأسمالية تزيد على 4,133 مليار دولار أميركي لكل شركة، وأن لا تقل القيمة السوقية للأسهم المتاحة للتداول عن 2,066 مليار دولار، وأن لا تقل سيولة السهم (مقاسة بنسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى إجمالي القيمة السوقية للشركة) عن 20% على أساس سنوي؛

الجدول 02: مواصفات المؤشرات القياسية للأسواق العربية الناشئة المدرجة في مؤشر MSCI

عدد الشركات	القيمة السوقية للمؤشر القياسي	القيمة السوقية لأصغر شركة	القيمة السوقية لأكبر شركة	متوسط القيمة السوقية لشركة	البلد
11	90,607.92	2,641.95	21,214.77	8,237.08	الإمارات العربية المتحدة
13	65,341.93	1,652.18	21,543.21	5,026.30	قطر
41	287,731.44	951.31	38,974.30	7,017.84	السعودية
07	57,340.57	1,588.91	23,598.75	8,191.51	الكويت

Source:

)MSCI United Arab Emirates Index (USD), Jul, 2023(

)MSCI Qatar Index (USD), Jul, 2023(

)MSCI Saudi Arabia Index (USD), JUL, 2023(

)MSCI Kuwait Index (USD), JUL, 2023(

فمن خلال الجدول أعلاه، نلاحظ أن جميع الأسواق المالية العربية قد تجاوزت الحد الأدنى الذي يضعه MSCI في عدد الشركات الواجبة لترقية إلى مصاف الأسواق الناشئة والمقدر بـ 03 شركات، كما أن مواصفات الشركات المدرجة ترتفع عن الحد الأدنى الذي يشترطه MSCI والمتعلق بأسهم الحرة المتاحة للتداول والمقدر بـ 1,033 مليار دولار، وهذا عند مقارنة هذا الحد مع القيمة السوقية للأسهم الحرة لأصغر شركة مدرجة في المؤشرات القياسية لها، وفي نفس الوقت، وبالنظر إلى متوسط القيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول لشركات المدرجة حسب كل سوق، نجد أنها جد مرتفعة عن الحد الأدنى الذي يضعه MSCI لترقية لفئة الأسواق المتقدمة والمقدر بـ 2,066 مليار دولار، وهذا دليل عن وجود بعض الشركات في هذه الأسواق التي تستوفي شروط الأسواق المتقدمة، أي إمكانية ترقية هذه الأسواق لفئة الأسواق المتقدمة بإعتماد على معايير حجم وسيولة السوق.

## 2. معايير سهولة الوصول إلى السوق

تعتبر معايير الوصول لسوق Market Accessibility Criteria بمثابة أداة للمستثمرين المؤسسيين الدوليين لتتبع تطور إمكانية الوصول إلى الأسواق، فضلا عن إطلاع الهيئات المنظمة للأسواق على المجالات التي ينظر إليها هؤلاء المستثمرين على أنها لا تفي بالمعايير الدولية والتي يجب العمل على إدخال بعض التحسينات فيها، لتصبح أكثر ملائمة، ويتضمن 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 (03) (MSCI, global market accessibility review, June 2016, p. 03)، وتجدر الإشارة إلى أن MSCI في هذا المجال تفرض متطلبات أدنى في الأسواق الناشئة والحدودية مقارنة بالأسواق المتقدمة، حيث يكفي لقبول السوق ضمن فئة الأسواق الحدودية بإتاحة المجال لملكية الأجانب ولو بحدود قليلة، وبضمان حد أدنى من حرية التدفقات الرأسمالية، وبمستوى مقبول من الكفاءة والاستقرار في أنظمة التداول والبنية المؤسسية، ويشترط للترقية إلى فئة الأسواق الناشئة أن تكون النسبة المتاحة أمام الأجانب للتملك نسبة ملموسة، وأن تكون حرية التدفقات الرأسمالية ملموسة أيضا، فضلا عن توفر مستوى جيد من الكفاءة المختبرة والمتحقق منها في نظام التداول، أما تقييم مورغان ستانلي للمعايير الخاصة بسهولة الدخول إلى السوق بالنسبة للأسواق المتقدمة مرتفع جدا، ويمكن تلخيص كل ما أدرج أعلاه في الجدول الموالي:

الجدول 03: معايير الوصول إلى السوق حسب MSCI

المعايير	مبتدئة أو واعدة	ناشئة	متقدمة
الانفتاح على الملكية الأجنبية	متاح للبعض على الأقل	معتبر	عال جدا
سهولة التدفقات الرأسمالية الداخلة/الخارجة	جزئيا على الأقل	معتبر	عال جدا
كفاءة إطار العمل التشغيلي	متواضعة	جيد وتم اختباره	عال جدا
مدى توافر المنتجات الاستثمارية	عال	عال	غير مقيد
استقرار إطار العمل المؤسسي	متواضع	متواضع	عال جدا

Source: )MSCI, Market Classification Framework, June 2023, p. 02(

ويمكن توضيح العناصر التي تتكون منها معايير الوصول لسوق فيما يلي:

**1.1. الانفتاح على الملكية الأجنبية Openness to foreign ownership:** يعتبر هذا المعيار من المعايير المهمة بالنسبة للمستثمرين الدوليين، والتي تشير بالأساس إلى النسبة من السوق التي يمكن أن يجوزها المستثمر الغير محلي، مع وجود فرص متكافئة لجميع المستثمرين الدوليين للولوج للسوق، وتساوي الحقوق فيما بينهم بالنسبة للحصول على المعلومات ( MSCI, global market accessibility review, June 2016, p. 04)، ويتم الحكم على هذا المعيار بناءا على المعايير الفرعية المكونة

له، والتي تتمثل فيما يلي: ( MSCI, global market accessibility review, June 2016, p. 03)

أ- **مستثمر مؤهل أي كفي:** فالأسواق المتقدمة لا تشترط التأهيل للمستثمر الأجنبي، ولكن بعض الأسواق الناشئة تشترط هذا الشرط وهذا ما يقلل الاقبال عليها أي وجود فرص متساوية لجميع المستثمرين الدوليين؛

ب- **حدود الملكية الأجنبية:** والتي تعني النسبة من السوق والمتاحة لغير المستثمرين المحليين، إذ لا يرغب المستثمرون الدوليون في رؤية أي اختلاف في مجموعة الفرص المتاحة لهم وللمستثمرين المحليين، ولكن، عادة ما يتم وضع قيود الملكية الأجنبية على صناعات محددة، مما قد يؤدي إلى تقييد في الفرص المتاحة للمستثمرين الأجانب، وعليه، إذا تم وضع قيود على أكثر من عشرة في المائة من السوق أمام المستثمرين الأجانب، فهذا الأمر سيؤدي إلى تصنيف سلب لسوق، واعتبار ما بين ثلاثة إلى عشرة في المائة من الأمور المثيرة للقلق، في حين اعتبار أقل من ثلاثة في المائة على أنها ليست تصنيفا سلبيا؛

ت- **غرفة الملكية الأجنبية:** أي نسبة الأسهم التي لا تزال متاحة للمستثمرين غير المحليين، ووجود مجلس إدارة خارجي، حيث يمكن للمستثمرين غير المحليين التداول مع بعضهم البعض؛

ث- **تساوي الحقوق للمستثمرين الأجانب:** أي المساواة في حقوق التصويت لكل المستثمرين فضلا عن توافر المعلومات باللغة الانكليزية وكذلك يجب أن تكفل السوق المساواة في الحقوق للأقلية من حملة الأسهم.

**2.2. تيسير تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل /الخارج Ease of capital inflows / outflows:** أي عدم وجود قيود على التدفقات الداخلة والخارجة من رأس المال الأجنبي، فالمستثمر يهمل الاجراءات والقوانين والأنظمة المتعلقة بتحويل رأسماله سواء بالدخول أو الخروج بدون تعطيل أو تأخير أو تكاليف عالية، ويقاس هذا المعيار من خلال: ( MSCI, global market accessibility review, June 2016, p. 05)

أ- مستوى التقييد في تدفق راس المال: أي مدى وجود قيود على التدفقات الداخلة والخارجة من راس المال الأجنبي من وإلى سوق الأسهم المحلية (باستثناء قيود العملة الأجنبية)؛

ب- تحرير سوق الصرف الأجنبي: أي سعر التحويل ومخاطر من تغير العملة (سعر الصرف).

3.2. كفاءة الانظمة والإطار التشغيلي لسوق Efficiency of the operational framework: يأخذ المستثمر الأجنبي بعض الاعتبارات بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار الاستثمار بأي سوق، كأن يكون نظام السوق المالي الذي يستثمر به لديه اجراءات تداول، مقاصة وحفظ عالية، لضمان ملكيته والتكاليف المترتبة على ذلك، ومن الاجراءات التي تتم مراجعتها ما يلي:

أ- دخول السوق Market entry: ويقاس هذا المعيار من خلال عملية تسجيل المستثمرين وإنشاء الحسابات الخاصة بهم، أي مدى وجود مستوى من تعقيد في شروط التسجيل للمستثمرين الدوليين مقارنة مع سهولة/تعقيد إنشاء الحسابات المحلية، مثل الوثائق التي يتعين توفيرها والمستندات المطلوبة، بالإضافة إلى الوقت اللازم لإنجاز عملية التسجيل ( MSCI, global market accessibility review, June 2016, p. 06)؛

ب- تنظيم السوق Market organization: ويقاس هذا المعيار من خلال ما يلي: ( MSCI, global market accessibility review, June 2016, p. 06)

✓ **قوانين السوق:** مستوى تقدم الإطار القانوني والتنظيمي الذي يحكم السوق المالي بصفة عامة، وسوق الأوراق المالية ومختلف الكيانات الأخرى المشاركة فيه، كوضوح القوانين والأنظمة ودرجة شفافية بالسوق، وعدم وجود غموض في الانظمة التي تحكم المستثمر الأجنبي، وسهولة الوصول إليها باللغة الإنجليزية، فضلا عن الإسراع في تنفيذها؛

✓ **تدفق المعلومات:** تتمثل في الافصاح من هيئة السوق المالية والشركات ودقة المعلومات المنشورة وسرعة الوصول إليها وتوفرها باللغة الإنجليزية، بالإضافة إلى دقة وجودة معايير الرقابة على مكاتب المراجعة القانونية، التي تقوم بتدقيق البيانات المالية الخاصة بالشركات المدرجة وتطبيقها للمعايير الدولية المعتمدة؛

ت- **المقومات السوقية Market infrastructure:** يقصد بهذا المعيار: ( MSCI, global market accessibility review, June 2016, p. 07)

✓ **المقاصة والتسوية:** كفاءة وفعالية نظام المقاصة والتسوية، الذي يجب أن يقوم على أساس المعايير الدولية، بما في ذلك احتواءه على تقنية التسليم مقابل الدفع (DVP) Delivery Versus Payment، وعدم وجود متطلبات التمويل المسبق وإمكانية استخدام السحب على المكشوف؛

✓ **الحفظ:** وجود نظام حفظ فعال، ويتميز بالأمان والثوثوقية، ومن خلاله يتمتع الوسطاء بإمكانية الوصول الغير محدودة إلى حسابات المستثمرين وضمان وصيانة موجوداتهم، بالإضافة إلى مستوى المنافسة الموجودة بين امناء الحفظ المحليين؛

✓ **التسجيل والايدياع:** وجود نظام تسجيل وايدياع مركزي، يمتاز بالكفاءة والثوثوقية، ويتميز بالاستقلالية، وأن تكون شركات المرتبطة أيضا به ذات كفاءة ويأخذ بالاعتبار التطورات المستقبلية؛

✓ **التداول:** مستوى المنافسة الموجودة بين السماسرة وهذا لضمان الجودة في الخدمات المقدمة من قبلهم؛

✓ **التحويلات:** إمكانية إجراء تعاملات خارج البورصة وتحويلات عينية؛

✓ **إقراض الأوراق المالية:** وجود إطار تنظيمي وكذلك آلية كفاءة تتيح التوسع في استخدام قروض الأسهم؛

✓ **البيع على المكشوف:** وجود إطار تنظيمي عملي يسمح بالبيع على المكشوف.

4.2. مدى توافر المنتجات الاستثمارية Availability of Investment Instruments: وهذا من خلال توفير المنتجات المالية المختلفة وأنظمة التداول التي تتيح لجميع المستثمر الوصول للمعلومة بشكل متساوي، وتجدر الإشارة إلى أن هذا المعيار كان من قبل يحمل اسم البيئة التنافسية Competitive landscape ولقد تم تغيير اسم المعيار ابتداءً من تصنيف جوان 2019 ليصبح أكثر دلالة ووضوح بالنسبة للمستثمرين (MSCI, global market accessibility review, June 2019, p. 04)؛

5.2. استقرار الإطار المؤسسي Stability of institutional framework: المستثمر الأجنبي يستثمر لفترة طويلة، وبالتالي فهو يولي عناية خاصة لوضوح واستقرار الأنظمة الخاصة بالسوق، وبالتالي عدم تغييرها بشكل مفاجئ مما يؤثر على استثماره، ومن هذه المعايير سيادة القانون وإنفاذه وكذلك استقرار السوق الحرة كنظام اقتصادي وعدم وجود سجل حافل للتدخل الحكومي فيما يتعلق بالمستثمرين الأجانب (MSCI, global market accessibility review, June 2016, p. 08).

### 3. مدى موائمة الأسواق العربية الناشئة مع معايير الوصول لسوق

تعتبر معايير الوصول للسوق من أهم المعايير التي يركز عليها مؤشر MSCI في تصنيفه للأسواق، والتي تتعلق أساساً بقابلية نفاذ المستثمرين الأجانب إلى السوق، والذي تفشل الكثير من الأسواق في تحقيقه، مما يعيق إعادة تصنيفها ضمن فئة الأسواق الناشئة أو على الأقل إدراجها ضمن فئة الأسواق الحدودية، وتتراوح العلامات التي يمنحها المؤشر ما بين (++) والتي تعتبر أعلى علامة يحصل عليها السوق، ومعناها أن ذلك السوق استوفى ذلك المعيار، في حين الحصول على علامة (+) تستوجب ادخال المزيد من التحسينات الممكنة improvements possible، وعلامة (-) التي تعتبر أدنى علامة يحصل عليها السوق والتي معناها التحسينات مطلوبة\* improvements needed، فمؤسسة مورغان ستانلي في تقييمها أو عند قيامها بعملية المراجعة، لا تجري اتصالات مع السوق وإنما تراقب الإجراءات التي تقوم بها أسواق الأوراق المالية في الدولة، كما أنها تستقي معلوماتها من مقدمي الخدمة (الحافظ الأمين) ومديري الصناديق الاستثمارية، للتعرف على رأيهم في كل ما يتعلق بعمل الأسواق، وتستطلع آراء المستثمرين العالميين في إطار عملية تقييم الأسواق (MSCI, global market accessibility review, June 2023)، وتجدر الإشارة أنه بالرغم من إدخال التحسينات المطلوبة في الأسواق المالية، إلا أن مؤشر MSCI لا يغير درجة تقييم المعايير المعنية إلا بعد مرور فترة من الزمن على هذه التعديلات، وهذا حتى يتمكن من قياس ردود المستثمر المؤسسي الدولي حول هذه التغييرات:

### الجدول 04: مصفوفة معايير الوصول للأسواق المالية العربية الناشئة

الإمارات العربية المتحدة	قطر	المملكة العربية السعودية	الكويت	الانفتاح على الملكية الأجنبية
++	++	+	++	مستثمر مؤهل أي كفى
-	-	-	++	حدود الملكية الأجنبية
++	++	++	++	غرفة الملكية الأجنبية
+	+	-	+	تساوي الحقوق للمستثمرين الأجانب

\* قبل تصنيف جوان 2022، كانت العلامة التي يحصل عليها السوق عند تقييم بالتحسينات مطلوبة improvements needed هي (-) (%).



تيسير تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل / الخارج				
++	++	++	++	مستوى التقييد في تدفق رأس المال
++	++	++	++	تحرير سوق الصرف الأجنبي
كفاءة الانظمة والإطار التشغيلي لسوق				
+	+	+	+	دخول السوق
تنظيم السوق				
++	++	++	++	قوانين السوق
-	+	++	++	تدفق المعلومات
المقومات السوقية				
+	+	+	+	المقاصة والتسوية
+	+	+	+	الحفظ
++	++	++	++	التسجيل والايذاع
++	++	++	++	التداول
-	-	-	+	التحويلات
-	-	+	-	إقراض الأوراق المالية
-	-	-	-	البيع على المكشوف
++	++	++	++	مدى توافر المنتجات الاستثمارية
+	+	+	+	استقرار الإطار المؤسسي

Source: )MSCI, global market accessibility review, June 2023, p. 54\_55(

وعلى العموم، فخلال المراجعة الدورية لمؤشر MSCI لهذه المعايير فقد تم تسجيل الملاحظات التالية:

3.1 أسواق الإمارات العربية المتحدة وبورصة قطر: تخضع الشركات المدرجة بشكل عام لحد الملكية الأجنبية بنسبة 49%، إلا أن بعض الشركات تشترط تعيين حد أدنى، ما قد تؤثر هذه القيود على الحد الذي وضعه MSCI والمحدد بأكثر من 10% من سوق، إلا أن تغيير هذه الحدود لدى كل من شركة أرامكس والوطنية لتبريد المركزي المدرجة في سوق دبي المالي ساهم في حل هذه المشكلة على مؤشر MSCI UAE إلى أقل من 0.3%، ما ساهم في تغيير درجة تقييم غرفة الملكية الأجنبية من - في تصنيف 2022 إلى ++ في تصنيف 2023 (MSCI, global market accessibility review, June 2023, p. 28)، وبالرغم من أن المرسوم الأميري الذي أعطى الحق للمستثمرين الأجانب من تملك 49% في الشركات القطرية المدرجة في البورصة تم إصداره في ماي 2014، لم يقيم MSCI بتغيير تقييم معيار غرفة الملكية الأجنبية من -/+ إلى + إلا في جوان 2016، وهذا بعد قيام العديد من الشركات القطرية من تعديل نسبة الملكية الأجنبية فيها ورفعها إلى 49% (MSCI, global market accessibility review, June 2016, p. 26)، وتم رفع تقييم هذا المعيار مرة أخرى إلى ++ في جوان 2019 (MSCI, global market accessibility review, June 2019, p. 29)، بعد تعديلات التي قامت بها الشركات الأخرى، كما أن الحقوق المتساوية للمستثمرين الأجانب محدودة نتيجة قيود الملكية الأجنبية الصارمة وبعض الشركات الإماراتية لا تسمح للمستثمرين

الأجانب بالتصويت، كما أن وجود مساهمين استراتيجيين كبار في العديد من الشركات القطرية قد يجد من مستوى الشفافية والحوكمة في السوق (MSCI, global market accessibility review, June 2023, p. 28)؛

أما بالنسبة لعملية تسجيل المستثمرين وإنشاء الحساب تعتبر إلزامية وفعالة، ولقد قام سوق دبي المالي في مارس 2023، بطرح خدمة حسابات التداول المجمعّة "Omnibus Accounts"، في حين أن سوق أبوظبي للأوراق المالية وناسداك دبي لم يقدموا هذه الخدمة بعد (MSCI, global market accessibility review, June 2023, p. 27)، وتجدر الإشارة إلى أن حسابات التداول المجمعّة من شأنها أن تتيح للمتعاملين المؤهلين الوصول إلى الفرص الاستثمارية المتوفرة في السوق لصالح أكثر من مالك مستفيد، وذلك عن طريق فتح حساب موحد لحيازة الأوراق المالية وتداولها بالنيابة عن العديد من الملاك المستفيدين ومن خلال رقم مستثمر واحد NIN، ما يساعدهم على تعزيز كفاءة العمليات والتكلفة (DFM, 29 March 2023, p. 01)؛

أما فيما يخص المقاصة والتسوية ونظام الحفظ، فقد سجل MSCI أوجه قصور في سير هذه العملية ما قد يؤثر على عمليات ما قبل وما بعد التداول، ويمكن أن يؤدي إلى صفقات فاشلة، كما سجل أوجه قصور في آلية التجارة الحالية (MSCI, global market accessibility review, June 2023, p. 23)، وهذا بالرغم من قيام هيئة الأوراق المالية والسلع في 2019 من تعديل نص المادتين (31) و (34) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (2) لسنة 2001 في شأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية اللتين تُنظمان مواعيد وآليات التسوية في التداولات التي تجري في الأسواق المالية بالدولة، إذ يتيح تعديل المادة 31 و 32 من منح المقاصة مكننة تغيير موعد وآلية التسوية، مما يعطي مرونة وصلاحيّة في وضع الإجراء والموعد اللازم لسداد الوسيط/عضو التقاص للمبالغ المترصدة/ أو المستحقة في ذمتهم بما يتناسب مع طبيعة عمليات التداول في كل سوق (هيئة الأوراق المالية والسلع، 22 جوان 2019)؛ وتجدر الإشارة أنه عند دخول نظام التسليم مقابل الدفع في أسواق الإمارات العربية المتحدة حيز التنفيذ في ماي 2013، تم تقييم معيار التسجيل والإيداع ب ++ إلا أن MSCI بتخفيض هذا التقييم إلى + في جوان 2015 نتيجة تسجيل نقص في كفاءة النظام من حيث الاتصال بين الوديع المركزي وأمناء الحفظ/السماسة (MSCI, global market accessibility review, June 2015, p. 28)، إلا أنه في جوان 2019، رفع تقييمه من + إلى ++ نتيجة التحسينات الملاحظة عليه (MSCI, global market accessibility review, June 2019, p. 32)؛

كما أن التحويلات العينية والمعاملات خارج البورصة محظورة، وبشأن عملية إقراض الأسهم والبيع على المكشوف\*، مسموح بها في هذه الأسواق مع وجود قيود عليها ولا تعتبر كممارسات عادية في الأسواق، وهي متاحة حالياً فقط للاستخدام من قبل مزودي السيولة وكآلية لمنع فشل تسوية عمليات البيع التي لا يتوافر لها أوراق مالية عند التسوية.

\* تسمح أسواق الإمارات العربية المتحدة للمستثمرين باستخدام تقنية البيع على المكشوف وإقراض الأوراق المالية كآليتين متلازمتين، وهذا من خلال إمكانية بيع أوراق مالية مدرجة في السوق وغير مملوكة لهم شريطة التعهد بردها للمالك بناء على اتفاقية الإقراض الموقعة، ولممارسة خدمة البيع على المكشوف فإن على شركة الوساطة التأكد من وجود أوراق مالية مقترضة في حساب عملها قبل تنفيذ أمر البيع على المكشوف. واستثنى السوق من ذلك عملاء التسليم مقابل الدفع واكفى بوجود تعهد أو تأكيد بإقراض الأوراق المالية لهم، ولزيد من التفاصيل يرجى الرجوع الى: (سوق أبو ظبي للأوراق المالية، 2023)

يقصد بالبيع على المكشوف المغطى في بورصة قطر، قيام أي من المصريح لهم (صانع السوق، مزود السيولة، المستثمر المؤهل) ببيع أوراق مالية مقترضة، أو دخل في ترتيبات اقتراضها، على أن تتم تغطية المراكز الناشئة عن البيع في هذه الحالة في تاريخ التسوية وفقاً لهذه القواعد، كما يقصد بالإقراض والاقتراض للأوراق المالية، قيام المقرض بنقل ملكية الأوراق المالية بصفة مؤقتة أو بيعها إلى المقرض خارج السوق بضمن مؤجل الدفع مع التزام أو وعد المقرض بردها أو إعادة بيعها إلى المقرض بناء على طلبه في أي وقت خلال الفترة المتفق عليها، أو في نهايتها ما لم يتم الاتفاق على غير ذلك، ويعتبر كل من البيع على المكشوف المغطى وقواعد إقراض واقتراض الأوراق المالية أدوات استثماريتين مرتبطين، حيث إنه عندما يرغب المستثمر في بيع أسهم لا يملكها فإنه يجب أن يقترضها أولاً قبل أن تتم عملية البيع، ولزيد من التفاصيل يرجى الرجوع الى: (هيئة قطر للأسواق المالية، 2023)

2.3 سوق المملكة العربية السعودية "تداول": تم ضم السوق إلى مؤشر MSCI على مرحلتين، بنسبة انضمام بلغت 50% لكل منهما، حيث تم بدء تنفيذ المرحلة الأولى في 28 ماي 2019 بوزن 1.45% والمرحلة الثانية في 28 أوت من نفس العام (صحيفة أرقام، 29 أوت 2019)، ولقد تأجل تصنيف السوق السعودي على مؤشرات الأسواق الناشئة بسبب القيود التي كانت مفروضة على الأجانب، وقد بذلت هيئة السوق المالية السعودية العديد من الجهود والإجراءات لرفع جاذبية السوق المالية السعودية وتعزيز دخول المستثمر الأجنبي إليها بشكل مباشر أو غير مباشر، ولقد مرت رحلة الاستثمار الأجنبي في السوق المالية السعودية بمراحل عدة، كان أهمها إطلاق برنامج المستثمرين المؤهلين الأجانب في 2015؛

وبشكل عام، فقط البنوك وشركات السمسرة والأوراق المالية ومديرو الصناديق وشركات التأمين والحكومات والهيئات ذات الصلة بالحكومة، والتي تملك حجم مناسب\*\*، مؤهلة للتقدم بطلب للحصول على ترخيص المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة (QFFI) في حين أنه لا يخضع المستثمرون من أسواق دول مجلس التعاون الخليجي لأي متطلبات تأهيل، وتخضع الشركات المدرجة بشكل عام لحد الملكية الأجنبية بنسبة 49%، بينما عدد قليل من الشركات مغلقة بالكامل أمام المستثمرين الأجانب، وهذا ما يؤثر على انفتاح السوق على الأجانب والذي حدده MSCI بأكثر من عشرة بالمائة من السوق السعودي، وفي جوان 2019، أصدر مجلس الهيئة قراره المتضمن اعتماد التعليمات المنظمة لتملك المستثمرين الاستراتيجيين الأجانب حصصا استراتيجية في الشركات المدرجة، ما أدى إلى تغيير تقييم غرفة الملكية الأجنبية من -/؟! إلى ++ في تصنيف جوان 2020، أما بالنسبة لحقوق المستثمرين الأجانب تعتبر محدودة نتيجة لقيود الملكية الأجنبية الصارمة (MSCI, global market accessibility review, June 2023, p. 26)؛

وتعتبر عملية تسجيل المستثمر وإنشاء الحساب إلزامية، كما تم تبسيط العملية وخفض المتطلبات الخاصة بتسجيل في جانفي 2018، ويجب أن يحمل المستثمرون الأجانب شهادة تأهيل صالحة قانونا وحسابا مصرفيا محليا، وفي جانفي 2017، تم تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على التقارير المالية لجميع الشركات المدرجة، كما دخلت لائحة حوكمة الشركات الجديدة حيز التنفيذ في أبريل 2017، كما انتقلت دورة التسوية من T+0 إلى T+2، وتم إلغاء متطلبات التمويل المسبق، ما أدى بتغيير درجة تقييم معيار مدى توافر المنتجات الاستثمارية من + إلى ++ في جوان 2019 (MSCI, global market accessibility review, June 2019, p. 30)، أما عن تدفق المعلومات لسوق لا يزال غير كافي، وهذا بسبب أن بعض المعلومات قد تكون متوفرة باللغة العربية فقط، أما فيما يخص المقاصة والتسوية ونظام الحفظ، فقد سجل MSCI أوجه قصور في سير هذه العملية ما قد يؤثر على عمليات ما قبل وما بعد التداول، ويمكن أن يؤدي إلى صفقات فاشلة، كما سجل أوجه قصور في آلية التجارة الحالية مع عدم توفر حسابات التداول المجمعة، كما أن التحويلات العينية والمعاملات خارج البورصة محظورة، وبشأن عملية إقراض الأسهم والبيع على المكشوف\*\*\*، مسموح بها مع وجود قيود عليها ولا تعتبر كممارسات عادية في الأسواق (MSCI, global market accessibility review, June 2023, p. 26).

\*\* أصدر مجلس الهيئة قراره في 8 أوت 2016 باعتماد القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة الحديثة، وتضمنت القواعد الحديثة خفض الحد الأدنى المطلوب لقيمة الأصول، التي تديرها المؤسسات ليكون 3.75 مليار ريال (01 مليار دولار) بدلاً من 18.75 مليار ريال التي كانت قبلاً، كما تم تعديل هذه القواعد مرة أخرى في 9 يناير 2018، بخفض مطلب الأصول التي يحفظها أو يديرها المستثمرون الأجانب المؤهلون من مليار دولار إلى 500 مليون دولار، لمزيد من التفاصيل يرجى الرجوع إلى: (هيئة السوق المالية السعودية، هيئة السوق المالية، قصة السوق: توثيق تاريخ السوق المالية السعودية 2020 - 1926، الصفحات 257-258) (هيئة السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 4).

\*\*\* يقصد بصفقة البيع على المكشوف بيع لورقة مالية مقترضة والتي تبرم بناء على مفاوضات خاصة وتتم تسويتها من خلال حسابات مركز "إيداع"، لا يجوز لعضو السوق بصفته أصيلاً أو وكيلاً لعميل أو أي شخص آخر تنفيذ صفقة بيع على المكشوف بصفته بائعاً ما لم يكن بائعاً مؤهلاً، والأوراق المالية محل الصفقة مؤهلة وفقاً للقواعد، وأن يكون قد اكتمل تحويل الأوراق المالية محل الصفقة إلى حساب البيع على المكشوف الخاص به، أن يكون سعر بيع الورقة المالية محل الصفقة أعلى من سعر أفضل طلب لشراء تلك الورقة المالية، كما يلتزم المقرض بتحويل مؤقت ملكية أوراق مالية مدرجة إلى المقرض، مع التزام هذا الأخير بإعادة أوراق مالية ماثلة للمقرض بحسب ما يحدده المركز، ولمزيد من التفاصيل يرجى إطلاع على: (سوق تداول، 2023)

**3.3 الكويت:** تم إدراج الكويت في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة في نوفمبر 2020، بوزن يقدر بـ 0.53% وإدراج 21 شركة في مؤشرها القياسي، وتبدأ قصة إدراج الكويت في مؤشر الأسواق الناشئة، إثر مشروع تطوير السوق الذي بدأ في عام 2017، وقد أدى ذلك إلى أذخال العديد من التحسينات التنظيمية والتشغيلية لسوق الأسهم الكويتية، مما فتحه بشكل كبير أمام المستثمرين المؤسسيين الدوليين، من خلال إزالة القيود المفروضة على الملكية الأجنبية على المصارف المدرجة في البورصة، وتبسيط متطلبات تسجيل المستثمرين، وتحسين آلية المقاصة والتسوية للمساعدة في منع الصفقات الفاشلة، وتحسين آلية التجارة للحد من وصول السماسرة إلى حسابات المستثمرين، بالإضافة لسماح للمستثمرين المؤسسيين الدوليين بالاستفادة من هياكل الحسابات المجمعة والحصول على نفس رقم المستثمر الوطني (Ashish, Dec 14, 2020 & Saurabh)؛

إن السوق المالي الكويتي يمتلك درجة تقييم عالية فيما يخص **حدود الملكية الأجنبية**، انتقلت من -/ إلى ++، وهذا بعد معالجة هذه النقطة في ديسمبر 2018 (MSCI, global market accessibility review, June 2019, p. 44)، إذ أشار MSCI ضمن وثيقة مراجعة ترقية السوق ضمن مؤشر الأسواق الناشئة، والتي صدرت في 20 جوان 2018، أن قطاع البنوك يخضع إلى قيود تملك الأجانب 49%، وأن هذه القيود تؤثر في 26% من السوق الكويتية (MSCI, June 2018, p. 04)، وعلى إثرها تم إصدار قرار يسمح بموجبه للمستثمر غير الكويتي بتملك وتداول أسهم البنوك الكويتية، مع موافقة بنك الكويت المركزي، إن تجاوزت الملكية 5% من رأسمال البنك\*، أما بالنسبة **لحقوق المستثمرين الأجانب** يعتبر وجود مساهمين استراتيجيين كبار في العديد من الشركات الكويتية عائقا أمام مستوى الشفافية والحوكمة في السوق؛

وتعتبر عملية **تسجيل المستثمرين وإنشاء الحساب** إلزامية وفعالة، وتم تبسيط العملية وخفض المتطلبات منذ عام 2020، ومن ناحية **تدفق المعلومات**، غالبا ما تكون معلومات سوق الأسهم غير كاملة وغالبا لا يتم الكشف عنها في الوقت المناسب، وقد أدى إدخال آلية التداول المناسبة إلى إلغاء الحاجة إلى خدمات الحفظ وحسابات التداول المنفصلة التي كانت مطلوبة في السابق، من أجل التخفيف من المخاطر الناجمة عن الوسطاء المحليين الذين كان لديهم وصول غير محدود إلى حسابات التداول للمستثمرين، إلا أنه يلزم المزيد من الوقت لتقييم كفاءة العملية، في حين يسمح **بالتحويلات العينية والمعاملات خارج البورصة** مع بعض القيود وهي ليست ممارسة شائعة حتى الآن، كما أن **إقراض الأسهم والبيع على المكشوف** مسموح به ولكن مع فرض بعض القيود على هذه الآليتين ولا تعد من الممارسات الشائعة وراسخة في السوق.

**الخاتمة:** تصدر MSCI في شهر جوان من كل عام مراجعة إمكانية الوصول إلى الأسواق العالمية التي تتضمن تقييم سلسلة من تدابير إمكانية الوصول لجميع الأسواق التي تغطيها مؤشرات MSCI، والغرض من التقييم هو أن يكون بمثابة أساس لمقارنة مستويات إمكانية وصول إلى مختلف الأسواق، ولقد أوضحت هذه التقييمات أن معظم الأسواق العربية تضع قيودا على حدود ملكية المستثمر الأجنبي، بالإضافة إلى معيار الدخول لسوق بسبب الخوف من دخول الأموال الساخنة وفقدان السيطرة على القطاعات الإستراتيجية والهامة فيها، مما يجعل تقييم MSCI لها محدود، وبالتالي فهي مطالبة بإدخال المزيد من التعديلات على هذه المعايير، كما أنها تضع حدودا أيضا على تحويلات المستثمرين في أسواقها، وهذا حتى تحافظ على الأموال داخل القنوات الرسمية فيها، إذ لطالما عانت الأسواق العربية بصفة

\* جاء هذا التعديل بموجب القرار رقم 694 لسنة 2018، حيث نص القرار على ان يستبدل بنص المادة 3 من القرار الوزاري رقم 205 النص الآتي: «يسمح للمستثمر غير الكويتي بتملك وتداول أسهم البنوك الكويتية، ولا يجوز بغير موافقة مسبقة من بنك الكويت المركزي أن تجاوز ملكية الشخص الواحد طبيعيا كان أو اعتباريا في اي بنك من تلك البنوك 5% من رأس مال البنك سواء كان التملك بشكل مباشر أو غير مباشر، ويعتبر في حكم المستثمر الواحد كل شخص أو مجموعة من الأشخاص يجمعهم ارتباط قانوني أو اقتصادي سواء عن طريق الملكية المشتركة أو الإدارة المشتركة أو المصالح المتداخلة»، أنظر في ذلك: (جريدة الأنباء، 15 ديسمبر 2018)

عامة من مشكلة الاقتصاد الموازي، كما أنها تفتقر للمرونة اللازمة لأنظمة البيع على المكشوف وإقراض الأوراق المالية، وهذا بسبب إرتباط هذه الآليتين بالعديد من الأزمات المالية، ومن خلال هذا البحث تم التوصل إلى النتائج التالية:

- تحدف مراجعة إمكانية الوصول إلى الأسواق العالمية إلى عكس خبرة المستثمرين الدوليين في الاستثمار في سوق معينة، وتوفر تقييما مفصلا لإمكانية الوصول لكل سوق مدرج في مؤشرات MSCI.

- لا يوجد أي عائق أمام الأسواق المالية العربية لتصنيفها كأسواق متقدمة وفق معياري التنمية الاقتصادية وحجم وسيولة السوق؛  
- إن معياري إقراض وإقتراض الأوراق المالية والبيع على المكشوف، من أبرز المعايير التي تعيق تصنيف الأسواق المالية العربية كأسواق متقدمة.

**التوصيات:** وبناء على ما تقدم يمكن تقديم التوصيات التالية حتى تستطيع الأسواق المالية العربية، تسريع في عملية تصنيفها كأسواق متقدمة:

- حث الشركات المدرجة على تقديم نفس المعاملة للمستثمرين الأجانب مع المستثمرين المحليين؛
  - حث المزيد من الشركات على رفع حدود تملك الأجانب في الشركات المدرجة؛
  - إدخال المزيد من التحسينات حول أنظمة البيع على المكشوف وإقراض وإقتراض الأوراق المالية بما يتماشى مع الممارسات الدولية.
- قائمة المراجع المعتمد عليها:  
أولا/ باللغة الأجنبية:

DFM 29) .March 2023 .(DFM introduces Omnibus Accounts to enhance market access .

MSCI) .June 2015 .(global market accessibility review .

MSCI) .June 2016 .(global market accessibility review .

MSCI) .June 2018 .(Consultation On a Market Reclassification Proposal for The MSCI Kuwait Index .

MSCI) .June 2019 .(global market accessibility review .

MSCI) .June 2020 .(global market accessibility review .

MSCI) .June 2023 .(global market accessibility review .

MSCI) .June 2023 .(Market Classification Framework .

MSCI Kuwait Index (USD)) .JUL, 2023 .(Retrieved from:

<https://www.msci.com/documents/10199/9a90cd00-872d-4ec7-a9f1-b2a3334c2c5f>

MSCI Qatar Index (USD)) .Jul, 2023 .(Retrieved from:

<https://www.msci.com/documents/10199/cd4c3955-b178-4ff5-9d08-a8f73229328f>

MSCI Saudi Arabia Index (USD)) .JUL, 2023 .(Retrieved from:

<https://www.msci.com/documents/10199/2cac2742-11e3-4ecb-8884-149b0ac03481>

MSCI United Arab Emirates Index (USD)) .Jul, 2023 .(Retrieved from:

<https://www.msci.com/documents/10199/42887b6e-01a6-4c56-b5c1-250e0dfc9af9>

Saurabh, k & ,.Ashish, l) .Dec 14, 2020 .(Kuwait's Move from Frontier to Emerging Market .Retrieved from:

<https://www.msci.com/www/blog-posts/kuwait-s-move-from-frontier-to/02240043624>

World Bank .(2022) .Retrieved from:

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?end=2022&locations=KW-QA-SA-AE-1W&start=1999&view=chart>

ثانيا/ باللغة العربية:

جريدة الأنباء. (15 ديسمبر 2018). بشرط موافقة «المركزي» إن تجاوزت الملكية 5% من رأس مال البنك وبعد توصية من هيئة الأسواق، الروضان: «التجارة» تفتح سقف تملك الأجانب في البنوك. تم الاسترداد من:

<https://www.alanba.com.kw/ar/economy-news/873799/15-12-2018>

سوق أبو ظبي للأوراق المالية. (2023). تم الاسترداد من:

<https://www.adx.ae/Arabic/pages/productsandservices/investors/short-selling.aspx>

سوق تداول. (2023). تم الاسترداد من:

<https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/rules-guidance/market-rules-forms/rules>

صحيفة أرقام. (29 أوت 2019). "تداول" تعلن نجاح انضمامها لمؤشر "إم إس سي آي للأسواق الناشئة" .. وانضمام 31 شركة سعودية للمؤشر. تم الاسترداد من:

<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1311372>

هيئة الأوراق المالية والسلع. (22 جوان 2019). تعديل النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية. تم الاسترداد من:

<https://www.sca.gov.ae/ar/media-center/news/22/6/2019/amendment-of-the-regulations-on-trading-clearing-settlement-transfer-of-ownership-and-custody-of-securities.aspx>

هيئة السوق المالية السعودية. (2019). القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة.

هيئة السوق المالية السعودية. (بلا تاريخ). هيئة السوق المالية، قصة السوق: توثيق تاريخ السوق المالية السعودية 1926 - 2020.

هيئة قطر للأسواق المالية. (2023). تم الاسترداد من:

[https://www.qfma.org.qa/Arabic/RulesRegulations/Pages/Legal\\_decisions.aspx](https://www.qfma.org.qa/Arabic/RulesRegulations/Pages/Legal_decisions.aspx)