

## تحليل مؤشرات تنمية واستقرار أسواق الأوراق المالية الناشئة *The Analysis of Emerging Stock Markets Development and the stability Indicators*

صديقي مليكة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

جامعة الجزائر 3

الجزائر

[seddiki.malika@yahoo.fr](mailto:seddiki.malika@yahoo.fr)

بسبع عبد القادر

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

جامعة سيدي بلعباس

الجزائر

[ba-02@hotmail.com](mailto:ba-02@hotmail.com)

### ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على أحد الجوانب الهامة من النظام المالي العالمي، والمتعلق بالأسواق المالية الناشئة. إذ تهم بوضع مفهوم دقيق لهذه الأسواق، وذلك بالتطرق إلى مختلف التصنيفات الدولية المعتمدة في تقسيم الأسواق المالية العالمية، وبشكل خاص تم الاعتماد على التصنيف المتقدم من طرف مؤشر مورغان ستانلي MSCI للأسواق الناشئة، والذي تعكس منهجية حسابه وجهات نظر وممارسات مجتمع الاستثمار الدولي من خلال العمل على إيجاد التوازن بين تطورات اقتصاد الدولة وإمكانية الوصول إلى سوقها مع الحفاظ على استقرار المؤشر. وتم تحليل مختلف التطورات التي عرفت الأسواق المالية الناشئة المدرجة ضمن هذا المؤشر ومقارنتها ببعض الأسواق المتقدمة. توصلت نتائج الدراسة إلى أهمية وزن وأداء الأسواق الناشئة ضمن مؤشرا أداء وتطور محافظ الاستثمار الدولية والأسواق المالية الدولية والاقتصاد العالمي.

**الكلمات المفتاحية:** الأسواق الناشئة، التصنيف الدولي للأسواق المالية، مؤشرات الأداء.

### Abstract:

This study aims to shed light on Emerging Stock Markets, one of the important aspects of the global financial system, by develop a definition for this markets, and analysis the various international classifications adopted by the concerned organizations. We adopted Morgan Stanley Capital International Index (MSCI Index) in the analysis of development of Emerging Stock Markets. The study results show the weight of the emerging markets in development of international investment portfolios, international financial markets and the global economy.

**Key words:** Emerging Stock Markets, international financial markets classifications, Performance indicators.

## تمهيد

تحتل الأسواق المالية موقع الصدارة ضمن قائمة الاهتمامات الدولية، خاصة في ظل التطورات التي حصلت في مجال العولمة وهيمنة القطاع المالي على جوانب واسعة من العلاقات الاقتصادية المحلية والدولية، أدت إلى زيادة تكامل واندماج اقتصادات البلدان وتوثيق ارتباطاتها بالاقتصاد الرأسمالي العالمي، من خلال تبادل وتداول الأصول النقدية والمالية، كما أصبحت الأسواق المالية العالمية الأداة الأكثر ربطاً بين دول العالم نظراً لنوع المعاملات التي تشتمل عليها كل من أسواق العملات والقروض وكذا الأوراق المالية من أسهم وسندات، حيث ارتفعت قيمة الأوراق المالية المدرجة بأسواق الأوراق المالية العالمية أو ما يعرف برأس المال السوقي من 34 تريليون دولار بعد الأزمة المالية العالمية 2008 إلى 69 تريليون دولار في عام 2015 ما يمثل 89% من الناتج المحلي العالمي، وهذا ما يدل على الأهمية التي تلعبها هذه الأسواق ضمن الاقتصاد العالمي.

شهدت بعض الدول النامية في السنوات الأخيرة تطورات عميقة وسريعة في أسواقها المالية، تمثلت في انفتاح هذه الأسواق وتحريرها من القيود والسعي لاستيعاب المستجندات في الأدوات والمؤسسات المالية، بالتركيز على خلق إطار قانوني ومؤسسي ومالي يساهم في زيادة حجم وفعالية المدخرات المحلية وزيادة الاستثمارات الأجنبية في آن واحد. وبالتالي العمل على زيادة جاذبية أسواقها وقدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية واجتذاب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وهذا ما تترتب عليه ظهور مفهوم الأسواق المالية الناشئة Emerging Stock Markets.

جذبت هذه الأسواق اهتمام المستثمرين والمحللين الماليين الدوليين، لما تميزت به من خصائص جعلتها محط أنظار للجميع خاصة من حيث العوائد التي تدرها على المستثمرين الأجانب ومستثمري المحفظة المالية. فقد أثبتت التجارب أن تلك الأسواق تمثل فرصاً استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول. إذ بلغ نصيب هذه الأسواق خلال 2015 نحو 23.35% من القيمة الإجمالية لرأس مال أسواق الأوراق المالية على الصعيد العالمي.

## إشكالية البحث:

ونتيجة للروابط القوية بين سوق الأوراق المالية والأداء الاقتصادي، عُدد استقرار سوق الأوراق المالية مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية للدولة وفعاليتها في اقتصاد السوق، وعُددت مؤشرات أداء هذه الأسواق من المؤشرات الاقتصادية المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي. إن قياس درجة تطور وتنمية سوق الأوراق المالية، وتقييم أدائها سواء الناشئة أو المتقدمة منها، يستدعي وجود بعض المؤشرات التي تستعمل في تحليل البيانات وجعلها معلومات يمكن الاستفادة منها، ويمكن من خلالها الحكم على طبيعة السوق المالية الناشئة ومستوى تطورها.

تحاول هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية التالية:

ما هو مفهوم الأسواق المالية الناشئة؟ وكيف يتم تصنيفها؟ وبماذا يتميز أداء مؤشرات أداء الأسواق الناشئة عن الأسواق

## المتقدمة؟

تنطلق هذه الدراسة من الفرضيات التالية:

- السوق المالية الناشئة هي سوق ليست على درجة عالية من الكفاءة.
- تمنح صفة النشوء للسوق عند وصوله لدرجة معينة من التطور.
- أداء الأسواق الناشئة مرتبط بأداء الأسواق المتقدمة.

يتم الاجابة عن الاشكالية واختبار صحة الفرضيات السابقة بمحاولة التطرق لمفهوم الأسواق المالية الناشئة، وكيفية قياس أدائها، بعد تحديد مختلف التصنيفات الدولية لهذه الأسواق. وتجدر الإشارة إلى أن ثمة عدة مؤشرات تستخدم لقياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية، إذ لا يمكن الحكم على درجة التنمية استناداً إلى معيار واحد أو عدد محدود من المعايير، وذلك أن كل معيار — على النحو الذي

سنعرض له - يعاني من بعض أوجه القصور الإحصائي أو المفاهيمي. لذلك قد يكون من الضروري الاستناد إلى معايير مركبة تغطي مظاهر التعدد في مفهوم التنمية لسوق الأوراق المالية. وقد تسهم تلك المعايير المركبة في تسهيل المقارنات الدولية بين الأسواق المختلفة.

## 1. مفهوم الأسواق المالية الناشئة

ظهر لفظ 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 كبدايل أكثر ملائمة<sup>(1)</sup>. حيث تم صياغة مصطلح الأسواق الناشئة لأول مرة من طرف Antoine Willem van Agtmael أحد اقتصادي مؤسسة التمويل الدولية (IFC) International Financial Corporation التابعة لمجموعة البنك الدولي وذلك سنة 1981<sup>(2)</sup>، حيث قامت المجموعة بترقية أول صندوق استثمار مشترك Mutual Fund Investment في الدول النامية، ومنذ ذلك الحين بدأت الإشارة إلى الأسواق الناشئة في كل مكان ضمن وسائل الإعلام<sup>(3)</sup>. ولكن يبقى تعريف المصطلح غير واضح، حيث تشير جريدة الاقتصادية البريطانية The Economist أنه يوجد أكثر من تعريف للأسواق الناشئة تبعاً لمن يعرفها<sup>(4)</sup>. أصبح المؤسسة التمويل الدولية اليوم معنى أكثر شمولاً لهذا المفهوم، حيث يطلق لفظ سوق ناشئ على سوق الأوراق المالية في أي اقتصاد نامي بصرف النظر عن درجة نمو السوق نفسه، ويرجع ذلك إلى أن نمو سوق المال يرتبط بصورة قوية ويأتي بعد نمو الاقتصاد المعني. ويستخدم خبراء مؤسسة التمويل الدولية هذا المفهوم بربطهم بين تصنيف سوق المال وتصنيف الاقتصاد نفسه، وحتى لو كان السوق منظماً ويعمل بكفاءة يطلق عليه ناشئ طالما أن الدولة أو الاقتصاد كان نامياً<sup>(5)</sup>، إذ يطلق على سوق الأوراق المالية في أي بلد لفظ سوق ناشئ إذا توفر فيه أحد الشرطين:

- تواجد هذا السوق في اقتصاد نام.

- إذا كان السوق نفسه بصدد نمو.

وينطبق مفهوم السوق الناشئ أيضاً على الأسواق المالية المنشأة حديثاً وعلى الأسواق المالية التي تمارس نشاطها منذ زمن بعيد في بلدان العالم الثالث، دون أن تتمكن من الإسهام في تطوير هام لاقتصاديات تلك البلدان<sup>(6)</sup>، أي أن الأسواق الناشئة تتمثل في الأسواق المالية للبلدان الأقل تطوراً (Lees-Developed Countries) التي تمتلك معدلات نمو اقتصادية جديدة بالاهتمام وتعرض فرص مال وأعمال أكبر، وبالتالي عوائد ومخاطرة أعلى.

ويشير قاموس المصطلحات المالية الخاص بصندوق النقد الدولي Glossary of Selected Financial Terms على نطاق واسع بأن الأسواق الناشئة هي أسواق رأس مال الدول النامية التي حررت أنظمتها المالية لتعزيز تدفقات رأس المال من غير المقيمين وتسمح بدخول المستثمرين الأجانب إليها على نطاق واسع<sup>(7)</sup>.

وتعرف الأسواق الناشئة بأنها أسواق الأوراق المالية التي هي في مرحلة انتقالية، تتميز بزيادة في الحجم، والنشاط أو مستوى التطور<sup>(8)</sup>، أي الأسواق التي تتصف بمعدل نمو مرتفع في قيمة التداول أو في القيمة السوقية للأسهم (رسمة السوق) ولكن تبقى نسبة هذه المؤشرات إلى الدخل الوطني الإجمالي محدودة ولا سيما عند مقارنتها مع مثيلاتها في الأسواق المالية المتطورة. وهناك تعريف آخر ينسب السوق الناشئ 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<sup>(9)</sup>. وتعرف بأنها الأسواق التي تعرف غياب الوسطاء المتخصصين أو عملهم بشكل ضعيف، حيث تتجه هذه الأسواق نحو الظهور إلى جانب سعي المشاركين في السوق لإيجاد سبل لجلب البائعين والمشتريين لتحقيق تبادل مثمر في السوق<sup>(10)</sup>.

يتبين من هذه المفاهيم أنها تسبغ صفة النشوء (Emergence) بشكل عام على البلد والسوق على حد سواء، أي أنها تطلق نفس المصطلح على كل من البلد والسوق مع أن واقع الحال قد لا يطابق ذلك بالضرورة وهو أمر أثار حفيظة (Bekaert,

1997) الذي يرى بأن معظم النقاش الدائر حول مفهوم السوق الناشئ مرده في الأساس عدم الاتفاق حول ما إذا كنا إزاء سوق ناشئ أم دولة ناشئة، ذلك أن الجمع بين المصطلحين هو مبالغة مفردة بالتبسيط لأن بعض القوى العالمية كروسيا والصين التي لا تزال تصنف ضمن البلدان الناشئة هي قوى متطورة صناعيا بالقياس النسبي إلى (نيوزلاندا)، كما أن الأرجنتين التي لها تاريخ طويل يمتد إلى النصف الثاني من القرن التاسع عشر والتي تجاوزت رسملة سوقها في نقطة ما من عام (1920) رسملة الأسهم المسجلة في سوق المملكة المتحدة لا تزال تصنف ضمن منظومة الأسواق الناشئة ما يعني أن القضية بحاجة إلى معايير أكثر وضوحا للتمييز بين الأسواق الناشئة والدول الناشئة لاختلاف الحالتين<sup>(11)</sup>. وأغلب الأسواق المصنفة حاليا كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها، حيث في بداية القرن العشرين كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني، بينما السوق اليابانية عدت ناشئة في الستينات والسبعينات<sup>(12)</sup>.

## 2. تصنيف الأسواق المالية الناشئة

وفقا لبعض الدراسات يمكن تحديد أربع مراحل من التطور تمر بها الأسواق، على الرغم من أن لكل سوق خصوصياته، وتجدر الإشارة إلى أن طول كل مرحلة يختلف من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرض موجز لهذه المراحل<sup>(13)</sup>:

### 1.2 مرحلة عدم النضج (المرحلة الجنينية) Embryonic phase:

يمكن وصفها بمرحلة ولادة نشاط التداول، مع غياب نظام التداول الأوتوماتيكي في سوق الأسهم، وعدم انتظام المبادلات (عدد جلسات التداول خلال اليوم، عدد أيام التداول خلال الشهر) وسوق الأسهم بهذه الخصائص في هذه المرحلة تكون غير جذابة، حيث تظهر انخفاض في حجم التداول ونقص شفافية السوق وعدم التزام الشركات المدرجة بنظام السوق. وتجدر الإشارة إلى أنه حاليا تجاوزت كل الأسواق الناشئة هذه المرحلة.

### 2.2 مرحلة انخفاض أنشطة التداول Low trading activity phase:

خلال هذه المرحلة، تبدأ حكومات الأسواق الناشئة بانفتاح أسواق رأس المال على تدفقات رأس المال الأجنبي في إطار تخفيض عجز موازنتها والدين الخارجي والعديد من الإصلاحات الاقتصادية (تحرير التجارة، الخصخصة، إصلاح النظام المصرفي، ...) تؤخذ بعين الاعتبار أيضا، لتحسين الأداء وزيادة جاذبية الأسواق المالية وزيادة كفاءتها والتي تؤدي إلى تحفيز إجراءات الاكتتاب العام في الشركات العامة والخاصة. بالإضافة إلى التزام سلطات السوق باعتماد إصلاحات تنظيمية بشكل أسرع لتنظيم العقود المالية وأنشطة التداول.

### 3.2 مرحلة تطور النشاط An active development phase:

تستمر الدول التي تنمي إليها الأسواق الناشئة في إتباع السياسات الضرورية في سبيل تعزيز كفاءة أسواق الأسهم، والإفصاح عن المعلومات Information disclosure وأنظمة السوق فيما يتعلق بالأوتوماتيكية والتسعير المستمر. وتتصف هذه المرحلة أيضا بدرجة معقولة من انفتاح السوق وزيادة اهتمامات المستثمرين الأجانب بأسواق الأوراق المالية المحلية. وتحسن مؤشرات أداء السوق مثل عدد الشركات المدرجة، السيولة، الرسملة السوقية بشكل ملحوظ ويعود ذلك إلى زيادة تدفقات رأس المال الأجنبي نحو الداخل. وتجدر الإشارة إلى أن معظم الأسواق الناشئة حاليا تمر بهذه المرحلة.

### 4.2 مرحلة النضج Maturity phase:

وهي المرحلة التي تتميز فيها السوق بانخفاض جوهري في العوائق القانونية التي تحول دون انتقال الاستثمارات عبر الحدود، وبانخفاض الأخطار الخاصة (السياسية، السيولة، أخطار العملة) كنتيجة للإصلاحات المالية. بعض الأسواق الناشئة أصبحت تقارن بالأسواق المتقدمة في مجال سيولة السوق وأنظمة التشغيل. وشهدت أيضا درجة متقدمة من اندماج السوق مع أسواق رأس المال الدولية

وجذبت المزيد من المستثمرين الأجانب الذين يبحثون عن التنوع الدولي للأرباح. إلا أنها لا تزال عرضة للصدمات الخارجية. ومن أمثلة الأسواق الناشئة التي تمر بمرحلة النضج نجد البرازيل، الهند، كوريا الجنوبية، تايلاند، ماليزيا وتايلاند. يتضح مما سبق كل سوق ناشئة يمر بمرحلة تطور معينة، ويمتاز بخصائص خاصة به، تؤدي بشكل أساسي إلى مجموعات مختلفة من الفرص الاستثمارية واتجاهات مختلفة للعائد والمخاطرة المرتبطتين بالأصول المالية.

يتطلب تقييم أداء الأسواق المالية الناشئة أو المتقدمة على حد سواء، وجود مؤشرات تستعمل في تحليل البيانات وجعلها معلومات يمكن الاستفادة منها، يمكن من خلالها الحكم على طبيعة السوق المالية الناشئة ومستوى تطورها. فالكثير 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.

يوضح الجدول رقم (1) التصنيف الحالي للأسواق المالية حسب المناطق الجغرافية، حيث يضيف إلى الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة ما يعرف بأسواق الأوراق المالية الحدودية Frontier stock market وهي أسواق أوراق مالية صغيرة نسبيا وغير سائلة مقارنة بالأسواق الناشئة، حيث تتميز بقلّة وعدم وفرة المعلومات، وحسب تصنيف S&P نجد أنها تعتمد على معطيات شهرية وليست يومية، وغير قابلة للاستثمار فيها محليا بل تكون قبلة للمستثمر الأجنبي عادة، إذ أن وضعية الأسواق الحدودية توفر الجدوى المطلوبة للمستثمرين العالمين الذين ينشدون العوائد المرتفعة. وهي تعتبر خطوة سابقة لكون السوق ناشئة حسب مؤشر MSCI إذ يمكن رفعها إلى خانة الأسواق الناشئة خلال فترة من الزمن ويعتمد ذلك على تطور مستويات الشفافية والفعالية في هذه الأسواق.

#### الجدول رقم (1): تصنيف الأسواق المالية العالمية

| الأسواق  | أمريكا | أوروبا | آسيا والشرق الأوسط | إفريقيا | المجموع |
|----------|--------|--------|--------------------|---------|---------|
| المتقدمة | 2      | 18     | 5                  | 0       | 25      |
| الناشئة  | 5      | 5      | 10                 | 3       | 23      |
| الحدودية | 5      | 9      | 11                 | 8       | 33      |
| المجموع  | 12     | 32     | 26                 | 11      | 81      |

Source: Francis A Lees, **Financial Exchanges: A Comparative Approach**, Routledge, 1<sup>st</sup> ed, New York, 2012, p: 266.

ويوضح الجدول رقم (2) أحدث تصنيف للأسواق المالية الناشئة (2014) حسب أهم مؤسسات التحليل التي تتناول باهتمام موضوع الأسواق الناشئة، وتنتشر بصفة مستمرة مختلف التطورات التي تحدث في هذا الجزء المهم من السوق العالمية. ومن خلال الجدول رقم (3) نتناول بالدراسة لمؤشر مورغان ستانلي كابيتال انترناشيونال MSCI والمعايير المعتمدة في تصنيف الأسواق المالية الناشئة.

الجدول رقم (2): تصنيف الأسواق المالية الناشئة حسب بعض مؤسسات التحليل (2014)

| الدولة         | مورغان ستانلي<br>كابيتال انترناشيونال<br>MSCI | فايننشال تايمز<br>FTSE | ستاندرد آند بورز<br>S&P | داو جونز<br>Dow Jones |
|----------------|-----------------------------------------------|------------------------|-------------------------|-----------------------|
| البرازيل       | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| الشيلي         | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| الصين          | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| كولومبيا       | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| التشيك         | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| مصر            | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| اليونان        | ✓                                             |                        | ✓                       |                       |
| المجر          | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| الهند          | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| اندونيسيا      | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| كوريا الجنوبية | ✓                                             |                        | ✓                       |                       |
| ماليزيا        | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| المكسيك        | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| البيرو         | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| الفلبين        | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| بولندا         | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| قطر            | ✓                                             |                        | ✓                       |                       |
| روسيا          | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| جنوب إفريقيا   | ✓                                             | ✓                      | ✓                       | ✓                     |
| تايوان         | ✓                                             | ✓                      | ✓                       |                       |

|    |    |    |    |                  |
|----|----|----|----|------------------|
| ✓  | ✓  | ✓  | ✓  | تايلاند          |
| ✓  | ✓  | ✓  | ✓  | تركيا            |
|    | ✓  | ✓  | ✓  | الإمارات العربية |
| ✓  | ✓  | ✓  |    | المغرب           |
|    |    | ✓  |    | باكستان          |
| 19 | 24 | 22 | 23 | المجموع          |

**Source :**

MSCI Country Classification Standard, March 2014, p:1.

[http://www.msci.com/resources/products/indexes/global\\_equity\\_indexes/gimi/stdindex/MSCI\\_Country\\_Classification\\_Standard.pdf](http://www.msci.com/resources/products/indexes/global_equity_indexes/gimi/stdindex/MSCI_Country_Classification_Standard.pdf) .

FTSE : FTSE Country Classification Process, September 2014 , p: 10.

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

BMI, S&P/IFCI Methodology, November 2014, p: 29.

<http://www.spindices.com/documents/methodologies/methodology-sp-global-bmi-sp-ifci-indices.pdf> .

Dow Jones Total Stock Market Indices Methodology, July 2014, p: 4.

[https://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/meth\\_info/Dow\\_Jones\\_Global\\_Total\\_Stock\\_Market\\_Indices\\_Methodology.pdf](https://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/meth_info/Dow_Jones_Global_Total_Stock_Market_Indices_Methodology.pdf)

في عام 1988 أطلقت MSCI أول مؤشر شامل للأسواق الناشئة، ومنذ ذلك الحين أصبحت الأسواق الناشئة جزءا هاما ومتكاملا ضمن تخصيص الاستثمار في المحفظة العالمية للأسهم. في جانفي 1988 كان المؤشر يضم فقط 10 دول تمثل أقل من 1% من القيمة السوقية العالمية للأسهم، أما في جانفي 2015 فيغطي المؤشر 836 شركة عبر 23 سوق تمثل حوالي 12% من القيمة السوقية العالمية.

**الجدول رقم (3): مؤشر مورغان ستانلي MSCI للأسواق الناشئة: 2015-1988**

| جانفي 2015                                  | جانفي 1988                      |                                                 |
|---------------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------------------|
| 12%                                         | 1%                              | نسبة القيمة السوقية إلى إجمالي الرسملة العالمية |
| 3833                                        | 38.4                            | القيمة السوقية (مليار دولار)                    |
| 836                                         | 269                             | عدد الشركات المدرجة                             |
| 23                                          | 10                              | عدد الدول ضمن المؤشر                            |
| البرازيل، الشيلي، كولومبيا، المكسيك، البيرو | الأرجنتين،<br>البرازيل، الشيلي، | أمريكا اللاتينية                                |

|                              |                                                                                                      |                               |
|------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|
| المكسيك                      |                                                                                                      |                               |
| ماليزيا، الفلبين،<br>تايلاند | الصين، الهند، اندونيسيا، كوريا الجنوبية، ماليزيا،<br>الفلبين، تايوان، تايلاند                        | آسيا                          |
| اليونان، الأردن،<br>البرتغال | التشيك، مصر، اليونان، المجر، بولندا، قطر،<br>تركيا، روسيا، جنوب إفريقيا، الإمارات العربية<br>المتحدة | أوروبا، الشرق الأوسط وإفريقيا |

Source: [www.msci.com](http://www.msci.com)

تصنيف الأسواق المالية هو أحد المدخلات الرئيسية في عملية بناء مؤشر MSCI الذي يقود المستثمر إلى تحديد الفرص الاستثمارية. حيث أن المنهج المستخدم في حساب هذا المؤشر يعكس وجهات نظر وممارسات مجتمع الاستثمار الدولي من خلال العمل على إيجاد التوازن بين تطورات اقتصاد الدولة وإمكانية الوصول إلى سوقها مع الحفاظ على استقرار المؤشر. وتقوم عملية تصنيف الأسواق حسب MSCI على ثلاثة معايير أساسية، ومن أجل أن تصنف الدولة في الاستثمار العالمي يجب أن تتوفر فيها جميع هذه المعايير الموضحة في الجدول رقم (4).

### 3. مؤشرات تنمية واستقرار أسواق الأوراق المالية الناشئة

تزايدت قيمة الأوراق المالية المدرجة بأسواق الأوراق المالية العالمية أو ما يعرف برأس المال السوقي من 34 تريليون دولار بعد الأزمة المالية العالمية 2008 إلى 69 تريليون دولار في عام 2015 ما يمثل 89% من الناتج المحلي العالمي. كما ارتفع نصيب أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال 2015 إلى 23.35% من القيمة الإجمالية لرأس مال أسواق الأوراق المالية على الصعيد العالمي.

#### الجدول رقم (4): معايير تصنيف الأسواق المالية حسب مؤشر MSCI.

| المعيار                                                                                                                                                                  | الأسواق الحدودية | الأسواق الناشئة | الأسواق المتقدمة                                                                                                                     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. التنمية الاقتصادية: استدامة التنمية الاقتصادية.<br><br>Sustainability of economic development                                                                         | -                | -               | أن يتجاوز نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي GNI بنسبة 25% من عتبة الدخل المرتفع* التي يحددها البنك الدولي خلال ثلاثة سنوات متتالية |
| 2. متطلبات الحجم والسيولة<br><br>Size and Liquidity Requirements<br><br>عدد الشركات التي تستوفي المعايير القياسية التالية:<br><br>- حجم الشركة (إجمالي القيمة السوقية)** | 2                | 3               | 5                                                                                                                                    |

|                                   |                  |                 |                                                                      |
|-----------------------------------|------------------|-----------------|----------------------------------------------------------------------|
| 2519 مليون دولار                  | 1260 مليون دولار | 630 مليون دولار | - حجم الورقة (القيمة السوقية المعمومة)**<br>- سيولة الورقة (ATVR***) |
| 1260 مليون دولار                  | 630 مليون دولار  | 49 مليون دولار  |                                                                      |
| 20%                               | 15%              | 2,5%            |                                                                      |
| 3. معيار إمكانية النفاذ إلى السوق |                  |                 |                                                                      |
| Market Accessibility Criteria     |                  |                 |                                                                      |
| مرتفع جدا                         | جوهري            | على الأقل بعض   | - الانفتاح على الاستثمار الأجنبي                                     |
| مرتفع جدا                         | جوهري            | على الأقل بعض   | - سهولة دخول وخروج رأس المال                                         |
| مرتفع جدا                         | جيد              | متوسط/متواضع    | - كفاءة الإطار التشغيلي                                              |
| مرتفع جدا                         | متوسط/متواضع     | متوسط/متواضع    | - استقرار الإطار المؤسسي                                             |

Source: **Market Classification Framework**, MSCI Global Investable Market Indices Methodology, August 2014, p: 78.

[http://www.msci.com/eqb/methodology/meth\\_docs/MSCI\\_Aug14\\_GIMIMethod.pdf](http://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_Aug14_GIMIMethod.pdf)

إن قياس درجة تطور وتنمية سوق الأوراق المالية، وتقييم أدائها سواء الناشئة أو المتقدمة منها، يستدعي وجود بعض المؤشرات التي تستعمل في تحليل البيانات وجعلها معلومات يمكن الاستفادة منها، ويمكن من خلالها الحكم على طبيعة السوق المالية الناشئة ومستوى تطورها. ولتحديد درجة تطور أسواق الأوراق المالية يتم النظر إلى ثلاثة أبعاد هي<sup>(14)</sup>:

- الخصائص المتعلقة بحجم السوق وسيولته.
- الخصائص المؤسسية والتي تشير إلى درجة التقدم في تطبيق القواعد القانونية والإدارية كالإفصاح وتدفق المعلومات والشفافية وتكاليف المعاملات.
- الخصائص المتعلقة بقدرة السوق على تسعير الأصول المالية وقدرته على الحفاظ على استقرار عوائد الأصول المالية وتعكس تلك المجموعة مدى كفاءة السوق في تسعير الخطر.
- ثمة مؤشرات عدة تستخدم لذلك الغرض لعل أهمها: مؤشرات حجم السوق، مؤشرات سيولة السوق، مؤشرات تركز السوق، مؤشرات التنمية المؤسسية، ومؤشرات اندماج السوق وتسعير الأصول. وقبل استعراض تلك المؤشرات بالتفصيل تجدر الإشارة إلى أن قياس درجة تنمية أسواق الأوراق المالية لا يمكن أن يتم استنادا إلى معيار واحد أو عدد محدود من المعايير، وذلك أن كل معيار - على النحو الذي سنعرض له - يعاني من بعض أوجه القصور الإحصائي أو المفاهيمي. لذلك قد يكون من الضروري الاستناد إلى معايير مركبة تغطي مظاهر التعدد في مفهوم التنمية لسوق الأوراق المالية. وقد تسهم تلك المعايير المركبة - إلى جانب تسهيل المقارنات الدولية بين الأسواق المختلفة - في فهم أفضل للعلاقات بين تنمية أسواق الأوراق المالية ومتغيرات السياسات النقدية والمالية على المدى الطويل.

### 1.3 مؤشرات حجم السوق

لاتساع حجم السوق أثر إيجابي، فهو دليل على مدى انتشار ثقافة الاستثمار المالي من جهة، كما يعطي فكرة عن جاذبية السوق من جهة أخرى، سواء بالنسبة للمستثمرين المحليين أو الأجانب. ويقاس حجم سوق الأوراق المالية بمؤشرين هما: نسبة رأس المال السوقي وعدد الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية.

### أ. نسبة رأس مال السوق Stock Market Capitalization

تمثل نسبة رأس مال السوق، قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي<sup>(15)</sup>. ومن الناحية الاقتصادية، ثمة فرض يتضمنه استخدام هذا المؤشر مؤداه أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابيا أو سلبيا بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال عن طريق سوق الأوراق المالية وكذا تنوع الخطر. بيد أن هذا المؤشر يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كدلالة على درجة تنمية السوق، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة رأس مال السوق، في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيرا. ومضمون ما تقدم أن سوق الأوراق المالية قد تكون كبيرة وفقا لمؤشر نسبة رأس مال السوق ولكنها غير نشطة.

يوضح الجدول رقم (5) تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة مقارنة ببعض الأسواق المتقدمة والمؤشرات العالمية للأداء حسب إحصائيات البنك الدولي. والملاحظ من الجدول أن مقدار رأس المال السوقي في الأسواق الناشئة ارتفع بنسبة 135.16% خلال الفترة الممتدة بين 2005-2012 في 22 سوق ناشئ، بينما لم يتجاوز معدل نموه في أكثر الأسواق المتقدمة والمنظمة (الو.م.أ، اليابان، المملكة المتحدة، فرنسا، كندا، ألمانيا) نسبة 5.02% في نفس الفترة. ويتضح أن هناك نمو كبير في رأس المال السوقي للأسواق المالية الناشئة بملاحظة نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي لمعظم هذه الدول، فقد بلغ في جنوب إفريقيا 160,1%، ماليزيا 156%، الشيلي 117.7%، تايلاند 104.7%. أما الأسواق المالية المتقدمة فقد عرفت تراجع كبير لهذا المؤشر، إذ انخفض في المملكة المتحدة والولايات المتحدة إلى 115,5%، وكندا 110,7%. وثمة بلدان تتميز بارتفاع نسبة رأس مالها، إذ تجاوزت تلك النسبة سنة 2012 كمتوسط سنوي: هونج كونج 421,9%، سويسرا 162%، لوكسمبورغ 125%، في حين كانت هذه النسبة منخفضة في بعض الدول كإيران 4,3%، الأرجنتين 5,7%، فنزويلا 6,6%، رومانيا 9,4%، نيجيريا 12,2%. ورغم هذا التباين فإن هذه الأرقام تدل على أن هذه الأسواق المالية الناشئة مازال الطريق أمامها طويلا في سبيل الوصول إلى درجة نمو مقارنة بالدول المتطورة.

### ب. عدد الشركات المدرجة Number of listed companies

يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية كمؤشر إضافي لدلالة على حجم السوق<sup>(16)</sup>، وتدل الزيادة في عدد الشركات المسجلة في السوق على انتعاش الثقافة المالية في هذه السوق ويعني هذا أيضا أن عددا أكبر من الشركات قد أصبح يعتمد في تمويله على سوق الأوراق المالية، كما تؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على السوق لتنوع الشركات المسجلة فيها ومن ثم يزيد حجم العمليات التي يجرئها عليها، من شراء وتداول الأوراق المالية لهذه الشركات، وهذا بدوره يشجع زيادة عدد الشركات التي ترغب في التسجيل وكل هذه الأمور تؤدي إلى زيادة حجم السوق بالضرورة.

غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر نسبة رأس مال السوق، إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا. ولا يفيد ذلك المؤشر في حالة الاختلافات الهامشية في عدد الشركات المدرجة بأسواق الأوراق المالية في عدد من البلدان، فمثلا ليس مهما أن يكون عدد الشركات المدرجة في الهند 5191 شركة وفي الولايات المتحدة 4102 شركة خلال نفس السنة 2012، فالفرق الهامشية في عدد الشركات في كلتا الدولتين لا يمكن استخدامها في تفسير أيهما أكثر تطورا في مجال أسواق الأوراق المالية. حيث أنه بالرجوع إلى رأس المال السوقي (1.2 تريليون دولار في الهند مقابل 18.66 تريليون دولار في الولايات المتحدة) ونسبة الرأسمال السوقي إلى الناتج المحلي (68% في الهند مقابل 115.5% في الولايات المتحدة) نجد أن هناك اختلاف كبير بين البلدين. ومن ناحية أخرى تعكس حقيقة تزايد عدد الشركات في

بعض الدول كالصين (من 1387 شركة سنة 2005 إلى 2494 شركة سنة 2012) وبولندا (من 248 شركة سنة 2005 إلى 844 شركة سنة 2012) النمو السريع لتلك الأسواق.

الجدول رقم (5) تطور مؤشرات أداء الأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة

| عدد الشركات المدرجة |       | معدل الدوران قيمة<br>الأسهم المتداولة كنسبة<br>مئوية من رأس المال<br>السوقي |       | سيولة السوق<br>قيمة الأسهم المتداولة<br>كنسبة مئوية من<br>GDP |       | رأس المال السوقي |       |             |            | الأسواق            |
|---------------------|-------|-----------------------------------------------------------------------------|-------|---------------------------------------------------------------|-------|------------------|-------|-------------|------------|--------------------|
|                     |       |                                                                             |       |                                                               |       | GDP %            |       | مليون دولار |            |                    |
|                     |       |                                                                             |       |                                                               |       |                  |       |             |            |                    |
| 2012                | 2005  | 2012                                                                        | 2005  | 2012                                                          | 2005  | 2012             | 2005  | 2012        | 2005       |                    |
| المتقدمة:           |       |                                                                             |       |                                                               |       |                  |       |             |            |                    |
| 4,102               | 5,143 | 124.6                                                                       | 129.2 | 132.2                                                         | 164.3 | 115.5            | 129.6 | 18,668,333  | 16,970,865 | – الولايات المتحدة |
| 3,470               | 3,279 | 99.8                                                                        | 118.8 | 60.5                                                          | 109.3 | 61.8             | 103.6 | 3,680,982   | 4,736,513  | – اليابان          |
| 2,179               | 2,759 | 84.0                                                                        | 141.9 | 95.2                                                          | 172.8 | 115.5            | 126.8 | 3,019,467   | 3,058,182  | – المملكة المتحدة  |
| 862                 | 885   | 66.4                                                                        | 92.0  | 41.9                                                          | 69.3  | 67.9             | 79.8  | 1,823,339   | 1,758,721  | – فرنسا            |
| 3,876               | 3,721 | 61.6                                                                        | 63.6  | 66.3                                                          | 72.6  | 110.7            | 127.2 | 2,016,117   | 1,480,891  | – كندا             |
| 665                 | 648   | 91.8                                                                        | 146.0 | 34.7                                                          | 61.7  | 42.1             | 42.7  | 1,486,315   | 1,221,250  | – ألمانيا          |
| الناشئة:            |       |                                                                             |       |                                                               |       |                  |       |             |            |                    |
| 353                 | 381   | 67.9                                                                        | 38.3  | 37.1                                                          | 17.5  | 54.7             | 53.8  | 1,229,850   | 474,647    | – البرازيل         |
| 225                 | 245   | 16.0                                                                        | 14.9  | 17.6                                                          | 15.2  | 117.7            | 109.7 | 313,325     | 136,446    | – الشيلي           |
| 2,494               | 1,387 | 164.4                                                                       | 82.5  | 70.8                                                          | 26.0  | 44.9             | 34.6  | 3,697,376   | 780,763    | – الصين            |
| 76                  | 114   | 11.2                                                                        | 17.9  | 7.0                                                           | 4.3   | 70.8             | 31.4  | 262,101     | 46,016     | – كولومبيا         |
| 17                  | 36    | 27.0                                                                        | 118.6 | 4.9                                                           | 30.2  | 18.0             | 28.2  | 37,163      | 38,345     | – التشيك           |
| 234                 | 744   | 37.8                                                                        | 43.0  | 7.7                                                           | 28.3  | 22.1             | 88.8  | 58,008      | 79,672     | – مصر              |
| 267                 | 307   | 37.9                                                                        | 48.3  | 5.9                                                           | 26.4  | 17.9             | 58.6  | 44,584      | 145,013    | – اليونان          |
| 51                  | 44    | 54.6                                                                        | 78.0  | 8.6                                                           | 21.4  | 16.6             | 29.1  | 21,080      | 32,576     | – المجر            |
| 5,191               | 4,763 | 54.6                                                                        | 92.2  | 33.5                                                          | 52.0  | 68.0             | 66.3  | 1,263,335   | 553,074    | – الهند            |
| 459                 | 335   | 23.3                                                                        | 54.2  | 10.5                                                          | 14.7  | 45.3             | 28.5  | 396,772     | 81,428     | – اندونيسيا        |
| 1767                | 1,620 | 139.2                                                                       | 209.8 | 123.8                                                         | 133.9 | 96.5             | 80.0  | 1,180,473   | 718,180    | – كوريا الجنوبية   |

|        |        |       |       |      |       |       |       |            |            |                    |
|--------|--------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------------|------------|--------------------|
| 921    | 1,020  | 28.6  | 26.9  | 40.8 | 34.8  | 156.0 | 126.3 | 476,340    | 181,236    | - ماليزيا          |
| 131    | 151    | 25.3  | 25.7  | 10.0 | 6.1   | 44.3  | 27.6  | 525,057    | 239,128    | - المكسيك          |
| 213    | 196    | 5.7   | 7.2   | 2.6  | 2.7   | 50.3  | 48.0  | 96,850     | 35,995     | - البيرو           |
| 268    | 235    | 16.2  | 20.1  | 13.9 | 6.7   | 105.6 | 39.0  | 264,143    | 40,153     | - الفلبين          |
| 844    | 248    | 42.6  | 36.3  | 13.6 | 9.8   | 35.8  | 30.8  | 177,730    | 93,873     | - بولندا           |
| 42     | 31     | 12.2  | 40.0  | 8.1  | 63.0  | 66.4  | 196.1 | 126,371    | 87,316     | - قطر              |
| 276    | 296    | 87.6  | 39.0  | 36.3 | 20.9  | 43.4  | 71.8  | 874,659    | 548,579    | - روسيا            |
| 348    | 388    | 54.9  | 39.3  | 81.5 | 81.2  | 160.1 | 228.9 | 612,308    | 565,408    | - جنوب إفريقيا     |
| 502    | 504    | 70.4  | 73.9  | 62.7 | 50.6  | 104.7 | 70.8  | 382,999    | 124,864    | - تايلاند          |
| 405    | 302    | 136.5 | 154.9 | 44.2 | 41.7  | 39.1  | 33.4  | 308,775    | 161,537    | - تركيا            |
| 102    | 79     | 25.3  | 167.0 | 4.7  | 79.2  | 18.3  | 64.2  | 67,951     | 115,952    | - الإمارات العربية |
| 15,186 | 13,426 |       |       |      |       |       |       | 12,417,250 | 5,280,201  | المجموع:           |
| 47,520 | 50,936 | 99.8  | 116.5 | 69.4 | 102.8 | 74.2  | 93.7  | 53,163,894 | 43,209,736 | العالم:            |

Source: World Development Indicators, World Bank, 2014,

[http://wdi.worldbank.org/views/download/FileDownloadHandler.ashx?filename=5.4 Stock markets.pdf&filetype=pdf](http://wdi.worldbank.org/views/download/FileDownloadHandler.ashx?filename=5.4%20Stock%20markets.pdf&filetype=pdf)

وبالنظر إلى الزيادة الكبيرة في الشركات المسجلة في الأسواق المالية الناشئة والتي بلغت 13.1% في الفترة ما بين 2005-2012 تبدو بوضوح الوتيرة السريعة التي تطور بها حجم هذه الأسواق اعتمادا على هذا المؤشر مقارنة بالتراجع الذي عرفه هذا المؤشر على المستوى العالمي بنسبة -6.7%، يمكن اعتبار مؤشر "حجم السوق" من العوامل الرئيسية المساهمة في جذب المستثمرين الدوليين والتأثير على قراراتهم الاستثمارية في الأسواق المالية الناشئة، كما أنه يمثل أحد أهم المعايير في تصنيف الأسواق.

### 2.3 مؤشر السيولة Market liquidity

يستخدم تعبير السيولة للإشارة إلى القدرة على سهولة بيع وشراء الأصول المالية في سوق الأوراق المالية. ولأن السيولة تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة وبتكلفة يسيرة، فإنها تجعل الاستثمار المالي أقل خطرا وتسهل من الاستثمار طويل الأجل<sup>(17)</sup>. وتواجه الأسواق التي تفتقر للسيولة بحذر كبير من المستثمرين لأنهم لن يتمكنوا من الخروج من السوق في الوقت الذي يرغبون فيه. وفي السوق المرتفعة السيولة، تزيد فرص الشركات المدرجة بها في الحصول على احتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكلفة معقولة، سواء عن طريق إصدار سندات أو بزيادة رؤوس أموالها من خلال إصدار المزيد من الأسهم. كما أن الاقتصاد الذي يتميز بوجود سوق سائلة للأوراق المالية، يجعل من الأصول المالية أكثر قبولا كضمان للقروض المصرفية ويعزز من ثم الاستثمار. هناك مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة سوق الأوراق المالية هما: نسبة حجم التداول أو التعاملات، ومعدل الدوران.

## أ. نسبة حجم التداول Trading volume

تمثل نسبة حجم التداول، قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. وتشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني<sup>(18)</sup>. يلاحظ بأنه بالنسبة للأسواق المالية الناشئة أدى الارتفاع في أسعار الأسهم التي فاقت معدلاتها في الدول المتقدمة زيادة كبيرة في حجم التداول وبشكل عام زاد التداول في البورصات الناشئة، حيث تتمتع بعض الدول مثل هونج كونج، الولايات المتحدة، وكوريا الجنوبية بنسب تداول مرتفعة إذ بلغت في المتوسط خلال 2012 نحو 468.1%، 132.2%، 123.8% على التوالي الأمر الذي يعكس ارتفاع مستويات السيولة في أسواق تلك الدول. بينما بلغ المتوسط السنوي لتلك النسبة خلال نفس السنة في بعض البلدان الأخرى مثل البيرو، الإمارات العربية المتحدة، التشيك، واليونان نحو 2.6%، 4.7%، 4.9%، 5.9% الأمر الذي يعكس تدني مستويات السيولة في أسواق تلك الدول.

وتكمل نسبة حجم التداول نسبة رأس المال السوقي، إذ أن هذه الأخيرة قد تكون مرتفعة في حين أن حركة التعاملات فيه ضعيفة، فمثلا دولة كماليزيا تميزت بارتفاع نسبة رأس مال السوق خلال 2005-2012 إذ بلغت 156% بينما بلغت نسبة التداول 40.8%، وينطبق نفس الأمر على الشيلي إذ بلغت نسبة رأس مال السوق ونسبة التداول نحو 117.7% و 17.6% وفي الفيليبين 105.6% و 13.9%.

## ب. معدل الدوران The turnover ratio

يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس المال السوقي. ويكمل معدل الدوران نسبة رأس المال السوقي لتوضيح درجة نشاط السوق<sup>(19)</sup>، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة، فهي صغيرة لانخفاض نسبة رأس مال السوق ونشطة لارتفاع معدل الدوران، كما تشير البيانات إلى أن كثير من الأسواق قد تكون فيها حصة كبيرة من الأسهم المسجلة غير المتداولة في الواقع لأنها مملوكة للحكومة أو للبنوك أو للعائلات مما يعني ارتفاع نسبة رأس المال السوقي يقابلها انخفاض في معدل الدوران.

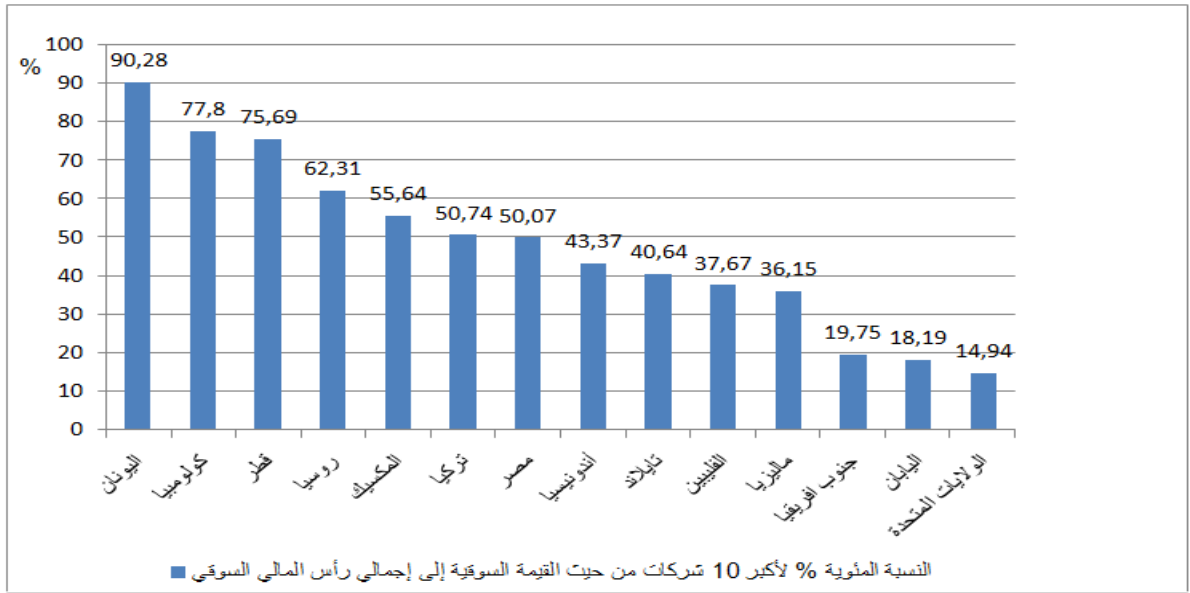
من مميزات الأسواق المالية الناشئة اختلاف معدلات الدوران وبالتالي اختلاف درجة النشاط "السيولة" وكمثال على ذلك نقص التداول في أسهم رأس مال فتركيا والصين مثلا تتميز سوق الأوراق المالية بها بانخفاض نسبة رأس المال السوقي (39.1% و 44.9% على التوالي) بينما يرتفع معدل الدوران بها، إذ بلغت قيمة مؤشر معدل الدوران خلال 2012 نسبة 136.5% في تركيا و 164.4% في الصين. وعلى عكس من الصين وتركيا تتميز ماليزيا والشيلي والفيليبين بارتفاع نسبة رأس المال السوقي (156%، 117.7%، 105.6% على التوالي) بينما ينخفض بها معدل الدوران إلى 28.6%، 16%، 16.2% على التوالي.

ومن ناحية أخرى يكمل معدل الدوران نسبة حجم التداول، ففي حين توضح نسبة التداول حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، فإن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق. فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران. فمثلا الحجر تتميز بانخفاض نسبة التداول وارتفاع معدل الدوران، إذ بلغت قيمة هذين المؤشرين خلال 2012 نحو 8.6% و 54.6%، وبلغت أيضا في اليونان 5.9% و 37.9%.

## 3.3 مؤشرات تركيز السوق Market Concentration

في العديد من البلدان تسيطر بضعة شركات على السوق الأمر الذي يعني ارتفاع درجة التركز في السوق. وتعد درجة التركيز المرتفعة أمرا 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 تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق هذه الشركات<sup>(20)</sup>.

## الشكل رقم (1) نسبة تركيز الأسواق المالية الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة سنة 2013



المصدر: من اعداد الباحث بناء على قاعدة بيانات <http://www.world-exchanges.org>

وتتميز أسواق أمريكا واليابان بانخفاض درجة التركيز، حيث كانت تمثل حصة أكبر عشر شركات في كل منهما 14.94% في بورصة نيويورك و 18.19% في بورصة طوكيو من رأس مال السوق خلال 2013. بينما ترتفع تلك النسبة في بعض الأسواق الناشئة كالإيونان 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 رقم (1) مؤشر درجة التركيز في بعض الأسواق الناشئة مقارنة ببورصة نيويورك وطوكيو والذي تم حسابه على أساس نسبة القيمة السوقية لأكثر 10 شركات إلى إجمالي قيمة رأس المال السوقية.

#### 4.3 مؤشرات عدم الاستقرار Volatility

يقاس عدم استقرار أسواق الأوراق المالية باستخدام مؤشرات أسعار أسواق الأوراق المالية التي تقيس التغير في الأسعار الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير في لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في الأساس أو نقطة البدء، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق أو قطاع معين منه، حيث تعطي فكرة عامة عن حركة أسعار الأوراق المالية فيه، بما يساعد المستثمر على اختيار القطاع والسوق الأمثل والأفضل للاستثمار فيه. لذلك نجد أن مؤشرات حالة السوق قد تعكس لنا:

- حالة سوق الأسهم بشكل عام، مثل مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة DIJA ومؤشر S&P 500.
- حالة سوق الأسهم لقطاع معين، مثل مؤشر دو جونز لقطاع النقل DJT ومؤشر ستاندر آن دبور لقطاع الخدمات العامة S&P public utilities.
- حالة سوق الأسهم لتكنولوجيا معينة مثل مؤشر ناسداك NASDAQ الذي يعكس حالة سوق شركات التكنولوجيا المتقدمة (ميكروسوفت، أتل ...).
- حالة سوق الأسهم لإقليم معين، وهي مؤشرات مركبة لاقتصاديات ترتبط بنموذج تكامل اقتصادي معين مثل مؤشر سوق النقد العربي الذي يعكس حالة سوق الأسهم في الدول العربية.

لمؤشرات السوق استخدامات عديدة تم المستثمرين المتعاملين في أسواق رأس المال، وتأتي في مقدمة تلك الاستخدامات إلى جانب قياس مستوى الأسعار في السوق، إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، والحكم على مستوى

أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار كما يمكن أن يستخدم أيضا لوضع تصور عن حالة سوق رأس المال في المستقبل، هذا إلى جانب استخدامها كأداة لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية. وعادة ما يعني انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشرا لتطور وتنمية السوق، غير أنه في بعض الأحيان قد يؤخذ على ارتفاع درجة التقلب على أنه مؤشر لتطور سوق الأوراق المالية بقدر ما تظهر معلومات تتضمن التقلب ولا تعكسها إلا السوق الجيدة فقط.

### 5.3 مؤشرات تسعير الأصول Asset Pricing

قدم الباحثون والفاعلون في الأسواق المالية عدة مصادر لقياس درجة الاندماج بين السوق المالية المحلية والأسواق الدولية، ولقياس ما إذا كان الخطر مسعرا بكفاءة. وعلى الرغم من أن السوق لا تحتاج إلى الاندماج أو التكامل مع الأسواق المالية الدولية لتصبح متطورة، إلا أن المحللين غالبا ما يشيرون إلى البلدان التي تتميز باندماج أكبر وتسعير كفاء للمخاطرة بأنها أكثر تقدما<sup>(21)</sup>.

ففي ظل أسواق الأوراق المالية المندمجة ماليا بالكامل في الأسواق الدولية، يتدفق رأس المال عبر الحدود بشكل يضمن تساوي تسعير الخطر (يعبر عن سعر الخطر بالعلو أو التعويض الذي يتلقاه المستثمرون نتيجة لتحملهم الخطر) عبر الحدود. وبشكل معاكس فإن انفصال الأسواق المحلية عن الأسواق الدولية يوضع عوائق على رأس المال تقيد من تحركاته عبر الحدود، وتجعل تسعير الخطر مختلفا، حيث تتباين علاوات الخطر بين البلدان حسب القيود المفروضة على تدفقات رأس المال. وقد تؤدي القيود إلى وجود مجموعتين من الأصول المالية: الأولى غير مقيدة Unrestricted يمكن أن يمتلكها كل من المستثمرين الوطنيين والأجانب على حد سواء، والأخرى مقيدة Restricted وتقتصر حيازتها على المستثمرين الوطنيين. ويمثل الفرق السعري بين الأصول المقيدة والأصول غير المقيدة (شرط تساوي عوائدها) مقياس مباشر لتأثير القيود على رأس المال ومن ثم درجة اندماج السوق الوطنية للأوراق المالية في السوق الدولية<sup>(22)</sup>.

لكن تثار صعوبة عند محاولة إجراء مقارنة بين أسواق الأوراق المالية في الدول المختلفة بشأن نوعية ودرجة قوة الضوابط المفروضة على رأس المال الأجنبي. إذ أن آليات تقييد تحركات رأس المال الأجنبي تتباين وتختلف بين الدول، فالدولة التي تحظر كل أنواع الاستثمار الأجنبي (مباشر وغير مباشر) لن يكون لديها أصول مالية غير مقيدة يمكن استخدامها أسعارها في المقارنة. ومن ناحية أخرى ثمة دول أخرى لا يوجد لديها قيود رسمية في مواجهة الاستثمار الأجنبي، وتبعاً لذلك لن يكون لديها أي تعاملات في أسهم مقيدة. وبالرغم من أن الحالة الأولى تبدو ظاهريا إحدى صور السوق المنفصلة (غير المندمجة) وأن الحالة الثانية تمثل صورة للسوق المندمجة دوليا، إلا أن ثمة أساليب تمكن المستثمرين من الالتفاف حول القيود في الحالة الأولى، كما أنه قد توجد قيود غير رسمية تؤدي إلى انفصال السوق في الحالة الثانية وذلك في ظل توافر شروط قاسية لتنظيم السوق (كمعايير محاسبية صارمة أو متطلبات إفصاح مغالى فيها).

ومع صعوبة الوصول إلى مقياس مباشر لدرجة اندماج السوق الوطنية للأوراق المالية من خلال مقارنة تأثيرات الضوابط المفروضة على رأس المال بين الدول المختلفة، صارت هناك ضرورة للتوصل إلى مقياس لدرجة الاندماج باعتبارها ملمح من ملامح تنمية السوق. وقد قدم Robert A Korajczyk (1994-1996) مؤشرا لقياس درجة اندماج أسواق الأوراق المالية من خلال قياس الانحراف بين العوائد الحالية للأصول المالية عن تلك العوائد المحددة وفقا لنموذج توازني تم تكوينه في ظل افتراض الاندماج التام للسوق<sup>(23)</sup>. ويشير ذلك النموذج إلى أن القدرة على تنويع الخطر من خلال الاستثمار في محفظة أوراق مالية تتصف بالتنوع الدولي، يمكن أن تؤثر على قرارات الاستثمار، وبالتالي على معدلات النمو في الأجل الطويل، وأن العوائق أمام تدفقات رأس المال الأجنبي تحد من قدرة المستثمرين على تنويع المخاطر. ومن ثم تقلل من درجة اندماج أسواق رأس المال، وتمنع الأفراد العاملين في تلك الأسواق من معادلة ثمن المخاطر على الصعيد الدولي. ويتم قياس مقدرة الأفراد على تنويع الخطر دوليا من خلال استخدام أسلوب Korajczyk 1996 لتقدير درجة الاندماج الدولي لأسواق الأوراق المالية. وقد استخدم Korajczyk نموذج تسعير المراجعة الدولية المتعددة العوامل International Arbitrage Pricing Model لقياس درجة اندماج السوق.

ويقوم نموذج تسعير المراجعة بتسعير المخاطر العامة التي تواجه الاستثمار في جميع الأصول المالية بالسوق (المخاطر المنتظمة) حيث يطلب عنها المستثمرون علاوة مخاطر، بينما لا تسعر المخاطر غير المنتظمة التي يمكن التخلص منها بالتوزيع ومن ثم لا يطلب عنها تعويضا أو علاوة.

وفي ظل الأسواق المندمجة بالكامل على الصعيد الكامل تتكفل عمليات المراجعة من خلال حركة تدفقات رأس المال الدولي أن تضمن لعلاوة المخاطرة التي يحصل عليها المستثمرون نظير تحملهم المخاطرة أن تعادل بالنسبة لجميع الأصول المالية. وبافتراض أن نموذج تسعير الأصول المالية صحيح، ولأن ذلك النموذج يعتمد على أسعار الأصول المالية أو عوائدها، فإن أي عوائق فعالة على تدفقات رأس المال بصرف النظر عن مصدرها تؤدي إلى انحراف الأسعار الفعلية للأصول المالية عن الأسعار التوازنية لها. ووفقا لذلك النموذج، فإن علاوة المخاطرة التي تمثل العائد المتوقع الإضافي للأصل المالي عن عائد الأصل الخالي من المخاطرة، ترتبط خطيا بمحفظة نموذجية من الأوراق المالية، يؤخذ في الاعتبار عند اختيارها كافة مصادر المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الأصول المالية في محفظة دولية فعلية للأوراق المالية.

### 6.3 مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية Regulatory and Institutional Indicators

يمكن للعوامل المؤسسية والتنظيمية أن تؤثر على سير أسواق الأوراق المالية. فقواعد الإفصاح الإلزامي توفر معلومات عن الشركات والوسطاء الماليين، ومن شأن ذلك أن يعزز من مشاركة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية. كما ترسخ الأنظمة من ثقة المستثمرين في سمسة ووسطاء السوق المالية مما يؤدي إلى تشجيع الاستثمار والتداول في سوق الأوراق المالية<sup>(24)</sup>.

ورغم صعوبة قياس التنمية المؤسسية والتنظيمية التي تتسم بطابعها الكيفي، إلا أن هذا لم يمنع من وجود محاولات جادة لقياسها. وأبرز تلك المحاولات ما قام به كل من Demirguç & Levine حيث قاما بتجميع معلومات من مؤسسة التمويل الدولية IFC، تتعلق بأسواق الأوراق المالية في بعض الدول، وقاما على أساسها ببناء سبعة مؤشرات مؤسسية وتنظيمية بياحا كالتالي<sup>(25)</sup>:

- يوضح المؤشر الأول ما إذا كانت الشركة المدرجة في بورصة الأوراق المالية تنشر المعلومات المتعلقة بالأسعار والأرباح. وتعطي قيمة صفر أو واحد، حيث تشير قيمة واحد إلى أن المعلومات دقيقة وشاملة ومنشورة على المستوى الدولي.
- يقيس المؤشر الثاني مستوى المعايير المحاسبية المطبقة، حيث تخصص قيم 0، 1، 2 للدول التي تبني معايير محاسبية ضعيفة أو كافية أو جيدة (مقبولة على المستوى الدولي) على التوالي.
- يقيس المؤشر الثالث نوعية وجودة قوانين حماية المستثمرين (وفقا لرؤية مؤسسة التمويل الدولية) حيث تعطى قيم 0، 1، 2 للإشارة إلى أن قوانين حماية المستثمرين المطبقة ضعيفة أو كافية أو جيدة.
- ويشير المؤشر الرابع إلى وجود لجنة للبورصة والأوراق المالية ونظم المقاصة وتسوية العمليات.
- وتقيس المؤشرات الخامسة والسادس والسابع القيود على تحويل التوزيعات والأرباح، وكذلك أصل رأس المال من طرف المستثمرين للخارج، وإمكانية مشاركة الأجانب في الاستثمارات الداخلية. حيث تعطى قيمة 0، 1، 2 للإشارة إلى أن تدفقات رأس المال للخارج أو الداخل مقيدة بشكل مطلق أو بشكل نسبي أو محرة بالكامل على التوالي.

#### الجدول رقم (6) مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية لأسواق بعض الدول

| الدولة | مؤشر المعلومات عن الأسعار والأرباح | مؤشر المعايير المحاسبية | مؤشر قوانين حماية المستثمر | مؤشر نوعية | مؤشر وجود لجنة الأوراق المالية والبورصة | مؤشر القيود على إعادة تحويل عوائد الاستثمار الأجنبي للخارج | مؤشر القيود على تحويل رأس المال للخارج | مؤشر القيود على مشاركة الأجانب في الاستثمار المحلي | المؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية |
|--------|------------------------------------|-------------------------|----------------------------|------------|-----------------------------------------|------------------------------------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------|
|--------|------------------------------------|-------------------------|----------------------------|------------|-----------------------------------------|------------------------------------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------|

|          |   |   |   |   |   |   |      |
|----------|---|---|---|---|---|---|------|
| البرازيل | 1 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 | 1.71 |
| المكسيك  | 1 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 | 1.71 |
| ماليزيا  | 1 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 | 1.71 |
| كوريا    | 1 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 | 1.71 |
| تايلاند  | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 2 | 1.43 |
| تركيا    | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 2 | 1.43 |
| باكستان  | 0 | 1 | 2 | 1 | 1 | 2 | 1.29 |
| الهند    | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1.29 |
| الأردن   | 0 | 1 | 2 | 1 | 1 | 2 | 1.29 |
| زيمبابوي | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0.57 |

Source : Asli Demirguç-Kunt & Vojislav Maksimovic, **Stock Market Development and Financing Choices of Firms**, The World Bank economic review, Vol 10 N 2, 1996, p: 350.

ويتم حساب المؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية والتنظيمية بأخذ متوسط قيم المؤشرات السبعة السابقة. وتختلف الدول فيما بينها في مدى توافر عناصر التنمية المؤسسية والتنظيمية، إذ أنه خلال الفترة 1986-1993 سمحت الأردن مثلاً بحرية تدفق رؤوس الأموال الدولية، ولكنها لم يتوافر لديها معلومات دقيقة منشورة دولياً عن أسعار أسهم وأرباح الشركات، كما اتبعت معايير محاسبية فقيرة. في حين تميزت الهند خلال نفس الفترة بوجود معايير محاسبية جيدة على المستوى الدولي، بيد أنها قيدت من حرية التدفقات الداخلة لرأس المال وحرية تحويل رأس المال والأرباح للخارج.

اعتمدت نيجيريا فرض قيود محكمة على تدفقات رأس المال على مدى أكثر من فترة ولم تنشر معلومات عن أسعار وعوائد أسهم الشركات بطريقة شاملة ومقبولة دولياً. وفي المقابل، ماليزيا، المكسيك، كوريا، والبرازيل، والشيلى كانت مؤشرات التنمية المؤسسية بها عالية جداً بشكل عام. ويوضح الجدول (6) المؤشرات الفردية وكذلك المؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية والتنظيمية لبعض الدول.

### النتائج والتوصيات

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على أحد الجوانب الهامة من النظام المالي العالمي، والمتعلق بالأسواق المالية الناشئة. تم وضع مفهوم دقيق لهذه الأسواق، إذ يطلق على سوق الأوراق المالية في أي بلد لفظ سوق ناشئ إذا توفر فيه أحد الشرطين، تواجد هذا السوق في اقتصاد نام، أو إذا كان السوق نفسه بصدد نمو. عرفت هذه الأسواق اهتمام المستثمرين والمحللين الماليين الدوليين، لما تميزت به من خصائص جعلتها محط أنظار للجميع خاصة من حيث العوائد التي تدرها على المستثمرين الأجانب ومستثمري المحفظة المالية. فقد أثبتت التجارب أن تلك الأسواق تمثل فرصاً استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول. إذ بلغ نصيب هذه الأسواق خلال 2015 نحو 23.35% من القيمة الإجمالية لرأس مال أسواق الأوراق المالية على الصعيد العالمي.

ونتيجة للروابط القوية بين سوق الأوراق المالية والأداء الاقتصادي، يعد استقرار سوق الأوراق المالية مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية للدولة وفعاليتها في اقتصاد السوق، وتعد مؤشرات أداء هذه الأسواق من المؤشرات الاقتصادية المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي. إن قياس درجة تطور وتنمية سوق الأوراق المالية، وتقييم أدائها سواء الناشئة أو المتقدمة منها، يستدعي وجود

مؤشرات تستعمل في تحليل البيانات وجعلها معلومات يمكن الاستفادة منها، ويمكن من خلالها الحكم على طبيعة السوق المالية الناشئة ومستوى تطورها.

يتطلب تقييم أداء الأسواق المالية الناشئة أو المتقدمة على حد سواء، وجود مؤشرات 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.

تم الاعتماد على التصنيف المقدم من طرف مؤشر مورغان ستانلي MSCI للأسواق الناشئة، والذي تعكس منهجية حسابه وجهات نظر وممارسات مجتمع الاستثمار الدولي من خلال العمل على إيجاد التوازن بين تطورات اقتصاد الدولة وإمكانية الوصول إلى سوقها مع الحفاظ على استقرار المؤشر. وتم تحليل مختلف التطورات التي عرفتها الأسواق المالية الناشئة المدرجة ضمن هذا المؤشر ومقارنتها ببعض الأسواق المتقدمة. توصلت نتائج الدراسة إلى أهمية وزن وأداء الأسواق الناشئة ضمن مؤشرا أداء وتطور محافظ الاستثمار الدولية والأسواق المالية الدولية والاقتصاد العالمي.

وبالإضافة إلى ما سبق توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- شكلت أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة إحدى الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال حيازة الأفراد والشركات لما يصدر في هذه الأسواق من أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى.
- ساعدت أسواق الأوراق في الدول الناشئة على زيادة تدفقات رأس المال الأجنبي المباشر وفي المحفظة المالية، نتيجة لعمليات التحرير المالي التي انتهجتها الدول الناشئة خلال سنوات الثمانينات والتسعينات، وخاصة الغاء القيود على حركة رؤوس الأموال والارباح المحققة.
- ساهمت هذه الأسواق بدور هام في علاج مشاكل الدين الخارجي للدول التي تنتمي إليها من خلال زيادة الاعتماد على التمويل المحلي، وخاصة من أسواق السندات، التي عرفت تطورات ملموسة في الدول الناشئة، مما أدى إلى زيادة نسبة الدين العام المحلي الممول باستخدام السندات الحكومية المتوسطة وطويلة الأجل.
- التأثير الكبير لأسواق الصرف الأجنبي على سوق الأوراق المالية، وهذا ما نلمسه بشكل واضح في الآثار التي تركتها أزمة العملة التي أصابت الأسواق الآسيوية خلال الفترة 1997-1998.

يضيف التصنيف الحالي للأسواق المالية إلى الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة ما يعرف بأسواق الأوراق المالية الحدودية وهي أسواق أوراق مالية صغيرة نسبيا وغير سائلة مقارنة بالأسواق الناشئة، حيث تتميز بقلّة وعدم وفرة المعلومات، وحسب تصنيف S&P نجد أنها تعتمد على معطيات شهرية وليست يومية، وغير قابلة للاستثمار فيها محليا بل تكون قبلة للمستثمر الأجنبي عادة، إذ أن وضعية الأسواق الحدودية توفر الجدوى المطلوبة للمستثمرين العالمين الذين ينشدون العوائد المرتفعة. وهي تعتبر خطوة سابقة لكون السوق ناشئة حسب مؤشر MSCI إذ يمكن رفعها إلى خانة الأسواق الناشئة خلال فترة من الزمن ويعتمد ذلك على تطور مستويات الشفافية والفعالية في هذه الأسواق.

#### المراجع والهوامش:

(1) - هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل البنك الصناعي، الكويت، العدد 58، سبتمبر 1999، ص: 8.

(2) - Zheng Han, Managing Foreign Research and Development in the People's Republic of China, Chandos Publishing, UK, 2008, p: 31.

(3)- Tarun Khanna & Krishna Palepu, **Winning in Emerging Markets: A Road Map for Strategy and Execution**, Harvard Business Press, USA, 2010, p: 3.

(4)- The Economist (2006), <http://www.economist.com/node/7878108>

(5)- هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل البنك الصناعي، الكويت، عدد 58، سبتمبر 1999، ص: 8.

(6)- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية: قضايا نقدية ومالية معاصرة، الجزء الثاني، دار المنهل، لبنان: بيروت، الطبعة الأولى، 2003، ص: 95.

(7)- Emerging Markets Definitions, IMF Glossary of Selected Financial Terms, <http://www.imf.org/external/np/exr/glossary/showTerm.asp#97>

(8)- Zheng Han, **Managing Foreign Research and Development in the People's Republic of China**, Op Cit, p: 31.

(9)- John Markese, **The Emerging Markets Re-Emerge: Funds Get Hot Again**, the American association of individual investors, 2004, <http://www.aaii.com/journal/article/the-emerging-markets-re-emerge-funds-get-hot-again?adv=yes>

(10)- Tarun Khanna & Krishna Palepu, **Winning in Emerging Markets: A Road Map for Strategy and Execution**, Op Cit, p: 24.

(11)- Bekaert Geert et al, **What Matters for Emerging Equity Market Investment**, Emerging Market Quarterly, 1997, p: 17.

(12)- Leslie B. Kautz et al, **Emerging Markets: A Framework for Institutional Investment**, The Journal of Investing, Vol 2 N° 1, 1993, p: 41.

(13)- Mohamed El Hedi Arouri et al, **The Dynamics of Emerging Stock Markets: Empirical Assessments and Implications**, Springer-Verlag, Berlin Heidelberg, 2010, p: 4-5.

\* بلغت عتبة الدخل المرتفع في آخر تصنيف صادر للبنك الدولي في 1 جويلية 2014 قيمة 12745 دولار أمريكي.

\*\* تعتبر هذه القيم كقيم دنيا للقبول في التصنيف وتم تعديلها خلال المراجعة النصف السنوية في ماي 2014.

\*\*\* ATVR اختصار لنسبة معدل التداول السنوي annual traded value ratio والتي يتم حسابها في ثلاثة خطوات:

الخطوة الأولى: يتم حساب متوسط التداول الشهري باستخدام متوسط التداول اليومي مضروب في عدد الأيام من الشهر التي تم فيها تداول الورقة. ومتوسط التداول اليومي للورقة يكون مساويا لعدد الأسهم المتداولة خلال اليوم مضروباً في سعر إغلاق الورقة.

الخطوة الثانية: يتم قسمة متوسط التداول الشهري للورقة على القيمة السوقية المعدلة المعمومة في نهاية الشهر للحصول على نسبة قيمة التداول المتوسط الشهري The monthly median traded value ratio.

الخطوة الثالثة: يتم الحصول على نسبة معدل التداول السنوي ATVR بحساب متوسط نسب قيم التداول الشهر لـ 12 شهر السابقة (أو لعدد الأشهر التي توجد معلومات متوفرة عنها وجعلها سنوية بضربها في عدد الأشهر Annualized).

(14)- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، 2005، ص: 94.

(15)- Asli Demirguç-Kunt & Ross Levine, **Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts**, The World Bank economic review, Vol 10 N 2, 1996, p: 294.

(16)- Asli Demirguç-Kunt & Ross Levine, Op cit, p: 294.

(17)- Ibid, p: 295.

(18)- Ibid, p: 295.

(19)- Ibid, p: 294.

(20)- Ibid, p: 298.

(21)- Ibid, p: 298.

(22)- Robert A. Koraiczky, **A Measure of Stock Market Integration for Developed and Emerging Markets**, The World Bank economic review, Vol 10 N 2, 1996, p: 267.

(23)- Ibid, p: 268.

(24)- Asli Demirguç-Kunt & Ross Levine, Op cit, p: 300.

(25)- Ibid, p: 300.