

الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة: «مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016»

أ. عبد الحفيظ خزان، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي
طالب دكتوراه بجامعة محمد خيضر بسكرة

الملخص:

تلعب الأسواق الأوراق المالية دورًا رئيسيًا في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة باعتبارها أحد أفضل مصادر التمويل، وهذا في ظل تراجع الاعتماد على التمويل غير المباشر من خلال مؤسسات النظام المصرفي والاتجاه إلى اقتصاديات الأسواق المالية، لذا نهدف من خلال هذه الدراسة إلى معرفة الدور الذي تلعبه الأسواق الأوراق المالية الناشئة في جذب التدفقات المالية عبر الحدود ومن ثم رفع معدلات التنمية الاقتصادية لدول، ومن خلال مقارنتها بالأسواق الأوراق المالية المتقدمة اتضح عدم تجانسها وظهور تباين فيما بينها، في حين تشترك في خصائص أخرى منها افتقارها للتنظيم، وحدثت أزمات مالية منها أزمة المكسيك 1994 والأرجنتين 1995 جنوب شرق آسيا 1997 وروسيا 1998 والبرازيل 1999. ولهذا كان التساؤل الرئيسي كما يلي:

ما هي الأسواق الأوراق المالية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية؟
الكلمات المفتاحية: الأسواق الأوراق المالية الناشئة، الاستثمارات.

Abstract:

Emerging stock markets in developing countries

Study: «Emerging Financial Markets Group from 1994 to 2016»

Stock markets play a major role in financing various economic activities as one of the best sources of finance. This is in light of the decline in the dependence on indirect financing through the banking system institutions and the trend towards the economics of financial markets,

In this study, we aim to know the role that emerging stock markets play in attracting financial flows across borders and thus raising the economic development rates of countries, By comparing them with the stock markets, it has become apparent that they are heterogeneous and divergent, while they share other characteristics, such as lack of regulation. And the occurrence of financial crises, including the crisis of Mexico 1994 and Argentina 1995 South-East Asia 1997, Russia 1998 and Brazil 1999.

That was the main question as follows:

What are the securities markets and their role in attracting foreign investment?

Keywords: Markets Emerging Securities, Investments.

مقدمة:

نتيجة لتوقف بعض الدول النامية عن تسديد ديونها بداية الثمانينيات، وبعد ظهور أزمة المديونية التي عصفت بهذه الدول توجب عليها البحث عن طرق تمويلية جديدة لتمويل استثماراتها بعد امتناع الدول المتقدمة عن منحها قروض جديدة، فلجئت هذه الدول للاستفادة من التدفقات الخاصة بالتوجه نحو الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمارات الأجنبية في المحفظة، إلى ما يعرف ب: الأسواق الأوراق المالية الناشئة.

لتنمکن هذه الأسواق الأوراق المالية الناشئة من منافسة الأسواق المتقدمة من خلال ارتباط نموها بحجم التدفقات الرأسمالية الوافد إليها عبر الحدود، لذا توجب عليها فتح أسواقها وتحريرها من كافة القيود واحداث تحرير مالي الذي تم تطبيقه لفرز ما يعرف بالعملة المالية. من هنا سنقوم بإجراء دراسة حول الأسواق الأوراق المالية الناشئة ومقارنتها بعض الأسواق الأوراق المالية المتقدمة.

1 إشكالية الدراسة:

في ضوء ما سبق فإن هذا البحث يسعى إلى معالجة الإشكالية الرئيسية التالية:

ما هي الأسواق الأوراق المالية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية؟

وللإجابة على الإشكالية الرئيسية قسمنا البحث ل:

2 هيكـل الدراسة:

أولاً: مفهوم الأسواق الأوراق المالية؛

ثانياً: مفهوم الأسواق الأوراق المالية الناشئة؛

ثالثاً: مزايا الأسواق الأوراق المالية الناشئة ومخاطر الاستثمار فيها؛

أولاً/ مفهوم الأسواق الأوراق المالية

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد. كسوق الأسهم والسندات، وسوق رأس المال، والسوق المالية عندما تذكر دون تحديد، ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية أسم: (بورصة الأوراق المالية).

I. تعريف سوق الأوراق المالية (The Definition of the Stock Market):

لقد تعددت تعريفات أسواق الأوراق المالية ولعل من أبرزها هذه التعاريف:

أ- كما يطلق في بعض الأحيان على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة، ويطلق عليها أيضاً بالسوق المالية إذا سميت بدون تحديد، وفي هذه الحالة تكون السوق المالية بصدد مفهومها الضيق. وتتكون سوق الأوراق المالية من سوقين رئيسيين هما السوق الأولية والسوق الثانوية، بحيث لا تقل درجة أهمية الأولى عن الثانية. فضلاً عن هذه الأهمية فإن كلاهما يقومان بوظائف اقتصادية ترمي إلى حشد المدخرات، ثم ضخها في التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى¹.

ب- سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع من الأوراق أو لأصل مالي معين².

ث- هي سوق مستثمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية. يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال. والسماسرة. ومساعدوهم؛ للتعامل في الأوراق المالية وفقاً لنظم ولوائح محددة³.

ث- تعرف سوق الأوراق المالية بأنها سوق منظمة تجري فيها المعاملات على الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في هذه السوق، وذلك بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعامل. ولا بد أن يلتزم هؤلاء

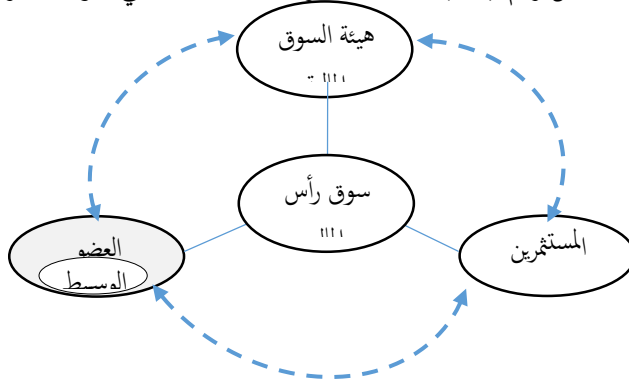
المتعاملون في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها. وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح⁴.

ج- هي سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار، والناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار. تنعقد جلساتها في المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين⁵.

ح- هي سوق منظمة لرأس المال، يتولى إدارتها والإشراف عليها مجلس إدارة يضع لها القواعد التي يجب أن يحترمها المتعاملون فيها...

لذا يتشكل أي سوق مالي منظم من أربعة جهات رئيسية تمثل في مجموعها الأطراف ذات العلاقة بالسوق. وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (01): الجهات الرئيسية المتعاملة في سوق الأوراق المالية⁶



المصدر: المادة التحضيرية، الدورة التحضيرية لأختبار تداول، المعهد المصرفي التداول، مؤسسة النقد العربي السعودي- العربية السعودية، الإصدار: 03، 10/03/2007، ص: 45.

II. خصائص سوق الأوراق المالية:

هناك عدد من الخصائص التي تتميز بيها أسواق الأوراق المالية عن باقي الأسواق الأخرى

منها:⁷

1. سوق الأوراق المالية يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على لأجل طويل⁸.
2. سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذا السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
3. الاستثمار في رؤوس الأموال يعتبر عائداً ويهتم المستثمرين بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة والأرباح الموزعة والمخاطرة التي يتعرض لها رأس المال.
4. الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الاستثمار السوق النقدي لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، مما يحتمل مخاطرة سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة.
5. يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوي، يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه كي يتم تنشيط الاستثمار فيه وكذلك توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل مما يزيد سرعة تداولها.
6. التداول في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة، وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
7. التداول في سوق الأوراق المالية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
8. سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت⁹.
9. سوق الأوراق المالية ترتبط الأوراق المالية طويلة الاجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى اموال تسدد على أمد طويل.
10. الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر

سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً.

11. الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذو عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

ثانياً/ مفهوم الأسواق المالية الناشئة

لقد ظهر كلمة الأسواق الناشئة في أدبيات الاستثمار العالمي حديثاً، ففي أوائل الستينات من القرن الماضي كان لفظ الدول المتخلفة Underdeveloped مازال يستخدم. في حين كانت ألفاظ "الدول النامية" أو دول الجنوب أو دول العالم الثالث آخذة في الظهور كبديل أكثر ملائمة¹⁰، وقد استعمل مصطلح "اقتصاد السوق الناشئة" أولاً من قبل "Antoine Willem van Agtmael"¹¹ وهو خبير اقتصادي هولندي في مؤسسة التمويل الدولية (International Financial Corpo) التابعة للبنك الدولي في عام 1981، للحديث عن البلدان النامية التي تتيح فرصاً للمستثمرين¹².

I. تعريف الأسواق المالية الناشئة

يطلق مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة "Emerging Stock Markets" ويعرف بأنها أسواق الأوراق المالية التي هي في مرحلة انتقالية، وتتميز بزيادة الحجم، والنشاط أو مستوى التطور¹³، أي الأسواق التي تتصف بمعدل نمو مرتفع في قيمة التداول أو في القيمة السوقية للأسهم (رسملة السوق) ولكن تبقى نسبة هذه المؤشرات إلى الدخل الوطني الإجمالي محددة ولاسيما عند مقارنتها مع مثيلاتها في الأسواق المالية المتطورة. وهناك تعريف آخر ينسب السوق الناشئة إلى البلد الذي لا يعتبر كدولة صناعية متقدمة بعد، إلا أنه في طريق التطور، ويملك فيه الجمهور حصة كبيرة من ملكية الشركات والتداول في عدد كاف منها لجذب الاهتمام بالاستثمار.¹⁴

ويشير قاموس صندوق النقد الدولي "Glossary of Selected Financial Terms" للأسواق رأس المال في البلدان النامية التي حررت نظمها المالية لتعزيز تدفقات رؤوس الأموال مع غير المقيمين، وهي متاحة على نطاق واسع للمستثمرين الأجانب¹⁵.

فمثلاً تصنيف الأسواق كناشئة حسب شركة إذا توفر فيها أحد الرطين التاليين على الأقل:

- أن تكون تنتمي لاقتصاد ذو دخل متوسط او منخفض حسب تعريف البنك الدولي؛
 - ان تكون رأس مال السوق القابل للاستثمار منخفض مقارنة بالناتج المحلي الخام.
- كما تعريف مؤسسة التمويل الدولية، حيث تعرفها على أنها سوق أسهم وقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد اقل من 8955 دولار في عام 1994 وهو الحد الأدنى الذي حدده البنك الدولي لتحديد البلدان ذات الدخل المرتفع.¹⁶ وانطلاقاً من هذا التعريف وضعت هذه المؤسسة قائمة للأسواق المالية الناشئة حسب المجموعات الإقليمية يمكن إدراجها ضمن الجدول التالي:
- جدول رقم (01): قائمة الأسواق المالية الناشئة حسب تصنيف مورغان ستانلي كابيتال انترناشيونال
172017.

MSCI ACWI & FRONTIER MARKETS INDEX										
MSCI ACWI INDEX						MSCI EMERGING & FRONTIER MARKETS INDEX				
MSCI WORLD INDEX			MSCI EMERGING MARKETS INDEX			MSCI FRONTIER MARKETS INDEX				
DEVELOPED MARKETS			EMERGING MARKETS			FRONTIER MARKETS				
Americas	Europe & Middle East	Pacific	Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia	Americas	Europe & CIS	Africa	Middle East	Asia
Canada United States	Austria Belgium Denmark Finland France Germany Ireland Israel Italy Netherlands Norway Portugal Spain Sweden Switzerland United Kingdom	Australia Hong Kong Japan New Zealand Singapore	Brazil Chile Colombia Mexico Peru	Czech Republic Egypt Greece Hungary Poland Qatar Russia South Africa Turkey United Arab Emirates	China India Indonesia Korea Malaysia Pakistan Philippines Taiwan Thailand	Argentina Croatia Estonia Lithuania Kazakhstan Romania Serbia Slovenia	Kenya Morocco Nigeria Tunisia WAEMU	Bahrain Jordan Kuwait Lebanon Oman	Bangladesh Sri Lanka Vietnam	
MSCI STANDALONE MARKET INDEXES ¹										
				Saudi Arabia		Jamaica Panama ² Trinidad & Tobago	Bosnia Herzegovina Bulgaria Ukraine	Botswana Ghana Zimbabwe	Palestine	

Source : <https://www.msci.com/market-classification>

إن تقييم أداء الأسواق المالية سواء الناشئة أو المتقدمة يستدعي وجود بعض المؤشرات التي تستعمل في تحليل البيانات وجعلها معلومات يمكن الاستفادة منها، يمكن من خلالها الحكم على طبيعة السوق المالية الناشئة ومستوى تطورها. فالعديد من الهيئات لها تعريفات وقوائم للبلدان كأسواق ناشئة، والتي يعتمد عليها المشاركون في الأسواق، ونجد بصفة خاصة المؤشرات التي تقدمها مؤسسات تحليل البيانات حول اقتصاديات الأسواق الناشئة ويقومون بتصنيفها وفق طرق معينة.

جدول رقم (02): تصنيف الأسواق المالية العالمية

الأسواق	أمريكا	أوروبا	آسيا الأوسط	والشرق إفريقيا	المجموع
المتقدمة	02	18	05	00	25
الناشئة	05	05	10	03	23
الحدودية	05	09	11	08	33
المجموع	12	32	26	11	81

جدول رقم (03): تصنيف الأسواق المالية الناشئة حسب بعض مؤسسات التحليل (2014) 18 19

الدول	مورغان انترناشيونال	ستانلي كايتال	فايننشال تايمز	ستاندرد آند بورز	داو جونز
	MSCI	FTSE	S&P	Jones	
البرازيل	√	√	√	√	√
الشيبي	√	√	√	√	√
الصين	√	√	√	√	√
كولومبيا	√	√	√	√	√
التشيك	√	√	√	√	√
المجر	√	√	√	√	√
مصر	√	√	√	√	√
اليونان	√	√	√	√	√
الهند	√	√	√	√	√
اندونيسيا	√	√	√	√	√
كوريا الجنوبية	√	√	√	√	√
ماليزيا	√	√	√	√	√
المكسيك	√	√	√	√	√
البيرو	√	√	√	√	√
الفلبين	√	√	√	√	√
بولندا	√	√	√	√	√
قطر	√	√	√	√	√

✓	✓	✓	✓	روسيا
✓	✓	✓	✓	جنوب إفريقيا
	✓	✓	✓	تايبوان
✓	✓	✓	✓	تايلاند
✓	✓	✓	✓	تركيا
	✓	✓	✓	الامارات العربية
✓				المغرب
		✓	✓	باكستان
19	23	23	24	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث بناء على المراجع التالية:

- MSCI Country Classification Standard, 2017, <https://www.msci.com/market-classification>
- Research FTSE Russell, "**FTSE Country Classification Process**", March 2017, p: 09.
http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Country_Classification_Paper.pdf
- S&P Dow Jones Indices A Divinsion of S&P Global : "**S&P Global BMI, S&P/IFCI Methodology**", August 2017, p: 23.
<https://us.spindices.com/documents/methodologies/methodology-sp-global-bmi-sp-ifci-indices.pdf>

لقد تميزت الاقتصاديات الناشئة بالتميز الكبير منذ انطلاقتها في عمليات الانفتاح الاقتصادي، التجاري والمالي، حيث عرفت معدلات نمو مرتفعة من وجهة نظر اقتصادية ومعدلات عوائد معتبرة من وجهة نظر استثمارية، وعلى الرغم من تباينها الواضح وقلة تجانسها إلا أنها استطاعت تغيير شكل الخريطة المالية للعالم والتأثير على قرارات الاستثمار الدولي. وعموما فإن الأسواق الناشئة تتميز بصغر حجمها وارتفاع درجة تركيزها وتطورها السريع، ولكنها تعاني بشكل كبير من تذبذب كبير مقارنة مع الأسواق المتقدمة، ما يؤدي إلى عدم استقرارها وزيادة تعرضها للأزمات، وهذا التذبذب المرتبط أساسا بطبيعة السوق المالية في حد ذاتها، يزداد عمقا بازدياد تحرير العمليات المالية في الأسواق.²⁰

II. أسباب نمو الأسواق المالية الناشئة:

- إن نمو البورصات الناشئة لم يكن وليد الصدفة بل سببه عدة عوامل هي كالتالي:²¹
- حوصصة الشركات؛
 - زيادة قاعدة الاستثمار الخارجي الأجنبي والمحلي؛
 - نظم التسوية والمقاصة أصبحت أكثر كفاءة؛
 - زيادة عدد المصدرين للأوراق المالية في هذ البورصات؛
 - تنوع الأوراق المالية التي تطرحها الشركات؛
 - تحسين الإطار التنظيمي المتمثل في إصدار قوانين للأوراق المالية تتناسب مع البيئة العالمية؛
 - استقلال الهيئات المشرفة على البورصة والمنظمة لها.

ثالثاً/ مزايا وخصائص الأسواق المالية الناشئة

I. مزايا الأسواق الأوراق المالية الناشئة ومخاطر الاستثمار فيها

تعكس الاسعار المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية المتداولة في السوق، غير أن الاختلاف ينحصر في نوعية المعلومات التي يمكن لتلك الأسعار أن تعكسها. ومن هذا المنظور، أصبحت قضية الحصول على المعلومات بشتى أصنافها، وحرية تداولها ومصداقيتها ودقتها من القضايا الملحة على رجال الأعمال والمستثمرين في سوق الأوراق المالية.

1) - عوامل المساعدة في جذب الاستثمار في الأسواق الأوراق المالية الناشئة (عوامل الجذب والدفع):

يتسم النظام العالمي الجديد في ظل العولمة وتحرير التجارة الدولية وحرية انتقال رؤوس الأموال بزيادة حجم الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر. وتسعى الدول بكل السبل لخلق بيئة أكثر ملاءمة للاستثمارات مع ضرورة مراعاة متطلبات التنمية لديها وإقرار السياسات التي من شأنها تحقيق أقصى منفعة من هذه الاستثمارات وتجنب السلبيات الناجمة عنها. ومع بداية التسعينيات من القرن العشرين حدثت طفرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة. فعلى سبيل المثال ارتفع حجم الاستثمارات الأجنبية في الخارج خلال النصف الأول. من تسعينيات القرن الماضي بأكثر من 25 مرة بالمقارنة بشمانينيات وبالنظر إلى التوزع الجغرافي لتدفق هذه الاستثمارات إلى الأسواق

الناشئة نجد أنها تنوعت، فكما أوضحت الدراسة المعدة بمعرفة البنك الدولي أن هناك تركيزاً لتلك التدفقات في منطقتي آسيا وأمريكا اللاتينية، حيث فاز نصيب إقليم شرق آسيا وجنوب آسيا بنصيب الأسد من إجمالي التدفقات خلال الفترة من 1990-1996 إذ بلغ نحو 46.5% في المتوسط من صافي التدفقات، أما نصيب أمريكا اللاتينية فكان نحو 32.6%، ونحو 19% إلى إقليم وسط آسيا وأوروبا، بينما كان نصيب إقليم الشرق الأوسط وأفريقياً ضئيلاً حيث لم يمثل سوى 1.6%. كما أوضحت الدراسة تنوع تركيز هذه الاستثمارات أيضاً على مستوى الدول، فكانت في الصدارة التدفقات الموجهة إلى المكسيك والبرازيل وإندونيسيا وتايلاند والصين وكوريا الجنوبية في إقليم آسيا، ثم احتلت دول جنوب آسيا ووسطها المرتبة التالية، في حين استمرت دول الشرق الأوسط في مرتبة متأخرة وتراجع تدفق الاستثمار إلى دول أفريقيا. ونجد أن تنوع حجم الاستثمارات الأجنبية في الأسواق الناشئة يرجع إلى عوامل الجذب والطرده لهذا النوع من الاستثمارات في أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة والتي يمكن عرضها فيما يلي:

أ - عوامل الدفع:

ويقصد بها العوامل الخارجية التي حدثت في البيئة الاقتصادية العالمية ومنها:

1- الاستفادة من مزايا التنوع الدولي: من المعلوم أنه كلما زاد حجم محفظة الأوراق المالية (درجة التنوع بها) أدى ذلك إلى انخفاض المخاطرة الكلية؛ من هنا تظهر أهمية مفهوم جديد هو التنوع الدولي، الذي غالباً ما يتحكم من خلاله المستثمر الأجنبي في المخاطر السوقية عن طريق تضمين المحفظة الاستثمارية الخاصة به لأصول مالية لمنشآت تمارس نشاطها في دول مختلفة.

2- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية: انخفضت، على سبيل معدلات الفائدة في البنوك الفيدرالية الأمريكية في الولايات المتحدة من 9.8% في نيسان/أبريل 1989 إلى 2.9% في تشرين الثاني/نوفمبر، 1992 وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية ذات العائد المرتفع على الاستثمار في الأوراق المالية، وقد مثلت الأسواق الناشئة مصدر جذب لكثير من هذه الاستثمارات نظراً إلى ما تتمتع به من قدرة على تحقيق مكاسب مرتفعة.

ب - عوامل الجذب:

ويقصد بها العوامل الداخلية المتعلقة بالهيكل الاقتصادي لهذه الدول والمتمثلة بـ:
 (1) ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: يعتبر تحقيق معدلات نمو مرتفعة في حجم الناتج القومي في بعض الدول النامية ذا تأثير إيجابي في سوق الأوراق المالية بما حيث يبعث على التفاؤل في المستقبل بما يزيد حركة التعامل فيها. ويشير تقرير لصندوق النقد الدولي إلى أن الأسواق الناشئة تحقق أداءً أفضل من الأسواق المتقدمة بسبب معدلات النمو الاقتصادي الأعلى، وقد حققت بعض هذه الأسواق عائداً على الاستثمار أعلى من أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، ويتوقع أن يستمر هذا الاتجاه مستقبلاً وأن يتعدى العائد المتوقع للاستثمار في أسهم الأسواق الناشئة لمثيله في الأسواق المتقدمة.

(2) استقرار سعر الصرف: من المعروف أن تقلبات سعر الصرف تؤثر سلباً في تدفق رأس المال الأجنبي إلى الدول النامية. حيث تتأثر تعاملات الأجانب بمدى استقرار أسعار الصرف في مختلف الدول، وقد عملت عدة دول ناشئة على استقرار أسعار صرف عملتها مقابل العملات الأخرى من أجل جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية إلى هذه الأسواق في إطار سياسات التثبيت والتكيف الهيكلي.

(3) اتباع سياسة الخصخصة: يعد وجود سوق نشطة للأوراق المالية مطلباً أساسياً لنجاح ودعم أساليب الخصخصة المتبعة لجذب المدخرات المحلية والأجنبية، وهذا الاتجاه نحو القطاع الخاص يعمل على تنشيط سوق الأوراق المالية. ولذلك فإن العلاقة بين سياسة الخصخصة ووجود سوق نشطة للأوراق المالية هي علاقة تبادلية.

4/ المخاطر المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية في المحفظة:

يرى بعض الاقتصاديين أن هناك بعض المخاطر التي ترتبط بالاستثمارات الأجنبية بمحفظة الأوراق المالية وبخاصة إن كانت تلك التدفقات قصيرة الأجل وشديدة التقلب ما قد يؤدي إلى الإضرار باستقرار الاقتصاد الكلي عند دخولها وكذلك عند خروجها.

بناء على ذلك فإنه يمكن تقسيم المشكلات المرتبطة بتدفق الاستثمارات الأجنبية في المحفظة

إلى ما يلي:

أ. حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال للاستثمار بالمحفظة:

عندما تتدفق هذه الاستثمارات إلى الداخل بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ فتؤدي إلى:

- ارتفاع في سعر العملة الوطنية (نتيجة زيادة الطلب عليها) الأمر الذي يضر بالصادرات ويزيد الواردات فيزداد العجز في الميزان التجاري
- التوسع في حجم الأصول المالية المحلية وزيادة في الطلب على السلع المحلية، وما قد ينتج من ذلك من زيادة في معدلات التضخم.
- تبعاً لنظام سعر الصرف السائد فإن أسعار الفائدة المحلية سوف تتذبذب فتتخفف (في حالة سعر الصرف الثابت) و/أو أن ترتفع (في حالة سعر الصرف الموعوم) فتؤدي إلى عرقلة إصلاحات التجارة وتدهور القدرة التنافسية للدولة، وبالتالي فإن احتمال تفاقم حالة عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ستجعل تدفقات رؤوس الأموال نفسها غير مستقرة أيضاً. كل هذه التحركات في الأسعار يمكن أن تكون مصدرًا هاماً لعدم اليقين الذي يمنع المستثمرين (الأجانب والمحليين) من الاستثمار، ويمكن في الوقت نفسه أن تضر بالاقتصاد في مجموعه إذا كانت التقلبات في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف واسعة للغاية.

ب. حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية:

أي احتمال أن يتخذ المستثمرون الأجانب قراراً مفاجئاً بمغادرة البلد الذي يستثمرون فيه، ما قد يكون له ضرر بالغ من حيث إحداث تقلب كبير في أسعار الصرف أو الارتفاع في أسعار الفائدة أو كليهما.

ويمكن تقسيم أسباب خروج رؤوس الأموال الأجنبية إلى الحالتين الآتيتين:

- حالة ما إذا كانت التدفقات مؤقتة من نوع الأموال الساخنة وهذا النوع من التدفقات يكون الدافع إلى اجتذابه عادة إما وجود اختلالات في السوق أو خطأ في السياسات يؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية. كأن يقوم البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة المحلية بشكل يؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية.

- حالة خروج بسبب صدمة سلبية كتطور سياسي غير متوقع أو انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية أو الزيادة في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية أو التغيير في الضرائب التي تفرضها الدول على حيازة المستثمرين الأجانب للأصول المالية المحلية، ما يؤثر سلباً في العائد من هذه الأصول المالية.

وفي كلتا الحالتين سيكون ذلك دافعا للمستثمر الأجنبي لأن يحول أمواله إلى خارج البلد، وسيكون رد فعله المبدئي بيع حيازته من الأوراق المالية المحلية ما يؤدي إلى انخفاض أسعارها وبالتالي انخفاض في المؤشر العام للبورصة، ويشترى بعائدها عملة أجنبية وهو ما يؤدي أيضاً إلى ضغوط على نظام سعر. الصرف وربما إلى انخفاض في سعر العملة المحلية أو ارتفاع في سعر الفائدة المحلية أو كليهما. وعندما تخرج تلك الاستثمارات على نحو مفاجئ، فإنها تؤدي إلى: انخفاض سعر صرف العملة الوطنية، وتدهور أسعار الأصول العقارية والمالية، وتدهور معدلات الربح، وتزايد العجز في ميزان المدفوعات، وفقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلية، واستنزاف الاحتياطيات الدولية للبلد، وبخاصة إذا حاول البنك المركزي أن يدافع عن سعر صرف العملة الوطنية مع وجود ضغوط قوية لتدهور قيمة العملة.

ج. مخاطر العملات:

يتضمن الاستثمار في السوق الناشئة أصولاً مقيمة بعملة أجنبية معرضة لتذبذب أسعارها، فإذا ما انخفضت قيمة تلك العملة فإن ذلك يعني عائداً أقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر ومن ثم انخفاض تدفقات رأس المال للداخل. حتى مع ارتفاع قيمة العملة الأساسية للمستثمرين الأجانب فقد يخلق عائداً غير متوقع يدفع المستثمرين الأجانب إلى تحويل أموالهم إلى خارج البلاد، أو قد يؤدي إلى قيام هؤلاء المستثمرين الأجانب ببيع الأصول المحلية التي يملكونها لشراء العملة الأجنبية. وفي هذه الحالة إذا عجز البنك المركزي عن اتخاذ الخطوات اللازمة لتلاشي تلك الآثار ً نظراً إلى انخفاض مستوى الاحتياطيات الأجنبية لديه فقد يترتب على ذلك اختلال في ميزان المدفوعات، وتصبح تلك التقلبات في أسعار الصرف مصدراً خطيراً لعدم التأكد وهو أمر يعوق أيضاً الاستثمار الأجنبي. ونجد أن مثل هذه المخاطر تتزايد في كثير من الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي ووجود معدلات مرتفعة من التضخم المحلي، بحيث تنخفض قيمة العملة، وعندما تتزامن المستويات المرتفعة من التضخم مع الانخفاض في مؤشر السوق يحصل تآكل شديد لحفظة المستثمرين.

2) - مخاطر الاستثمار في الأسواق الأوراق المالية الناشئة²²:

رغم أن أسواق الأوراق المالية الناشئة لها أهمية كبيرة في التنمية الاقتصادية لهذه الدول، غلا أنها تحمل معها مخاطر قد تؤثر على الاقتصاديات الدول النامية.

1- انخفاض قيمة العملة: قد يحدث انخفاض في قيمة العملة ربما نتيجة مضاربة مصرفية أو نقدية يقوم بها الأجانب، أو قد تكون نتيجة لانخفاض في أسعار بعض سلع التصدير الرئيسية أو ارتفاع في بعض أسعار سلع الاستيراد الرئيسية، وهو ما يترتب عليه انخفاض في تدفقات رأس المال إلى الداخل ويؤدي ذلك الأمر إلى دفع المستثمرين في أسواق رأس المال إلى تحويل أموالهم خارج البلاد وقد يؤدي إلى قيام المستثمرين ببيع الأصول المحلية التي يملكونها ويشترىون بحصيلتها عملة أجنبية.

وفي حالة إذا عجز البنك المركزي عن اتخاذ الخطوات اللازمة لتلاشي تلك الآثار، نظراً لانخفاض مستوى الاحتياطات الأجنبية فقد يترتب على ذلك اختلال في ميزان المدفوعات وتصبح تلك التقلبات في أسعار الصرف مصدراً خطراً لعدم التأكد، مما يعوق الاستثمار الأجنبي والمحلي.

2- ارتفاع أسعار الفائدة العالمية: تثير الزيادة في أسعار الفائدة في البلدان الصناعية احتمال وقوع أزمة مصرفية في البلدان النامية وذلك لعدة أسباب من أهمها:

- يتعين على المصارف في البلدان النامية أن ترفع أسعار فائدها حتى تحافظ على استثمارات مستثمرين البلدان الصناعية الذين يستطيعون تحقيق عوائد أعلى في بلدانهم حينئذ، ويتم تحميل التكاليف على عاتق المقترضين المحليين، مما يزيد من احتمالات الاعسار.

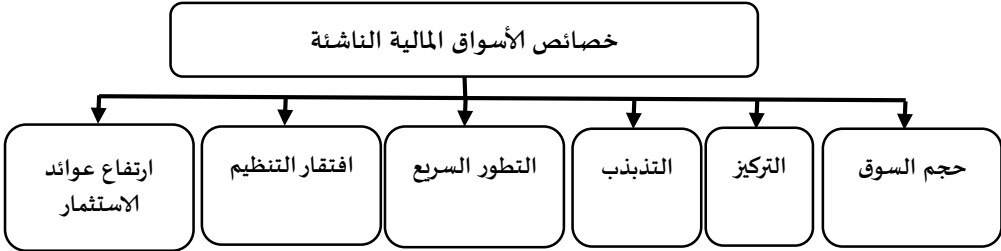
- تقتصر شركات كثيرة في البلدان الناشئة من مصارف خارج البلد وعندما يكون هذا الاقتراض واسع الانتشار، فإن الزيادات في أسعار الفائدة في البلدان الصناعية تخلق أزمة للاقتصاد الكلي حيث تترك الشركات عاجزة عن سداد قروضها للمصارف المحلية علاوة على المصارف الأجنبية، ويؤدي الرفع في أسعار الفائدة في البلدان الصناعية إلى انخفاض قيمة أسعار الصرف في البلدان النامية، بحيث يحتاج المقترضون المحليون إلى مزيد من النقد المحلي لتسديد ديونهم بالنقد الأجنبي.

- يمكن أن تلحق هجمات المضاربة أضراراً جسيمة باستقرار النظام المصرفي للبلد النامي وتحدث هجمة المضاربة على نقد ما عندما يحول المودعون الأجانب والمحليون أموالهم فجأة من المصارف المحلية إلى نقد أجنبي، ونتيجة لذلك يواجه النظام المصرفي في كثير من الأحيان تدافعا على سحب الودائع، وتحدث هذه الهجمات نتيجة لتلقي المستثمرون معلومات تؤثر على جاذبية الإبقاء على أموالهم داخل البلد. إن حدوث أحد أو بعض هذه العوامل تدفع المستثمرين إلى تحويل أموالهم خارج البلاد وبيع الأصول المحلية التي يملكونها ليشتروا بحصيلتها عملة أجنبية، وهو ما يؤدي إلى انخفاض مؤشر الأسعار الأسواق الأوراق المالية.

II. خصائص الأسواق المالية الناشئة

تتميز الأسواق المالية الناشئة بمجموعة من الخصائص يوضحها الشكل التالي:

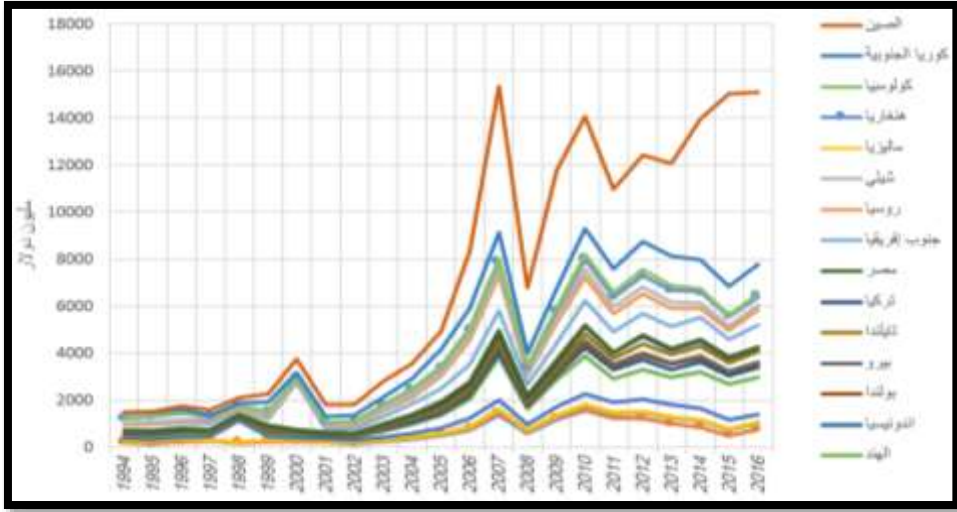
الشكل رقم (02): خصائص الأسواق المالية الناشئة



• حجم السوق : ويقاسه مؤشرين

1. الرسملة السوقية: يقصد بالرسملة السوقية القيمة السوقية لجميع الأصول المسجلة والمسعرة في البورصة، حيث تتغير الرسملة بتغير الأسعار في البورصة، الدخول أو الخروج من البورصة، الخوصصة، رفع رأس مال الشركة... إلخ.

الشكل رقم (03): تطور الرسملة السوقية في الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016



المصدر: من إعداد الباحث بناء على المراجع التالية: 23 24

- عروسي سميرة، أثر الأزمات المالية العالمية على الأسواق المالية الناشئة (2008-2011)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3 -الجزائر، (غير منشورة)، 2012/2013، ص: 49.
- قاعدة البيانات البنك الدولي، مؤشرات، الرسملة السوقية في الشركات المحلية، يوم السبت الموافق ل 2017/09/09 على الساعة: 20:55.

<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>

من الشكل السابق يتضح لدينا ارتفاع رسملة السوقية للأسواق المالية الناشئة خلال الفترة الممتدة من: 1994 بقيمة 3460.327 مليار دولار إلى 2007 بـ 17919.346 مليار دولار أي بـ 5 اضعاف في مجموع الأسواق، وتأتي الصين في المرتبة الأولى حيث تستحوذ على 34.74% من مجموع الرسملة السوقية لسنة 2007 تليها كل من الهند بـ 10.15%، روسيا بـ 8.38%، البرازيل بـ 7.64%، كوريا الجنوبية بـ 6.27% آخر نسبة فكانت للمغرب بنسبة 0.42%، ثم يحدث انخفاض كبير بسبب الأزمة المالية العالمية 2008 بما تعرف بأزمة الرهن العقاري، حيث نلاحظ انخيار رسملة الأسواق المالية الناشئة.

الجدول رقم (04): حجم الرسملة السوقية في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة لسنة 2016

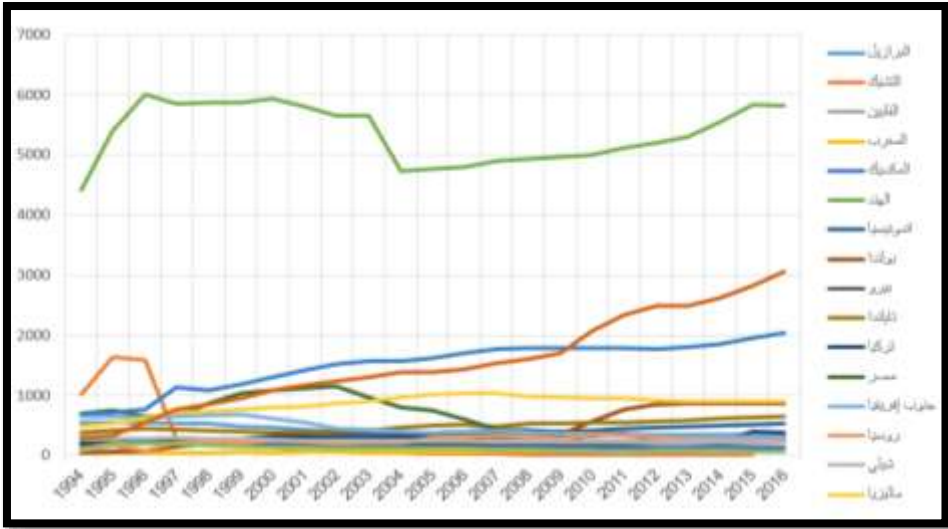
الدول المتقدمة	رسملة السوقية (بالمليار دولار)	الدول الناشئة	رسملة السوقية (بالمليار دولار)
الو . م . أ	27352.20	الصين	7320.73
أسبانيا	704.55	الهند	1566.68
هولندا	854.34	روسيا	622.05
اليابان	4955.22	البرازيل	758.55
ألمانيا	1716.04	مصر	33.323
فرنسا	2156.83	المغرب	57.57

المصدر: من إعداد الباحث من عدة مراجع سابقة

من الشكل السابق يتضح لدينا ان هناك اختلاف وتفاوت في حجم الرسملة السوقية بين الأسواق المالية المتقدمة والناشئة، ورغم ذلك الا ان هناك بعض الأسواق المالية الناشئة قد تتجاوز حجم الرسملة السوقية فيها الأسواق المالية المتقدمة فسوق الناشئ الصيني تجاوزت رسملة سوقية فيه 7320.73 مليار دولار ، في حين كل من سوق اسبانيا وفرنسا وهولندا وألمانيا قد سجلت على التوالي 704.55 مليار دولار، 2156.83 مليار دولار، 854.34 مليار دولار، 1716.04 مليار دولار، وعليه يمكن للأسواق الناشئة أن ترتفع فيها رسملة السوقية ما يفوق الأسواق المالية المتقدمة.

2. عدد الشركات المدرجة في السوق: يقصد به عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق أن هذا المؤشر يفقد تلك الدلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية أي قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيراً ولكن أجمالي السوقية لتلك الشركات صغيراً²⁵.

الشكل رقم (04): تطور عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016



المصدر: من إعداد الباحث بناء على المراجع التالية:

- عروسي سميرة، أثر الأزمات المالية العالمية على الأسواق المالية الناشئة (2008-2011)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3-الجزائر، (غير منشورة)، 2012/2013، ص: 49.
- قاعدة البيانات البنك الدولي، مؤشرات، الرسملة السوقية في الشركات المحلية، يوم السبت الموافق ل 2017/09/09 على الساعة: 20:55.

<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>

شهدت الأسواق المالية الناشئة ارتفاعا في عدد الشركات المدرجة، حيث كانت 12736 شركة مدرجة في مجمل الأسواق الناشئة خلال سنة 1994 لترتفع إلى 18360 شركة مدرجة بنهاية سنة 2016، حيث استحوذت سوق المالية الهندية على نسبة 31.699%، تليها كل من الصين وكوريا الجنوبية وماليزيا على التوالي بنسبة 16.623% و 11.105% و 04.863%. في حين كانت سوق كولومبيا في المرتبة الأخيرة بنسبة 0.370%.

الجدول رقم (05): عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة لسنة 2016

الدول المتقدمة	عدد الشركات المدرجة	الدول الناشئة	عدد الشركات المدرجة
الو . م . أ	4331	الصين	3052
أسبانيا	3480	الهند	5820
هولندا	103	كوريا الجنوبية	2039
اليابان	3535	ماليزيا	893
ألمانيا	531	مصر	251
فرنسا	485	المغرب	74

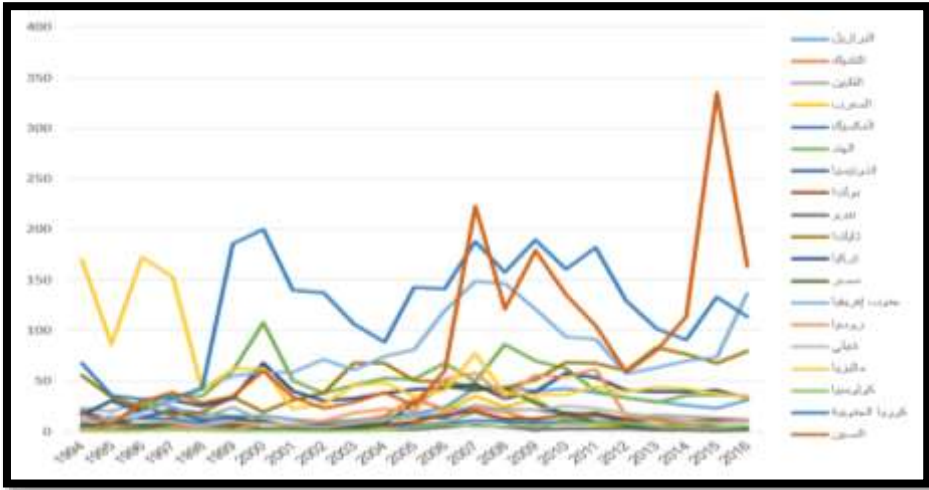
المصدر: من إعداد الباحث من عدة مراجع سابقة

نلاحظ من الجدول السابق يمكن لبعض الأسواق المالية الناشئة أن تتفوق على الأسواق المالية المتقدمة من حيث حجم عدد الشركات، فمثلا الهند، تفوقت على جميع الأسواق المالية المتقدمة لسنة 2016.

• **السيولة:** ويقصد بها سهولة بيع وشراء الأوراق المالية، وهناك مؤشران:

1- معدل التداول: وقياس التداول المنظم لأسم الشركات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. والشكل الموالي يوضح تطور معدل التداول في الأسواق المالية الناشئة (1994-2016)

الشكل رقم (05): تطور معدل التداول في الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016



المصدر: من إعداد الباحث بناء على المراجع التالية:

- عروسي سميرة، أثر الأزمات المالية العالمية على الأسواق المالية الناشئة (2008-2011)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3-الجزائر، (غير منشورة)، 2013/2012، ص: 49.
- قاعدة البيانات البنك الدولي، مؤشرات، الرسملة السوقية في الشركات المحلية، يوم السبت الموافق ل 2017/09/09 على الساعة: 20:55.

<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>

نلاحظ من الشكل السابق أن الأسواق المالية الناشئة عرفت ارتفاع في معدل التداول من 1994 إلى 2016، حيث كان اعلى معدل تداول في سوق الصين ب 163.36% تليها كل من جنوب إفريقيا و كوريا الجنوبية ب 19.50% و 16.21% على التوالي. في حين تحتل سوق مصر الناشئة على المرتبة الأخير ب 0.41%.

الجدول رقم (06): معدل التداول في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة لسنة 2016

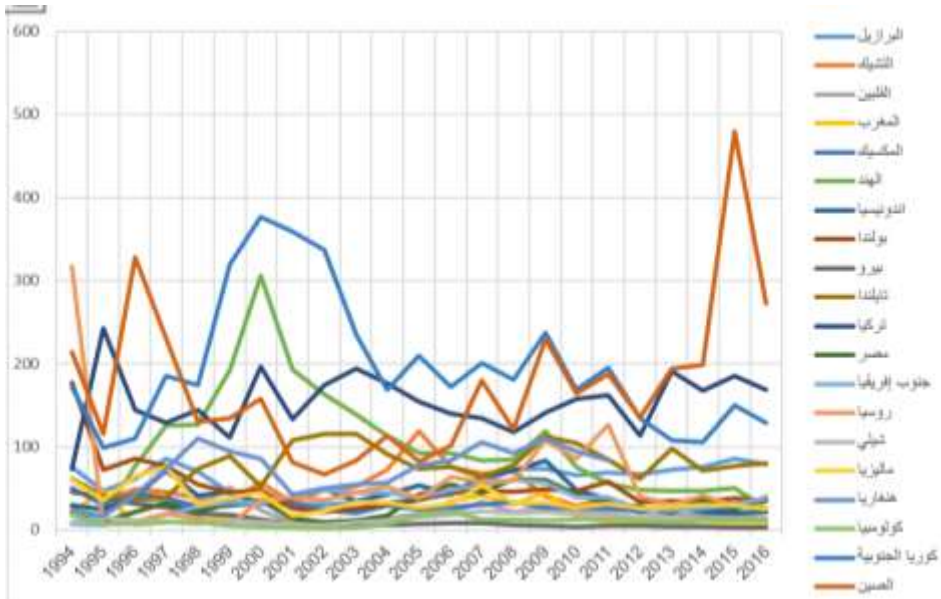
الدول المتقدمة	معدل التداول (%)	الدول الناشئة	معدل التداول (%)
الو . م . أ	226.56	الصين	163.36
أسبانيا	47.67	الهند	34.9
سويسرا	126.88	كوريا الجنوبية	113.43
اليابان	105.88	جنوب إفريقيا	136.49
ألمانيا	32.42	مصر	02.9
كندا	75.39	المغرب	03.13

المصدر: من إعداد الباحث من عدة مراجع سابقة

من خلال الجدول يتضح لدينا أن معظم الأسواق المالية الناشئة تسجل معدل تداول ضعيف مقارنة بالأسواق المالية المتقدمة، فمثلا كل من سوقي مصر والمغرب سجلتا 2.9 و 3.13 على التوالي في حين نجد سوق الو.م.أ قد سجل 226.56، باستثناء الأسواق الثلاثة الناشئة كل من الصين و جنوب إفريقيا وكوريا الجنوبية.

2- معدل الدوران: هو يعادل القيمة الكلية للأسهم المحلية المتداولة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية، وهو يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، حيث يستخدم معدل دوران السهم المرتفع كمؤشر إلى كثافة التداول في السوق الأوراق المالية، وإلى أن تكاليف اتمام الصفقات منخفضة. وجدير بالذكر أن القيمة السوقية العالية لا تعني بالضرورة أن سيولة السوق مرتفعة، ولذلك فإننا نحتاج إلى مؤشري حجم التداول، ومعدل دوران السهم لقياس السيولة، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم كلما دل على ارتفاع السيولة في سوق الأوراق المالية، واقترب أسعار الأسهم من السعر العادل، وكلما انخفض معدل الدوران، كلما دل على انخفاض السيولة في سوق الأوراق المالية، وابتعاد أسعار الأسهم عن السعر العادل.

الشكل رقم (06): تطور معدل الدوران في الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016



المصدر: من إعداد الباحث بناء على المراجع التالية:

- عروسي سميرة، أثر الأزمات المالية العالمية على الأسواق المالية الناشئة (2008-2011)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3-الجزائر، (غير منشورة)، 2012/2013، ص: 49.

- قاعدة البيانات البنك الدولي، مؤشرات، الرسملة السوقية في الشركات المحلية، يوم السبت الموافق لـ 2017/09/09 على الساعة: 20:55.

<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>

لقد عرفت الأسواق المالية الناشئة تزايد في معدل الدوران الأسهم منذو 1994 إلى غاية 2016، حيث سجلت سوق الصين أعلى نسبة لسنة 2016 بـ 26.36%. تليها كل من تركيا وكوريا الجنوبية بـ 16.36% و 12.51% على التوالي، في حين احتلت سوق البيرو المرتبة الأخير بـ 0.24%.

الجدول رقم (07): معدل الدوران في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة لسنة 2016

الدول المتقدمة	معدل الدوران (%)	الدول الناشئة	معدل الدوران (%)
الو. م. أ.	154.78	الصين	273.22
أسبانيا	97.83	الهند	168.59
سويسرا	60.69	كوريا الجنوبية	128.97
اليابان	116.81	تايلندا	80.92
ألمانيا	74.92	مصر	39.2
كندا	63.13	المغرب	6.26

المصدر: من أعداد الباحث من عدة مراجع سابقة

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن الأسواق المالية الناشئة تعاني من ضعف معدل الدوران الأسهم مقارنة بالأسواق المالية المتقدمة كل من الو.م.أ واليابان بـ 154.78% و 116.81% على التوالي. وهذا يدل على قوة نشاط الأسواق المالية المتقدمة، إلا أننا نستثني كل من الصين وتركيا وكوريا الجنوبية التي سجلت معدلات دوران مرتفعة. فيحين تبقى باقي الأسواق المالية الناشئة تعاني من ضعف معدلاتها.

● **التمركز:** في العديد من البلدان تسيطر بضعة شركات على السوق الأمر الذي يعني ارتفاع درجة التمركز في السوق. وتعد درجة التركيز المرتفعة أمراً غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على سيولة السوق. وتقاس درجة تركيز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق أو في قيمة التداول، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر هو ملاحظة مدى هيمنة الشركات الكبرى على رأس مال السوق، وبالتالي مدى تأثر السوق بالتغيرات في قيم أوراق هذه الشركات.²⁶

وتتميز أسواق أمريكا واليابان بانخفاض درجة التركيز، حيث كانت تمثل حصة أكبر عشر شركات في كل منهما 14.94% في سوق نيويورك و 18.19% في سوق طوكيو من رأس مال السوق خلال 2013. بينما ترتفع تلك النسبة في بعض الأسواق الناشئة كاليونان التي وصلت فيها هذه النسبة إلى 90.28% وكولومبيا إلى 77.80% تليها قطر وروسيا بنسبة 75.69% و 62.31% على التوالي خلال نفس الفترة. ويوضح الشكل التالي مؤشر درجة التركيز في بعض

الأسواق المالية الناشئة مقارنة بسوق نيويورك وطوكيو والذي تم حسابه على أساس نسبة القيمة السوقية لأكثر 10 شركات إلى إجمالي قيمة رأس المال السوقي

الشكل رقم (07): تطور معدل التداول في الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016



المصدر: بسبع عبد القادر، أثر السياسات النقدية والمالية على استقرار تنمية سوق الأوراق المالية في الدول الناشئة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: نقود مالية، جامعة الجزائر3 - الجزائر، (غير منشورة)، 2015/2016، ص: 197.

- **افتقارها للتنظيم:** تشهد الأسواق المالية الناشئة في معظمها سوء تنظيم وعدم الكفاءة في الإدارة، كونها أسواقا وجدت نتيجة ظروف اقتصادية ميزت البلدان المتواجدة فيها، ولم يتوخى في إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظمة للعمل فيها، بمعنى أن سلطات تلك الدول لم تولي أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجه عملها بما يحسن كفاءتها. وتتعلق الجوانب التنظيمية بالشروط الخاصة التي تقيد الشركات في هذه الأسواق، تكلفة الحصول ونشر المعلومات عن تلك الشركات، في الكيفيات التي تتم بها المعاملات في الأسواق من حيث فرض شروط تأديبية على جميع أعضائها والوسطاء فيها.²⁷
- **ارتفاع عوائد الاستثمار فيها:** تمثل الأسواق المالية الناشئة مركزا لاستقطاب الاستثمار الأجنبي، لاسيما من قبل المستثمرين في الأسواق المتقدمة لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق مقارنة بما يحققونه في الأسواق المتطورة.

• **التطور السريع:** تتميز الأسواق المالية الناشئة بنموها السريع، حيث تشهد ارتفاعاً متزايداً في عدد الشركات المدرجة بها، وما يتبعه من زيادة في حجم الأوراق المالية المتداولة فيها، ويعود ذلك إلى أن إنشاء تلك الأسواق يدخل في إطار عملية الخصخصة المتبعة من قبل تلك الدول، والتي تهدف أساساً إلى تغيير الطبيعة القانونية للشركات العمومية إلى شركات مساهمة مصدرة للأوراق المالية، مما يؤدي إلى تعزيز تلك الأسواق.

الخاتمة:

توصلنا في هذه الدراسة إلى فهم سوق الأوراق المالية الناشئة على أنها أحد اقتصاديات نامية تتميز بنمو في حجم وجودة أدواتها مقارنة بالأسواق الأخرى المتواجدة في الاقتصاديات النامية، ولا يقدر بالناشئة تلك التي تتميز بحدائتها فهناك أسواق مالية ناشئة تأسست منذ زمن طويل كسوق الهند سنة 1875. وأن هذه الأسواق تمتاز بجذب الاستثمارات الأجنبية بشقيها المباشر وغير مباشر، حيث تعتبر أداة لجذب العملة الصعبة من خلال رؤوس الأموال الشركات الأجنبية التي تنشط داخل سوق، والتي تبحث بدورها على فرص أفضل للاستثمارات مناسبة، من حيث العائد والأمان، وقد عرفت

كما أظهرت الدراسة على أن الأسواق المالية الناشئة قد تطورت كثيراً مقارنة بالسنوات العشرة الماضية، فقد أستقطب نسباً كبيرة من المدخرات الوطنية وكذا الأجنبية (بشقيها المباشر وغير مباشر والعربي والأجنبي)

رغم الأزمات المالية العالمية التي مرت بها الأسواق الأوراق المالية الناشئة منها أزمات الرهن العقاري 2008، والحروب منها العراق وما يعرب بالربيع العربي في سوريا واليمن... إلخ.

كما أظهرت المقارنة بين الأسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة أنه لا تعتبر الأسواق الأوراق المالية الناشئة كوحدة متجانسة حيث تتميز بتفاوت وتباين في حجم السوق (رسملة السوقية - عدد الشركات المدرجة) والسيولة (معدل التداول - معدل الدوران) حيث يظهر اختلاف في مستوياتها برغم من أنها تجتمع في خصائص أخرى منها افتقارها للتنظيم.

الهوامش والمراجع المستعملة:

- ¹ بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة- الجزائر، (غير منشورة)، 2011-2012، ص: 03.
- ² عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: «أسهم- سندات- وثائق الاستثمار- الخيارات»، الدار الجامعية طبع نشر توزيع، جامعة الإسكندرية-مصر، 2001، ص: 37.
- ³ عبد الله السلمي، التغيرات في المضاربات في بورصة الأوراق المالية توصية وحكمة، الدورة العشرون للمجتمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة 25-29 ديسمبر 2010، المملكة العربية السعودية، ص: 18.
- ⁴ عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وإرتباطها باقتصاد المعرفة، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول: اقتصاد الافتراضي والمعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان-الأردن، خلال الفترة: 16 و18 مارس 2005، ص: 04.
- ⁵ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة- مصر، 1996، ص: 27.
- ⁶ المادة التحضيرية، الدورة التحضيرية لأختبار تداول، المعهد المصري للتداول، مؤسسة النقد العربي السعودي- العربية السعودية، الإصدار: 03/10/2007، ص: 45.
- ⁷ دارين وشاح وشاح، دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المال، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في محاسبة والتمويل، كلية التجارة، قسم: محاسبة والتمويل، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية غزة- فلسطين، (غير منشورة)، 2009، ص: 16.
- ⁸ صالح أسامة على شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في تخصص محاسبة والتمويل، كلية التجارة، قسم: محاسبة والتمويل، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية غزة- فلسطين، (غير منشورة)، 2006، ص: 31.
- ⁹ جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 38.
- ¹⁰ بسبع عبد القادر، أثر السياسات النقدية والمالية على استقرار تنمية سوق الأوراق المالية في الدول الناشئة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: نقود مالية، جامعة الجزائر3- الجزائر، (غير منشورة)، 2015/2016، ص: 197.
- ¹¹ Zheng Han, «Managing Foreign Research and Development in the People's Republic of China: the new think-tank of the world», Chandos Publishing, Oxford-England, 2008, p: 31.
- ¹² Marcel Mbaloula, « La problematique de l'emergence economique des pays en voie de developpement », Revue Congolaise de Gestion Editions ICES, (Numéro 14), CAIRN. INFO, FRANCE, 2011, p: 110.
- ¹³ Zheng Han, «Managing Foreign Research and Development in the People's Republic of China: the new think-tank of the world», Chandos Publishing, Oxford-England, 2008, p: 31.

- ¹⁴ بسبع عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 198.
- ¹⁵ Emerging Markets Definitions, **IMF Glossary of Selected Financial Terms**: <http://www.imf.org/external/np/exr/glossary/showTerm.asp#97>
- ¹⁶ Monsieur Christian De Boissieu, Monsieur Alain Henriot, Madame Sandrine Rol, **Problématique des marchés émergents**, In: Revue économique, volume 49, n°1, 1998. pp. 27-49, Document généré le 29/05/2016, p: 28.
- ¹⁷ MSCI Country Classification Standard, 2017, <https://www.msci.com/market-classification>
- ¹⁸ Research FTSE Russell, "**FTSE Country Classification Process**", March 2017, p: 09. http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Country_Classification_Paper.pdf
- ¹⁹ S&P Dow Jones Indices A Division of S&P Global : "**S&P Global BMI, S&P/IFCI Methodology**", August 2017, p: 23. <https://us.spindices.com/documents/methodologies/methodology-sp-global-bmi-sp-ifici-indices.pdf>
- ²⁰ ساعد مرابط، أسماء بلميهور، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، المنتدى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و مخبر العلوم الاقتصادية و التسيير، يومي 21 -22 نوفمبر 2006، بسكرة- الجزائر، ص: 12.
- ²¹ زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: مالية واقتصاد دولي، جامعة الجزائر3 -الجزائر، (غير منشورة)، 2015/2016، ص: 197.
- ²² بو عبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، (غير منشورة)، 2013/2014، ص: 195-196.
- ²³ عروسي سميرة، أثر الأزمات المالية العالمية على الأسواق المالية الناشئة (2008-2011)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3 -الجزائر، (غير منشورة)، 2012/2013، ص: 49.
- ²⁴ قاعدة البيانات البنك الدولي، مؤشرات، الرسملة السوقية في الشركات المحلية، يوم السبت الموافق لـ 2017/09/09 على الساعة: 20:55.
- <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>
- ²⁵ اديب شندي قاسم، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة: سوق العراق للأوراق المالية، ورقة بحثية، مقدمة في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص مؤتمر الكلية، 00(00)، العراق، 2013.
- ²⁶ Asli Demirgüç-Kunt & Ross Levine, Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts, The World Bank economic review, Vol 10 N 2, 1996. P: 298.
- ²⁷ عروسي سميرة، مرجع سبق ذكره، ص: 54-55.