

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة حسبية بن بوعلي الشلف  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم الاقتصادية



## أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التخصص: العلوم الاقتصادية

العنوان

دور ترقية أسواق الأوراق المالية على استقطاب استثمارات المحفظة:  
حالة أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة

من إعداد  
غنية ساعد

المناقشة بتاريخ ..2019/12/18..... من طرف اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة حسبية بن بوعلي - الشلف-	أستاذ	بن علي بلعزوز
مقررا	جامعة الجزائر 3	أستاذ	جمال الدين سحنون
ممتحنا	جامعة الجزائر 3	أستاذ	يوسف دبوب
ممتحنا	جامعة حسبية بن بوعلي - الشلف-	أستاذ محاضر أ	بومدين نورين
ممتحنا	جامعة حسبية بن بوعلي - الشلف-	أستاذ محاضر أ	عمر عبو
ممتحنا	المركز الجامعي بتيسمسيلت	أستاذ محاضر أ	عبد القادر بوكريديد

السنة الجامعية: 2020/2019

# الشكر

بسم الله الرحمن الرحيم

قال الله تعالى في محكم تنزيله:

" ولئن شكرتم لأزيدنكم "

فالحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه كما يليق لجلال وجهه وعظيم سلطانه، والشكر لله الذي مكنتني من إتمام هذا العمل المتواضع، فما كان لشيء أن يجري في ملكه إلا بمشيئته جل شأنه وعلا، والصلاة والسلام على حبيب الله المصطفى وحبينا محمد صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه ومن تبعه بإحسان إلى يوم الدين أما بعد،

أتوجه بشكر الجزيل إلى كل من ساعدني في إعداد وإتمام هذا العمل بداية بالأستاذي المشرف -أ.د جمال الدين سحنون - الذي لم ييخل علي بنصح أو توجيه وعلى متابعتة المستمرة لإتمام هذا العمل، ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر والعرفان إلى أساتذتي الكرام بجامعة الشلف الذين لقنونا علما وكانوا لنا نورا، فلکم کل الاحترام والتقدير، ولو أننا نقف دائما أمام ما قدمتموه لنا عاجزين عن التعبير، ونسأل الله عز وجل أن يجزيكم عنا خير الجزاء وأن يجعل كل ما قدمتموه لنا في ميزان حسناتكم حفظكم الله ورعاكم،

والى السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة ومناقشة هذا العمل، وإلى كل من ساعدني في إنجاز هذه المذكرة من قريب أو بعيد سواء بقول أو فعل، ولكل من منحونا علما وتعلما لهم منا شكرا وتعظيما، فالشكر هو بريد عرفان بين الإنسان والإنسان.

## الملخص:

تتباين أسواق الأوراق المالية فيما بينها من حيث درجة تطورها ونشاطها وتنظيمها، فمنها من وصل الى درجة متقدمة، وبالتالي اصبحت مقصدا هاما للمستثمرين الدوليين، أما البعض الاخر منها لازالت تعاني الركود والقصور في العديد من الجوانب التنظيمية وتدني مستويات النشاط فيها، إلا أن ما لوحظ على أغلبها أنها اتجهت نحو تطوير هياكلها وسن قوانين جديدة تحكمها بغية الرفع من مستوياتها، مما سمح بتحسين أداء البعض منها، وبذلك حصلت على اهتمام العديد من المؤشرات التي تهتم بتصنيف الاسواق المالية مثل MSCI وغيرها، والتي تصنفها حسب درجة تطورها إلى أسواق متقدمة وأخرى ناشئة بالإضافة الى مستويات اخرى ظهرت بسبب تطور احتياجات المستثمرين، ولقد استقطبت فئة الأسواق الناشئة أنظار واهتمام المستثمر الأجنبي نظرا لوجود العديد من الفرص الاستثمارية بما مقارنة بغيرها من الأسواق، كما حظيت هذه الأسواق بتدفقات معتبرة من قبل الأجانب، وقد تركت ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة في جوان 2014 وفق مؤشر MSCI أثرا كبيرا على أحجام ومستويات التداول فيها، كما شهدت تمافتا كبيرا من قبل الأجانب للاستثمار فيها في الشهور الأولى لترقيتها، ولقد عرفت أسعار الأوراق المالية في هذه الأسواق ارتفاعا في الفترة الممتدة بين تاريخ الإعلان وتاريخ التنفيذ، ولكن سرعان ما اتجهت الأسعار الى الانخفاض بعد التنفيذ.

**الكلمات المفتاحية:** استثمارات المحفظة الأجنبية، ترقية أسواق الأوراق المالية، أسواق الأوراق المالية الناشئة، مؤشر MSCI

## Abstract:

The stock markets vary in terms of their degree of development, activity and organization. Some of them reached an advanced level and thus became an important destination for international investors, while others still suffer from lack of many organizational aspects and low levels of activity. But what was observed at the most of them that it has gone developing its structures and enacting new laws that govern them in order to raise their levels, thus allowing some of them to perform better. This has attracted the attention of many indices that are concerned with the classification of financial markets such as MSCI and other indexes, which classified them according to their level of development to developed markets and emerging as well as other levels that appeared due to the development of the needs of investors, and the emerging markets has attracted the attention and interest of the foreign investor because of the existence of many investment opportunities in it compared to other markets, and these markets have also received significant inflows from foreigners. The upgrade of Qatar Stock Exchange and the UAE market from the Frontier market to the Emerging Markets in June 2014, according to the MSCI index, has been left a great impact on their trading volumes and levels, and it has also been known a large rush of foreigners to invest in the first months of promotion, and the price of securities in these markets increased in the period between the announcement date and the effective date, but its soon went down after implementation.

**Keywords:** foreign portfolio investments, stock market upgrades, emerging stock markets, MSCI Index

# الفهرس العام:

1. فهرس المحتويات

2. فهرس الجداول

3. فهرس الأشكال

## فهرس المحتويات

الصفحة	البيان
--	الشكر
02	المُلخص
06-04	فهرس المحتويات
08-07	فهرس الجداول
10-09	فهرس الاشكال
24-12	مقدمة
71-26	<b>الفصل الاول: مدخل تعريفى لاستثمارات المحفظة الأجنبية</b>
26	تمهيد
40-27	المبحث الأول/ مكانة استثمارات المحفظة الأجنبية من بقية الاستثمارات
27	المطلب الاول/ مفاهيم حول الاستثمار والاستثمار الأجنبي
29	المطلب الثاني/ مفهوم استثمارات المحفظة الأجنبية
32	المطلب الثالث/ أدوات استثمارات المحفظة الأجنبية
36	المطلب الرابع/ الفرق ما بين الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة الأجنبية
57-40	المبحث الثاني/ متطلبات استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الأوراق المالية
41	المطلب الأول/ السياسات الاقتصادية الكلية
46	المطلب الثاني/ هيكل سوق الأوراق المالية
49	المطلب الثالث/ متطلبات أخرى
53	المطلب الرابع/ فوائد ومساوئ استثمارات المحفظة الأجنبية
70-57	المبحث الثالث/ مميزات تسير المحافظ المالية
57	المطلب الأول/ مفهوم المحفظة المالية
61	المطلب الثاني/ العوامل المتحركة في تكوين وإدارة المحفظة المالية
63	المطلب الثالث/ استراتيجيات إدارة المحفظة المالية
66	المطلب الرابع/ مقومات استراتيجية تنويع المحفظة المالية
71	الخلاصة
128-73	<b>الفصل الثاني/الإطار النظري لترقية أسواق الأوراق المالية</b>
73	تمهيد
86-74	المبحث الأول/ مفاهيم حول أسواق الأوراق المالية الناشئة
74	المطلب الأول/ مفهوم ترقية أسواق الأوراق المالية
78	المطلب الثاني/ مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة

82	المطلب الثالث/ مفهوم الأسواق الحدودية
110-86	المبحث الثاني/ مؤشرات ترقية أسواق الأوراق المالية
87	المطلب الاول/ مؤشر مورغان ستانلي كايبتال إنترناشيونال MSCI
97	المطلب الثاني/ مؤشر FTSE Russell
105	المطلب الثالث/ مؤشر S&P Dow Jones
127-110	المبحث الثالث/ الاختلافات في تصنيف أسواق الأوراق المالية
111	المطلب الاول/ التطور التاريخي لأداء أسواق الأوراق المالية الناشئة
115	المطلب الثاني/ الاختلافات في فئة تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب المؤشرات
123	المطلب الثالث/ الاختلافات الهيكلية بين مؤشرات تصنيف أسواق الأوراق المالية
128	الخلاصة
<b>175-130</b>	<b>الفصل الثالث/ تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية</b>
130	تمهيد
146-131	المبحث الأول/ كيفية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية
131	المطلب الأول/ أنواع المستثمرين الأجانب في أسواق الأوراق المالية
136	المطلب الثاني/ طرق ادارة الاستثمار في أسواق الاوراق المالية
140	المطلب الثالث/ توجهات المستثمرين نحو الإدارة الساكنة والإدارة النشطة
156-146	المبحث الثاني/ تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على أدائها
146	المطلب الأول/ عملية التصنيف من وجهة نظر المستثمرين
149	المطلب الثاني/ تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على العوائد فيها
154	المطلب الثالث/ علاقة تصنيف أسواق الأوراق المالية بحركة المستثمرين
174-157	المبحث الثالث/ سلوك المستثمرين تجاه تغير المؤشرات المرجعية
157	المطلب الأول/ تزايد الاهتمام بالمؤشرات المرجعية
163	المطلب الثاني/ مدى تأثر الصناديق الاستثمارية بالمؤشرات المرجعية
168	المطلب الثالث/ تجارب بعض الدول في الترقية من فئة الأسواق الناشئة إلى فئة الأسواق المتقدمة
175	الخلاصة
<b>236-177</b>	<b>الفصل الرابع/ أداء استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية في ظل ترقيتها لناشئة</b>
177	تمهيد
192-178	المبحث الاول/ الآثار الناجمة عن ترقية بورصة قطر وأسواق الامارات العربية المتحدة
178	المطلب الأول/ كيفية تأثر مؤشر MSCI للأسواق الحدودية والناشئة بترقية بورصة قطر وأسواق الامارات العربية المتحدة

183	المطلب الثاني/ مراحل ترقية بورصة قطر وأسواق الامارات العربية المتحدة لفئة الأسواق الناشئة
189	المطلب الثالث/ مدى استجابة المستثمرين لقرار ترقية بورصة قطر وأسواق الامارات العربية المتحدة
217-193	المبحث الثاني/ واقع استثمارات المحفظة الأجنبية في بورصة قطر
193	المطلب الأول/ لمحة تعريفية عن بورصة قطر
200	المطلب الثاني/ مؤشرات الأداء في بورصة قطر
205	المطلب الثالث/ تعاملات المستثمرين الأجانب في بورصة قطر
212	المطلب الرابع/ إنجازات بورصة قطر بعد الترقية
235-218	المبحث الثالث/ واقع استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الإمارات العربية المتحدة
218	المطلب الأول/ التعريف بأسواق الإمارات العربية المتحدة
222	المطلب الثاني/ الإنجازات المحققة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع بغية الترقية لناشئة
227	المطلب الثالث/ أداء استثمارات المحفظة الأجنبية في ظل ترقية أسواق الإمارات العربية المتحدة
232	المطلب الرابع/ إنجازات أسواق الإمارات العربية المتحدة بعد الترقية
236	الخلاصة
244-238	الخاتمة
255-246	المراجع
--	الملاحق

## فهرس الجداول

الصفحة	البيان
39	الجدول رقم (1-1): عتبة ملكية رأس المال حسب بعض الدول
41	الجدول رقم (2-1): معدلات النمو الاقتصادي للاقتصاديات المتقدمة والناشئة
84	الجدول رقم (1-2): قائمة أسواق الأوراق المالية حسب كل مؤشر عند تأسيس مؤشر الأسواق الحدودية
88	الجدول رقم (2-2): تصنيف MSCI لأسواق الأوراق المالية حسب ماي 2019
89	الجدول رقم (3-2): التطور التاريخي للأسواق المدرجة ضمن مؤشر MSCI للأسواق الناشئة
93	الجدول رقم (4-2): معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية وفق مؤشر MSCI
98	الجدول رقم (5-2): مراحل انشاء مؤشر FTSE Russell
100	الجدول رقم (6-2): تصنيف FTSE Russell لأسواق الأوراق المالية حسب مارس 2019
101	الجدول رقم (7-2): مصفوفة جودة الأسواق حسب مؤشر FTSE Russell
107	الجدول رقم (8-2): متطلبات تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر S&P DJI
107	الجدول رقم (9-2): تصنيف S&P DJI لأسواق الأوراق المالية حسب سبتمبر 2019
117	الجدول رقم (10-2): التغير في تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر MSCI
119	الجدول رقم (11-2): التغير في تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر FTSE Russell
119	الجدول رقم (12-2): التغير في تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر S&P DJI
123	الجدول رقم (13-2): أكبر خمسة أسواق متقدمة وناشئة حسب مؤشر MSCI و FTSE Russell
124	الجدول رقم (14-2): عدد الشركات المتواجدة ضمن مؤشر MSCI و FTSE Russell
124	الجدول رقم (15-2): مواصفات مؤشر الأسواق المتقدمة حسب MSCI و FTSE Russell
134	الجدول رقم (1-3): نسبة أصول المستثمر المؤسسي من الناتج المحلي الإجمالي حسب فئات الدخل
138	الجدول رقم (2-3): مقارنة بين الإدارة النشطة والإدارة الساكنة
148	الجدول رقم (3-3): تصنيفات أسواق الأوراق المالية حسب MSCI منذ عام 2000 الى غاية جوان 2014
151	الجدول رقم (4-3): حجم القيمة السوقية المتواجدة حسب كل فئة في مؤشر MSCI
156	الجدول رقم (5-3): السياسات المتبعة من قبل مدراء صناديق الإدارة السلبية عند تغير تصنيف أسواق الأوراق المالية
161	الجدول رقم (6-3): احصائيات حول صناديق الاستثمار المستعملة في الدراسة
162	الجدول رقم (7-3): عدد الصناديق الاستثمارية المكونة للعينة حسب النوع والمجال الجغرافي
164	الجدول رقم (8-3): مدى تأثير صناديق الأسهم بتغير الوزن النسبي للأسواق المستثمر فيها
165	الجدول رقم (9-3): مدى تأثير صناديق السندات بتغير الوزن النسبي للأسواق المستثمر فيها



166	الجدول رقم (3-10): مدى تأثير تدفقات الصناديق الاستثمارية اتجاه الأسواق في أوقات مراجعة المؤشرات المرجعية لها
167	الجدول رقم (3-11): مدى تأثير تدفقات الصناديق الاستثمارية بقرار ترقية أو تخفيض بعض أسواق الأوراق المالية
184	الجدول رقم (4-1): التطور التاريخي لترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة
191	الجدول رقم (4-2): التطور التاريخي لترقية بورصتي مصر والمغرب
201	الجدول رقم (4-3): أداء التداول السنوي لبورصة قطر في الفترة الممتدة من 1997 إلى 2017
221	الجدول رقم (4-4): توزيع القطاعي لشركات المحلية المدرجة في أسواق الإمارات العربية المتحدة
231	الجدول رقم (4-5): تطور عدد صناديق الاستثمار الأجنبية المسجلة بميزة الأوراق المالية والسلع

## فهرس الاشكال

الصفحة	البيان
54	الشكل رقم (1-1): كيفية تأثير الاقتصاد باستثمارات المحفظة الأجنبية
67	الشكل رقم (2-1): تأثير التنوع الساذج على المخاطرة
87	الشكل رقم (1-2): التطور التاريخي للمؤشرات المنشأة من قبل MSCI
111	الشكل رقم (2-2): التسلسل التاريخي للأحداث التي مرت بها أسواق الأوراق المالية الناشئة
113	الشكل رقم (3-2): أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة بالمقارنة مع أسواق الأوراق المالية المتقدمة خلال الفترة 2016-1987
122	الشكل رقم (4-2): تطور وزن سوق الأوراق المالية الصينية منذ إدراجها في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة
140	الشكل رقم (1-3): تطور حجم تدفقات الصناديق الاستثمارية عالميا حسب نوع الإدارة
141	الشكل رقم (2-3): تطور حجم صافي تدفقات الصناديق الاستثمارية في الو.م.أ حسب نوع الإدارة
142	الشكل رقم (3-3): تطور حجم الأصول المدارة من قبل صناديق الاستثمار في الو.م.أ حسب نوع الإدارة
142	الشكل رقم (4-3): تطور حجم تدفقات الصناديق الاستثمارية حسب كل إدارة في الأسواق الناشئة
143	الشكل رقم (5-3): أداء 100 دولار مستثمرة في الشركات العامة بالمقارنة مع الشركات الخاصة
144	الشكل رقم (6-3): تطور نسبة مصاريف الصناديق الاستثمارية المرجحة بالأصول حسب كل إدارة
149	الشكل رقم (7-3): تأثير قرار الترقية والتخفيض كحدث على عوائد الأسواق قبل وبعد التصنيف
153	الشكل رقم (8-3): تأثير حجم المؤشر على عوائد الأسواق قبل وبعد التصنيف
160	الشكل رقم (9-3): تطور أوزان الأقاليم الجغرافية في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة منذ نشأة
169	الشكل رقم (10-3): سلوك الصناديق الاستثمارية في الأسواق الناشئة بقرار ترقية البرتغال الى سوق متقدمة
169	الشكل رقم (11-3): سلوك الصناديق الاستثمارية في الأسواق الناشئة بقرار ترقية اليونان الى سوق متقدمة
170	الشكل رقم (12-3): مدى تأثير مؤشر MSCI اليونان ومؤشر بورصة أثينا ASE بقرار تخفيض السوق
172	الشكل رقم (13-3): تركيبة مؤشر MSCI المحتملة للأسواق الناشئة بعد إدراج السعودية
172	الشكل رقم (14-3): موقع شركة أرامكو السعودية بعد الطرح ضمن كبريات شركات الأسواق الناشئة استنادا للقيمة السوقية المتوقعة لشركة
173	الشكل رقم (15-3): وزن أسواق الشرق الأوسط وشمال افريقيا بالمقارنة مع بعض الأسواق الناشئة بعد ترقية السعودية
174	الشكل رقم (16-3): مقارنة حجم تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية المتواجدة في سوق تداول قبل وبعد

	قرار MSCI
179	الشكل رقم (4-1): هيكل مؤشـر MSCI للأسواق الحدودية قبل وبعد ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة
180	الشكل رقم (4-2): تغير التدفقات الأجنبية السلبية لمؤشر الأسواق الحدودية بعد ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة
181	الشكل رقم (4-3): متوسط أيام التداول في كل من أسواق اليونان وقطر والإمارات العربية المتحدة
182	الشكل رقم (4-4): متوسط حجم الصفقات المنفذة في بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة
183	الشكل رقم (4-5): هيكل مؤشـر MSCI للأسواق الناشئة في ماي 2019
188	الشكل رقم (4-6): التسلسل الزمني للأحداث التي مست بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة
189	الشكل رقم (4-7): مدى تأثر العوائد في بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة بقرار الترقية
207	الشكل رقم (4-8): حركية المستثمرين الأجانب المؤسسات قبل وبعد الترقية
209	الشكل رقم (4-9): حركية المستثمرين الأجانب الأفراد قبل وبعد الترقية
209	الشكل رقم (4-10): تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية في بورصة قطر أعقاب توقيتها لناشئة
211	الشكل رقم (4-11): تعاملات المؤسسات غير القطرية في بورصة قطر خلال الحصار طيلة العام 2017
214	الشكل رقم (4-12): معلومات عن شركات الطاقة المدرجة بالبورصة التابعة لشركة قطر للبترول
215	الشكل رقم (4-13): قائمة الشركات المدرجة في بورصة قطر حسب نسبة تملك الأجانب
216	الشكل رقم (4-14): مراحل وشروط الإدراج في بورصة قطر
228	الشكل رقم (4-15): تطور صافي تدفق استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الإمارات العربية المتحدة

# مقدمة:

1. توطئة
2. أهمية البحث
3. أهداف البحث
4. إشكالية البحث
5. فرضيات البحث
6. أسباب اختيار البحث
7. الدراسات السابقة
8. حدود البحث
9. المنهج المتبع
10. هيكلية البحث

## توطئة:

يلعب الاستثمار الأجنبي المباشر دورا هاما في التنمية الاقتصادية، حيث يعمل على تسريع معدلات النمو الاقتصادي، كما يعمل على سد الفجوة بين الادخار والاستثمار المحليين، ولقد وجدت الدول النامية أن هذه الوسيلة تعتبر الأفضل من بين وسائل التمويل الأجنبي الأخرى، ولذا أصبحت تتسابق فيما بينها لاستقطاب هذا النوع من الاستثمار، من خلال تقديمها لكافة الضمانات والتسهيلات التي من شأنها أن توفر للمستثمر الأجنبي مناخا ملائما لتوظيف أمواله، إلا أن الاستثمار الأجنبي الغير مباشر والذي يقصد به استثمارات المحفظة الأجنبية Foreign Portfolio investment، لم ينل القدر المناسب من الاهتمام به من قبل هذا الدول وذلك حتى نهاية الثمانينات وبداية التسعينات، وهذا بسبب ضيق نطاق أسواق الأوراق المالية فيها وعدم نضجها أو عمقها والقيود المفروضة عليها، وقد ترتب على ذلك عدم قدرة هذه الأسواق على اجتذاب أو استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية بما فيه الكفاية، وبالتالي تعتبر معظم التدفقات الأجنبية التي تمكنت من استقطابها استثمارات قصيرة الأجل، أو ما تعرف بالأموال الساخنة، والتي تدخل لأي اقتصاد من أجل الاستفادة من وضع اقتصادي معين، كارتفاع أسعار الفائدة فيه مقارنة ببقية الاقتصاديات الأخرى، وتنسحب سريعا في حال تعرضت الدولة التي توجد فيها لأي مخاطر سياسية أو اقتصادية، ولقد سبب هذا النوع من الأموال خسائر فادحة في بعض أسواق الأوراق المالية وأبرز مثال على ذلك أزمة دول النمر الاسيوية، ولذا كانت حكومات الدول النامية تفضل الاستثمار الأجنبي المباشر عليها، إلا أن المناخ الاستثماري لم يبقى على حاله وبدأ في التغير على مستوى العالم ككل، فقد عمدت الدول النامية جنبا إلى جنب مع الدول المتقدمة إلى الاسراع في تحرير أسواقها المالية والانصهار في بوتقة العولمة المالية وتحرير خدماتها المالية، وفتح المجال امام المستثمرين الأجانب من أجل الاستفادة القصوى من السيولة الضخمة التي يمتلكونها، وقد ارتفع بذلك حجم استثمارات المحفظة الأجنبية<sup>1</sup> في الدول النامية من 9% خلال الفترة الممتدة بين 1978-1981 إلى 29% خلال الفترة 1982-1989 ليسجل فيما بعد ما نسبته 44% من مجموع التدفقات الأجنبية وذلك في الفترة بين 1990-1995، وهو ما يدل على تزايد اهتمام الدول النامية بهذا النوع من الاستثمارات بالمقارنة مع باقي أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية؛

ولهذا، قامت العديد من السلطات المالية في البلدان النامية بإحراز تقدم ملحوظ في مجال تحسين الكفاءة التشغيلية لأسواقها، وسن القوانين التي تعمل على تنظيمها وانفتاحها أمام المستثمرين الأجانب، وجعل بيئتها تتماشى مع المعايير الدولية، خاصة فيما يتعلق بإمكانية وصول المستثمرين الأجانب من المؤسسات إليها، ولا سيما مدراء الصناديق الذين يبحثون عن فرص للتنوع وتحقيق معدلات نمو على المدى الطويل لاستثماراتهم، ولقد كانت هذه التغييرات موضع ترحيب من قبل مختلف المؤشرات والهيئات الدولية التي تهتم بقياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية، وتم ترفيتها بذلك لتصبح أسواقا مالية ناشئة Emergent market، والتي كانت

<sup>1</sup>عمار صايفي، محددات الاستثمار المحفظي واثاره على أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009، ص 57.

تشكل هذه الفئة من الأسواق عند انشائها لأول مرة سوى 1% من الرسملة السوقية العالمية، ولكنها تطورت فيما بعد وأصبحت تشكل جزءاً مهماً من خريطة الأسواق العالمية، نتيجة اهتمام المستثمرين الدوليين بها من جهة، وكثرة الفرص الاستثمارية التي تتمتع بها بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة من جهة أخرى، ولقد تمكنت بذلك من الحصول على تدفقات أجنبية معتبرة فاقت تلك الموجهة إلى الأسواق المتقدمة في بعض الأحيان؛

وأما من ناحية التوزيع الجغرافي لتدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية بين دول العالم، فلم تستقطب أسواق الأوراق المالية العربية اهتمام المستثمر الأجنبي كثيراً مقارنة بنظيراتها المتواجدة في دول شرق آسيا والباسفيك التي استحوذت على النصيب الأكبر من هذه التدفقات، والتي انتقلت حجم التدفقات فيها من 6,6 مليار دولار في عام 2000 إلى ما يقارب 54,8 مليار دولار في 2006، مقارنة بـ 02 مليار دولار استطاعت أسواق الأوراق المالية العربية استقطابها في العام 2006<sup>2</sup>، ولهذا، قامت معظم دول مجلس التعاون الخليجي باتباع مجموعة من الإجراءات المتعلقة بالتنوع الاقتصادي، وتشجيع الاستثمار الأجنبي والتحرير المالي لأسواقها بغية جذب أنظار المستثمرين العالميين إليها، وبرغم من جميع الإصلاحات التي قامت بتنفيذها، إلا أنها اعتبرت كأسواق حدودية Frontier market من قبل مؤشر مورغان ستانلي كاييتال انترناشيونال MSCI وغيره من المؤشرات الدولية التي لها علاقة بقياس أداء وتطور أسواق الأوراق المالية، وهذا باستثناء السوق المالي السعودي "تداول"<sup>\*</sup>، وهذا معناه، أن هذه الأسواق كانت لاتزال بحاجة إلى اتخاذ مزيد من الخطوات نحو تحسين بيئة الاستثمار في أسواقها، والانضمام لمثل هذه المؤشرات من شأنه وضع أسواق دول مجلس التعاون الخليجي على شاشات رادارات المستثمرين الأجانب من خارج المنطقة من جهة، والاستفادة من التدفقات الأجنبية المتواجدة في هذه المؤشرات من جهة أخرى، ولقد أكدت دراسة تم اعدادها من قبل مؤسسة Fairview Research & Analysis في 2014<sup>3</sup>، أنه خلال الفترة 2012-2014 ارتفعت حجم استثمارات المؤسسات الدولية في دول مجلس التعاون الخليجي بما فيها الأردن ولبنان من 5 مليار دولار في جوان 2012 إلى حوالي 10 مليار دولار أمريكي في نهاية مارس 2014، ولقد كان الهدف الرئيسي لهؤلاء المستثمرين خلال هذه الفترة، إيجاد فرص استثمارية من شأنها إحداث نمو مستدام لمحافظهم بعد تحليل مقارن لمستويات المخاطر الموجودة في هذه الأسواق، كما وجدت الدراسة أيضاً أن 80% من استثمارات المحافظ الأجنبية تتركز في قطر والإمارات العربية المتحدة، وعليه، فاستناداً لهذه التدفقات وغيرها من الأحداث العالمية التي ارتبطت بدولتي قطر والإمارات العربية المتحدة، فقد

<sup>2</sup> عمار صايغي، مرجع سابق، ص 60.

<sup>\*</sup> كان يعتبر سوق تداول كسوق مستقل Standalone Markets بسبب القيود التي كانت تفرضها السلطات السعودية على تدفقات الاستثمار الأجنبي فيه ومحدودية انفتاحه على المستثمرين الأجانب، إلا أنه لم يعد هذا السوق يصنف كسوق مستقل من قبل المؤشرات العالمية، فمثلاً في 20 جوان 2018، أعلن مؤشر MSCI عن رفع تصنيف هذه السوق من فئة الأسواق المستقلة إلى فئة الأسواق الناشئة، كما قام قبله مؤشر FTSE Russell برفع تصنيف السوق في مارس 2018، من وضع اللاتصنيف إلى فئة الأسواق الناشئة الثانية.

<sup>3</sup>Bana Abuzayed & Nedat Al-Fayoumi, **Are Investors Concerned with Stock Market Upgrades? Evidence from Multivariate Framework Analysis**, Emerging Markets Finance and Trade journal, 2016, p 05.

عملت السلطات الرقابية والتشريعية الخاصة بهذه الأسواق، على مواكبة كافة المستجدات والتطورات الحاصلة في أسواق الأوراق المالية العالمية، وسعت بذلك إلى تعديل القوانين والأنظمة والتعليمات في سبيل الارتقاء بأداء أسواقها، وتعزيز البيئة الاستثمارية فيها للوصول إلى أسواق مالية تعمل بكفاءة وشفافية، وتأمين بيئة آمنة لإصدار وتداول الأوراق المالية، ولقد كللت هذه الاصلاحات بإعلان MSCI في جوان 2013، ترقية هذه الأسواق من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، مع التنفيذ الفعلي للقرار في ماي 2014، وهذا بعدما فشلت هذه الأسواق في تلبية المعايير التي يطلبها هذا المؤشر عدة مرات.

### أهمية البحث:

تعتبر أسواق الأوراق المالية احدى القنوات الرئيسية لتمويل النشاط الاقتصادي، ولكي تقوم بالوظائف المناطة بما على أكمل وجه، وجب على السلطات المشرفة عليها العمل على تطويرها باستمرار، من خلال سن مختلف القوانين واستحداث الأدوات التمويلية التي من شأنها تسهيل بيئة الاستثمار على المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء، وتصبح بذلك أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب، وتواجه هذه الفئة في أي سوق مالي من شأنه جعل السوق يمتاز بسيولة وكفاءة أكثر، وبالتالي تصبح عملية تطوير هذه الأسواق من قبل المشرفين عليها عملية تلقائية، حتى لا يتم خروج المستثمرين الأجانب بسبب ضعف مناخ الاستثمار فيها، ومن هنا تبرز أهمية البحث، في كون أن عملية الاصلاحات المتتابة التي تمس هذه الأسواق، تمكنها من استقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب، وبالتالي الظفر بترقيتها لتصبح في مصاف الأسواق العالمية وإدراجها ضمن المؤشرات التي يتتبعها عن كثب المستثمرون الدوليون، والذي يخصصون جزء من استثماراتهم لذلك السوق وفق درجة أهميته في ذلك المؤشر.

### أهداف البحث:

يسعى هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، نذكر منها:

1. توضيح أهم العوامل التي تؤثر في استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية، سواء العوامل المتعلقة بالسياسات والظروف الاقتصادية الكلية، أو التي تتعلق بسوق الأوراق المالية؛
2. التعرف على المعايير والمراحل المتبناة من قبل مختلف المؤشرات في سبيل ترقية أسواق الأوراق المالية؛
3. معرفة مدى تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية بصفة عامة على اتجاهات المستثمرين منذ فترة الإعلان عن قرار إعادة تصنيفها، إلى غاية تاريخ تنفيذ قرار التصنيف؛
4. التعرف على أهم الإنجازات والمبادرات التي حققتها بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة بغية ترقيتها لفئة أسواق الأوراق المالية الناشئة؛
5. معرفة مدى تأثير المستثمرين بقرار ترقية كل من بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة إلى فئة أسواق الأوراق المالية الناشئة؛

6.التطرق لمختلف الانجازات والمشاريع المستقبلية لبورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة بغية المحافظة على تصنيفها، والحصول على ترقية لفتة أسواق الأوراق المالية المتقدمة.

### إشكالية البحث:

تعتبر استثمارات المحفظة الأجنبية من العوامل التي ساهمت بشكل كبير في زيادة نضج أسواق الأوراق المالية خاصة الناشئة منها، ولذا جازمت الكثير من الدول النامية موقفها من الاستثمار الأجنبي، فبعد أن كانت تنظر اليه بنظرة الشك والامتناع عنه لاقتترانه بمرحلة الاستعمار، تحولت هذه النظرة تدريجياً إلى الترحيب به، حيث تبينت أهمية الاستثمارات الأجنبية في تسريع وتيرة التنمية الاقتصادية من جهة وتطوير أسواقها المالية من جهة أخرى، وبالتالي المساهمة في ترقيتها ووضعها في مصاف الأسواق العالمية واستقطاب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، فعدلت من قوانينها وأصدرت التشريعات وقدمت كافة التسهيلات لاستقطاب هذا الاستثمار، وعليه، تبلور اشكالية هذا البحث في السؤال التالي:

**كيف تساهم عملية ترقية أسواق الأوراق المالية على استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية؟ وكيف تأثرت استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية بعملية ترقيتها لفتة ناشئة؟**

ويندرج تحت السؤال الرئيسي مجموعة من الأسئلة الفرعية، تتمثل على النحو التالي:

1. ما هي أهم العوامل الكفيلة لاستقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الأوراق المالية؟
2. هل تعتبر عملية ترقية سوق مالي ذات أثر إيجابي على أداء السوق؟
3. ما هي أهم الاستراتيجيات التي يتبعها المستثمرون الأجانب إثر اعلان عن قرار ترقية السوق؟
4. كيف تأثرت بورصة قطر والأسواق الإمارات العربية المتحدة قبل وبعد تنفيذ قرار ترقيتها؟

### فرضيات البحث:

يمكن تلخيص الفرضيات التي بني عليها هذا البحث فيما يلي:

1. تعتبر الهيئات المنظمة لعمل البورصات من بين الأطراف الفاعلة في تشجيع استثمارات المحفظة الأجنبية؛
2. ترقية سوق مالي ما من شأنها أن تنعكس على أداء السوق من خلال الارتفاع العوائد فيه؛
3. يقوم المستثمرين الأجانب بالشراء قبل يوم تنفيذ الترقية الفعلي والبيع بعدها؛
4. ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة أدت إلى تنشيط التداولات فيها.

### أسباب اختيار البحث:

من بين الأسباب التي أدت إلى اختيار هذا الموضوع يتمثل في تنامي النقاش الدولي حول أسواق الأوراق المالية الناشئة، فبعد أن كانت تمثل 1% فقط من القيمة السوقية العالمية، أصبحت تحتل مكانة هامة ضمن أسواق الأوراق المالية العالمية، وأصبحت تنافس بذلك أسواق الأوراق المالية المتقدمة خاصة في مجال استقطاب



استثمارات المحفظة الأجنبية، لذا تسارعت الدول فيما بينها نحو اصلاح أسواقها المالية بما يتماشى مع متطلبات المؤشرات التي تتيح هذه التصنيفات، وإعطاء أهمية كبرى لحجم الأموال الأجنبية التي يمكن أن تستقطبها الأسواق بعد ترقيتها ضمن هذه المؤشرات، وما زاد من أهمية هذا النقاش، اعلان مؤشر MSCI ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة إلى فئة الأسواق الناشئة في جوان 2013، خاصة أن هذا المؤشر لم يتم بترقية أية سوق من فئة الأسواق المستقلة أو الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة منذ جوان 2002، أي منذ ترقية بورصتا مصر والمغرب، كما أن ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة لفئة الأسواق الناشئة تزامن مع تخفيض بورصتي اليونان والمغرب إلى فئتي الأسواق الناشئة والحدودية على التوالي، ولم تحظى هذين البورصتين باهتمام المستثمرين الأجانب بنفس الدرجة التي حظي بها موضوع ترقية السوقيين الماليين العربيين.

### الدراسات السابقة:

لقد حظي موضوع استثمارات المحفظة الأجنبية بالدراسة من خلال العديد من الجوانب، ولقد تم التوصل على إثرها إلى نتائج مختلفة، باختلاف البيئة التي تم دراسته فيها أو المدة الزمنية التي غطاها البحث، ويمكن ايجاز البعض من البحوث والدراسات فيما يلي:

### أولا/ باللغة العربية:

1.أياد طاهر محمد وصلاح حسن أحمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013.

كان الهدف من اجراء هذا البحث معرفة اثر انفتاح سوق العراق للأوراق المالية على أدائه وبالضبط على أداء قطاع المصارف، وهذا من خلال الاعتماد على اختبار Student لعينتين مرتبطتين، وقد شملت الدراسة ثلاثة عشر مصرفا ضمن القطاع المصرفي، والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وغطى البحث الفترة الممتدة من ديسمبر 2006 والى غاية مارس 2008، وقد خلصت الدراسة إلى وجود اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين متوسط عوائد الأسهم قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى سوق العراق للأوراق المالية، إذ تشير النتائج المتوصل إليها إلى ارتفاع متوسط عوائد الأسهم بعد انفتاح السوق على الاستثمار الأجنبي غير المباشر، مما يدل على وجود تأثير للاستثمار الأجنبي غير المباشر في عوائد الأسهم العادية للمصارف عينة البحث، كما أظهرت نتائج الاختبار أيضا عدم وجود اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين متوسط عدد الأسهم المتداولة قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر، مما يشير ذلك إلى عدم تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في عدد الأسهم المتداولة للمصارف عينة البحث، كما كانت هناك استجابة ملحوظة لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمعلومات الواردة إلى السوق، إذ ارتفع معدل أسعار

الأسهم للمصارف عينة الدراسة بشكل ملحوظ في شهر جويلية 2007 أي الشهر الذي يسبق دخول الاستثمار الأجنبي إلى السوق على الرغم من عدم وجود تداولات أجنبية بالفعل؛

2. صالح مفتاح وعلي بوعبد الله، واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الرابع عشر، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2013.

لقد ارتكز هذا البحث على دراسة أهم السياسات التي يتبناها كل سوق مالي عربي على حدى من أجل تشجيع تدفقات الاستثمار الأجنبي اليه، ومحاولة معرفة مختلف صور الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، كما قامت هذه الدراسة بتحليل تعاملات الأجانب في كل بورصة عربية، وقد خلصت إلى أن هناك اختلاف في حجم هذا الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية، ويوجد أيضا اختلاف كبير في حجم مساهمة الأجانب في البورصات العربية، وهذا الأمر راجع إلى الامتيازات المقدمة من قبل كل سوق إلى المستثمرين الأجانب؛

3. محمد كمال أبو عمشة، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: دراسة حالة بورصة قطر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 61 و62، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، شتاء وربيع 2013.

يهدف هذا البحث إلى تحديد أهم عوامل جذب الاستثمار الأجنبي للاقتصاد القطري بصفة عامة وبورصة قطر بصفة خاصة، بغية الخروج بسياسات وآليات لتفعيل دور البورصة في جذب الاستثمار الأجنبي للاقتصاد، ولقد أظهرت الدراسة أن بورصة قطر سوق واعدة، وعلى الرغم من حداثةها، إلا أنها يمكن أن تسهم في استقطاب نسبة جيدة من الاستثمارات الأجنبية التي تبحث عن فرص استثمارية مناسبة، من حيث العائد والأمان، إذا تمت معالجة بعض المعوقات التي تواجهها، كما أظهرت الدراسة أن البورصة قد تطورت بشكل كبير بعد السنوات العشر التي تلت نشأتها، واستطاعت استقطاب نسبة كبيرة من المدخرات الوطنية والخليجية وتحويلها إلى استثمارات محلية، وذلك للحيلولة دون تسربها إلى أسواق الأوراق المالية في الخارج، كما استطاعت أيضا أن تجذب نسبة معقولة من الأموال الأجنبية وضخها في البورصة، لتصب في مصلحة التنمية الاقتصادية، ما يساهم في سد الفجوة بين الادخار والاستثمار في دولة قطر؛

4. علا عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 63 و64، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، صيف وخريف 2013.

تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة عن ماهية المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول التي تبحث عنه، ومدى مساهمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر في نمو وتنشيط سوق الأوراق المالية في مصر، وقد خلصت الدراسة إلى أنه ما لم تتجه تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في البورصة إلى الاكتتاب في زيادة رؤوس

الأموال وتصب في تمويل التوسع في نشاط المشروعات ورفع معدلات الاستثمار، فإن الأثر المتوقع لتلك التدفقات سينصرف بالدرجة الأولى إلى رفع قيمة العملة المحلية، وليس إلى دفع بمعدلات النمو الاقتصادي، وتعتبر حرية دخول الأجانب للبورصة المصرية والخروج منها دون قيود من بين العوامل التي تدعم المضاربة على أسعار الأسهم، ومن دون وجود آليات اللازمة لاستقرار هذه الأموال في البورصة فإن سعر صرف جنيه المصري سيتعرض لمخاطر التقلب في ظل اتجاه التحرير الاقتصادي وإهمال مخاطره؛

5. هشام محمد فرج، المضاربة الأجنبية في الأسواق المالية الناشئة دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري، بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007.

لقد انصب هذا البحث في محاولة معرفة درجة استجابة المستثمر المصري لقرارات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر، سواء القرارات الشرائية أو البيعية، وكيفية الحد من الآثار السلبية المترتبة على قرارات الاستثمار الأجنبي الغير مباشر، وهذا من خلال إيجاد معامل الارتباط بيرسون بين إجمالي حجم التداول للمستثمرين الأجانب والمصريين في الفترة الممتدة من 01 أكتوبر 1996 إلى غاية 31 أوت 2001، وذلك على المستوى اليومي لكل ربع سنة، ولقد توصل الباحث إلى وجود علاقة ارتباط قوية وموجبة وذات دلالة احصائية فيما بين القرارات الشرائية للمستثمر المصري والأجنبي ودون ابطاء زمني على طول فترة البحث، فيما كانت هناك علاقة ارتباط ضعيفة وموجبة وذات دلالة احصائية وبدون ابطاء زمني بين القرارات البيعية للمستثمر المصري والأجنبي، كما اسفرت الدراسة أيضا عن وجود علاقة ارتباط قوية وموجبة وذات دلالة احصائية بين القرارات البيعية للمستثمر المصري والأجنبي بإبطاء زمني يتراوح بين 10 إلى 15 يوم خلال نفس الفترة، ويمكن تفسير هذا الأمر بارتباط سلوك المستثمر المصري البيعي بسلوك المستثمر الأجنبي، فخلال هذه الفترة ينتقل المستثمر الأجنبي من الشراء إلى البيع مستغلا تبعية المستثمر المصري في الشراء، أي عندما تبلغ الأسعار ذروتها يقوم المستثمر الأجنبي بالبيع محققا المزيد من الأرباح الرأسمالية مقابل مزيد من الخسائر الرأسمالية التي ينجى بها المستثمر المصري.

ثانيا/ باللغة الأجنبية:

**1.Bana Abuzayed & Nedal Al-Fayoumi, Are Investors Concerned with Stock Market Upgrades? Evidence from Multivariate Framework Analysis, Emerging Markets Finance and Trade journal, 2016.**

كان الهدف من هذه الدراسة معرفة مدى تأثير المستثمرين بقرار ترقية كل من بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة إلى فئة الأسواق الناشئة، حيث غطت الدراسة الأسعار اليومية لمؤشرات الأسواق الأوراق المالية في قطر ودبي وأبو ظبي، والمقومة بالعملات المحلية والتي تم استخراجها من قاعدة الخليج من الفترة من 11 جوان 2012 إلى 15 جوان 2014، أي بمجموع 500 ملاحظة، وهذه الفترة تضم اثنين من التواريخ المهمة للسوقين، والذي تتمثل في تاريخ اعلان MSCI ترقية هذه الأسواق الثلاثة من فئة الأسواق

الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة في 12 جوان 2013 وتاريخ 1 جوان 2014 الذي يمثل تاريخ التنفيذ الفعلي للقرار، وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة، إلى أن اعلان MSCI ترقية أسواق الأسهم في كل من قطر ودي وأبو ظي في البداية، أدى إلى ظهور ردود فعل إيجابية من قبل المستثمرين نشطين، بسبب الاعتقاد بأن هذا الإعلان سوف يؤدي إلى اجتذاب المستثمرين المؤسساتيين الأجانب الذين يلعبون دورا حيويا في تحسين أداء السوق، ومع ذلك، فقد أدى رد الفعل هذا أيضا إلى الزيادة الأولية في التقلبات، بسبب أنشطة المضاربة من قبل بعض المستثمرين الأفراد النشطين، الذين يتطلعون إلى تحقيق عوائد غير طبيعية على استثماراتهم قصيرة الاجل، وبالتالي عند قيام MSCI بتفعيل ترقية السوقين، أصبح بعض المستثمرين النشطين بائعين صافين من أجل حصول على الأرباح ما أدى إلى تأثير على الأسواق.

2. كما حاول العديد من الباحثين دراسة مدى تأثير استثمارات المحفظة الأجنبية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية سواء من خلال دراسة متغير واحد أو مجموعة من المتغيرات مع بعضها البعض، ويمكن إنجاز البعض من هذه الدراسات في الجدول الموالي:

### الجدول رقم 01: نتائج دراسات تأثير المتغيرات الاقتصادية على استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية

الدراسة	الطريقة	البلد	الفترة	المتغيرات	النتيجة
Kreicher (1980)	OLS	الو.م. أ، غرب ألمانيا، المملكة المتحدة وإيطاليا	1974-1976	معدل الفائدة	+
Brennan et al. (1997)	Dynamic generalization of the multi asset noisy rational expectations model	الولايات المتحدة الأمريكية	من الربع الثاني 1982 الى الربع الرابع 1994	سعر الصرف	+
Verma et al. (2011)	VAR	الهند	2000-2009	الإنتاج المحلي لدول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية	+
				معدل النمو لدول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية	+
				فروق أسعار الفائدة	غير معنوي
				سعر الصرف الاسمي	-
Kinda (2012)	SUR	58 دولة نامية	1970-2003	التضخم	+
				معدل النمو	+
				البنية التحتية المالية والتنمية المالية	+
Kodongo et al. (2012)	VAR	مصر، المغرب، نيجيريا وجنوب افريقيا	1997_2009	أسعار صرف العملات الأجنبية	المغرب - نيجيريا +
Gumus et al. (2013)	Granger Causality	الهند	2006-2012	مؤشر الانتاج الصناعي	+
				توازن الميزانية	-
				رصيد الحساب الجاري	-
				مؤشر سوق الأوراق المالية الهندي	+
				سعر الصرف	+

-	الرقم القياسي لأسعار المستهلك				
-	معدل الفائدة				
+	معدل الفائدة	1980-2010	نيجيريا	OLS with Structural Breaks	Onuorah and Akujuobi (2013)
+	سعر الصرف				
+	التضخم				
-	الناتج المحلي الإجمالي				
-	العرض النقدي				
-	مؤشر الأسواق الناشئة	1995-2011	الهند	GARCH	Garg et al. (2014)
-	تنوع الخطر				
-	خطر البلد				
-	مخاطر العملة				
+	الناتج المحلي				
+	سعر الصرف				
+	Greater risk on return Regionalism				
+	معدل الفائدة الحقيقي	1992-2009	تركيا	SVAR	Levent Korap (2010)
+	عجز الحساب الجاري				
+	معدل الفائدة الحقيقي	1995-2009	تركيا	ARDL	Erataş and Oztekin
-	سعر الصرف				

**Source:** Aynur Pala, Bilgin Orhan Orgun, **the effect of macro-economic variables on foreign portfolio investments: an implication for turkey**, Journal of Business, Economics & Finance (2015), Vol4 (1), pp111-112.

**3.Stephen Casciano, UAE and Qatar Enter the MSCI Emerging Markets Index: A Guide to the Rebalance Trade, Benchmark Changes and Trading Environment**, Credit Suisse Index Analysis, may 2014.

لقد حاولت هذه الدراسة معرفة أهم الاثار التي يمكن أن تلحق بمؤشر MSCI للأسواق الناشئة، عند ترقيته لأسواق الإمارات العربية المتحدة وبورصة قطر، دون اهمال مؤشر الأسواق الحدودية التي كانت هذه الأسواق تشغل فيه حيزا كبيرا، وهذا قبل تفعيل تصنيف هذه الأسواق، كما ركزت أيضا على اجراء مقارنة ما بين الأسواق التي تمت ترقيتها والأسواق التي تم تخفيض تصنيفها.

**4.Alan Taylor, The Pathway from Frontier to Emerging: Middle East Markets**, J. P. Morgan, Investor Services, October 2013.

لقد اهتمت هذه الدراسة بمحاولة معرفة التطور التاريخي للأحداث والتغيرات التي تبنتها بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة بغية ترقيتها لفئة الأسواق الناشئة، وهذا عند الإعلان مؤشر MSCI ترقية هذه الأسواق من فئة الأسواق الحدودية في جوان 2013، بالإضافة إلى تطرقها إلى مختلف الخطوات التي اتبعتها السوق المالية السعودية بغية انفتاح على الأجانب، كما حاولت تسليط الضوء على أهم النقاط المتبقية لهذه الأسواق التي يجب تطويرها قبل أن تصبح عملية الترقية فعالة؛

5.Nasser Saidi, Aathira Prasad and Vineeth Naik, **From Frontier to Emerging: Does Market Reclassification Matter?** Dubai international financial center, Dubai, UAE, January 2012.

ركزت هذه الورقة على دراسة المعايير والعوامل التي تكمن وراء القرار بشأن إعادة تصنيف أسواق الأوراق المالية، والمقارنة بين المعايير المتبعة من قبل هذه المؤشرات عند تصنيف أي سوق مالي لفترة أسواق الناشئة، كما ناقشت أيضا دليلا تجريبيا على حدث إعادة تصنيف كل من أسواق مصر والمغرب كأسواق ناشئة بعدما كانت تعتبر أسواق مستقلة، من خلال إجراء دراسة الحدث المتعلقة بتاريخ الإعلان عن ترقية السوق والتاريخ الفعلي للترقية، وقد أظهرت النتائج أن تاريخ الإعلان عن ترقية السوق لديه تأثير إيجابي على الأسواق، في حين تم ملاحظة تأثير سلبي على العوائد في السوق عند التنفيذ الفعلي للقرار، ولقد أعزى الباحث هذا الأمر إلى أن تاريخ الإعلان عن إعادة التصنيف يؤدي إلى ظهور حملات شراء كبيرة من قبل المستثمرين والتي أدت إلى المضاربة على أسعار الأوراق المالية ما أثر على ارتفاعها، كما خلصت الدراسة إلى أن التطورات الاقتصادية المصاحبة لإصلاح مناخ الاستثمار في الدولة، أدى إلى إعادة تصنيف السوق وزيادة تدفقات رأس المال الأجنبي وليس العكس، وإعادة التصنيف تعتبر بمثابة تأكيد وإشارة على تحسن مناخ الاستثمار في الدولة ككل، فضلا عن قيام الباحث بدراسة الآثار المترتبة على الإعلان MSCI القيام بمراجعة تصنيف بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة إلى أسواق ناشئة مستقبلا؛

### ثالثا/ مجالات الاستفادة من الدراسات السابقة ودرجة اختلافها مع دراسة الحالية:

لقد كانت الدراسات السابقة ذات أهمية كبيرة بالنسبة لهذا البحث، من خلال المساعدة في تحديد المراجع والدراسات التي يمكن الاستفادة منها في الدراسة الحالية، واستخدامها أيضا في إثراء الجانب النظري للدراسة الحالية، إلا أن هذه الدراسة اختلفت عن الدراسات السابقة في بعض النقاط، والتي يمكن إبرازها فيما يلي:

- 1.لقد حاولت بعض الدراسات التطرق لدور استثمارات المحفظة الأجنبية في تنشيط أسواق الأوراق المالية؛
- 2.كما اهتمت بعض الدراسات بمعرفة واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية بصفة عامة، دون التمييز أو التطرق لمعرفة حجم استثمارات المحفظة الأجنبية التي استطاعت بعض الأسواق العربية استقطابها بعد أن تم ترقيتها على المؤشرات العالمية؛
- 3.في حين أن الدراسات التي تطرقت لموضوع ترقية أسواق الأوراق المالية، قامت بدراسة الآثار الناجمة عن ترقية هذه الأسواق على اداءها ومستوى العوائد فيها، منذ فترة الاعلان إلى غاية تنفيذ الترقية، كما لم تقم بالفرقة بين المستثمر الأجنبي والمحلي عند الدراسة؛
- 4.لم تقم أي من هذه الدراسات بمعرفة حجم الاستثمارات الأجنبية المتواجدة ببورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة بعد ترقيتها لناشئة، كما أن الدراسات التي اهتمت بهذا الجانب كانت قبل الاعلان عن ترقية

هذه الأسواق، كما لم يتم التطرق لدراسة الخطى التي اتخذتها هذه الأسواق في سبيل ترقيتها، أو على الأقل الدراسات التي تناولت هذا الجانب كانت باللغة الأجنبية ولم تتطرق لها بالتفصيل؛

5. لقد حاولت العديد من الدراسات الربط بين موضوع استثمارات المحفظة الأجنبية والمتغيرات الاقتصادية الكلية، باعتبار هذه الأخيرة لها دور هام في استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية، في حين لم تقم أي منها بربط بين موضوع استثمارات المحفظة الأجنبية وموضوع ترقية أسواق الأوراق المالية، وبالتالي اعتبار الترقية كأحد محددات استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية.

### حدود البحث:

أولاً/ الحدود العلمية: لقد ركز هذا البحث على دراسة أسواق الأوراق المالية التي تم ترقيتها لمصاف الأسواق الناشئة، باعتبار أن الترقية لفئة الأسواق المتقدمة يتطلب الكثير من الوقت والجهد، ونظراً لوجود العديد من المؤشرات التي تقيم بقياس وتصنيف أسواق الأوراق المالية، فقد اعتمد هذا البحث على المؤشر الذي تصدره شركة مورجان ستانلي كايبتال إنترناشيونال MSCI، حيث يعتبر أحد أبرز المؤشرات الذي يستخدمها الآلاف من مديري الأصول حول العالم-أكثر من 1040 صندوق مؤشرات-، إذ تقدر حجم الأصول الخاضعة للإدارة والتي تتبع هذا المؤشر بأكثر من 14,8 تريليون دولار وهذا إلى غاية 30 جوان 2018، وتقدر حجم الأصول ضمن مؤشر MSCI All Country World Index (ACWI) بـ 4,1 تريليون دولار، في حين يعد مؤشر MSCI للأسواق الناشئة الأكبر حجماً حول العالم، بقيمة تتجاوز 1,8 تريليون دولار، ويقوم هذا المؤشر بحساب 200.000 مؤشر أسهم يوميا منها 11.000 مؤشر يتم حسابها في الوقت الحقيقي<sup>4</sup>، كما يعتبر أول مؤشر قام بإطلاق مؤشر الأسواق الناشئة في 1988؛

ثانياً/ الحدود المكانية: لقد ارتكز هذا البحث على دراسة أسواق الأوراق المالية العربية التي تم ترقيتها لفئة الأسواق الناشئة في جوان 2014، أي بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة، مع الإشارة لبورصتي مصر والمغرب باعتبارها من أوائل الأسواق العربية التي تمت ترقيتها لفئة الأسواق الناشئة في 2002، وهذا من أجل مقارنة أداء هذين البورصتين عند ترقيتهما مع الأثر المحدث على أداء بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة عندما تمت ترقيتها، وتسلية الضوء على الآثار المحتملة الناتجة عن ترقية السوق المالي السعودي باعتبار أن ترقيته أصبحت فعالة بدءاً من ماي 2019، كما تم الاستشهاد بتجارب بعض الدول في الترقية من مؤشرات الأسواق الناشئة إلى المتقدمة، وهذا من أجل معرفة حجم التدفقات التي استقطبتها هذه الأسواق بعدما تمت ترقيتها إلى أسواق متقدمة بالمقارنة مع حجم التدفقات التي تحصلت عليها بعد أن كانت ناشئة؛

<sup>4</sup> MSCI, A Leader in Equity Indexes, fact sheet, may 2019, p01.

كما تجدر الإشارة إلى أن حجم أصول الخاضعة للإدارة والتي تتبع المؤشر FTSE Russell تقدر بأكثر من 12,5 تريليون دولار وهذا إلى غاية سبتمبر 2017، انظر:

Industry Classification Benchmark: Structural enhancements to the industry categorization framework, FTSE RUSSEL Insights, September 2017, p12.

ثالثاً/ الحدود الزمانية: ولقد تمت دراسة تعاملات الأجانب في بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة منذ 2009، أي منذ ضمها لقائمة المراقبة لمؤشر MSCI؛

### المنهج المتبع:

بناء على التساؤلات المطروحة والفرضيات التي بني عليها هذا البحث، فإن المنهج المتبع في هذه الحالة، يتمثل في المنهج الاستنباطي من خلال أداته المتمثلة في الوصف، وذلك من خلال التطرق إلى الجوانب النظرية لموضوع استثمارات المحفظة الأجنبية، والتطرق للمعايير التي تأخذ بها المؤشرات الدولية عند تصنيفها لأسواق الأوراق المالية، وأداة التحليل من خلال دراسة اتجاهات المستثمرين اثر الإعلان عن إعادة تصنيف سوق مالي ما بصفة عامة، وكذلك تحليل تطور تعاملات المستثمرين الأجانب قبل وبعد ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة إلى ناشئة.

**هيكلية البحث:** للإجابة على تساؤلات المطروحة والوصول إلى الأهداف المحددة تم تقسيم هذه الدراسة إلى الفصول التالية:

**الفصل الأول والمعنون بمدخل تعريفي لاستثمارات المحفظة الأجنبية،** تم التطرق فيه إلى تعريف الاستثمار الأجنبي بصفة عامة والاستثمار الأجنبي الغير مباشر والذي يقصد به استثمارات المحفظة الأجنبية بصفة خاصة، ونظراً لتواجد بعض التشابه بين الاستثمار الأجنبي المباشر والغير المباشر، تم دراسة الفرق بين هذين النوعين، وكل هذه النقاط تم ادراجها ضمن المبحث الأول الذي بعنوان مكانة استثمارات المحفظة الأجنبية من بقية الاستثمارات، أما المبحث الثاني الذي كان بعنوان متطلبات استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الأوراق المالية، تم التطرق فيه إلى مختلف العوامل والتي من شأنها تشجيع على استقطاب المستثمر الأجنبي لأي دولة والتي تتمثل في عوامل اقتصادية وعوامل لها علاقة بسوق الأوراق المالية ومحددات أخرى، بالإضافة إلى ادراج فوائد ومساوئ استثمارات المحفظة الأجنبية أما المبحث الأخير فجاء بعنوان مميزات تسير المحافظ المالية، وتم التطرق فيه إلى تعريف المحفظة المالية، أنواعها و العوامل المتحكمة في تكوين وإدارة المحفظة المالية وحصر مختلف الاستراتيجيات التي يعتمد عليها المستثمرين في سبيل تكوين محفظة مالية جيدة؛

**الفصل الثاني جاء بعنوان الإطار النظري لترقية أسواق الأوراق المالية،** وقد قسم إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول فيه تناول ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة، من خلال التطرق لمفهوم ترقية أسواق الأوراق المالية وتحديد مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة والأسواق الحدودية باعتبارها محطة هامة لأي سوق قبل الترقية لفئة الأسواق الناشئة، أما المبحث الثاني الذي يحمل عنوان مؤشرات تصنيف أسواق الأوراق المالية، فقد تعرض لمتطلبات كل من مؤشر MSCI، مؤشر FTSE Russell، مؤشر S&P DJI في تصنيفهم لأسواق الأوراق المالية، أما المبحث الأخير من هذا الفصل، فقد خصص لمعرفة التطور التاريخي الذي مرت به أسواق الأوراق



المالية الناشئة منذ نشأتها ومختلف الاحداث التي أثرت عليها، بالإضافة إلى ادراج الفرق بين تصنيف المؤشرات السابقة، وقد جاء هذا المبحث بعنوان الاختلافات في تصنيف أسواق الأوراق المالية؛

ولقد جاء الفصل الثالث بعنوان تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية، تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، ركز المبحث الأول منه والمعنون بكيفية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية على أنواع المستثمرين في أسواق الأوراق المالية ومختلف الأساليب التي يتبنونها للاستثمار في هذه الأسواق، في حين كان الهدف من المبحث الثاني الذي بعنوان تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على أدائها، معرفة الآثار الناجمة على أداء السوق اثر تصنيفه، سواء من ناحية العوائد المسجلة في الأسواق المصنفة، أو أسعار الصرف بالإضافة إلى تركيز على طرق تعديل المراكز الاستثمارية في ظل تغير تصنيف السوق، ولقد كان المبحث الاخير بعنوان سلوك المستثمرين تجاه تغير المؤشرات المرجعية، تم التطرق فيه إلى مفهوم المؤشرات المرجعية ومدى تأثير الصناديق الاستثمارية التي تعتمد على هذه المؤشرات بالتغير في المؤشرات نفسها، بالإضافة إلى التطرق لتجربة السوق المالي البرتغالي واليوناني في الانتقال من فئة الأسواق الناشئة إلى المتقدمة، وتسليط الضوء على مختلف الآثار المحتملة لانضمام السوق السعودية لمؤشر الأسواق الناشئة؛

أما الفصل الرابع والذي بعنوان أداء استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية في ظل ترقيتها لناشئة، قد تمت دراسته من خلال ثلاث مباحث، كان المبحث الأول منه بعنوان الآثار الناجمة عن ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة، تم من خلاله معرفة الأثر المحدث على مؤشرات MSCI للأسواق الناشئة والحدودية إثر تصنيف بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة، والتطرق لمختلف المراجعات التي مرت بها هذه الأسواق إلى غاية تصنيفها كناشئة، وأخيرا تحليل تحركات المستثمرين في هذين السوقين في الفترة بين تاريخ الإعلان وتاريخ تنفيذ قرار ترقيتهما، في حين اهتم المبحث الثاني المعنون بواقع استثمارات المحفظة الأجنبية في بورصة قطر بإعطاء لمحة تعريفية عن بورصة قطر، ثم تحليل نشاط هذه البورصة منذ نشأتها، ومن ثم التطرق إلى أداء استثمارات المحفظة الأجنبية قبل وبعد ترقيتها، ومع الأخير تسليط الضوء على إنجازات بورصة قطر بعد الترقية، أما المبحث الثالث والأخير والذي يحمل عنوان واقع استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الإمارات العربية المتحدة، قام بالتعريف بأسواق الإمارات العربية المتحدة وادراج الفرق بين أسواقها، بالإضافة إلى معرفة الإنجازات المحققة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع بغية الترقية لناشئة، وبعدها تم التطرق إلى تطور تدفقات الاستثمارات الأجنبية بسوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، وأخيرا إنجازات أسواق الإمارات العربية المتحدة لترقية لمتقدمة.

الفصل الأول /  
مدخل تعريفي  
لأستثمارات  
المحفظة الأجنبية

تمهيد:

نظرا لأهمية التنمية الاقتصادية بالنسبة للبلدان، فقد أصبح الاتجاه السائد بين دول العالم المتقدمة والنامية على حد سواء، تشجيع الاستثمار الأجنبي بكافة أنواعه وتوفير المناخ الجيد والجاذب له، والذي يقوم على بيئة اقتصادية مستقرة، إذ يعتبر الاستثمار الأجنبي من مصادر التمويل الهامة لمشاريع التنمية الاقتصادية، وبالذات في الدول النامية التي تعاني من عجز كبير في المدخرات المحلية اللازمة لتمويل برامج الاستثمار المطلوبة، مما يجبرها للجوء إلى المصادر الخارجية، ذلك ما يعطي أهمية قصوى لتدفق رؤوس الأموال الأجنبية، وبالتالي التغلب على صعوبة تغطية نفقات التنمية وتسهيل القيام بها، لكون هذه الأموال تؤدي إلى تعويض النقص في الموارد المحلية، وتسمح للدولة الحصول على المستلزمات الضرورية لتنفيذ مشاريعها، والتي من شأنها تحقيق معدلات مرتفعة لنمو الاقتصادي، ولقد أخذت الاستثمارات الأجنبية صورا وأشكالا متعددة، كالقيام بطرح نسبة من أسهم الشركات والمشروعات التي تنوي الدولة انشاءها، أو طرح سندات وذلك للاكتتاب فيها من قبل المستثمرين الأفراد والمؤسسات سواء المحليين أو الأجانب، وهنا نكون بصدد الحديث عن الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية أو ما تعرف بإسم استثمارات المحفظة الأجنبية، والتي تنطوي على امتلاك الأفراد أو الهيئات أو الشركات الغير المقيمين على بعض الأوراق المالية المدرجة في السوق المالي الأجنبي عنهم، والتي ينبغي لدول المضيفة لها تهيئة المناخ اللازم لها، وعليه بناء على ما سبق سيتم التطرق في هذا الفصل إلى النقاط التالية:

المبحث الأول/ مكانة استثمارات المحفظة الأجنبية من بقية الاستثمارات

المبحث الثاني/ متطلبات استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الأوراق المالية

المبحث الثالث/ مميزات تسير المحافظ المالية

### المبحث الأول/ مكانة استثمارات المحفظة الأجنبية من بقية الاستثمارات

يعتبر رأس المال الأجنبي عامل مهم في التنمية الاقتصادية لما له من فوائد على اقتصاد البلد المضيف كتقليل من نسب البطالة والفقر، وتحديث الصناعة المحلية وتطوير القدرات التنافسية للاقتصاد، كما يعتبر أداة مهمة في نقل التكنولوجيا، وهذا إذا كان الاستثمار المقصود هنا الاستثمار الأجنبي المباشر، أما استثمار الأجنبي الغير المباشر والذي يتمثل في استثمارات الأجانب في أسواق الأوراق المالية في الدول المضيفة، فيتميز هذا النوع من الاستثمارات بسهولة الدخول والخروج من وإلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة، إذ يسعى المستثمرين في المحافظ الأجنبية إلى تعديل مراكزهم، وبالتالي الخروج أو الدخول إلى أسواق الأوراق المالية وفقاً لتطور الأوضاع الاقتصادية والسياسية لهذه الدول، ما ينتج عنه انعكاسات سلبية على استقرار أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.

### المطلب الأول/ مفاهيم حول الاستثمار والاستثمار الأجنبي

يعتبر الاستثمار الأجنبي من مصادر التمويل المهمة التي تلجأ إليها الدول عادة، وعلى الأخص النامية منها، وهذا لأغراض تحقيق أهداف التنمية وتخفيف اعباء القروض الخارجية التي تعاني منها، وتتم هذه الاستثمارات إما بصفة مباشرة أو غير مباشرة.

#### أولاً/ المفاهيم المتعلقة بالاستثمار

يمثل الاستثمار أحد الوسائل الهامة التي تدفع بوتيرة التنمية الاقتصادية، من خلال استغلال مختلف الطاقات المتواجدة بالاقتصاد، وهذا من أجل خلق ثروات جديدة أو الزيادة في الثروات القائمة أو المحافظة عليها، وقد يكون الاستثمار على شكل مادي ملموس والذي يترتب عليه ظهور منفعة اقتصادية على شكل سلعة أو خدمة أو يكون استثمار على شكل غير مادي وبالتالي لا يتعدى كونه تحويل ملكية من البائع للمشتري، ولهذا قد اختلفت وتعددت المفاهيم المتعلقة بالاستثمار، والتي نذكر منها:

**التعريف الأول:** "والذي يتعلق بالمفهوم الاقتصادي أو الحقيقي للاستثمار، فهذا المفهوم الاستثمار يعبر عن اكتساب للموجودات المادية، وذلك لأن الاقتصاديين ينظرون إلى توظيف الأموال على أنه المساهمة في الإنتاج، مما يضيف أو يخلق منفعة تكون على شكل سلع وخدمات، وعليه فإذا كان المال عنصر إنتاج، فلا بد أن يكون على شكل إيجاد طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع طاقة إنتاجية مكتسبة"<sup>1</sup>؛

**التعريف الثاني:** "والذي يعنى بالمفهوم المالي للاستثمار، إذ يعبر عن اكتساب الموجودات المالية فحسب، أي التعامل بالأموال للحصول على الأرباح، وذلك بالتخلي عنها في لحظة زمنية معينة، ولفترة زمنية محددة قصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية، تعوض القيمة الحالية للأموال المستثمرة، وتعوض أيضاً عن عامل

<sup>1</sup> طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص 13.

المخاطرة المرافق للمستقبل<sup>1</sup>، ويقصد بالاستثمارات المالية كذلك، تلك الاستثمارات التي تتم من قبل المستثمر في شكل عدد من الأوراق المالية، التي تعطي لحاملها حق التصرف فيها اما بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ بها، بهدف الحصول على عائد ما نتيجة تحمل مستوى معين من المخاطرة<sup>2</sup>؛

**التعريف الثالث:** "التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة، وليس مجرد تأجيلها فقط كما هو الحال بالنسبة للدخار، وذلك أملا في الحصول على إشباع أكثر في المستقبل"<sup>3</sup>؛

**التعريف الرابع:** "مدى استعداد المستثمر لتحمل درجة معقولة من المخاطرة أملا في الحصول على عوائد معقولة مستقبلا"<sup>4</sup>،

فمن خلال ما أدرج أعلاه، نجد أن مفهوم الاستثمار يرتبط بثلاثة مفاهيم اقتصادية تتمثل في التضحية، الحرمان والانتظار مع تحمل درجة معينة من المخاطرة، أي أن المستثمر يقوم بالتضحية بإنفاق مالي معين الآن في مقابل الحصول على عائد متوقع غير أكيد حدوثه في المستقبل، وبهذا يمكن القول أن الاستثمار يتمثل في إنفاق حالي سواء كان على شكل مالي أو مادي أو فكري أو عضلي، ينتظر من ورائه اكتساب ومضاعفة الموجودات مستقبلا سواء كانت مالية أو مادية أو طاقة بشرية، والتي تعتبر موارد ذات صفة دائمة تستخدمها الشركات بهدف تحقيق الأرباح والاستمرارية؛

ويوفر الاستثمار بكل أشكاله مزايا عديدة للاقتصاد الوطني، فهو يمثل فرصة حقيقية للتنمية، وذلك من خلال توسيع حجم السوق الداخلية، ويعمل على زيادة إنتاج السلع والخدمات، ويؤدي إلى خلق مناصب شغل وبالتالي القضاء على البطالة، وتجدر الإشارة إلى أن جميع الفرص المتاحة للمستثمر خارج وطنه تعتبر استثمارا أجنبيا، بغض النظر عما اذا كان شخصا طبيعيا أو معنويا، فالمستثمرين يكونون على استعداد لنقل أموالهم بين دولة وأخرى اذا كانوا يتوقعون تحقيق عائد افضل ومردود اعلى من ذلك المحقق على مستوى بلدانهم الأصلية، ولذلك فمن بين اسباب انتقال الاستثمارات بين الدول تحقيق عائد اعلى في الدولة المضيفة على المدى الطويل، قياسا بما كان المستثمرين يحققونه في دولهم الاصلية، بالإضافة إلى أن حجم الموجودات التي يمكن أن يحصل عليها المستثمرين في البلد المضيف اكثر من تلك التي يمكن الحصول عليها في بلدانهم وباستعمال نفس حجم رأس المال، ومن هذا المنطلق تنساب الاستثمارات بين الدول<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> طاهر حيدر حردان، مرجع سابق، ص 14.

<sup>2</sup> محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص 09.

<sup>3</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 07.

<sup>4</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 13.

<sup>5</sup> شوقي ناجي جواد وهيثم علي حجازي، ادارة الاعمال الدولية، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2011، ص 22-23.

### ثانيا/ تعريف الاستثمار الأجنبي

لقد قدم الباحثين تعاريف عديدة للاستثمار الأجنبي كل من زاوية، يمكن تقديم البعض منها فيما يلي:

**التعريف الاول:** "كل استثمار يتم خارج موطنه بحثا عن دولة مضيضة سعيا وراء تحقيق حزمة من الأهداف الاقتصادية والمالية والسياسية سواء لهدف مؤقت أو لأجل محدد أو لأجيال طويلة الأجل"<sup>1</sup>؛

**التعريف الثاني:** "انتقال رؤوس الأموال الأجنبية من دولة معينة لدولة اخرى للمساهمة في المشروعات التي تعمل على توسيع نشاطها"<sup>2</sup>؛

**التعريف الثالث:** "انتقال رؤوس الأموال بين بلدين، بقصد توظيفها في عمليات اقتصادية مختلفة، كسواء أوراق مالية أو أموال منقولة تدر ربحا، أو امتلاك عقارات تعطي ريعا، أو بقصد توظيفها في عمليات ائتمانية مثمرة كالإقراض، أو في عمليات غير مثمرة كحفظ النقود في المصارف تفاديا للأخطار التي قد تتعرض لها في ظروف التوتر الاقتصادي والسياسي"<sup>3</sup>؛

**التعريف الرابع:** "تحركات الأموال النقدية أو العينية والحقوق المعنوية، من بلد لآخر سواء رافقها العمل أو بدونه لإقامة مشروع اقتصادي أو المساهمة في رأس مال مشروع قائم، بهدف تحقيق ربح يفوق ما يتوقع الحصول عليه من بلد المصدر لها"<sup>4</sup>.

بالاعتماد على ما أدرج أعلاه، فالاستثمار الأجنبي يعبر عن انتقال رأس المال عبر الدول في عمليات اقتصادية مختلفة كإنشاء مشروعات إنتاجية جديدة أو المساهمة فيها أو الاكتتاب في الأسهم والسندات بهدف الحصول على عوائد مجزية، وبغرض تحقيق أهداف سياسية واقتصادية ومالية... الخ، وهذه العمليات يمكن تصنيفها في شكلين اثنين، فإما تكون استثمارات أجنبية مباشرة أو استثمارات أجنبية غير مباشرة.

### المطلب الثاني/ مفهوم استثمارات المحفظة الأجنبية

لقد برز مصطلح استثمارات المحفظة الأجنبية في عقد الثمانينات بشكل كبير، واستعمل أكثر في التسعينات من القرن الماضي، ولقد اختلفت وجهة نظر كل دولة لهذا النوع من الاستثمار ما بين مؤيد ورافض له.

### أولا/ تعريف استثمارات المحفظة الأجنبية

لقد تعددت التسميات المقدمة من طرف المفكرين والباحثين الاقتصاديين لمفهوم الاستثمار الأجنبي الغير مباشر، لذلك لا توجد تسمية موحدة يتفق عليها للإشارة إلى مثل هذا النوع من الاستثمارات، إذ يطلق عليه

<sup>1</sup> فريد النجار، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 23.

<sup>2</sup> نزيه عبد المقصود مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007، ص 03.

<sup>3</sup> دريد محمود السامرائي، الاستثمار الاجنبي: المعوقات والضمانات القانونية، الطبعة الأولى، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، 2006، ص 48.

<sup>4</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 03.

باللغة الإنجليزية اسم Foreign Portfolio Investment، ولقد تم استعمال تسميات كثيرة لتعبير على هذا المصطلح في اللغة العربية مثل "الاستثمار بالمحفظة الأجنبية"، "استثمارات الحافظة أو المحفظة الأجنبية"، "الاستثمار المحفظي الأجنبي"، كما تم تسميته أيضا "الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية" أو "الاستثمار الدولي في الأوراق المالية"<sup>1</sup>، وسيعتمد هذا البحث على تسمية استثمارات المحفظة الأجنبية لكونها الأقرب للمصطلح الإنجليزي، ولقد وضعت له عدة مفاهيم من أجل صياغة وتحديد معناه، منها ما يلي:

**التعريف الأول:** حسب تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD، استثمارات المحفظة الأجنبية: "تتضمن استثمارات كيان مقيم في بلد ما في أسهم وسندات مؤسسة مقيمة في بلد آخر والذي يسعى في المقام الأول لتحقيق الأرباح ولا يهدف بالضرورة إلى تحقيق مصلحة كبيرة ودائمة في الشركة، ويمكن أن تشمل هذه الاستثمارات على الأسهم والسندات بالإضافة إلى الأدوات المتداولة في السوق النقدي والمشتقات المالية وبقية الأدوات الغير مدرجة في إطار الاستثمار الأجنبي المباشر، أو بعبارة أخرى، كل الاستثمارات التي يكون فيها حصة المستثمر الأجنبي تقل عن قاعدة العشرة في المائة (10%) والغير المتضمنة لحصص الشركات التابعة، وبالإضافة إلى الأوراق المالية الصادرة عن المؤسسات يمكن للأجانب أيضا شراء السندات السيادية الصادرة عن الحكومات"<sup>2</sup>؛

**التعريف الثاني:** "يتضمن شراء مختلف الأصول المالية من أسهم وسندات بهدف تحقيق معدل معين من العائد دون اكتساب الحق في رقابة أو إدارة المؤسسات أو الهيئات التي تصدر هذه الأصول"<sup>3</sup>؛

**التعريف الثالث:** "تملك الأفراد والهيئات والشركات لبعض الأوراق المالية دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع، ويعتبر الاستثمار الأجنبي الغير المباشر استثمار قصير الأجل مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر"<sup>4</sup>؛

**التعريف الرابع:** "امتلاك الأوراق المالية من الأسهم والسندات، والتي يحتفظ بها المستثمر بهدف توزيع المخاطر وتحقيق مزيج من الاستثمار، يحقق له أرباح قصيرة الأجل أو طويلة الأجل إذا توقع هناك ارتفاع في القيمة على المدى الطويل"<sup>5</sup>؛

<sup>1</sup> عمار صايقي، محددات الاستثمار المحفظي واثاره على أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009، ص 52. -بتصرف-

<sup>2</sup> A staff paper prepared by the UNCTAD secretariat, **Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)**, 23 June 1999, p 04.

<sup>3</sup> هزاع مفلح، التمويل الدولي، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، منشورات جامعة حلب، كلية الاقتصاد، 2007، ص 29.

<sup>4</sup> عبد السلام أبو قحف، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 13.

<sup>5</sup> نوزاد عبد الرحمن الهيثي ومنجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 181.

**التعريف الخامس:** "ذلك الاستثمار الذي يتخذ شكل قروض مقدمة من الأفراد أو الهيئات أو الشركات الأجنبية، أو يكون في شكل اكتتاب في الأسهم أو السندات الصادرة من الدول المستقطبة لرأس المال أو هيئاتها العامة أو الشركات التي تنشأ فيها، على ألا يكون للمستثمر الأجنبي من الأسهم ما يخوله حق ادارة الشركة والسيطرة عليها"<sup>1</sup>؛

ركزت المفاهيم السابقة لاستثمارات المحفظة الأجنبية على شراء الأوراق المالية من قبل الأجانب وعلى وجه الخصوص الأسهم والسندات، بالرغم من شمولها على شراء أدوات مالية أخرى مثل شهادات الإيداع الدولية أو أدون الخزينة أو حتى القروض الأجنبية عند بعض الباحثين<sup>2</sup>، إلا أن ذلك لم يكن الأغلب، بل أغلبهم ركزوا على الأسهم والسندات لأنها تشكل الجزء الاعظم في استثمارات المحفظة الأجنبية، كما أن اطلاق عليه صفة الاستثمار الغير مباشر، فيتعلق بشراء المستثمرين للأسهم والسندات بهدف اقتنائها لفترة معينة ثم بيعها عندما يرتفع سعرها في السوق المالي والحصول على أرباح اضافية، أما علاقة هذه الفئة من المستثمرين مع الشركات التي يشترون أسهمها فهي علاقة غير مباشرة، حيث لا يكون للمستثمر بالضرورة دورا مؤثر في قرارات الشركة أو سياساتها خاصة إذا كانت الشركة موجودة في بلد آخر، وهذه العلاقة يمكن أن تتحدد بصورة أوضح بحسب نوايا المستثمر، فإذا كانت نية المستثمر شراء الأسهم بقصد إعادة بيعها وتحقيق أرباح إضافية فإن علاقة هذا المستثمر بالشركة لا تحظى بالاهتمام، وأما اذا كانت نية المستثمر شراء الأسهم بقصد السيطرة على الشركة أو المشاركة في ادارتها ففي هذه الحالة تصبح استثمارا مباشرا<sup>3</sup>؛

اذن، فاستثمارات المحفظة الأجنبية تتمثل في: "قيام أشخاص طبيعيين أو معنويين والمقيمين في دولة ما بشراء أسهم وسندات وخلافه لشركات قائمة في دولة أجنبية عنهم مع عدم اهتمامهم بدرجة إدارة ومراقبة تلك الشركة، بل ينصب كل اهتمامهم على المحافظة وتنمية رأسمالهم، وتملك هذه الأوراق يعطي لهم الحق في نصيب من فوائد وأرباح الشركات التي قامت بإصدار هذه الأوراق، وقد يقوم المستثمر بنفسه بالعملية الاستثمارية وذلك بالتعامل من خلال بيوت السمسرة، أو قد يقوم بالتعامل على تلك الأدوات من خلال المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار عن طريق شراء الوثائق التي تصدرها، ويمكن أن نستنتج أيضا أن دور المستثمر في هذا النوع من الاستثمار يقتصر في تقديم رأس المال إلى الجهة المعنية لاستثماره، دون أن يكون له أي دور مباشر في إدارة الشركة"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> أدريد محمود السامرائي، مرجع سابق، ص 66

<sup>2</sup> لمزيد من التفاصيل انظر: نفس المرجع أعلاه، ص 66-69.

<sup>3</sup> علي عباس، إدارة الاعمال الدولية (الإطار العام)، الطبعة الاولى، دار الحامد لنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2007، ص 36.

<sup>4</sup> انظر في ذلك: -ماجد أحمد عطا الله، ادارة الاستثمار، الطبعة الاولى، دار اسامة لنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2011، ص 99.

-أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة- تركيا، كوريا الجنوبية ومصر، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2004-2005، ص 44.



### ثانيا/ سمات استثمارات المحفظة الأجنبية

من خلال مختلف التعاريف المقدمة أعلاه لاستثمارات المحفظة الأجنبية، يمكن تقديم بعض السمات التي يتميز بها هذا النوع من الاستثمار كما يلي:<sup>1</sup>

1. يتطلب وجود سوق أوراق مالية منظمة تحتوي على نظام معلومات متقدم تكنولوجيا يمكن من خلاله بث كل المعلومات المتعلقة بالسوق والمصدرين بسرعة ودقة وشفافية عالية؛
2. يتعلق هذا نوع بالاستثمار في الأوراق المالية المختلفة الدولية أو تلك الأوراق التي تكون مسجلة في أسواق مالية أجنبية بالنسبة للمستثمر؛
3. هدف المستثمر من هذا الاستثمار الحصول على عوائد ومكاسب رأسمالية أعلى من تلك التي كان يحققها في سوقه المحلي؛
4. صعوبة تحكم السلطات المالية لدول المضيفه لهذا النوع من الاستثمار، إذ يقوم المستثمرون الأجانب بتعديل مراكزهم الاستثمارية باستمرار وذلك وفقا لتطور أسواق الأوراق المالية لهذه الدول، ويتميز هذا الاستثمار بسرعة حركته في الدخول والخروج المفاجئ من وإلى الأسواق المحلية والدولية لذا يطلق عليه اسم "الأموال الساخنة" في أسواق الأوراق المالية؛
5. يقتصر دور المستثمر فقط على تقديم الأموال للجهة التي تقوم بالاستثمار دون أن يكون له الحق في إدارة أو مراقبة المشروع إلا إذا تعدت نسبة ملكيته سقف معين تحدده الدولة المضيفه؛
6. عادة ما يتسبب في حدوث أزمات مالية حادة في الأسواق المضيفه له، وذلك لكون استثمارات المحفظة الأجنبية تتأثر بشكل كبير بعامل الطمع والخوف الذي يصيب المستثمر.

### المطلب الثالث/ أدوات استثمارات المحفظة الأجنبية

يوجد اختلاف في تحديد الأدوات المالية التي تمكن المستثمر الأجنبي من الوصول لسوق الأوراق المالية المحلية، فبالإضافة إلى الأدوات المالية المدرجة في السوق المحلي أي الإصدارات المحلية من أسهم، سندات، مشتقات وشهادات الاستثمار، يمكن للمستثمر الأجنبي استثمار عن طريق أدوات مالية أخرى، نذكر منها:

#### أولا/ شهادات الايداع الدولية Global Depository Receipts

تعتبر وسيلة هامة للشركات حيث تتيح لهم الحصول على التمويل من جميع أنحاء العالم، وهي عبارة عن وثيقة يصدرها البنك أو مؤسسات مالية كإثبات على ايداع مبلغ معين من المال لديها، لفترة زمنية محددة وتستحق بتاريخ معين مقابل سعر فائدة محدد في الشهادة، ويطلب من المودع دفع قيمة الشهادة عند شرائها، مقابل التزام البنك المصدر بدفع قيمة الشهادة والفوائد المترتبة عليها عند حلول تاريخ استحقاقها، كما يدون

<sup>1</sup> أعمار صايفي، مرجع سابق، ص ص 53-54.

على ظهر الشهادة شروط التعامل بها وكيفية احتساب الفائدة عليها وطرق تسديدها<sup>1</sup>، ويقوم بإصدار هذه الشهادات البنوك كبيرة الحجم لهذا تصدر بفئات كبيرة نسبيا تتراوح بين 25 ألف و 100 ألف دولار وبذلك لا يقبل على شرائها إلا كبار المستثمرين من المؤسسات المالية، كما أن سعر الفائدة المطبق عليها يتم تحديده بالتفاوض بين العميل والبنك المصدر، إلا أن أسعار الفائدة عليها تكون أعلى قليلا من سعر الفائدة المطبق على اذون الخزانة بسبب اختلاف درجة المخاطرة بينهما، كما أنها تستحق في فترة تتراوح بين شهر و18 شهر وان كان أغلبها يستحق خلال ستة أشهر أو أقل<sup>2</sup>، وتصدر هذه الشهادات من النوع المسجل باسم المالك أي بناء على طلب العميل المودع وتعتبر غير قابلة لتداول، لأن تداولها يتطلب اجراءات كثيرة كإلغائها وإصدار شهادة جديدة بدلا عنها، ولهذا تصدر معظم شهادات الايداع لحاملها كي يتم تداولها في البورصة، أي شهادات غير شخصية، يمكن لحاملها التنازل عنها من خلال بيعها والحصول على قيمتها أو الانتظار حتى تاريخ استحقاقها، وذلك لأن هذه الشهادات تعتبر بمثابة ودائع لأجل لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ استحقاقها<sup>3</sup>، والاستثمار في هذا النوع من الأوراق يسمح بتداولها في دول كثيرة، وعادة ما تتطلب هذه الإصدارات توافر شروطا معينة للتسجيل في أسواق الأوراق المالية العالمية مثل حجم الإنتاج والمبيعات ونسب استغلال الطاقة الإنتاجية ومدى إتباع معايير المحاسبة الدولية ومدى الالتزام بسياسات ومبادئ الإفصاح والشفافية وغيرها من العوامل الخاصة بالسندات مثل درجة الجدارة الائتمانية والوضع الاقتصادي للدولة المصدرة في حالة السندات الحكومية، ويؤدي تسويق هذه الإصدارات عالميا إلى توسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الإقليمية بالإضافة إلى خفض تكلفة رأس المال، بالإضافة إلى دور مثل هذه الإصدارات الإيجابي على استقرار السوق المالي من حيث خفض حدة التقلبات، كما تتمتع الشركة المصدرة بفرص الحصول على التمويل الأجنبي، ويتاح لها رفع مستواها المحاسبي بما يتماشى مع الأعراف الدولية، بالإضافة إلى ارتفاع درجة الإفصاح والشفافية التي تتمتع بها التقارير المالية حتى تتماشى مع المتطلبات العالمية لتسجيلها في أسواق الأوراق المالية الخارجية<sup>4</sup>، وهذا ما يجعلها مفضلة لدى المستثمر الأجنبي إذ تساعده في تخفيض تكاليف التعامل المباشر في الأوراق المالية للشركات بالإضافة إلى تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات بسبب التزام الشركات المصدرة لهذا النوع من الأوراق بالإفصاح الدوري، ومن أمثلة هذه الإصدارات العالمية شهادات الايداع الأمريكية (ADR) American Depository Receipt وشهادات الايداع الأوروبية (European Depository Receipt (EDR) ونظرا لأهميتها في التمويل، في عام 1996 بلغ حجم شهادات الايداع الدولية المصدرة 10.7

<sup>1</sup> إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العملات الأجنبية، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 272.

<sup>2</sup> حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، القاهرة، مصر، 1993، ص 30-31.

<sup>3</sup> إسماعيل إبراهيم الطراد، مرجع سابق، ص 274.

<sup>4</sup> هشام محمد فرج، المضاربة الأجنبية في الأسواق المالية الناشئة دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري، بحث مقدم الى مؤتمر اسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 2007، ص 19.

بليون دولار بقيمة إجمالية تعادل 337 مليار دولار أمريكي تم تداولها في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة، ونحو 1.5 بليون دولار بقيمة تتراوح بين 20 و25 مليار دولار تم تداولها في البورصات الأوروبية، وما يقرب عن ثلاثة وستون دولة أصدرت هذه الشهادات<sup>1</sup>؛

### ثانيا/ الاستثمار بالإصدارات الدولية للأوراق المالية

نعني بها الأوراق المالية من أسهم وسندات التي يتم إصدارها في أسواق الأوراق المالية الأجنبية:

أ- سوق الأسهم الدولية **International Equity Market**: تحصل الشركات متعددة الجنسية وكذلك الشركات المحلية على التمويل طويل الاجل من خلال اصدار الأسهم محليا، ولكن الشركات متعددة الجنسية يمكنها ايضا أن تحصل على أموال من المستثمرين الأجانب من خلال اصدار أسهمها في أسواق الأوراق المالية الدولية، وعملية اصدار الأسهم في بلد أجنبي تعزز صورة الشركة والتعرف على اسمها، فسوق الأسهم الدولية يحتوي على كل الأسهم التي تباع وتشتري خارج الوطن المصدر، وبالتالي تستطيع كل من الشركات الاخرى والبنوك وصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد والمستثمرون الأفراد شراء هذه الأسهم الدولية، وتعتبر سوق الأسهم في فرانكفورت، لندن ونيويورك من الأسواق التي تحتوي على عدد أكبر من الشركات من خارج حدودها، والشركات الكبيرة كثيرا ما تدرج أسهمها في عدة أسواق في نفس الوقت، وفي بعض الاحيان تعرض إصدارات الأسهم الجديدة خارج حدود بلادها فقط<sup>2</sup>؛

ب- السندات الدولية **International Bond**: تعتبر إحدى أدوات التمويل الدولية طويلة الأجل، إذ تساهم في إعادة توزيع المدخرات على المقترضين على المستوى الدولي، وتشارك في إصدارها مجموعات التمويل الدولية المشتركة لإقراض المشروعات الكبيرة أو حكومات الدول، لتنفيذ المشروعات التحتية التي تتطلب عادة موارد مالية ضخمة، وتصدر هذه السندات بعملات مختلفة والدولار يبقى العملة المفضلة لإصدارها<sup>3</sup>، ويتعامل بهذه السندات كل من الهيئات الحكومية والمؤسسات المالية وصناديق الاستثمار التي تتميز بالموارد المالية الكبيرة، في حين نلاحظ انحسار تعامل الأفراد في هذه السندات من خلال المؤسسات المالية وذلك لضخامة هذا المصدر التمويلي<sup>4</sup>، وتنقسم السندات الدولية إلى نوعين يتمثلان في السندات الأوروبية والسندات الأجنبية، فالسندات الأوروبية عبارة عن السندات التي يصدرها المقترضون المتمون إلى دولة معينة خارج حدود دولتهم في سوق رأس المال لدولة أخرى وبعملة تختلف عن عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب، وما يميز

<sup>1</sup> Nagwa Abdallah Samak and Omneia Amin Helmy, **Foreign Portfolio Equity Investment in Egypt: An Analytical Overview**, Economics Department, Faculty of Economic and Political Science, Cairo University, Egypt, 2000, p10.

<sup>2</sup> صلاح حسن أحمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في الأسهم العادية للقطاع المصرفي العراقي، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل درجة ماجستير علوم في ادارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة السليمانية، العراق، 2013، ص 39.

<sup>3</sup> هزاع مفلح، مرجع سابق، ص 173.

<sup>4</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 190.

السوق السندات الأوروبية أنه لا يوجد مركز متخصص أو محدد لسوق أوروبي وإنما يوجد في كل دولة من الدول الأوروبية عدة مراكز و تكون هذه المراكز بمثابة مكونات لهذه السوق، ومن أهم المراكز المكونة للسوق الأوروبي بورصة لندن التي تعتبر من أكبر البورصات الأوروبية والعالمية، ويرجع ذلك لتداول سندات كبرى الشركات الأجنبية فيها، كما أن معظم السندات الصادرة في سوق المالي الدولي مقيدة هناك، وقد بلغت قيمة السندات المقيدة فيها بما لا يقل عن 300 مليار دولار وهذا إن دل على شيء فإنه يدل على أهمية البورصة في تكوين سوق السندات<sup>1</sup>، في حين أن السندات الأجنبية تتمثل في السندات التي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه<sup>2</sup>، وهي تتميز بانخفاض تكاليف عملية الإصدار خاصة بما إذا ما قورنت بتكاليف إصدار السندات الأوروبية، فتكلفة إصدار السندات بالدولار في نيويورك أقل من تكلفة الإصدار لنفس السندات بالدولار ولكن في مراكز مالية أخرى، وعلى الرغم من ذلك فالسندات الأوروبية تزيد على ثلاثة أضعاف السندات الأجنبية المصدرة في الأسواق الدولية كافة، ويرجع ذلك في حقيقة الأمر إلى صعوبة ارتياد أسواق السندات الأجنبية نتيجة القيود التي قد تضعها السلطات المحلية على هذه الإصدارات، فإذا أرادت إحدى المؤسسات إصدار سندات بالدولار في نيويورك يجب أولاً الوفاء بالمتطلبات القانونية التي تضعها لجنة البورصة من حيث إعداد نشرة الإصدار ومراجعتها فضلاً عن مراعاة كافة القواعد الخاصة بممارسة الأنشطة المالية<sup>3</sup>؛

ولقد ارتفعت سندات الدين المستحقة على الأسواق الناشئة خلال العقد الماضي من 5 تريليون إلى 19,3 تريليون دولار، وتستحوذ الصين على أكثر من نصف هذه القيمة، كما أن نحو ثلثي سندات الدين هذه مقومة بالدولار الأمريكي<sup>4</sup>، كما أن المستثمرين الأجانب ضخوا 235 مليار دولار في أسواق الأسهم والسندات في الاقتصادات الناشئة في 2017 وهو ما سمح للدول النامية بإضافة أكثر من 130 مليار دولار إلى احتياطياتها من العملة الصعبة، وتعتبر هذه التدفقات الأفضل في ثلاث سنوات، ومرتفعة بحوالي الثلث عن المستوى المسجل في 2016 والبالغة 152 مليار دولار، كما اجتذبت أدوات الدين في الأسواق الناشئة تدفقات أجنبية تزيد قيمتها على 170 مليار دولار في 2017، مقابل 99 مليار دولار في 2016، وجاءت آسيا في مقدمة المناطق وشكلت حوالي نصف الرقم الإجمالي<sup>5</sup>؛

<sup>1</sup> إسماعيل إبراهيم الطراد، مرجع سابق، ص ص 297 - 298.

<sup>2</sup> هزاع مفلح، مرجع سابق، ص 174.

<sup>3</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 180.

<sup>4</sup> تيم فوكس، **ضعف الأسواق الناشئة**، جريدة الخليج الاقتصادي، الامارات العربية المتحدة، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ 03 جوان 2018، من الرابط:

[http://www.alkhaleej.ae/analyzesandopinions/page/67ab39bf-cdce-4fca-bcfb\\_a5fa65234acd#sthash.j5DL8oH6\\_dpuf](http://www.alkhaleej.ae/analyzesandopinions/page/67ab39bf-cdce-4fca-bcfb_a5fa65234acd#sthash.j5DL8oH6_dpuf)

<sup>5</sup> المستثمرون الأجانب ضخوا 235 مليار دولار في الأسواق الناشئة في 2017، وكالة الاخبار CNBC Arabia، مقال نشر بتاريخ: 08 جانفي 2018، من الرابط: <https://www.cnbc.com/.../المستثمرون-الأجانب-ضخوا-235-مل...>

### المطلب الرابع/ الفرق ما بين الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة الأجنبية

لقد جرى العرف الدولي على تقسيم الاستثمار الأجنبي من حيث طبيعته إلى نوعين من التدفقات تتمثل في الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي الغير المباشر الذي يعرف باستثمارات المحفظة الأجنبية، وطريقة الاستثمار في كل نوع تمثل الحد الفاصل بينهما.

#### أولاً/ أوجه التشابه والاختلاف بين استثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة الأجنبية

إن الاستثمار الأجنبي المباشر والذي يتجسد في المشروعات التي يقيمها ويملكها ويديرها المستثمر الأجنبي إما بالملكية الكاملة للمشروع أو اشتراكه في رأس مال المشروع بنصيب يبرره حق الإدارة<sup>1</sup>، واستثمارات المحفظة الأجنبية والتي تكون عن طريق شراء الأسهم والسندات في أسواق الأوراق المالية من قبل الأجانب، يتشابهان من حيث أن كلاهما يشكلان حركة من الحركات الدولية لرؤوس الأموال، أي تحويل رؤوس الأموال من الدول الأصلية لها إلى الدول المضيفة بغية تحقيق عوائد أكبر، وتأسيساً على ما تقدم، يمكن التعرض إلى مختلف الخصائص التي يتمتع بها الاستثمار الأجنبي المباشر والتي تميزه عن استثمارات المحفظة الأجنبية:<sup>2</sup>

1. الاستثمار الأجنبي المباشر يعطي لصاحبه حق الإشراف والرقابة في الشركة وليس فقط تحقيق الأرباح مقارنة باستثمارات المحفظة الأجنبية التي تهدف إلى تحقيق الأرباح ولا يعطي للمستثمر حقوقاً كثيرة؛
2. إن السيطرة التي يمتلكها القائم بالاستثمار الأجنبي المباشر على الشركة تمكنه من الحصول على معلومات هامة حول أساسياتها ووضعها المالي، مما تمكنه من تشغيلها بكفاءة أكبر وزيادة الأرباح، على غرار المستثمر المحفظي الأجنبي الذي لا يستطيع الحصول على معلومات كافية حول الشركة المراد الاستثمار فيها، باستثناء المعلومات الواردة في القوائم المالية التي تفصح عنها الشركات في البورصة؛
3. رغم الوضع المتميز الذي يحظى به القائم بالاستثمار الأجنبي المباشر، إلا أن هذا لا يأتي إلا من خلال تحمل تكلفة ومخاطر جد كبيرة، وذلك لأن الاستثمار الأجنبي المباشر أقل سيولة من استثمارات المحفظة الأجنبية، فقد يجد المستثمر الأجنبي المباشر صعوبة في بيع مشروعه قبل الأوان عند حدوث أي صدمات في البلد المضيف، بالمقارنة بالمستثمر المحفظي الأجنبي الذي يستطيع بيع أوراقه المالية بسرعة وإعادة توطين أمواله؛
4. الاستثمار الأجنبي المباشر يتمثل في رؤوس أموال تم نقلها وتحويلها لغرض تجسيدها في أصول حقيقية خلافاً لاستثمارات المحفظة الأجنبية التي قد تتخذ شكل المشاركة في تكوين رأسمال ثابت للمؤسسة؛

<sup>1</sup> عبد السلام أبو قحف، مرجع سابق، ص 13.

<sup>2</sup> انظر في ذلك:

-فارس فضيل، أهمية الاستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر والمملكة العربية السعودية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص ص 17-18.

-Marcin Humanicki, Robert Kelm and Krzysztof Olszewski, **Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment in the contemporary globalized world: should they be still treated separately?**, NBP Working Paper No. 167, Economic Institute, Warsaw, Poland, 2013, pp 08\_09.

5. إن المستثمر الأجنبي المباشر والذي له حق الإشراف والرقابة يتحمل أيضا مسؤولية ما يتحقق من نتائج الشركة المعنية بذلك سواء كانت أرباح أو خسائر وذلك بشكل جزئي أو كلي تبعا للنسبة من الرأسمال التي ساهم بها في تلك الشركة، مقارنة بالقوائم باستثمارات المحفظة الأجنبية الذي لا يمكنه تحمل تلك المسؤولية لكونه لا يتمتع بحق الإدارة واتخاذ القرارات... الخ؛

6. في حالة ما إذا قرر المستثمر الأجنبي المباشر بيع حصته في الشركة ومغادرة البلد المضيف، فقد يتعرض إلى خسارة محتملة نتيجة بيع أسهمه بسعر أقل مما تستحق، والسبب في ذلك، قد يعتقد المشتري المحتمل أن الشركة تتعرض لبعض المخاطر، لهذا قرر المالك بيع حصته بسبب معرفته الداخلية عن أوضاع الشركة\*، في حين أن الأسعار في سوق الأوراق المالية تخضع للعرض والطلب، وفي حالة ما إذا توقع المستثمر انخفاض أسعار الأوراق المالية التي بحوزته يستطيع التحوط لهذا الأمر باستعمال أساليب التحوط المختلفة؛

7. الاستثمار الأجنبي المباشر يمكن اعتباره وسيلة للتمويل الحديث كونه غير منشئ للمديونية فهو يحقق علاقات دائمة وممتينة مع الشركة في البلد المضيف لا تقتصر على مجرد الحصول على الأرباح بل تتعداها إلى الاستراتيجية، والبحث عن نمو الشركة واستمراريتها... الخ، وهو بذلك يختلف عن استثمارات المحفظة الأجنبية التي تختص فقط بامتلاك أوراق مالية من أجل الحصول على دخل مالي سريع يستجيب لمتطلبات التوظيف؛

8. يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر المجال المفضل لشركات متعددة الجنسيات، في حين أن استثمارات المحفظة الأجنبية يعتبر الاختيار المفضل للشركات التي تستطيع التعامل مع مشاكل السيولة مثل صناديق الاستثمار العالمية، ولكن ما تم ملاحظته أن بعض صناديق الاستثمار عدلت من سياساتها الاستثمارية واتجهت إلى الاستثمار الأجنبي المباشر، وبالتالي أصبحت تتنافس في هذا النوع من الاستثمار مع الشركات متعددة الجنسيات، ففي عام 2013 مثلا، بلغت حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة لصناديق الثروة السيادية 6.7 مليار دولار؛

\*لقد تم التوصل إلى هذه النتيجة من قبل (Goldstein and Razin (2006)، كما توصلنا إلى نتيجة أخرى مفادها أن المشتريين المحتملين سوف يكونون أكثر استعدادا لدفع الثمن كاملا إذا علموا أن البيع ناجم عن احتياج المالك لسيولة فقط، ولقد تم إعادة اختبار هذه النتيجة من قبل (Goldstein et al (2010)، ولقد افترضوا في ذلك أن مشكلة السيولة للمستثمرين الأفراد ناتجة أساسا عن وجود صدمات كلية في اقتصاد البلد المضيف، ويعكس هذا الافتراض حقيقة أن هذه المشاكل عادة ما تجر المستثمرين الأفراد على القيام ببيع أصولهم، ولكن لا يتم الكشف للمستثمرين الآخرين عن السبب الذي أدى إلى الحاجة للبيع، والاستمرار في عدم تناسق المعلومات، يؤدي بالمشتريين إلى الاعتقاد أن البائعين لديهم بعض المعلومات الإضافية حول حالة المشروع الاستثماري ما يجعلهم يقومون ببيعه، وبالتطبيق على مجموعة من البلدان وجدوا أنه كلما كانت مشاكل السيولة في البلد المضيف تبدو مرجحة، تكون نسبة استثمارات المحفظة الأجنبية في ذلك البلد أكبر من نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر، انظر إلى:

Marcin Humanicki, Robert Kelm and Krzysztof Olszewski, op.cit., pp 09\_10.

كما توصلنا أيضا (Goldstein and Razin (2006) إلى أن:

-المستثمرين الذين يتمتعون بمركز سيولة جيد وقوي يفضلون استثمار أموالهم في شكل استثمار أجنبي مباشر؛  
-المستثمرين يفضلون الاستثمار الأجنبي المباشر على استثمارات المحفظة الأجنبية إذا كانت تكلفة المعاملات وتكاليف الدخول منخفضة في البلد المضيف، وإذا كانت أيضا تكاليف الإنتاج منخفضة بالمقارنة مع بلدانهم الأصلية، انظر إلى:

Marcin Humanicki, Robert Kelm and Krzysztof Olszewski, op.cit., p 09.

9. يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر مصدرا جيدا وفعالا لنقل التكنولوجيا الحديثة والمتطورة إلى الدولة المضيفة على غرار استثمارات المحفظة الأجنبية، التي تتمثل في شراء أوراق مالية وامتلاك جزء من رأسمال الشركة دون أن يترتب عليه إقامة كيانات مادية أو جلب آلات متطورة<sup>1</sup>؛

10. استثمارات المحفظة الأجنبية تحقق نقلا دوليا فعليا لرأس المال وبكميات كبيرة، في حين تم اثبات أن رؤوس الأموال الناتجة عن الاستثمار الأجنبي المباشر ليست بضخامة التي يوحى بها<sup>\*</sup>، فالشركات المستثمرة عادة ما تلجأ إلى سد احتياجاتها المالية عن طريق أسواق الأوراق المالية لتلك الدول<sup>2</sup>، ولقد توصلت (Pfeffer 2008) إلى أن المستثمرين الدوليين يجمعون ما بين الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة الأجنبية، وهذه الطريقة تمكنهم من التعامل مع مشاكل السيولة التي قد تتعرض لها مشاريعهم، من خلال القيام ببيع جزء من استثمارات المحفظة الأجنبية التي يحوزون عليها، واستعمال الحصيلة في المحافظة على استقرار مشاريعهم<sup>3</sup>؛

11. يتميز الاستثمار الأجنبي المباشر بطول أجل عند الاستثمار، كما يتميز بالاستقرار بعكس استثمارات المحفظة الأجنبية التي تعتبر استثمار قصير أجل ويتميز بعدم الاستقرار ويدخل فيه عنصر المضاربة لذلك يطلق عليها أحيانا اسم الأموال الساخنة والتي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي لأي دولة<sup>4</sup>.

#### ثانيا/ معيار التفريق بين الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة الأجنبية

إن التفريق ما بين الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة الأجنبية يرجع إلى معيار السيطرة والرقابة، فكلما كان المستثمر الأجنبي يملك كل المشروع أو غالبية وتولى إدارته، أي يعتمد إلى توظيف أمواله في إحدى أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر، والتي يترتب عنها وجود علاقة اقتصادية مستمرة بين صاحب التمويل والمشروع هنا يكون الاستثمار مباشرا، أما إذا لم تخوله حصته في المشروع حق الإدارة والسيطرة وكانت تلك التوظيفات المالية مجرد اسهامات في مشروعات قائمة بغرض تحقيق عائد سريع كان الاستثمار في هذه الحالة

<sup>1</sup> عبد السلام أبو قحف، مرجع سابق، ص 127.

<sup>\*</sup>تفوق حجم استثمارات المحفظة الأجنبية في الدول المتقدمة على حجم الاستثمار الأجنبي المباشر، بينما عكس ذلك في الاقتصاديات النامية التي يحوز الاستثمار الأجنبي المباشر فيها على حصة الأسد من التدفقات الأجنبية، والسبب يمكن أن يكون في اختلاف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون، بالإضافة إلى حجم الاقتصاديات المضيفة، فعادة ما يرغب المستثمرون من الدول المتقدمة في السيطرة على الشركات وبالتالي اختيار الاستثمار الأجنبي المباشر، وعلاوة على ذلك، فإن الحجم الصغير نسبيا للشركات في البلدان النامية يجعل من السهل على مستثمري البلدان المتقدمة الحصول على حصة كبيرة فيها، بينما قد تكون هناك صعوبة في الحصول على 10% من شركة في بلد متقدم، كما أن الحكومات في الدول النامية تشجع الاستثمار الأجنبي المباشر على استثمارات المحفظة الأجنبية، لكون الأول يتميز بالاستقرار أكثر، كما أن المستثمر الأجنبي المباشر في هذه الدول يستخدم الكثير من الأصول غير الملموسة، والتي لا يمكن مصادرها بسهولة من قبل حكومة البلد المضيف، ما يجعله آمنا نسبيا من وجهة نظر المستثمر، انظر إلى:

Marcin Humanicki, Robert Kelm and Krzysztof Olszewski, op.cit., p 10.

<sup>2</sup>محمد غانم، الاستثمار في الاقتصاد السياسي والإسلامي وتشريعات واتفاقيات الاستثمار، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2011، ص 78.

<sup>3</sup> Marcin Humanicki, Robert Kelm and Krzysztof Olszewski, opcit, p 09.

<sup>4</sup> محمد غانم، مرجع سابق، ص 78.

غير مباشر<sup>1</sup>، كما أن استخدام معيار السيطرة والرقابة في التفريق يدفع إلى طرح السؤال التالي: ما هي النسبة من رأس المال التي يجب أن يمتلكها المستثمر الأجنبي في المشروع الذي ينوي إقامته في الدولة المضيفة حتى يتأكد بأن ذلك المشروع الاستثماري هو استثمار مباشر ومن ثم يعطيه حق الإشراف عليه وحرية التصرف والإدارة وذلك بشكل كامل أو بشكل جزئي<sup>2</sup>؟

وفي هذا الصدد يرى بعض الباحثين أن الاستثمار الأجنبي يكون مباشراً إذا كان المستثمر الأجنبي يمتلك 10% على الأقل من الأسهم العادية في حقوق التصويت داخل الشركة، في حين قدر الاقتصاديون الآخرون عتبة الإشراف والرقابة في حدود 25% على الأقل من رأس المال المملوك، في حين أن الهيئات الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ترى بأن النسبة التي يمكن اعتبار الاستثمار فيها بمثابة استثمار مباشر تتراوح بين 25% و50%، وهذا الاختلاف في تحديد النسبة ينطبق هو الآخر على الدول المختلفة، وهذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (1-1): عتبة ملكية رأس المال حسب بعض الدول

عتبة الملكية	10%	20%	25%	50%	100%
الدول	الدانمارك الولايات المتحدة الأمريكية	فنلندا فرنسا-إسبانيا	أستراليا-اليابان بريطانيا - ألمانيا	النمسا كندا	هولندا

المصدر: فارس فضيل، مرجع سابق، ص 15

من خلال بيانات الجدول أعلاه نلاحظ التباين الواضح بين الدول في تحديد عتبة الملكية ومن ثم التقدير الكمي لمعيار الإشراف والرقابة التي عندها تتحقق الإدارة والرقابة واتخاذ القرارات أم لا ميدانياً من طرف المستثمر الأجنبي، وبذلك فالنسبة التي قيمتها أقل من العتبة لا تعدو أن تكون إلا مجرد استثمار غير مباشر في هذه البلدان، أما في آسيا فإن القيود على الملكية الأجنبية والرقابة سمة تشترك بها غالبية أسواق الأسهم الآسيوية، وعلى الرغم من أن هذه القيود بدأت تقل بالتدرج بعد أن تم تعديل بعض التشريعات وتكييفها مع متطلبات الاستثمار الأجنبي، إلا أن كل من كوريا وسنغافورة وماليزيا سمحت بتداول المحافظ الاستثمارية الأجنبية في بورصاتها المحلية بشروط، إذ تشترط ماليزيا مثلاً أن لا يتجاوز الاستثمار الأجنبي 15% من أسهم أي شركة ماليزية، أما تايلند فتضع حد 25% على البنوك وشركات الأموال و49% بالنسبة لجميع الشركات الأخرى، أما الفلبين فتشترط حد 40% بالنسبة لجميع الشركات، كما أنها تصنف الأسهم إلى فئتين: أسهم A وأسهم B وتسمح للمستثمرين الأجانب فقط في الاستثمار في محافظ أسهم الفئة B<sup>3</sup>؛

<sup>1</sup> دريد محمود السامرائي، مرجع سابق، ص 62.

<sup>2</sup> فارس فضيل، مرجع سابق، ص 15.

<sup>3</sup> علي عباس، مرجع سابق، ص 152-153.



وبالتالي يمكن القول أن حتى الدول التي ترحب بتملك الأجانب لأسهم الشركات المحلية تضع بعض القيود، والسبب في ذلك أن لدول المضيضة ثلاثة أنواع من التحفظات على هذا النوع من الاستثمار، هي: <sup>1</sup>

أ- لا يوجد أي تأثير للمحافظ الأجنبية على التنمية في البلد ولا على الصادرات ولا على نقل التكنولوجيا والمعرفة؛

ب- يمكن النظر إلى أموال المحفظة الأجنبية بأنها أموال حارة غير مستقرة ويمكن سحبها بسرعة مما قد يخلق مصاعب مالية للاقتصاد المضيف؛

ت- إن تملك الأسهم الغير المدروس للأجانب يمكن أن يقود إلى الاستيلاء على الشركات المحلية في الدول النامية.

### المبحث الثاني/ متطلبات استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الأوراق المالية

إن قدرة أسواق الأوراق المالية على استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية إليها تعتمد على نوعين من العوامل: عوامل خارجية أي عوامل الدفع Push Factor والتي ترتبط بالبيئة الاستثمارية العامة في الخارج والتي لا تستطيع الدولة المضيضة Host country السيطرة عليها، ومن هذه العوامل الدورات الاقتصادية التي تحدث في الدول المتقدمة وتترافق في بعض الاحيان مع حدوث انخفاض في معدلات الفائدة القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل\*، كما أن ازالة القيود التشريعية والتنظيمية والرقابية على التعاملات المالية بالأسواق الدولية وكذلك التطورات الحديثة في تقنيات معالجة المعلومات المالية وابتكار الأدوات المالية المتنوعة لمواجهة المخاطر المالية المحتملة، ترتب عليه اتجاه أسواق الأوراق المالية إلى التكامل، فساعدت العولمة المالية والتحرير الكامل لحركة رؤوس الأموال إلى اندماج أسواق المال العالمية، وبالتالي فالأسواق التي حققت درجة أكبر من الاندماج شهدت قدرا كبيرا من التدفقات للاستفادة من مزايا التنوع في الموجودات والمحافظ المالية<sup>2</sup>، وبالإضافة إلى هذه العوامل يوجد نوع اخر من العوامل التي لها علاقة بالدول المضيضة لرأس المال الأجنبي والتي تعرف بالعوامل الداخلية أي عوامل الجذب Pull Factor والتي من شأنها تشجيع على استقطاب المستثمر الأجنبي، وتنقسم إلى مجموعتين: عوامل تتعلق بالسياسات الاقتصادية الكلية، ومنها ما يتعلق بهيكل سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى متطلبات أخرى تساعد على تحفيز المستثمر الأجنبي كي ينقل أمواله للاستثمار إلى سوق أوراق مالية معين.

<sup>1</sup> علي عباس، مرجع سابق، ص152.

\* تميزت الفترة 1989-1993 ببطء معدل النمو في العالم الصناعي ككل، حيث بلغ معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي في بلدان مجموعة السبعة مجتمعة 2.8% خلال الفترة 1989-1990 و 1.1% في الفترة 1991-1993، في حين بلغ الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي لأميركا نسبة 1.2% فقط عام 1990 ثم انخفض بنسبة 0.6% عام 1991، وعند النظر إلى الدول الصناعية كمجموعة فقد انخفض سعر الفائدة القصير الاجل المرجح من 9% في عام 1990 إلى ما يزيد قليلا عن 5% في عام 1993، في حين اسعار الفائدة على المدى الطويل في البلدان العشرة انخفضت على اساس المتوسط المرجح من حوالى 9.5% في عام 1990 إلى 6.5% في عام 1993، وفي الولايات المتحدة الامريكية بلغت اسعار الفائدة الاسمية قصيرة الاجل ذروتها في عام 1989 بنسبة 9.1% ثم انخفضت إلى 3.2% بحلول عام 1993، انظر إلى:

Nagwa Abdallah Samak and Omneia Amin Helmy, op.cit., p19.

<sup>2</sup>صلاح حسن أحمد، مرجع سابق، ص46-47.

## المطلب الأول/ السياسات الاقتصادية الكلية

تلعب الظروف الاقتصادية للبلد الدور الرئيسي في استقطاب الاستثمارات الأجنبية واستفادة دولة معينة عن غيرها منها، وتوجد العديد من المتغيرات التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار قبل الاستثمار في أي سوق.

### أولاً/ أسعار الفائدة Interest Rates

إن تقلب معدل الفائدة في السوق يؤثر على العائد المتوقع من الاستثمار وبالتالي على القيمة السوقية للأوراق المالية، ويبرز هذا التأثير أكثر عندما يضطر المستثمر لبيع السندات التي بحوزته نظراً لحاجته لسيولة، فإذا كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق أعلى من أسعار الفائدة التي تحملها سندات فإنه سيضطر لبيع سندات بأقل من قيمتها الاسمية والعكس أيضاً صحيح. بمعنى أنه سيتمكن من بيعها بأعلى من قيمتها الاسمية إذا كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق أقل من الفائدة التي تحملها السندات<sup>1</sup>، وهذا ما يدفع المستثمرين إلى البحث عن فرص بديلة ذات عوائد مرتفعة لتوظيف أموالهم، إذ أنه عندما تكون معدلات الفائدة أو معدلات العوائد على الأوراق المالية الأجنبية أكثر منها في الأوراق المالية المحلية للمستثمر، فإن ذلك سيدفع هذا الأخير إلى توجيه أمواله للاستثمار في الموجودات المالية للدول الأجنبية؛

### ثانياً/ معدل النمو الاقتصادي Economic Growth Rate

يعتبر حجم السوق من العوامل التي يمكن أن تؤثر على جذب استثمارات المحفظة الأجنبية، حيث من المتوقع أن تكون الاقتصاديات الكبيرة ذات تأثير إيجابي على استقطاب المزيد من استثمارات المحفظة الأجنبية بالمقارنة مع الاقتصاديات صغيرة الحجم، ويمكن التعبير على هذا المتغير بالاعتماد على الناتج المحلي الإجمالي<sup>2</sup>، كما أن تحقيق معدلات نمو مرتفعة في حجم الناتج الإجمالي ذات تأثير إيجابي على أداء سوق الأوراق المالية بها، وعلى الشركات المدرجة بها، حيث يبعث على التفاؤل بالمستقبل مما يزيد حركة التعامل فيها ويحفز على دخول المزيد من المستثمرين الأجانب لسوق للاستفادة من هذا الراجح، وتشير تقارير صندوق النقد الدولي إلى أن الأسواق الناشئة تحقق أداء أفضل من الأسواق المتقدمة بسبب معدلات النمو الاقتصادي الأعلى التي تحظى بها<sup>3</sup>:

### الجدول رقم (1-2): معدلات النمو الاقتصادي للاقتصاديات المتقدمة والناشئة

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
3.107	1.696	1.209	1.232	1.881	2.080	1.573	الاقتصاديات المتقدمة
7.464	6.265	5.313	4.958	4.572	4.018	4.167	الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية

Source: World Economic Outlook 2016 statistic

<sup>1</sup> حسن محروس، مرجع سابق، ص 135.

<sup>2</sup> Guluzar Kurt Gumus, Atakan Duru, Bener Gungor, **The Relationship Between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic Variables**, European Scientific Journal, December 2013, edition vol 9, No 34, p 216.

<sup>3</sup> علا عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 63 و 64، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، صيف وخريف 2013، ص 84.

### ثالثا/ معدل التضخم Inflation Rate

يعد معدل التضخم من العوامل الهامة لزيادة تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية في أي دولة، حيث يعرف التضخم بأنه الارتفاع الكبير والمستمر في المستوى العام للأسعار على مدى فترة طويلة من الزمن، ففي حالة زيادة الاسعار داخل بلد معين، فان القوة الشرائية لوحدة النقود المستثمرة تتجه إلى الانخفاض، وبمعنى اخر فان الوحدة النقدية في المستقبل تمكن من الحصول على سلع وخدمات اقل من الوقت الحاضر وهذا ما يعرف بالقيمة الزمنية لنقود، لذا ينبغي على المستثمر أن يختار الاستثمارات التي من المتوقع أن تكون عوائدها اعلى من معدل التضخم المتوقع، فقرارات الاستثمار في الأوراق المالية طبقا لنظرية المحفظة تتوقف على درجة المخاطرة ومعدلات العائد المتوقعة، وهذه الأخيرة تتوقف على الربح أو الخسارة الناجمة عن تقلبات السعر السوقي للورقة المالية وكذلك على معدل التضخم في فترة الاستثمار<sup>1</sup>، حيث في فترة حدوث التضخم كل الموجودات المالية لا تمكن المستثمر من تجنب اثر التضخم بما في ذلك الأسهم العادية، غير أن اكثر أدوات الاستثمار تعرضا لهذه المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الاجل، والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عند استحقاقها مثل السندات طويلة الاجل، لذا فرد الفعل الطبيعي في حالة التضخم يتمثل في اخراج الأموال بسرعة من القطر صاحب معدل التضخم العالي، اي أن الأموال ستتجه إلى الأسواق التي تكون فيها معدلات التضخم اقل، فانخفاض معدلات التضخم في البلد من شأنه أن يعمل على جذب المستثمر الأجنبي، ولا يخفى أن اغلب دول العالم تعاني من هذه المعضلة غير أن الدول النامية اكثر عرضة لها<sup>2</sup>؛

### رابعا/ سعر الصرف Exchange Rate

استقرار سعر الصرف من المتغيرات الاقتصادية الهامة التي تمكن المستثمر الأجنبي من اتخاذ القرارات الاستثمارية المرجحة، كما يشجع على استثمارات المحفظة الأجنبية، أما تقلب سعر الصرف وعدم استقراره في الدولة المستثمر فيها يؤدي إلى تقليل العوائد المتوقعة على الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية من ناحية وزيادة المخاطر التي تتعرض لها من ناحية أخرى، وبالتالي عدم تشجيع تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى داخل الدولة المضيفة بل ويشجع على خروج رؤوس الأموال أيضا باتجاه دول أخرى تتميز باستقرار أسعار صرف عملتها<sup>3</sup>، فإذا كان من المتوقع تعزيز عملة البلد الأصلي، فان المستثمرين الأجانب قد يكونون على استعداد للاستثمار في الأوراق المالية لهذا البلد بغية الاستفادة من حركة العملة، على العكس من ذلك، إذا كان من المتوقع انخفاض عملة البلد الأصلي يمكن للمستثمرين الأجانب أن يقرروا شراء الأوراق المالية في بلدان أخرى، ذلك أن العائد على الاستثمار في أسواق رأس المال الأجنبية يشمل العائد المتحقق نتيجة التغير في سعر

<sup>1</sup> عمار صايفي، مرجع سابق، ص 102.

<sup>2</sup> صلاح حسن أحمد، مرجع سابق، ص 48.

<sup>3</sup> عمار صايفي، مرجع سابق، ص 102.

صرف العملة الأجنبية، وبالتالي فالأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر تتأثر بالتغيرات في اسعار العملة مما يعني أن علاوة المخاطرة التي يحصل عليها هذا المستثمر يكون جزء منها مقابل المخاطر العامة اما الجزء الاخر فيغطي مخاطر سعر الصرف؛

#### خامسا/ الخصخصة Privatization

تعني الخصخصة اعطاء القطاع الخاص دورا بالغ الاهمية في الاقتصاد الوطني من خلال توسيع قاعدة الملكية الخاصة وتصفية القطاع العام إما جزئيا أو كليا، كما أنها وسيلة تساعد في التخلص من المؤسسات العامة الخاسرة وتحويل ملكيتها للقطاع الخاص بهدف تحقيق الأرباح والرفع من إنتاجيتها<sup>1</sup>، فزيادة عمليات الخصخصة يؤدي إلى زيادة المؤسسات الخاصة في المجتمع وبالتالي زيادة الطلب على النقود من أسواق الأوراق المالية، فالعلاقة بين الخصخصة وسوق الأوراق المالية علاقة مزدوجة، فالخصخصة تؤدي إلى ازدهار وتنشيط سوق رأس المال لأن هذه السوق تعد أحد المتطلبات الأساسية التي تسمح بتنفيذ والاستمرار في الخصخصة<sup>2</sup>، فالتوسع في عمليات الخصخصة وخاصة التي تتم عن طريق سوق الأوراق المالية وذلك بالطرح الكلي أو الجزئي لرأس مال الشركة في شكل أسهم وسندات للاكتتاب العام من طرف جمهور المستثمرين تؤدي إلى توسيع حجم الأوراق المالية المتداولة في البورصة بما يخلق فرص استثمارية إضافية على أوراق مالية جديدة، كما يؤدي إلى زيادة عمق ونشاط سوق الأوراق المالية المحلية وزيادة جاذبيته للمستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء<sup>3</sup>، ففي الفترة الممتدة بين 1980-1992 تم خصخصة أكثر من 2000 شركة من القطاع العام، وقد تمكنت أكثر من 450 شركة مدرجة في أسواق الأوراق المالية الناشئة من جمع ما يزيد عن 28 مليار دولار من خلال إصدارات الأسهم سنة 1992، كما أن 112 بليون دولار كانت حصيلة الخصخصة التي تلقته البلدان النامية خلال الفترة من عام 1988 إلى عام 1994، وكانت مساهمة المستثمرين الأجانب فيها نحو 42% من الحصيلة الكلية<sup>4</sup>؛

#### سادسا/ الحوافز الضريبية Tax Incentives

يؤثر معدل الضريبة المفروض على الأرباح الرأسمالية والنقدية في سوق الأوراق المالية على حجم التداول فيها، وينجر هذا الأثر إلى غاية التأثير على العائد المتأتي من وراء الاستثمار في الأوراق المالية، إذ ينتج عن التخفيض أو الإعفاء من الضريبة على التعاملات في الأوراق المالية زيادة عمليات البيع أو الشراء وبالتالي ارتفاع الإيرادات الناتجة عن هذه الصفقات والمتمثلة في أرباح الأسهم الموزعة وفوائد السندات والأرباح الرأسمالية ما يؤدي في النهاية إلى زيادة الربح الصافي للمستثمر، وهو ما يترتب عليه بالتبعية زيادة معدل العائد

<sup>1</sup> جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، جوان 2008، ص 79.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 82.

<sup>3</sup> عمار صايفي، مرجع سابق، ص 102.

<sup>4</sup> Nagwa Abdallah Samak and Omneia Amin Helmy, opcit, p p20\_21.

الحقيقي على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يشجع المستثمر المحلي والأجنبي من الاستثمار في السوق المحلي<sup>1</sup>، فالمستثمرين في الاغلب يفضلون الاستثمار في البلد الذي تكون فيه الضرائب على أرباح الرأسمالية والفوائد وتوزيعات الأرباح منخفضة نسبيا، ولقد انقسم الباحثين ما بين مؤيد ومعارض لفكرة فرض ضريبة على التعاملات المالية في البورصة، إذ يري مؤيدو تلك الضريبة أنها قادرة على تحقيق دخل معتبر لدولة وفي نفس الوقت الحد من المضاربات الغير الحميدة في الأجل القصير، مما يحافظ على الموارد الأجنبية لدولة المضيفة ويمنع تقلبات الأسعار والأسواق، وتعتبر كذلك وسيلة في يد الحكومة لإعادة توزيع الثروات ما بين أفراد المجتمع، بينما يري المعارضون أن ضررها أكثر من نفعها من حيث تأثيرها على أداء أسواق الأوراق المالية من حيث انخفاض احجام التداول ونقص السيولة النقدية والزيادة في تقلبات الأسعار، وتؤدي ايضا إلى ضغوط لخفض أسعار الأوراق المالية وتزيد من تكلفة رأس المال وتقلل من القدرة التنافسية للأسواق المالية، كما أن ضرائب على الأرباح الموزعة تعتبر نوع من الازدواج الضريبي، نظرا لأن أرباح الشركات يتم خصم الضرائب منها بالفعل قبل إجراء التوزيعات، ما سيؤدي إلى التقليل في حجم التوزيعات من جانب الشركات وبالتالي اضعاف الجاذبية الاستثمارية للشركات التي لا تقوم بإجراء توزيعات أرباح<sup>2</sup>؛

#### سابعا/ مدى تطور القطاع المصرفي The extent of the development of the banking sector

من العوامل الرئيسة المؤثرة في جذب الاستثمارات الأجنبية مدى تطور القطاع المصرفي، إذ يمارس هذا القطاع دورا مهما في جمع الموارد المالية من المودعين ونقلها للاستثمار في السوق المالية، وعليه يعتبر مدى تطور القطاع المصرفي من المؤشرات المهمة في درجة جاذبية البلد الاستثمارية من وجهة نظر المستثمر الأجنبي، إذ يجب أن يتمتع الاقتصاد بنظام مالي جيد من أجل الحفاظ على صحة المؤسسات المالية العاملة به، ويجب ان يكون قادر على تحديد ورصد وإدارة المخاطر بكفاءة، وأن يتمتع ايضا بالقدرة على الصمود في وجه الصدمات الاقتصادية العامة، مثل حدوث تغير مفاجئ في اسعار الفائدة أو الانسحاب مفاجئ لراس المال أو التعثر المالي أو افلاس أحد البنوك العاملة في الاقتصاد، أو الصدمات التي تحدث في أسواق راس المال، وهذا ما يتطلب توفير قدرات الرأسمالية كبيرة لمواجهة هذه الصدمات، كما ان المؤسسات المالية والبنوك تواجه العديد من المخاطر، من مخاطر الائتمان إلى خطر سعر الصرف، ومن خطر السيولة إلى مخاطر العمليات الداخلية للبنك، وعليه يتوجب على القائمين على إدارة البنوك والمؤسسات المالية إلى فهم سليم لكل أنواع هذه المخاطر وكيف يمكن ادارتها، ويجب عليهم أن يفهموا طبيعة البيئة التي تعمل ضمنها هذه البنوك والمؤسسات ومختلف الطرق التي يمكن أن تنشأ ضمنها هذه المخاطر، ويعتبر توفر رأسمال كاف عنصر ضروري لسير البنوك والمؤسسات

<sup>1</sup>اصلاح حسن أحمد، مرجع سابق، ص 49.

<sup>2</sup>صابر عباسي، جدل حول أثر الضريبة على الأسواق المالية في إطار العولمة-دراسة تجربة الاتحاد الأوروبي، المحلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد الرابع، جامعة الجزائر3، 2013، ص ص 120-122.

المالية مما يوفر حماية ضد الخسائر التي قد يتعرض لها البنك، ويصعب أن تنشأ سوق مالية متطورة وناجحة في ظل غياب قطاع مصرفي متطور يلبي احتياجات المستثمرين المالية، ويسهل عملية الاستثمار في السوق المالية<sup>1</sup>.

### ثامنا/ توازن الميزانية العامة Balance of the General Budget

تعتبر المالية العمومية إحدى المسائل الهامة التي من المتوقع أن تؤثر على التدفقات الأجنبية، فارتفاع العجز المالي يعني زيادة الالتزامات الحكومية، مما قد يؤدي إلى فرض المزيد من الضرائب أو الزيادة في معدلاتها لمواجهة نفقاتها، وفي حالة تفاقم عجز الميزانية قد يؤدي في نهاية المطاف إلى التخلف عن سداد ديونها الدولية، ومن ثم زيادة المخاطر القطرية وهذا ما قد يؤثر على انخفاض تدفقات الاستثمار الأجنبية، ويمكن قياس هذا العامل من خلال الاعتماد على مؤشرات مختلفة<sup>2</sup>، مثل:

- الإيرادات الضريبية إلى الناتج المحلي الإجمالي؛
- رصيد الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي؛
- الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي؛
- الإيرادات الحكومية إلى الديون.

### تاسعا/ احتياطي النقد الأجنبي Foreign Exchange Reserve

تمثل الاحتياطيات الأجنبية صمام أمان وكخط الدفاع الأول لدول في مواجهة الاضطرابات الداخلية والخارجية، وتأتي قوة الاحتياطي لأي دولة وأهميته من حيث إيجاد قاعدة قوية من العملات الأجنبية، والعمل على إدارتها بشكل جيد، فالاحتياطيات الأجنبية تحد من نسبة انكشاف الاقتصاد الوطني على الأخطار الخارجية، بالإضافة إلى أهميتها في تعزيز السياسة النقدية ودعم سعر صرف العملة الوطنية، والدولة التي تمتلك احتياطيات عالية يمكنها الوفاء بالتزاماتها وديونها الخارجية، ما يساهم في تعزيز تصنيفها الائتماني، وانتقال الاستثمارات الأجنبية مربوط بحجم هذه الاحتياطيات وحسن إدارتها ومدى ثباتها واستقرارها، وجهود الدولة المختلفة في تبني السياسات التي من شأنها تنمية هذه الاحتياطيات والمحافظة عليها، ونظرا لشدة التقلب التي تمتاز بها استثمارات المحفظة الأجنبية، وتوجه المستثمر فيها نحو بيع كل أوراقه مالية وتحويلها لعملة أجنبية في حالة ما إذا تعرض الاقتصاد المضيف لأي صدمة، تعتبر في هذه الحالة الاحتياطيات الأجنبية مقياسا للملاءة المالية التي يتمتع بها اقتصاد<sup>3</sup>؛

<sup>1</sup> انظر في ذلك:

–عاطف علاونة، الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي السادس حول المؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، سوريا، يومي 17 و18 نوفمبر 2008، ص 08.

Evans, Kimberly, **Foreign Portfolio and Direct Investment Complementarity, Differences and Integration**, International Economist, Office of International Investment, US. Department of The Treasury, Shanghai, 5&6 December 2002, p 05.

<sup>2</sup>Guluzar Kurt Gumus, Atakan Duru, Bener Gungor, opcit, p217.

<sup>3</sup> نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سابق، ص 88.

وبصفة عامة، فطبيعة النظام الاقتصادي الذي تتبناه الدول يعتبر من بين العوامل التي يأخذها المستثمر الأجنبي بعين الاعتبار عند اتخاذه قرار الاستثمار في دولة ما، فانتهاج النظام الرأسمالي والاقتصاد الحر الذي يؤمن بدور القطاع الخاص في النهوض بالاقتصاد الوطني، يعتبر حافز لجذب استثمارات المحفظة الأجنبية، وفي ظل هذا النظام يستطيع المستثمر الأجنبي تحقيق عوائد استثمارية هامة في ظل عدم وجود قيود تحد استثماراته، وعدم التدخل المستمر لدولة في الاقتصاد، وسعيها الدائم نحو تحقيق المساواة بين المشاريع الاستثمارية المتماثلة بصرف النظر عن مالكيها وجنسياتهم، على غرار النظام الاشتراكي الذي يغلب عليه الملكية العامة والتدخل الدائم لدولة في الاقتصاد، ما قد يعرض المستثمر الأجنبي لبعض المخاطر نتيجة عدم وضوح وثبات قوانين الاستثمار، كما قد تتعرض فيه المشاريع الاستثمارية الخاصة إلى منافسة غير عادلة من قبل المشاريع المملوكة لدولة بصفة كلية أو التي قد تدار بمعرفتها، كما يتميز هذا النظام بكثرة الشركات المملوكة لدولة والتي ترفض ادراجها في البورصة، وحتى إن كانت مدرجة، فهي غير متاحة للمستثمرين الأجانب<sup>1</sup>.

ومع الأخير يمكن القول أن السياسات الاقتصادية الكلية تعبر عن الصحة العامة للاقتصاد، حيث يعتبر تحسن الأوضاع الاقتصادية وانتعاشها له تأثير بالغ على تحسن أداء وربحية الشركات العاملة في ذلك الاقتصاد وبالتالي ينعكس ذلك على سوق الأوراق المالية من خلال تحسن عوائد الاستثمار فيها<sup>2</sup>، وبعض هذه العوامل تكون أكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين في الأسهم عن غيرهم من مستثمري الدخل الثابت، فعلى سبيل المثال، تحقيق معدلات نمو اقتصادي عالية ودرجة السيولة في سوق الأوراق المالية ستكون لها أهمية خاصة بالنسبة للمدراء المتخصصين في الاستثمار في الأسهم، ومن جهة أخرى، درجة السيولة في سوق السندات ومستوى أسعار الفائدة الحقيقية ستكون ذات أهمية خاصة لمستثمري الدخل الثابت.

### المطلب الثاني/ هيكل سوق الأوراق المالية The structure of Securities market

يعتبر هيكل سوق الأوراق المالية من بين العوامل التي لها تأثيرها البارز في جذب المستثمر الأجنبي خصوصا النوع الذي يفضل التعامل المباشر في سوق يبيعا وشراء.

### أولا/ تنظيم سوق الأوراق المالية Market Regulation

إن وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن وفعال وقادر على التكيف باستمرار مع المتغيرات المحلية والدولية يساعد كثيرا في تسهيل المعاملات المالية وزيادة المنافسة داخل السوق من ناحية، وتوفير الحماية للمستثمرين من ناحية أخرى، ما يؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال تجاه الأسواق، ويأتي هذا الأمر من خلال<sup>3</sup>:

<sup>1</sup>نزيبه عبد المقصود مبروك، مرجع سابق، ص 90.

<sup>2</sup>A staff paper prepared by the UNCTAD secretariat, opcit, p 16.

<sup>3</sup>انظر في ذلك:

-أميرة حسب الله محمد، مرجع سابق، ص 55-56.

-عاطف علاونة، مرجع سابق، ص 08-09.

1. سن وتنفيذ التشريعات الخاصة بسوق رأس المال واللازمة لضبط التعامل فيه، والوصول إلى سوق عادلة متاح فيها كافة المعلومات المالية لجميع المستثمرين وتسهيل فيها عملية تداول الأوراق المالية وتسويتها وحفظها؛
2. تكوين الجهات الرقابية للإشراف على القوانين المنظمة لعمل السوق ومراقبة أدائها بشكل حيادي وذلك من أجل حماية السوق، مع مراعاة ألا ترقى هذه الرقابة إلى درجة القيود التي تحد من فعالية السوق وتؤدي إلى هروب المستثمرين؛
3. تشجيع المنافسة بين المستثمرين في السوق عن طريق سهولة الدخول إلى السوق والخروج منها، وعدم فرض أية قيود على الاستثمارات الأجنبية، مع عدم وجود أية قيود على تحويل الأرباح ورأس المال إلى الخارج؛
4. حماية حقوق المستثمرين والتي تتضمن حقوق التسجيل، حقوق التصويت، حقوق الاشتراك في الإدارة، حقوق الأقلية من حملة الأسهم، توزيعات أرباح الأسهم، وتشتمل حماية المستثمرين Investor protection أيضا على محاسبة الأفراد والمؤسسات التي تقوم ببث إشاعات مظللة عن أداء الشركات المسجلة في البورصة بغرض التأثير على حركة التداول داخل السوق المالية، وكذلك منع استغلال المعلومات المعلنة والتي يستطيع بعض الأفراد الحصول عليها بطريقة أو بأخرى من داخل الشركات المدرجة والتي من شأنها التأثير على حركة الأسعار داخل السوق، والتأكد من مدى صحة ودقة وشمولية البيانات المالية المنشورة من قبل الشركات المدرجة، ومعرفة مدى التزام هذه الشركات بتبني وتطبيق معايير المحاسبة الدولية؛
5. تحديد متطلبات الإفصاح بالنسبة للإصدارات الجديدة ووضع متطلبات القيد في السوق الثانوية، مع تحسين إجراءات تسوية المعاملات، وتطوير قواعد المراجعة المالية لشركات المساهمة بما يتوافق مع المعايير الدولية.

### ثانيا/ الإفصاح وتوافر المعلومات Disclosure & information availability

يرتكز تعامل أي مستثمر في سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات الدقيقة مع سرعة الحصول عليها بتكلفة منخفضة، لكي يتسنى له اتخاذ قراره بطريقة صحيحة، ولذلك تحرص كافة التشريعات المنظمة لأسواق رأس المال على وجوب الالتزام بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح، وتحدد مضمونه ونطاق تطبيقه، فمن أهم مقومات نجاح أي سوق مالي هو نشر الوعي والادراك بكيفية التعامل فيها فضلا عن نشر المعلومات والإفصاح الكامل في السوق، والجدير بالذكر أن نشر المعلومة في حد ذاته لا يكفي لتحقيق هذا الهدف المرجو إذ أن أسلوب عرض وصياغة هذه المعلومة فضلا عن توقيت نشرها هو أمر في غاية الأهمية لتحقيق الشفافية المنشودة، وبالتالي فمشكلة نقص المعلومات تمثل إحدى أهم العقبات التي تواجه ازدهار التعامل في الأوراق المالية، إذ تؤدي إلى عزوف عدد كبير من المستثمرين عن توجيه مدخراتهم نحو التعامل في سوق الأوراق المالية وذلك بسبب الغموض الذي يكتنف حركة الأسعار وتقييم الأسهم المطروحة للتداول، ما يشكل مخاطرة للمستثمرين والبورصة ذاتها، هذا ويعد مبدأ الإفصاح والشفافية ركنا أساسيا من أركان سلامة المعاملات في البورصة، حيث يفترض بأن توافر الشفافية يعني نشر البيانات والمعلومات الكافية عن الشركات المدرجة في



البورصة بالإضافة إلى القوائم المالية المنشورة، وبالتالي على الشركات التخلي عن مبدأ السرية في نشر بياناتها التفصيلية والتي ينبغي نشرها بنص قانوني، فيجب على الشركات إعداد بيانات دورية (شهرية مثلا) توضح من خلالها تطور الأداء، ثم إعداد نشرة تفصيلية لأية أحداث اقتصادية كبرى ذات مردود سلبى أو إيجابى على الشركة مثل: عقد صفقة تصدير ضخمة، الاندماج في شركة أخرى أو إجراء تطوير سلعي أو القيام بتوسيع في الطاقة الإنتاجية، كما أن الإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية للشركة بطريقة سلمية وعادلة من شأنه تزويد سوق المال بكم هائل من المعلومات اللازمة للمستثمر لاتخاذ قرارات سليمة، كما يؤدي أيضا إلى استقطاب المستثمر الأجنبي إذا ما شعر هذا الأخير أن ثمة نزاهة في عمليات الإفصاح للشركات المحلية خاصة في ظل توافر تكنولوجيا متقدمة في الإفصاح وبث المعلومات عن السوق<sup>1</sup>؛

### ثالثا/ جودة وتنوع الأوراق المالية Quality & Diversity of financial instruments

تقوم البورصة على ادخار الأفراد والمؤسسات، والتي يتم تعبئتها من خلال طرح أدوات مالية كالأسهم والسندات والتي يجب توفرها كي تكون أداة تعامل في السوق، فالأسواق يجب أن تبدأ نشاطها بهذه الأدوات كي يتسنى لها خلق ديناميكية في المعاملات، وبالتالي يصبح للمستثمر خيارات تسمح له بتوظيف أمواله في هذه الأسواق، ومن ثم يمكن اعتبار أن التنوع هذه الأدوات يعد ميزة أساسية يجب أن تتميز بها أسواق الأوراق المالية لجلب الاستثمارات سواء كانت محلية أم أجنبية<sup>2</sup>، فكلما كان عدد الأسهم المطروحة في البورصة كبير كلما زاد من ديناميكية وحركة السوق أي ارتفاع نشاط التداول فيها وبالتالي زاد من أهميتها وكانت ذات جاذبية للمستثمر الأجنبي، وفي المقابل، كلما انخفض عدد الأسهم المطروحة، كلما انخفض حجم التداول وبالتالي انخفضت أهمية البورصة<sup>3</sup>، كما أن تنشيط سوق السندات يعد مصدرا خصبا للتمويل طويل الأجل وبصفة خاصة للمشاريع الكبيرة، وبالتالي يمكن اعتباره من أهم العوامل التي من شأنها تفعيل سوق الأوراق المالية خاصة عندما يتعلق الأمر بالأسواق الناشئة، لأن المستثمر يبحث دائما عن هامش من الأمان يسمح له بالتعود على هذه الأسواق<sup>4</sup>، كما يجب أن تكون الأوراق المالية المتداولة في البورصة ذات جودة، فالمقصود بجودة الأوراق المالية هو مدى اطمئنان المستثمر إلى أنه سوف يحصل على العائد الدوري للأوراق المالية التي يمتلكها، وكذلك مدى اطمئنانه إلى استرداد قيمة الأوراق المالية نفسها (القيمة الاسمية للأوراق المالية) وهو ما يبدو جليا بصفة خاصة بالنسبة للسندات، حيث لها تاريخ استحقاق محدد يسترد فيه المستثمر القيمة الاسمية للسند<sup>5</sup>، إذ أن توافر أوراق مالية متنوعة وذات جودة تؤدي إلى استقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب بغض

<sup>1</sup> عمار صايقي، مرجع سابق، ص ص 104-105.

<sup>2</sup> جمال الدين سحنون، مرجع سابق، ص 61.

<sup>3</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 58.

<sup>4</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 61.

<sup>5</sup> حسن محروس، مرجع سابق، ص 60.

النظر عن المستثمرين المحليين، وفي هذا الصدد وحسب بعض الدراسات المقدمة في هذا المجال، فقد وجد بأن عدم التطابق في مستويات الشركات، يمثل المحدد الرئيسي لاختيار الشركة المراد الاستثمار فيها بالنسبة للمستثمر المؤسسي، كما أن المستثمر الأجنبي عادة ما يبدي توجها واضحا نحو الشركات الكبيرة بحثا عن التنوع الدولي لاستثماراته<sup>1</sup>؛

رابعا/ وجود شبكة واسعة من السماسرة وشركات الاستثمار والمؤسسات المالية

### The existence of financial intermediaries sector

يعتبر وجود الوسطاء الماليين أمرا ضروريا للتعامل في أسواق الأوراق المالية، حيث يكفي المستثمر بإصدار الأوامر ليقوم الوسيط بتنفيذها على وجه السرعة دون حضور المستثمر، فهو يعتبر بمثابة وكيل يتولى بيع أو شراء الأوراق المالية نيابة عن المستثمر، كما أن وجود شبكة متكاملة من شركات الاستثمار والمؤسسات المالية المختلفة كالبنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد التي تقوم بتجميع الأموال للمستثمرين أو المساهمين فيها أو إدارة المحافظ المالية للعملاء من شأنه زيادة تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية وهذا من خلال شبكة علاقاتها بأسواق الأوراق المالية الخارجية، وكما يدل اسمها، تقوم بدور الوساطة بين المستثمرين والسوق المالية، أي تعتبر القناة الرئيسة لتدفق الأموال من الداخل والخارج خاصة إذا كان لها فروع في الخارج، حيث يتمكن أي شخص من خلال هذه الشركات التعامل في أسواق الأوراق المالية، ما يسهل عملية الاستثمار من قبل المستثمرين المحليين والأجانب في الدول المختلفة<sup>2</sup>؛

### المطلب الثالث/ متطلبات أخرى

بالإضافة إلى السياسات الاقتصادية وهيكل سوق الأوراق المالية، هناك محددات أخرى من شأنها التأثير على استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية، من بينها مستويات التصنيف الائتماني التي تتمتع به الأوراق المالية المدرجة، مدى توفر تكنولوجيات المعلومات في السوق، بالإضافة إلى الاستقرار السياسي الذي يتمتع به البلد المضيف.

### أولا/ التصنيف الائتماني Credit Rating

تلعب وكالات التصنيف الائتماني دورا هاما في أسواق الأوراق المالية الدولية من خلال مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار، عن طريق تزويدهم بدرجة التصنيف الائتماني التي تعكس مخاطر الائتمان لمصدري الأوراق المالية في البلد، كما أنها تزود المستثمرين بتقارير التصنيف الائتماني للبلدان والإصدارات المالية الناتجة عنها، والتي تحتوي على معلومات تفصيلية عن المخاطر المالية<sup>3</sup>، فالتصنيف الائتماني عبارة عن

<sup>1</sup> عمار صايفي، مرجع سابق، ص ص 105.

<sup>2</sup> محمد كمال ابو عمشة، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية دراسة حالة بورصة قطر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 61 و62، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، شتاء وربيع 2013، ص 89.

<sup>3</sup> A staff paper prepared by the UNCTAD secretariat, opcit, p40.

عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملائمة الشركة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت، لا يعتبر التصنيف ضمانا بقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها<sup>1</sup>، فالعديد من المستثمرين وخاصة النوع المؤسسي منهم يفضلون بل ويطالبون الجهات المصدرة للأوراق المالية الحصول على تصنيف ائتماني من احد كبرى وكالات التصنيف الدولية قبل الشروع في الاستثمار، كما أن بعض منهم يمتنعون عن توظيف أموالهم في الاصدارات التي تكون درجتها الائتمانية منخفضة عن بعض الحدود الموضوعية، وعلى سبيل المثال، وزارة العمل الأميركية تسمح لصناديق التقاعد أن تستثمر أموالها فقط في الأوراق المالية المصنفة ضمن فئات درجة الاستثمار أي AA, AAA و A وصادرة عن وكالة Standard&Poor's، كما أن بعض الانظمة الحاكمة لعمل المستثمرين المؤسساتيين في الولايات المتحدة الامريكية تمنع من الاستثمار في الأوراق المالية المصنفة في فئة المضاربة<sup>2</sup>، إذن فعملية التصنيف للأوراق المدرجة في سوق تساعد المستثمرين من الحصول على معلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق كما تساعد على تعزيز الشفافية في أسواق الأوراق المالية ورفع سيولتها من خلال جذب شريحة أكبر من المستثمرين وبالتالي رفع قيمتها في السوق<sup>3</sup>، فكلما كانت درجات التصنيف التي حصلت عليها هذه الشركات جيدة كلما كان هذا دافع قوي على جذب المزيد من المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب للاستثمار في ذلك السوق، وإلى جانب الفوائد الاقتصادية والمالية المتوقعة من نشاطات وكالات التصنيف الائتماني، تبرز فوائد أخرى مرتبطة بالجوانب التشريعية والتنظيمية لسوق، حيث أن وكالات التصنيف الائتماني تطلب اتباع المعايير العالمية في مجال المحاسبة وإعداد التقارير من قبل الشركات الخاضعة لعملية التقييم الائتماني، وبالتالي هذا يعطي ثقة أكبر للمستثمر المحلي والأجنبي على حد سواء على اتباع هذه الشركات للمعايير العالمية في مجال المحاسبة وبهذا لا يواجه المستثمر الأجنبي أية مشاكل في محاولة فهم التقارير الصادرة عن هذه الشركات؛

### ثانيا/ تقنيات المعلومات Information Technology

شهد العالم تطورات سريعة ومتلاحقة في مجال الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، والتي فرضت تغيرات في النواحي الإدارية والاقتصادية والاجتماعية والسياسية، وأدت التغييرات المتلاحقة في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات إلى إجبار الدول المتقدمة والنامية على السواء على التكيف معها باقتناص الفرص التي تعرضها والتعامل مع التحديات التي تفرضها، وأصبح استخدام تكنولوجيا المعلومات في تطوير نظم التعامل في البورصة

<sup>1</sup> بن علي بلعزوز وأحمد مداني، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها: دراسة وضعية وشرعية، مداخلة مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع بالكويت حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، الكويت، يومي 15 و16 ديسمبر 2010، ص 03.

<sup>2</sup> A staff paper prepared by the UNCTAD secretariat, opcit, p40.

<sup>3</sup> بن علي بلعزوز وأحمد مداني، مرجع سابق، ص 03.

أحد الجوانب المهمة في ترشيد القرارات الاستثمارية وفي توجيه الادخار العام ورفع كفاءة أداء الخدمات التي تقدمها البورصة، مما يدعم الثقة في السوق المالية عن طريق استخدام تكنولوجيا المعلومات، وبالتالي ينعكس على تطوير أداء البورصة، وتعتبر التطورات الحديثة الحاصلة في مجال تقنيات معالجة المعلومات المالية من بين العوامل التي لها تأثير على جذب استثمارات المحفظة الأجنبية، فتكنولوجيا المعلومات والاتصال تعتبر كشرط أساسي لتحقيق النمو والاندماج في الاقتصاد العالمي، فمن مقاييس قدرة البلد على استقبال واستيعاب رؤوس الأموال الأجنبية هو في مدى تقدمه في استخدام وسائل الاتصال الحديثة وترابط بلده مع شبكة المعلومات الدولية، وعليه فهناك اعتبار لعدد مستخدمي الانترنت وأجهزة الحاسوب بالنسبة لعدد المستخدمين وغيرها من المؤشرات في تطوير البيئة الجاذبة للاستثمار الأجنبي<sup>1</sup>؛

### ثالثا/ الاعلام الاقتصادي Economic Media

نقصد بالإعلام الاقتصادي جميع القنوات والوسائل التي تسمح بوصول المعلومات ونشرها على المستثمرين الذين يعتمدون عليها في بناء قراراتهم الاستثمارية المستقبلية، وتتعدد هذه القنوات حسب تخصصاتها إلى سمعية، بصرية ومكتوبة، فوسائل الإعلام المتخصصة في القطاع الاقتصادي لا تقل أهمية وفاعلية عن أهمية الشركات المدرجة والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، مما يلزم القائمين على الصحافة الاقتصادية بضرورة التمتع بالخبرة والعلم والمصداقية، كما يتوجب عليهم التدريب بنفس الحجم والمستوى مثل العاملين في مجال الأوراق المالية، حتى يسمح لهم بتقييم النواحي الفنية المتعلقة بعمليات التداول في البورصة، فوسائل الإعلام تقوم بدور هام في المجال المالي من خلال مراقبة وكشف الانحرافات والتقصير في مختلف النشاطات الاقتصادية، ومن ثم تحذير المستثمرين الحاليين والمحتملين عن أي انحرافات صادرة من المتلاعبين بالأسعار في سوق الأوراق المالية، وفي هذا الإطار يصبح التأكيد على التوخي الدقة في المعالجة الإعلامية للموضوعات المتعلقة بالبورصة أكثر من ضرورة، لأن الكثير من المتلاعبين والمضاربين يلجئون إلى استخدام الإعلام بشكل غير مباشر في نشر بياناتهم الخاطئة من خلال تقديم معلومات في شكل مقالات أو تحقيقات صحفية أو تحليل مالية... الخ، من أجل تحقيق غايات شخصية كزيادة التداول على سهم ما على حساب الآخر، وعليه كلما كان يوجد عدد معتبر من الصحف الاقتصادية المتخصصة والتي تتناول بالتحليل المالي والاقتصادي أداء الشركات المسجلة في البورصة وتعمل على تبسيط المعلومات التي تنشر بها حتى يتمكن جميع أفراد المجتمع من استيعابها، كلما زاد هذا على تحفيز عدد كبير من المستثمرين سواء كانوا محليين أو أجانب إلى توظيف أموالهم ومدخراتهم، وهذا بعد أن كانوا يتخوفون من الاستثمار في البورصة بسبب خوفهم من المخاطرة بأموالهم نتيجة قلة وعيهم بطبيعة وطرق عمل البورصة<sup>2</sup>؛

<sup>1</sup> نوزاد عبد الرحمن الهيبي ومنجد عبد اللطيف الحشالي، مرجع سابق، ص 173.

<sup>2</sup> جمال الدين سحنون، مرجع سابق، ص 64-65.

#### رابعاً/ الاستقرار السياسي Political Stability

فبالإضافة إلى كل ما سبق يعتبر الاستقرار السياسي من العوامل التي لها الدور البارز في استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية، فالمستثمر لن يقدم على نقل أمواله إلى دولة أخرى ما لم يطمئن على استقرار الأوضاع السياسية فيها، فرأس المال الأجنبي بطبيعته جبان ويبحث عن الامان والاستقرار، ولا يمكن للمستثمر القيام بالاستثمار في وضع يسوده الازمات المختلفة<sup>1</sup>، فكلما كان الواقع السياسي مستقراً كلما كان هذا معناه استقرار السياسة الاقتصادية وبالتالي ينعكس على استقرار الاستثمارات الأجنبية الواردة إليها بمختلف أنواعها، كما أن النظام السياسي التي تتبعه الدولة هو الآخر له تأثير على جذب الاستثمارات الأجنبية، فالنظام الديمقراطي يوفر جانباً من الامان لرأس المال الوطني والأجنبي على حد سواء، حيث تتسم سياسات الدولة بالوضوح واحترام الحقوق، ما يجعل المستثمر يشعر بالامان وبالتالي يقبل على نقل استثماراته إلى تلك الدولة، وذلك على غرار النظام الدكتاتوري الذي ينفرد رؤساؤه بالقرارات فيه ما يعرض رأس المال للخطر وبالتالي يحجم المستثمر الأجنبي على نقل أمواله إلى ذلك القطر<sup>2</sup>.

وفي محاولة لتحديد أي العوامل أكثر تأثيراً على استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية (العوامل الخارجية أو العوامل الداخلية)، أحررت العديد من الأبحاث في هذا الصدد، منها دراسة Calvo, Leiderman & Reinhart (1993) والتي أحررت على دول أمريكا اللاتينية، وتعتبر من أول الدراسات التي أكدت بأن العوامل الخارجية أقوى من العوامل الداخلية وأنها تعتبر القوة الرئيسية وراء التقلب في رؤوس الأموال الأجنبية المتدفقة إلى الدول النامية، وكذلك جاءت دراسة Fernandez-Arias (1994) في هذا الإتجاه لتؤكد أن 86% من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية نحو الأسواق الناشئة خلال الفترة 1989-1993 تعود إلى انخفاض معدلات الفائدة العالمية، ويعتبر انخفاض معدلات الفائدة الاسمية في الولايات المتحدة الأمريكية أكثر أهمية من العوامل الداخلية في إحداث هذه التدفقات في دول أمريكا اللاتينية وشرق آسيا خلال الفترة 1987-1994 في دراسة أعدت من قبل Frankel & Okongwu (1996)<sup>3</sup>، في حين لاحظت دراسات أخرى أن توقيت العوامل الخارجية، لا يتطابق مع موجة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في كل من البلدان المتلقية، فعلى سبيل المثال تايلاند وماليزيا بدأت بتلقي التدفقات منذ عام 1988 و1989 على التوالي والفلبين وبيرو في عام 1992 و1993 على التوالي، وهذا يدل على أن العوامل الخاصة بكل بلد لها دوراً هاماً في تحديد حجم وتكوين تدفقات رأس المال الخاص إلى البلدان النامية<sup>4</sup>، ومن هذه الدراسات نذكر دراسة كل من Chohan, Claessens & Mamingi (1993) ودراسة Hernandez & Rudolph (1995)، في حين جاءت دراسة Taylor & Sarno (1997) على غرار

<sup>1</sup> دريد محمود السامرائي، مرجع سابق، ص 82.

<sup>2</sup> نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سابق، ص ص 90-91.

<sup>3</sup> Nagwa Abdallah Samak and Omneia Amin Helmy, opcit, p42.

<sup>4</sup> Ibid, p20.

بعض الدراسات الأخرى لتثبت بأن كل من العوامل الداخلية والعوامل الخارجية تأتي في الواقع على نفس المستوى من الأهمية في جذب التدفقات الأجنبية إلى الدول الناشئة<sup>1</sup>.

### المطلب الرابع/ فوائد ومساوى استثمارات المحفظة الأجنبية

إن استثمارات المحفظة الأجنبية تساعد على تنشيط أسواق الأوراق المالية، من خلال جعلها أكثر سيولة وأكثر كفاءة نظرا لوجود فئة أخرى من المستثمرين غير المستثمرين المحليين، وبالرغم من الأهمية التي تتميز بها هذه الاستثمارات، إلا أنها تنطوي على بعض المخاطر بالنسبة للاقتصاديات المضيفة له.

#### أولا/ أهمية استثمارات المحفظة الأجنبية

تتجسد أهمية استثمارات المحفظة الأجنبية من خلال تحديد أهم المزايا بالنسبة للدولة المضيفة والتي تتمثل فيما يلي:

1. إن استثمارات المحفظة الأجنبية تزيد من سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية، ويمكن أن تساعد على تطوير كفاءة السوق أيضا، إذ تجعل الأسواق أكثر سيولة كما تجعلها أوسع وأكثر عمقا، وبالتالي فإن وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين يضمن توافر السيولة للورقة المالية، إذ تسمح أسواق الأوراق المالية السائلة للمستثمرين باستبدال محافظهم الاستثمارية بسهولة وبأقل تكلفة، مما يجعل الاستثمار أقل مخاطرة والجدير بالذكر أن السوق المالي الأكثر سيولة يشجع على المزيد من الادخار والاستثمار، وهذا يساعد بدوره على زيادة جذب الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات سواء إلى الأسواق الأولية أو الثانوية<sup>2</sup>؛

2. استثمارات المحفظة الأجنبية يمكن أن تعود بالنفع على القطاع الحقيقي للاقتصاد باعتبارها مصدر لتمويل الأجنبي الغير منشئ لديون، ولاسيما في البلدان النامية ذات الشحة في رؤوس الأموال، لذا فاستثمارات المحفظة الأجنبية يمكن أن تكون مكتملة للادخار المحلي وهذا لتحسين معدل الاستثمار من خلال توفير النقد الأجنبي في البلدان النامية، كما إن استثمارات المحفظة الأجنبية تقلل أيضا من ضغط فجوة العملات الأجنبية للبلدان الأقل نموا، مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية اللازمة سهلة بالنسبة لهم<sup>3</sup>، وبالتالي فتحير تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية العالمية قد يقود إلى معدلات أعلى من النمو الاقتصادي عالميا، لأنه قد يميل إلى تسريع أسواق الأسهم العالمية، وتلك تقود بدورها إلى إنتاجية متزايدة للعامل المحلي، إذ إنه بالنسبة للدول الاخذة في النمو، يعد الوصول إلى رأس المال العالمي في شكل تدفقات استثمار أجنبي مباشر أو في شكل تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية يعتبر مدعاة لتخفيض كبير في تكلفة تمويل المشروعات، ويسمح ذلك الامر للأشخاص والشركات المحلية بتنفيذ المزيد من مشروعات الاستثمارية، والتي تسهم بدورها في تنمية الموارد الحقيقية، وفي

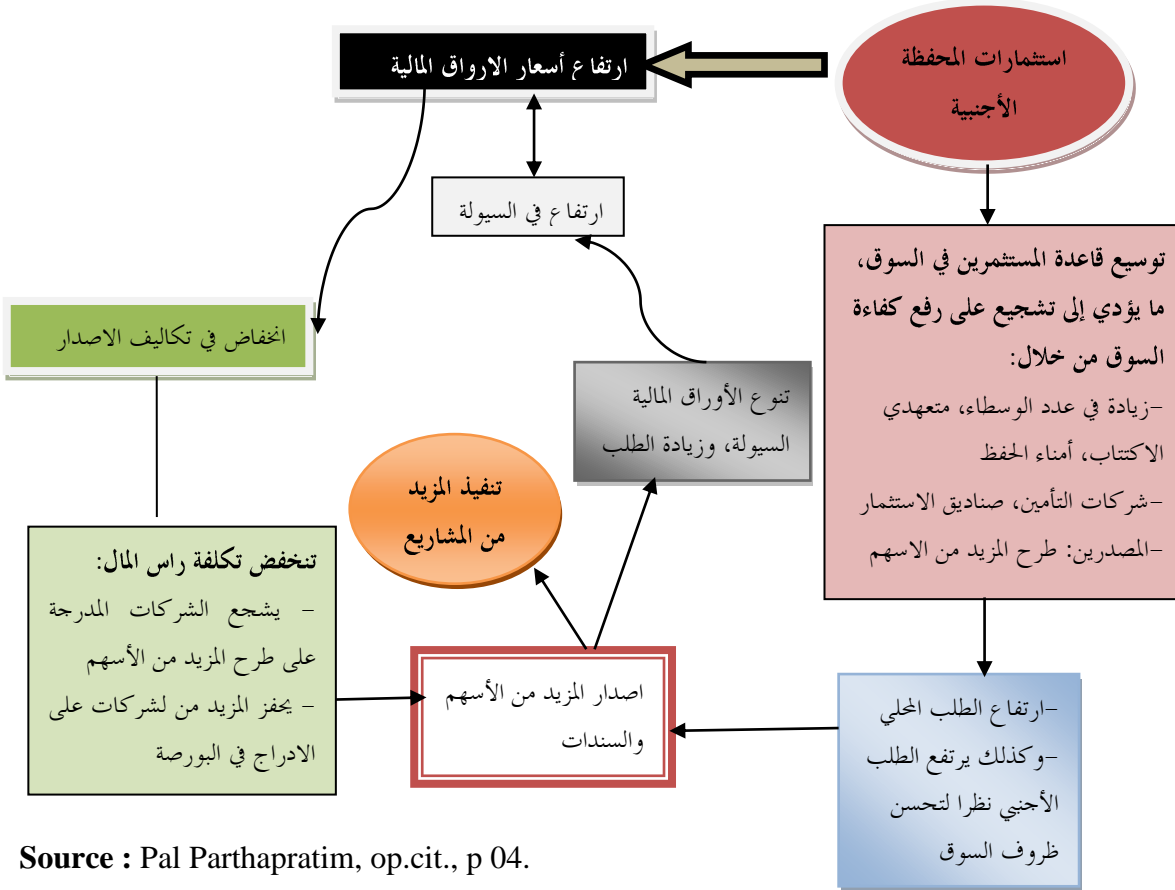
<sup>1</sup>Nagwa Abdallah Samak and Omneia Amin Helmy, opcit, p 43\_45.

<sup>2</sup>Evans Kimberly, opcit, p02.

<sup>3</sup> Pal Parthapratim, **Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study of India**, Draft Paper Submitted for the Annual Conference on Development and Change Mission: Promoting Development in a Globalized World, Sao Paulo, Brazil, November 18 – 20, 2006, p 03.

المدى الطويل تتم ترجمة ذلك في شكل مستويات معيشة اعلى وارتفاع في معدلات النمو الاقتصادي<sup>1</sup>، والشكل الموالي يوضح كيف يمكن لاستثمارات المحفظة الأجنبية أن تؤثر على الاقتصاد من خلال سوق الأوراق المالية المحلية:

الشكل رقم (1-1): كيفية تأثير الاقتصاد باستثمارات المحفظة الأجنبية



Source : Pal Parthapratim, op.cit., p 04.

من خلال الشكل أعلاه يتبين أن استثمارات المحفظة الأجنبية يمكن أن تؤثر على الاقتصاد أساسا من خلال تأثير عن طريق سوق الأسهم، كما أن تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية يمكن أن يكون لها أيضا تأثير كبير على الاقتصاد الكلي للبلد من خلال التأثير على سعر الصرف، احتياطي العملات الأجنبية للبلد، السياسة النقدية وسلوك الادخار والاستثمار الوطني<sup>2</sup>؛

3. ان تواجد المستثمرين الأجانب في السوق المحلي يساعد على تأثير على حركة الاسعار، مما قد يؤدي بالمستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء إلى تحقيق مكاسب رأسمالية، وبالتالي زيادة ثروة المستثمرين، ما قد يؤدي هذا إلى تأثير على القطاع الاستهلاكي وزيادة الطلب على المنتجات المحلية من قبل المستثمرين

<sup>1</sup> أياد طاهر محمد وصلاح حسن أحمد، الاستثمار الاجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013، ص 08.

<sup>2</sup>Pal Parthapratim, opcit, p 05.

المحليين، وهذا من خلال توجيه جزء من أرباحهم لقضاء احتياجاتهم اليومية، ما يؤدي إلى ارتفاع نسبة المبيعات وأرباح الشركات، وهذا بدوره يؤثر بالإيجاب على الاقتصاد الوطني ما لم يقرر استخدام هذه الثروة في زيادة شراء أوراق مالية أخرى<sup>1</sup>؛

4. يمكن أن تعطي استثمارات المحفظة الأجنبية الزخم التصاعدي للأسعار في سوق الأسهم المحلية، وهذا الارتفاع في الاسعار له تأثير على نسبة سعر السهم لربحه P/E ratio لشركة، فارتفاع هذه النسبة يؤدي إلى انخفاض تكاليف التمويل، وهو ما يمكن أن يؤدي بدوره إلى ارتفاع في حجم الاستثمارات بالشركة، انخفاض تكلفة رأس المال وبالتالي ازدهار سوق الأسهم، من خلال التشجع على إصدار أسهم جديدة لشركات أخرى<sup>2</sup>؛

5. يمكن لاستثمارات المحفظة الأجنبية أن تحقق الانضباط والخبرة في أسواق رأس المال المحلية، إذ في سوق أعمق وأوسع فإن المستثمرين لديهم حوافز أكبر لتخصيص وإنفاق الموارد في البحث عن فرص استثمارية جديدة، كما تتنافس الشركات للحصول على التمويل، وسوف يواجهون مطالب من أجل تحسين المعلومات، سواء من حيث الكمية والنوعية، وهذا الضغط من أجل الإفصاح يزيد من تعزيز الشفافية في أسواق الأوراق المالية، والتي يمكن أن يكون لها تأثيرات جانبية إيجابية في القطاعات الاقتصادية الأخرى<sup>3</sup>؛

6. ان المستثمر الأجنبي يتطلب عند استثماره في سوق ما الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركات في ذلك السوق بطرق المتعارف عليها في الأسواق العالمية، وبالتالي يمكن أن يساهم الاستثمار المحفطي الأجنبي الشركات على تبني المعايير المحاسبية الدولية في اعداد قوائمها المالية من أجل جعلها أكثر ملائمة للمستثمر الأجنبي، وبالتالي تحسين مستوى العام للإفصاح في السوق<sup>4</sup>، ويعني هذا أن حرص الدول وخصوصا النامية منها على تشجيع جذب استثمارات المحفظة الأجنبية من شأنه أن يساعد في تحسين وتطوير البيئة الاستثمارية، وخصوصا في الجانب المتعلق بالشفافية ووضوح المعلومات التي تعد من اهم المشاكل التي تواجه أسواق الدول النامية، والتي تعتبر من اهم المتطلبات الرئيسية لتنمية الاستثمارات وتسريعها<sup>5</sup>، وذلك من خلال الاستفادة من تجربة استخدام تلك المعايير في الأسواق العالمية ومعرفة كيفية توظيفها أو تطبيقها؛

7. استثمارات المحفظة الأجنبية تساهم في تطوير أسواق رأس المال المحلية من خلال حث الوسطاء الماليين على تقديم خدمات وتقنيات أكثر تطورا لإدارة المحافظ، فعلى سبيل المثال، الحث على استخدام المشتقات المالية كالعقود الآجلة، الخيارات والمبادلات وغيرها من أدوات التحوط لإدارة مخاطر المحفظة واستعمال تقنيات البيع

<sup>1</sup> See:

-Pal Parthapratim, opcit, p03.

-A staff paper prepared by the UNCTAD secretariat, opcit, p24.

<sup>2</sup>Pal Parthapratim, opcit, p 03.

<sup>3</sup> Evans Kimberly, opcit, p02.

<sup>4</sup> Ibid, p02.

<sup>5</sup> أياد طاهر محمد وصلاح حسن أحمد، مرجع سابق، 09.



على المكشوف والتداول بالهامش وغيرها، وبالتالي فزيادة الطلب على هذه الخدمات من شأنه أن يفضي إلى وضعها في نظام السوق، مما يساعد على تحسين فرص إدارة المخاطر أمام المستثمرين الأجانب والمحليين على السواء<sup>1</sup>؛

8. فتح أسواق رأس المال أمام المستثمر الأجنبي من شأنه المساهمة في التنمية الاقتصادية العالمية من خلال تحسين توزيع المدخرات في جميع أنحاء العالم، فالأسواق المفتوحة تمنح المستثمرين الأجانب فرصة تنويع محافظهم وتحسين إدارة المخاطر وربما تخصيص أفضل لمعدلات الادخار والاستثمار بين دول العالم<sup>2</sup>؛

### ثانيا/ المخاطر المرتبطة باستثمارات المحفظة الأجنبية

يرى بعض الاقتصاديين أن هناك بعض المخاطر التي ترتبط باستثمارات المحفظة الأجنبية، وخاصة إن كانت تلك التدفقات من النوع القصير الأجل وشديدة التقلب، ما قد تأثر على استقرار الاقتصاد الكلي عند دخولها وكذلك عند خروجها، وبناء على ذلك، يمكن تقسيم المشكلات المرتبطة بتدفق استثمارات المحفظة الأجنبية إلى ما يلي:

1. حالة زيادة تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية: عندما تتدفق هذه الاستثمارات إلى الداخل بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ فإنها تؤدي إلى:<sup>3</sup>

أ-رفع سعر العملة الوطنية وذلك نتيجة زيادة الطلب عليها، مما يؤدي إلى ازدياد العجز في الميزان التجاري نتيجة تدهور القدرة التنافسية لصادرات الوطنية بالمقارنة مع مثيلاتها، وتفوق الواردات على الصادرات؛

ب-التوسع في حجم الأصول المالية المحلية وزيادة الطلب على السلع المحلية، وما قد ينتج عنه زيادة في معدلات التضخم؛

ت-تبعاً لنظام سعر الصرف السائد فإن أسعار الفائدة المحلية سوف تتذبذب، فتنخفض في حالة سعر الصرف الثابت أو ترتفع في حالة سعر الصرف المرن، فتؤدي إلى عرقلة إصلاحات التجارة الخارجية وتدهور القدرة التنافسية للدولة، وبالتالي فاحتمال اشتداد حالة عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ستجعل تدفقات رؤوس الأموال نفسها غير مستقرة أيضاً؛

كل هذه التحركات في الأسعار يمكن أن تكون مصدراً هاماً لعدم اليقين الذي يمنع المستثمرين الأجانب والمحليين من الاستثمار، ويمكن في الوقت نفسه أن يضر بالاقتصاد ككل إذا كانت التقلبات في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف واسعة للغاية.

<sup>1</sup> Evans Kimberly, opcit, p02.

<sup>2</sup>Ibid, p02.

<sup>3</sup>علي فلاق ومحمد باصور، الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد الثالث، جامعة يحي فارس، المدينة، الجزائر، أبريل 2015، ص ص 76-77.

2. حالة الخروج المفاجئ لاستثمارات المحفظة الأجنبية: أي احتمال اتخاذ المستثمرين الأجانب قرارا مفاجئا 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 استثمارات المحفظة الأجنبية إلى الحالتين الآتيتين:<sup>1</sup>

أ- التدفقات الداخلة لسوق من نوع الأموال الساخنة، وعادة هذا النوع يكون الدافع إلى اجتذابه إما وجود اختلال في السوق أو خطأ في السياسات المنتهجة، كأن يقوم البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة المحلية بشكل يؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية؛

ب- خروج بسبب تطور سياسي غير متوقع أو انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية أو الزيادة في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية أو ارتفاع الضرائب المفروضة على الأرباح الرأسمالية، أو وضع قيود على تحويلات الأرباح.

وفي كلتا الحالتين سيكون ذلك دافعا للمستثمر الأجنبي لأن يحول أمواله إلى خارج البلد، وسيكون رد فعله المبدئي بيع كل ما يملك من الأوراق المالية المحلية ما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، وبالتالي انخفاض في المؤشر العام للبورصة، ويشترى بعائدها عملة أجنبية، وهو ما يؤدي أيضا إلى ضغوط على نظام سعر الصرف وربما إلى انخفاض في سعر العملة المحلية أو ارتفاع في سعر الفائدة المحلية أو كليهما، كما تؤدي إلى تدهور معدلات الربح، وتزايد العجز في ميزان المدفوعات، وفقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلية، واستنزاف الاحتياطات الدولية للبلد، وبخاصة إذا حاول البنك المركزي أن يدافع عن سعر صرف العملة الوطنية مع وجود ضغوط قوية لتدهور قيمة العملة.

### المبحث الثالث/ مميزات تسير المحافظ المالية

إن اعتماد المستثمر على أداة استثمارية واحدة قد يعرضه إلى خسائر كبيرة، خاصة إذا تعرضت تلك الأداة إلى مخاطر تقلب أسعارها وعدم تحقيقها العائد المتوقع، وبالتالي فالمستثمر يسعى إلى تعظيم العائد المتوقع على استثماره في الأوراق المالية ولكنه يواجه قيد المخاطرة، والتي تعني احتمال بأن يكون العائد المحقق مختلفا عن العائد المتوقع، ونادرا ما يحمل المستثمر ورقة مالية واحدة، بل عادة ما يحمل مجموعة من الأوراق المالية، أي أنه يشكل محفظة، وتجدد الإشارة هنا إلى أن المخاطر التي تتعرض لها المحفظة لا تتوقف على مخاطر الاستثمارات الفردية المكونة لها، بل أيضا على طبيعة العلاقة التي تربط بين عائد تلك الاستثمارات، فالمحفظة المالية تهدف أساسا إلى تفادي مخاطر الاستثمار التي يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمار واحدة وهذا عن طريق التنوع مع ضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق العوائد الإيجابية.

<sup>1</sup> على فلاق ومحمد باصور، مرجع سابق، ص ص 77-78.

## المطلب الأول/ مفهوم المحفظة المالية

يتوجب على المستثمر في سوق الأوراق المالية الاعتماد على مجموعة من الأدوات المالية التي تختلف في شكلها وجهة إصدارها وتاريخ استحقاقها، من أجل التقليل من المخاطرة المصاحبة للاستثمار، وهذا من خلال تشكيل ما يعرف بالمحفظة المالية والتي تتنوع أشكالها حسب نوع المستثمر وهدفه ودرجة تقبله للمخاطرة.

### أولاً/ تعريف المحفظة المالية

لقد وردت عدة تعاريف لمفهوم المحفظة المالية نوجز بعضها منها:

**التعريف الأول:** "سلة من الأوراق المالية لشركات مختلفة، يتم اختيارها وتنوعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية لكي تعطي أعلى عائد وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن"<sup>1</sup>؛

**التعريف الثاني:** "عبارة عن مجموعة من الأصول يتم احتفاظ بها وإدارتها بغرض زيادة قيمتها السوقية، وتجنب المخاطر الناجمة على استثمار في أصل واحد أو عدة أصول كل على حدى، وعادة ما تتكون المحافظ من مزيج من الاستثمارات الفردية وغالبا ما تحتوي على أسهم وسندات والتي تدار بطريقة تعمل على زيادة قيمتها وتجنب المخاطر الناجمة عن الاستثمارات الفردية"<sup>2</sup>؛

**التعريف الثالث:** "مجموعة الأصول والاستثمارات المجمعة في كيان استثماري واحد، مع مراعاة العلاقة بين مكوناتها، بهدف إما تحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستويات المخاطرة المحيطة بالأسواق، أو تحقيق أقل درجة من المخاطرة في ظل مستويات مختلفة من العوائد"<sup>3</sup>؛

من خلال ما سبق يمكن القول أن المحفظة المالية تمثل مجموع ما يملكه المستثمر من الأوراق المالية المتداولة في سوق المال، والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها وتحقيق التوظيف الأمثل لمواردها، وتتكون المحفظة المالية من أوراق متنوعة من حيث النوع والحقوق وجهة الإصدار، وتتفاوت من حيث العائد والسيولة والضمان وتواريخ الاستحقاق وإمكانية التسويق وعملية الإصدار، ودرجة المخاطرة، فالآلية التي تحكم الاستثمارات الخاصة بالمحفظة المالية تتمثل في الموازنة بين الربحية والسيولة، وتخضع المحفظة لإدارة شخص مسئول عنها يسمى مدير المحفظة، وقد يكون هذا المدير مالكا لها فنكون هنا بصدد الحديث عن الإدارة الفردية للمحفظة، أي يمكن للمستثمر أن يدير محفظته بنفسه إلا أن هذا يتطلب توفر الوقت اللازم حتى يتمكن من متابعة تحركات الأوراق المالية في السوق، وبالتالي يقوم باتخاذ قرار البيع أو الشراء، بالإضافة إلى توفر الخبرة والتخصص اللازمين لتحقيق الأهداف المرغوب فيها مع تخفيض المخاطر قدر الإمكان، أو قد يكون مدير المحفظة مأجورا وحينئذ ستتفاوت صلاحياته في إدارتها وفقا لشروط العقد المبرم بينه وبين مالك المحفظة؛

<sup>1</sup> محمد حامد محمد، تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها، القاهرة، بدون ناشر، 1997، ص2.

<sup>2</sup> عصرا جلال عصرا، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2010، ص16.

<sup>3</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007، ص209.

ثانيا/ أنواع المحافظ المالية: توجد عدة معايير يستطيع من خلالها المستثمر تحديد نوع المحفظة المالية التي تناسبه، والتي نذكر منها ما يلي:

### 1. حسب درجة الجمود والمرونة: نميز فيها ثلاثة أنواع كالتالي: <sup>1</sup>

أ- **محافظ ثابتة التكوين:** تعتمد هذه المحافظ على التعامل في أوراق مالية معينة تحدد عند تكوين المحفظة وتوضع في قائمة تدخل ضمن النظام الأساسي للجهة المكونة للمحفظة مهما كان نوعها، ولا بد من المصادقة على قائمة الأوراق المالية المختارة بمعرفة الجمعية العمومية للجهة المكونة، ويمكن اعتبار هذا النوع من المحافظ مريحا، حيث يتم تحريك المحفظة وفقا للقواعد الثابتة والمقررة في نظامها الأساسي، غير أن الوسيط يكون معدوم التصرف اتجاه ما يواجهه هذه الأوراق من تقلبات في الأسواق؛

ب- **محافظ مرنة التكوين:** تتميز هذه المحافظ بالمرونة عند تكوينها، إذ يوجد بها قدر كبير من الأوراق المالية، والتي تدرج كل منها في قائمة منفصلة، أي أوراق يتم التعامل فيها بصفة أساسية وأخرى فرعية، فهذا النوع يعطي لمدير المحفظة حرية لاختيار الأوراق المالية الراجعة ونقلها من القائمة الفرعية إلى القائمة الأساسية؛

ت- **محافظ شبه ثابتة التكوين:** تمثل هذه المحافظ مزيج بين المحافظ ثابتة التكوين والمحافظ المرنة، كونها تخضع لقواعد أقل جمودا، فالنظام الأساسي للمحفظة يشمل على قائمة من الأوراق المالية التي يستطيع المدير الاختيار بينها دون التقيد بها جميعا، فعند بيع أحد الأوراق المكونة للمحفظة، يجب على المدير استخدام حصيلة البيع في شراء أحد الأوراق الأخرى الداخلة في تشكيل المحفظة، ويتضح أن هذا النوع من المحافظ يمنح لمدير المحفظة بعض الحرية عند اختيار أوراق المشكلة للمحفظة من بين القائمة المتفق عليها، إلا أنه يجدر به استخدام كامل المبلغ المتحصل عليه من بيع أحد مكونات المحفظة في شراء أوراق أخرى من نفس القائمة.

2. **حسب الهدف:** تختلف أهداف المستثمرين في أسواق الأوراق المالية، فهناك من يبحث عن دخل يسد به احتياجاته اليومية، في حين أن هناك من يبحث عن نمو لأرباحه المحققة، وعليه يمكن التمييز بين المحافظ التالية:

أ- **محفظة الدخل أو العائد portfolio income:** وهناك من يسميها بالمحفظة الدفاعية لأنها تناسب المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل مخاطر عالية، ولهذا تتركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا للمستثمر، سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، و غالبية من يفضلون محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية، وهذا النوع من المستثمرين عادة ما يخضعون لشريحة ضريبية صغيرة أو لا يخضعون أصلا لضريبة، وبالتالي لا يبالون بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات النقدية والفوائد ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة ولو كانت تنطوي على

<sup>1</sup> سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، مؤسسات شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 269.

عائد أكبر<sup>1</sup>، ويمكن أن يشمل هذا النوع من المحافظ أيضا على أسهم الشركات التي تظل اسعارها مستقرة أو تسير على نحو جيد في حالة ركود الاقتصاد، لأنها تقدم منتجات وخدمات محل طلب مستمر، وهذا ما يجعلها تحقق أداء أفضل من الشركات التي تركز على السلع الكمالية أو الترفيهية والتي تعاني من انخفاض في طلب على منتجاتها أوقات الازمات الاقتصادية؛

**ب-محفظة النمو portfolio growth:** تتمثل في محفظة ذات سياسة استثمارية مندفعة، أي تضم أسهما ذات نسب مرتفعة من المخاطرة بهدف تحقيق عوائد مالية أعلى، ولهذا فهي تناسب المستثمرين الذين يتحملون نسب عالية جدا من المخاطرة، وترتكز محفظة النمو على أدوات الاستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو رأسمال المحفظة، وهي بذلك تعتمد على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمو في مبيعاتها، ومن طبيعة أسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو، أن توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة حيث أن إدارة هذه الشركات تلجأ عادة إلى رسملة احتياجاتها و ذلك من أجل استخدام هذه الأموال في عملياتها، فهم المستثمرين هو زيادة معدل النمو وليس التوزيعات النقدية للأرباح، وتنقسم محافظ النمو إلى انواع منها محافظ النمو القوي والتي تتكون من أسهم شركات الصناعات الجديدة والشركات التي تمر بأوقات عصيبة أو تقدم منتجات غير مشهورة، وتستهدف هذه المحافظ الحصول على عائد رأسمالي وليس التوزيعات الدورية، كما توجد محافظ نمو تهتم بالعائد الرأسمالي وليس التوزيعات، تستثمر أموالها في أسهم شركات تهتم بالنمو والتوسع ولكن بدرجة اقل من النوع السابق، كما توجد محافظ نمو وعائد في نفس الوقت وتسعى للاستثمار في أسهم شركات تهدف إلى نمو رأسمال ولكن في نفس الوقت تقوم بتوزيعات ارباح<sup>2</sup>، ومحافظ النمو تتطلب قدرا أكبر من الجهد والوقت والبحث عن الفرص المناسبة، أي يجب القيام بتغيير المستمر لمكونات المحفظة وليس على الشراء والاحتفاظ بالأصل كما هي العادة، وعليه، فهذه المحافظ بصفة عامة تهتم بالاستثمار في أسهم الشركات التي تنمو أرباحها سنة بعد أخرى، والتي تتواجد معظمها في القطاعات الصناعية والتكنولوجية وغيرها، وتتميز هذه الشركات بمجموعة من الخصائص منها:

- لها قيمة سوقية مرتفعة وتمتلك استثمارات جيدة ومتطورة ومعدل مردوديتها جد عالي؛

- ذات هيكل مالي متوازن، كما أن قدرتها على التمويل الذاتي كبيرة جد؛

**ت-المحفظة المختلطة mixed portfolio:** ترتكز على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نموا عاليا في إيراداتها، وتقوم المحافظ المختلطة بتنويع استثماراتها ما بين الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية والأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة المالية وفي نفس الوقت المحافظة على رأسمال المستثمر<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص 133.

<sup>2</sup> عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص ص 49-50.

<sup>3</sup> ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص 134.

## المطلب الثاني/ العوامل المتحكمة في تكوين وإدارة المحفظة المالية

حتى يستطيع مدير المحفظة أن ينمي القيمة السوقية للمحفظة التي مجوزته ويحقق أفضل عائد منها، يجب أن تكون هذه المحفظة مكونة وفق رغبات وميول مالكيها وهذا الأخير تحكمه مجموعة من العوامل، ولعل أهمها درجة تقبله للمخاطرة، والتي يستطيع مدير المحفظة من خلالها اتباع السياسة التي تناسب مالك المحفظة.

### أولاً/ ضوابط وقيود تكوين المحافظ المالية

من أجل التسيير الحسن للمحفظة المالية، يحتاج المدير لتحديد مسبق لعدة قيود وضوابط يقوم بمناقشتها مع صاحب المحفظة حتى تكون المحفظة مطابقة تماما لرغباته واحتياجاته، وتمثل هذه الضوابط والقيود فيما يلي:<sup>1</sup>

1. **ضوابط وقيود زمنية:** أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستثمار فيه مستثمرا أمواله، هل سيكون قصيرا، أم متوسطا، أم طويلا، فكلما زادت مدة الاستثمار كلما كان قادرا على القيام بعمليات التنويع والتوزيع للأوراق المالية التي تحتويها بشكل سليم أو أكثر فعالية؛

2. **ضوابط وقيود رأسمالية:** هذا القيد يتصل بحجم الأموال المتاحة لمدير المحفظة، والتي يستطيع من خلالها شراء الأوراق المالية وتكوين التوليفة المناسبة، فكلما كانت الموارد المالية المتاحة للمدير كبيرة كلما كانت لديه القدرة على شراء المزيج المناسب من الأوراق المالية أكبر وأكثر توافقا، فضلا عن أن وفرة الأموال تمكن المدير من استغلال الفرص المتاحة وانتهازها للحصول على أوراق معينة بسعر معين وعدم الاضطرار إلى بيع أوراق لديه في وقت غير مناسب تحت ضغط الحاجة إلى المال لدواعي توفير سيولة معينة لصاحب المحفظة؛

3. **ضوابط وقيود الحاجة إلى تسهيل المحفظة:** كثيرا ما يضع صاحب المحفظة شرطا على مدير المحفظة في إمكانية تسهيل المحفظة بالكامل أو جانب كبير منها بشكل فجائي أو في أجل قصير لاعتبارات مهمة، ما يجعل مدير المحفظة ينجح أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق له هذا الهدف ولا يختار أنواعا أخرى، أي يقوم باختيار الأسهم والسندات سريعة التداول والتي عليها طلب كبير في البورصة، ويوجد مستثمرين راغبين في الحصول عليها والمضاربة على أسعارها، وبالتالي عندما يقرر بيع أي جزء منها يتمكن بسهولة من ذلك؛

4. **ضوابط وقيود ضريبية والتزامية:** إن بعض القوانين تعطي مزايا وإعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة أو شركات بذاتها أو مناطق جغرافية محددة أو لأنشطة ذات طابع خاص، وقد تكون هذه الإعفاءات لفترات زمنية منصوص عليها، ومن ثم يجب على مدير المحفظة أن يكون على علم ودراية بما يجب مراعاتها عند تكوين المحفظة المالية، أي اختيار الأوراق التي لها ميزة الاعفاء أو التخفيض الضريبي بل والمهم متى سيزول هذا الإعفاء، حيث قد تتأثر القدرة الايرادية وربحية الشركات باختفاء الدعم والمزايا التي تقدمه الدولة من خلال القوانين والتشريعات التي تشجع الاستثمار، وبالتالي تهتز قيمة الأسهم ومدى جاذبيتها في البورصة تبعا لذلك؛

<sup>1</sup>أرشد فؤاد النيمي، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع للطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص ص 195-196.

5. ضوابط وقيود المخاطر والأخطار: تتنوع وتختلف درجة تحمل وتقبل الخطر من مستثمر إلى آخر، ومن ثم فإن استعداد المستثمر للحصول على عائد مرتفع يعني في ذات الوقت استعداده لتحمل مخاطر مرتفعة مقابل الحصول على هذا العائد، ومن ثم يتوجب على مدير المحفظة اختيار الأوراق المالية التي تناسب المستثمر من ناحية درجة تقبله للمخاطرة.

### ثانياً/ السياسات المتبعة لإدارة المحفظة المالية

إن موقف المستثمر تجاه المخاطرة، يجعله يتبنى إحدى السياسات التالية لإدارة محفظته:

**1. السياسة المتحفظة أو الدفاعية Conservative or Defensive policy:** هذه السياسة يتبناها مدير المحفظة الذي يكره المخاطرة أي يعطي أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، فيركز على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ مصطلح محفظة الدخل والتي تتكون قاعدتها الأساسية من أذونات الخزينة، السندات الحكومية، السندات المضمونة طويلة الأجل، الأسهم الممتازة، وبنسب تتراوح بين 60% و70% من رأس مال المحفظة، وميزة هذا النوع من المحافظ أنها توفر للمستثمر دخلاً ثابتاً ومستمرًا لمدة طويلة من الزمن، كما توفر له هامشاً مرتفعاً من الأمان على رأس المال المستثمر<sup>1</sup>؛

**2. السياسة الهجومية أو المخاطرة Aggressive Policy:** يتبناها مدير المحفظة المضارب الذي يؤثر عنصر العائد على عنصر الأمان، فيركز أهدافه على جني الأرباح الرأسمالية التي يحققها بفضل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة، والنموذج الملائم لهذه السياسة هو ما يعرف بمحفظة رأس المال أو المحفظة التي يكون هدف مديرها جني عائد ليس عن طريق توزيع الأرباح وإنما عن طريق النمو الحادث في قيم الأصول، ومحفظة كهذه تقوم قاعدتها الأساسية على الأسهم العادية وبنسبة قد تتراوح بين 80% و90% من رأس مال المحفظة، ويلجأ مديرو المحافظ الذين يتبنون هذه السياسة خلال الظروف التي يكون فيها احتمال ازدهار اقتصادي محتمل إلى شراء أسهم متدنية السعر لشركات مساهمة مازالت في الطور الأول من نموها، وانتظار ارتفاع أسهمها في فترات لاحقة ومن ثم بيعها مما يعطي الفرصة لجني أرباح رأسمالية<sup>2</sup>؛

**3. السياسة المتوازنة Balanced Policy:** يتبنى هذه السياسة مدير المحفظة الذي يطمح لتحقيق استقرار نسبي في محفظته يؤمن له جني عوائد معقولة بقبول مستويات معقولة من المخاطرة، وذلك بإتباع ما يعرف بقاعدة الرجل الحريص The Prudent Man، أي يوزع رأس مال المحفظة على أدوات استثمارية متنوعة، بكيفية تحقق للمحفظة حداً أدنى من الدخل الثابت مع ترك الفرصة مفتوحة أيضاً لجني أرباح رأسمالية متى كانت الفرصة مناسبة لذلك، ويطلق على المحفظة الملائمة لهذه السياسة مصطلح المحفظة المتوازنة، وتتكون قاعدتها الأساسية من تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار قصيرة الأجل، تتمتع بدرجة عالية من السيولة كأذون الخزانة

<sup>1</sup> ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص 140.

<sup>2</sup> محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، ص 183.

وشهادات الإيداع إلى جانب أدوات استثمار طويلة الأجل كالسندات والأسهم، بما يتيح لمديرها انتهاز سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلب أسعار الفائدة من جانب إلى آخر<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث/ استراتيجيات إدارة المحفظة المالية

تعتبر الخبرة والمهارة التحليلية التي يتمتع بها مدير المحفظة بالإضافة للمعلومات الغير متاحة للمستثمرين الآخرين في السوق، كلها عوامل تمكن من تحقيق أرباح غير عادية أو تقلل المخاطرة إلى أدنى حد، وتوجد عدة استراتيجيات يؤدي إتباعها إلى تحقيق هذه الأهداف، ومن هذه الاستراتيجيات ما يلي:<sup>2</sup>

#### أولاً/ استراتيجية الشراء والاحتفاظ Buy and Hold Strategy

تعتمد هذه الاستراتيجية على كفاءة السوق، فبمجرد توفر الأموال المخصصة للاستثمار، على مدير المحفظة أن يسارع في شراء الأوراق المالية بما أن أسعارها في السوق تعكس قيمتها الحقيقية، وعليه القيام ببيعها في أي وقت، وليس عليه انتظار المستقبل أملا في تحقيق أرباح، لأن السوق الكفاء لن يسمح له بتحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين، ويجب أن يراعى عند تشكيل المحفظة وفق هذه الاستراتيجية بعض الاعتبارات كتحقيق مستوى ملائم من التنوع، إذ وجد Sorensen & Burke, 1986 أن اتباع التنوع الساذج وفق هذه الاستراتيجية يمكن أن يحقق للمستثمر عائد يفوق متوسط عائد السوق، وكذلك تحديد درجة تحمل المخاطر وإمكانية تسهيل المحفظة بالإضافة إلى موقف المستثمر من الضريبة، أي التركيز على الأسهم التي لا تجري توزيعات أرباح، أو تقوم بتوزيع جزء من الأرباح... الخ؛

#### ثانياً/ استراتيجية جودة الاستثمارات Investment Quality Strategy

أي ضرورة الالتزام بالتعامل في أوراق مالية ذات جودة عالية، وبمقتضى ذلك يتعين الابتعاد عن الأوراق التي يتعرض عائدها الدوري لتقلبات شديدة، والابتعاد عن الاستثمارات التي تتعرض قيمتها السوقية للانخفاض، وبالتالي تؤدي هذه الاستراتيجية إلى الاتجاه نحو زيادة استثمار في السندات على حساب الأسهم، وفي هذا السياق يتم ترتيب الأوراق المالية داخل كل قسم، بحيث تكون الأولوية للأوراق المالية الحكومية ثم المضمونة من الحكومة، وأخيرا الأوراق غير الحكومية؛

#### ثالثاً/ استراتيجية اختيار الأوراق المالية Stock Selection Strategy

تقتضي استراتيجية اختيار الأوراق المالية القيام بالتحليل الأساسي والفني، بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بقيمتها السوقية، ثم اتخاذ قرار تضمينها للمحفظة أو استبعادها منها، فالتحليل

<sup>1</sup> ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص 140.

<sup>2</sup> انظر في ذلك:

-منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأسمال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993، ص 462-480.

-ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص 141.



الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة وعن ظروف كل صناعة والوقوف على أفضل الشركات التي تنتمي للصناعة، فضلا عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة سعر السهم وحجم التعاملات عليه، بهدف اكتشاف نمط حركة أسعار بعض الأسهم، والتي على ضوءها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأوراق المالية للمحفظة؛

#### رابعاً/ استراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة

معناها إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين على حساب أسهم الشركات تنتمي لقطاعات الأخرى، وعادة ما يتم تقسيم أسهم القطاعات إلى أربع مجموعات مختلفة، أسهم شركات حساسة للتغير في أسعار الفائدة كأسهم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وأسهم الشركات المنتجة للسلع المعمرة والتي تعرف بالأسهم الدورية كأسهم شركات إنتاج أدوات الكهرو منزلية، وأسهم السلع الرأسمالية أي أسهم الشركات المنتجة للسلع الرأسمالية كالآلات والعتاد، ثم الأسهم الدفاعية كأسهم شركات الأدوية والأغذية، وتقوم هذه الاستراتيجية على انتقال بين أسهم المجموعات خلال فترات الكساد والرواج لأسهم هذه المجموعات؛

#### خامساً/ استراتيجية توقيت السوق Market Timing strategy

تقوم هذه الاستراتيجية على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية والأصول المالية الأخرى، أي أنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية أو يقلل المخاطرة لو أنه أدرك متى يدخل إلى سوق الأسهم، متى يستمر، ومتى يصبح من الأفضل له الخروج منها و توجيه حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل، كالودائع المصرفية وأذونات الخزانة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم، كما تقتضي الاستراتيجية، بأنه في حالة توقع رواج في سوق الأسهم يمكن للمستثمر أن يقترض لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية؛

#### سادساً/ استراتيجية الإصدارات الجديدة

تقوم هذه الاستراتيجية على فكرة أن الأوراق المالية التي تطرح أول مرة للجمهور، تباع في الغالب بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية، لذلك يفضل شراء أسهم الشركات التي تطرح إصدارات لأول مرة قصد تحقيق أرباح رأسمالية، ويمكن تفسير هذا الأمر من خلال عنصرين، الأول يتمثل في المسؤولية القانونية التي يمكن أن يتعرض لها بنك الاستثمار، فلو أن السهم المصدر تم تسعيره بقيمة أعلى مما ينبغي أو حتى عند قيمته الحقيقية، ثم تعرضت القيمة السوقية لسهم لانخفاض شديد عقب الإصدار، يمكن للمستثمرين مقاضاة البنك بتهمة البيانات المغلوطة المقدمة في نشرة الإصدار، أما العنصر الثاني فيتمثل في عدم تناظر المعلومات لدى المستثمرين، وعليه فإن حصول المستثمر على معلومات تفيد بقيام الشركة بإصدار أسهم لأول مرة بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية، سيمكنه من تحقيق أرباح غير عادية، من خلال شرائها عند الإصدار وإعادة بيعها عندما ترتفع أسعارها، ولا

ينتظر شرائها من السوق، لأن السعر آنذاك سيكون أعلى أو مغالى فيه، والشركات الجيدة التي تطرح أسهمها لأول مرة عادة ما تفضل أن يكون الطرح بسعر أقل عن قيمته الحقيقية، وذلك لأن الشركة تعتبر جديدة بالنسبة للمستثمرين وغير واضحة معالم، ولا يوجد أي ضمان بأنها ستعمل جيدا، وبالتالي لا توجد وسيلة لإبلاغ المستثمرين الا من خلال اصدار الأسهم بقيمة أقل من القيمة الحقيقية، وبعد فترة، ترتفع القيمة السوقية للسهم مع تحسن أداء الشركة، حينئذ يزداد احترام المستثمرين للمنشأة، ما يسهل عليها الحصول على التمويل في المستقبل بيسر وسهولة؛

### سابعا/ استراتيجية الأسهم التي يعاد شراؤها أو الأسهم القابلة للاستدعاء

قد تقوم الشركات في بعض الأحيان بإعادة شراء الأسهم التي سبق وأصدرتها، وذلك لعدة أسباب، كاعتقاد الإدارة بأن السهم يتم تداوله بأقل مما يجب، ولذا فإعادة شرائه يعد بمثابة استثمار مربح، وقد تستهدف من هذه العملية خلق تعامل نشط على السهم، وهو أمر الذي من شأنه أن يترك أثرا على سيولته وعلى القيمة السوقية بالتبعية، أو قد يكمن السبب في رغبة الإدارة في تحريك سعر السهم، إذ أن قرار إعادة الشراء من شأنه أن يحد من المعروض من أسهم الشركة، وهو ما ينتج عنه زيادة في ربحية السهم، وفي القيمة السوقية، أو قد يتمثل السبب في رغبة الإدارة في توفير عدد من الأسهم لمواجهة خطة مشاركة العاملين في ملكية الشركة، أو استعدادا لاحتمال قيام المديرين بتنفيذ حقوق الاختيار التي حصلوا عليها وكلها مؤشرات ايجابية لمستقبل السهم، ولقد اكدت العديد من البحوث هذا الاتجاه، اذ وجد Stewart, 1976 أن أداء أسهم الشركات التي تعيد شراء أسهمها عادة ما يكون أعلى من أداء السوق بصفة عامة، ووجد كل من Marks, 1976 و Dielman & Al, 1980 أن هذه العملية تؤدي إلى ارتفاع عائد السهم بالمقارنة مع عائد السوق؛

### ثامنا/ استراتيجية أسهم الشركات الصغيرة

يوجد اعتقاد سائد بأن أسهم الشركات الصغيرة تحقق عائد يفوق عائد السوق، اذ يمكن لصغار المستثمرين الأفراد التوجه نحو هذا النوع من الأسهم لتحقيق عوائد مجزية حتى بعد الاخذ بعين الاعتبار للمخاطر المحيطة بها، ويعتبر نقص المعلومات حول هذه الشركات أهم تحدي يمكن أن يواجهوه، فكثير من المحللين لا يلقون بالا لهذا النوع من الشركات، في حين يتخوف بعض المستثمرين وخاصة النوع المؤسسي من أسهم الشركات الصغيرة، نظرا لصغر حجمها، وتدني سيولتها، ولقد انتقد كل من Roll, 1981 و Chan & Chen, 1988 Handa & all, 1989 فكرة تأثير الحجم الصغير، باعتبار أن مخاطر الشركات الصغيرة عادة ما يكون أكبر، إضافة إلى أن قياس مخاطرها بدقة يعد أمر غاية في الصعوبة، وكذلك تواجه هذه الاستراتيجية انتقادا آخر يتمثل في أن تكلفة المعاملات لأسهم الشركات الصغيرة عادة ما تكون مرتفعة، ليس نظرا لصعوبة تسويقها، بل أيضا بسبب ارتفاع الهامش الذي يطلبه صناع السوق الذين يتعاملون في تلك الأسهم، وكذلك ارتفاع معدل

دورها داخل محفظة المالية للمستثمر، وهو ما يساهم في ارتفاع متوسط تكلفة المعاملات، وبالتالي قد تحقق أسهم هذه الشركات عائدا إجماليا مميزا، إلا أن تكلفة المعاملات كقيلة بأن تلتهم جزءا من ذلك العائد؛

#### تاسعا/ استراتيجية أسهم الشركات الخاسرة

توصل Jaffe & al, 1989 إلى نتيجة غريبة مفادها أن الاستثمار في أسهم الشركات التي حققت خسائر يكون أكثر ربحية من الاستثمار في أسهم الشركات التي حققت أرباح، ولقد أكدت دراسات أخرى هذه النتيجة، بل ووجدت أيضا، أنه بعد تثبيت متغير حجم الشركة، ظل عائد الاستثمار في هذه الشركات أفضل من نظيراتها التي حققت أرباح، خاصة خلال السنة الموالية لتحقيق الخسارة، إذ أن ورود معلومات إلى السوق بشأن تحقيق الشركة لخسائر سيؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم هذه الشركة، وهو ما سيؤدي بدوره إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، لكن مع افتراض أن تكون هذه المعلومات غير أكيدة، وبعد زوال حالة عدم التأكد، أي تحقيق الشركة للأرباح، سينخفض معدل العائد المطلوب على الاستثمار، وبالتالي ترتفع القيمة السوقية للسهم، وتجب الإشارة إلى أن الآثار التي تأتي بعد الاخبار السيئة أي انخفاض قيمة السهم نتيجة الخسارة تكون أكبر من الآثار التي تتركها الاخبار السارة نتيجة ارتفاع قيمة السهم اثر الأرباح، ولكن بعد حدوث العكس، أي تحقيق الأرباح في الشركة التي سبق أن حققت خسائر، يكون هناك ارتفاع في القيمة السوقية لأسهمها، ويكون هذا الارتفاع أكبر من ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات التي سبق لها وأن حققت أرباح.

#### المطلب الرابع/ مقومات استراتيجية تنويع المحفظة المالية

يعد التنويع Diversification أهم ميزة لتكوين المحفظة المالية، إذ يهدف إلى تخفيض المخاطر التي يتعرض لها العائد دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد<sup>1</sup>، ويعتبر من أهم العوامل المعتمدة في السياسة الاستثمارية مهما كان نوعها، وما لم يمكن من تجنب جميع المخاطر، فانه على الأقل يجعلها مقبولة.

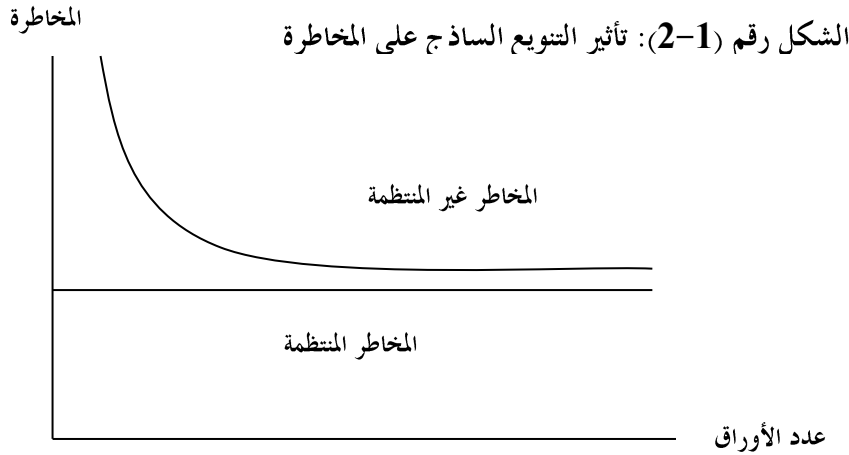
أولا/ تنويع جهة الإصدار: يقصد بتنويع جهة الإصدار بعدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها شركة واحدة بل ينبغي تعدد جهات إصدار تلك الأوراق<sup>2</sup>، ويوجد في هذا المجال طريقتان هما:

1. التنويع الساذج أو البسيط Naive Diversification: ويقصد به زيادة عدد الأوراق المالية التي تحتويها المحفظة بشكل عشوائي، أي كلما زادت عدد الأوراق المالية قلت المخاطرة، وتشير الدراسات الخاصة بهذا النوع من التنويع، إلى أن احتواء المحفظة المالية على عدد معين من الأوراق المالية حوالي 15 ورقة كحد أقصى، يؤدي إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر الخاصة أو المخاطر غير المنتظمة أي تلك المخاطر التي تتعلق

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، ادارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 209.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 210.

بالشركة المصدرة للأوراق المالية، بينما لا يسهم في تخفيض من المخاطر التي تتعلق بالاقتصاد<sup>1</sup>، ويمكن توضيح هذه المخاطر في الشكل التالي:



المصدر: محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 172

ويلزم عدم المغالاة في تنويع مكونات المحفظة لما يترتب عليه من آثار عكسية كما يلي:<sup>2</sup>

- أ- صعوبة إدارة المحفظة، وهذا لأن الإدارة الفعالة تتطلب البحث والتحليل المستمر لأوضاع الورقة المالية وذلك بهدف شراء أوراق مالية وإضافتها إلى المحفظة أو بيع أخرى، وتزداد صعوبة إدارة المحفظة كلما ازداد عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة؛
- ب- ارتفاع تكاليف المعاملات، ف شراء وبيع الأوراق المالية يتطلب دفع عمولة للوسيط الذي يقوم بعمليات البيع والشراء، خاصة إذا قام المستثمر بشراء كميات صغيرة من أوراق مالية متعددة؛
- ت- اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة واحتمال اتخاذ مثل هذه القرارات يزداد مع ازدياد عدد الأوراق في المحفظة.

**2. تنويع ماركو تيز Markowitz Diversification:** يقوم هذا التنويع على أساس معامل الارتباط بين العوائد الناتجة عن الاستثمار، وهو عبارة عن مقياس إحصائي يعبر عن العلاقة بين العائد على ورقتين ماليتين من حيث اتجاه حركة هذه العوائد، ويتراوح معامل الارتباط بين  $+1$  و  $-1$  فإذا كان:<sup>3</sup>

- أ- معامل الارتباط  $+1$  (ارتباط موجب تام): يعني أن العلاقة بين العوائد على الورقتين الماليتين علاقة طردية خطية تامة، وبالتالي فإن معرفة اتجاه حركة العائد على ورقة مالية واحدة يجعل من الممكن توقع اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأخرى بشكل تام؛

<sup>1</sup> محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، ص 171-172.

<sup>2</sup> ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص 147.

<sup>3</sup> محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، ص 173.

ب- معامل ارتباط -1 (ارتباط سالب تام): يعنى أن العلاقة بين العوائد على الورقتين الماليتين علاقة عكسية خطية تامة، ولذلك فإن معرفة اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأولى يعنى أن اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الثانية هو في الاتجاه المعاكس تماما؛

ت- معامل الارتباط 0 (ارتباط معدوم): أي لا وجود لعلاقة واضحة بين حركة العوائد، ولذلك فإن معرفة اتجاه حركة العائد للورقة المالية الأولى لا يفيد المستثمر في معرفة اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الثانية.

وبناء على تنوع ماركو تزي، تكون مخاطر المحفظة المالية في أعلى درجة لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة موجبا تماما، بينما يكون في أدنى مستوي لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة سالبا تماما، أما عندما يكون معامل الارتباط مساويا للصفر فإن المخاطرة تقع بين الحد الأعلى والحد الأدنى<sup>1</sup>.

ثانيا/ تنوع تواريخ الاستحقاق: تتعرض القيمة السوقية للأوراق المالية لبعض التقلبات الناجمة عن تقلبات أسعار الفائدة، وهذه التقلبات تزداد كلما ازدادت فترة الاستحقاق، وبالتالي فإن خسارة المستثمر نتيجة ارتفاع سعر الفائدة تكون أكبر في حالة الأوراق المالية طويلة الأجل، وعليه يمكن تركيز الاستثمارات في أوراق مالية قصيرة الأجل من أجل التقليل من مخاطر سعر الفائدة وكذلك التقليل من مقدار الأرباح والخسائر الرأسمالية، ولكنه من ناحية أخرى يعني تقلبات كبيرة في العائد من سنة إلى أخرى بسبب تقلبات سعر الفائدة بشكل مستمر، كما أن تركيز الاستثمارات في أوراق مالية طويلة الأجل يزيد من مخاطر سعر الفائدة من ناحية، ولكنه من ناحية أخرى يؤدي إلى استقرار العائد بسبب انخفاض تقلبات أسعار الفائدة طويل الأجل بالمقارنة مع أسعار الفائدة قصيرة الأجل، إلا أن أسعار تلك السندات سوف تتعرض لتقلبات شديدة بمرور الوقت مما قد يتكبد المستثمر خسائر رأسمالية وهذا في حالة ما اذا اضطر إلى بيع هذه الأوراق قبل تاريخ الاستحقاق<sup>2</sup>، وكي يستطيع مدير المحفظة المالية التغلب على هذه المشكلة يجب عليه اتباع سياسة تنوع تسمح بتوزيع مخصصات المحفظة بين أوراق مالية طويلة الأجل وأخرى قصيرة للاستفادة من مزايا كلا منها، وتنقسم السياسة المتبعة لتحقيق تنوع تواريخ الاستحقاق على ثلاث أنواع:

**1. السياسة النشيطة في إدارة المحفظة Agressive Portfolio Mangement:** هذه السياسة تتطلب تغييرا مستمرا في مكونات المحفظة المالية بناء على توقعات حركة سعر الفائدة، أي التحول من السندات طويلة الأجل إلى السندات قصيرة الأجل والعكس، فإن توقع المستثمر ارتفاع سعر الفائدة فعليه القيام ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل واستبدالها بأوراق مالية قصيرة الأجل، وذلك قبل أن يحدث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة، وإذا كانت توقعات المستثمر صحيحة قلن ينتظر طويلا حتى يحين موعد استحقاق السندات التي بحوزته

<sup>1</sup> محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، ص 177

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، ادارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 229-230.

واستخدام حصيلتها في شراء سندات تحمل اسعار فائدة مرتفعة، أما إذا توقع العكس، أي انخفاض سعر الفائدة فعليه بيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل، وإذا صدقت توقعات المستثمر، فلن يتعرض لتقلبات في العائد السنوي للمحفظة، إذ ستظل بحوزته الأوراق التي تحمل معدل فائدة مرتفع مقارنة بالأوراق المالية السائدة في السوق، فضلا عن امكانية تحقيق ارباح رأسمالية كبيرة اذا ما قرر المستثمر بيع الأوراق قبل تاريخ استحقاقها، غير أن نجاح هذه السياسة يعتمد على مدى صحة التوقعات بشأن اتجاه اسعار الفائدة التي بينها المستثمر، وبالتالي اذا لم تكن هذه التوقعات صحيحة قد يتعرض المستثمر لتقلبات شديدة في عائد المحفظة، كما قد تتعرض القيمة السوقية للأوراق المالية المشككة للمحفظة إلى الانخفاض قد يصل إلى اضرار برأسمال المحفظة، وبالتالي لا ينصح المستثمرين بإتباع هذا الاسلوب ما لم تكن لديهم كفاءة كبيرة في إدارة الاستثمارات<sup>1</sup>؛

**2. تسلسل تواريخ الاستحقاق Laddered Maturity structure :** يقوم المستثمر حسب هذه الإستراتيجية بتنوع استثماراته بالتساوي على أوراق مالية بتواريخ متتالية، فهذا الاسلوب مفاده أن يتم وضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله من طرف المستثمر، بعد ذلك يقوم مدير المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع على اساسه رأسمال المحفظة، ووفقا لهذه الطريقة يستطيع المستثمر أن يستغل حصيلة السندات التي حان موعد استحقاقها في شراء سندات اخرى وفق ما يقتضيه اسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق، ويمكن لمدير المحفظة ادخال بعض المرونة على هذا الأسلوب، فاذا كان يتوقع ارتفاع اسعار الفائدة، يمكن له في هذه الحالة التراجع عن توزيع رأسمال المحفظة بالتساوي ما بين الاستثمارات، وذلك بزيادة الاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الاجل على حساب الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الاجل، وإذا كان العكس، أي هناك احتمال انخفاض أسعار الفائدة، فيمكن له استخدام الجزء الاكبر من رأسمال المحفظة للاستثمار في الأوراق المالية طويلة الاجل، وتتمثل مزايا هذا الأسلوب في توفير السيولة وتحقيق الربح للمستثمر في نفس الوقت وتجنب انخفاض القيمة السوقية للمحفظة، أي أن استرداد قيمة السندات قصيرة الأجل يوفر السيولة للمستثمر، واستثمار الأموال في السندات طويلة الأجل يحقق هدف استقرار العائد، كما يساهم وجود الأوراق المالية قصيرة وطويلة الاجل معا في محفظة المستثمر في الحد من الخسائر الرأسمالية التي تتعرض لها المحفظة<sup>2</sup>؛

**3. التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل Barbell Maturity structure :** يقصد بهذا الأسلوب التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل واستبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل (من ثلاث سنوات على أقل إلى سبع سنوات)، أي تكوين محفظة من أوراق مالية قصيرة الأجل مدة استحقاقها أقل من ثلاث سنوات وأوراق مالية طويلة الاجل تتراوح مدة استحقاقها بين سبعة سنوات وعشر سنوات، حيث

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، ادارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص ص 230-231.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص ص 232-234.

تساهم الاستثمارات قصيرة الأجل في توفير متطلبات السيولة، بينما تساهم الاستثمارات طويلة الأجل في تحقيق للمستثمر استقرار العائد وتوفير له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية إذا انخفض سعر الفائدة، أما الأوراق المالية متوسطة الأجل فهي لا تحقق أي من هدي السيولة والعائد، ولذلك فإنه يجب تجنب الاستثمار في هذا النوع من الأوراق، كما أن هذا الأسلوب يقضي توزيع رأسمال المحفظة بالتساوي بين الاستثمارات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل، إلا أنه في حقيقة الأمر فتنوع الاستثمارات بين الأجل القصير والأجل الطويل يعتمد على توقعات سعر الفائدة، فإذا توقع المستثمر ارتفاع سعر الفائدة يجب عليه التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل، وإذا توقع انخفاض في أسعار الفائدة يجب عليه التركيز على الأوراق المالية طويلة الأجل، وتجدر الإشارة إلى أن بعض الدراسات أكدت على أن أسلوب التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل يحقق سيولة أكبر من أسلوب تسلسل تواريخ الاستحقاق مع تساوي القيمة المتوقعة للعائد في الحالتين، غير أن تقلب العائد في ظل أسلوب التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل يكون أكبر<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 234-235.

الخلاصة:

تعتبر رؤوس الأموال الأجنبية باختلاف أنواعها من العوامل الرئيسية التي تساهم في عملية التنمية، فبالإضافة إلى مصادر تمويل التنمية التي تحوزها كل دولة، أصبح التنافس على استقطاب رأسمال الأجنبي يمثل جانبا مهما من السياسات الاقتصادية لدول، لما لها من فوائد على اقتصاديات الدول المضيفة، فأمام التحديات التي تواجهها الدول النامية وضرورة تحصيل نمو قوي ومستديم يقتضي تعبئة جميع الموارد الداخلية والخارجية من أجل دعم الانتاج وتمويل برامج التنمية، تبرز أهمية رؤوس الأموال الأجنبية باعتبارها موردا هاما لسد فجوة التمويل المحلي، فضلا عن التزود بالصراف الأجنبي اللازم للمعاملات التجارية الخارجية خاصة الواردات من السلع الرأسمالية، ويمكن أن تتجسد رؤوس الأموال الأجنبية التي تسعى الدول للحصول عليها بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة والتي تعرف باستثمارات المحفظة الأجنبية، والذي ارتبط نمو هذه الاستثمارات بتحرير حسابات رأسمال وانفتاح أسواق الأوراق المالية المحلية على المستثمرين الأجانب، والتي تتمثل في قيام الأجانب سواء كانوا أفراد أو مؤسسات بالاستثمار في سوق الأوراق المالية المحلية، بنسبة يجب أن لا تفوق تلك التي يحددها قانون الاستثمار في ذلك البلد، بحثا عن التنوع والعوائد التي يمكن أن توجد في ذلك السوق مقارنة مع أسواقهم الاصلية، دون أن يكون لهم أي حق في مراقبة أداء الشركة، ويمكن أن تساهم تعاملات الأجانب في السوق المحلي في زيادة سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية، ويمكن أن يساعد على تطوير كفاءة السوق أيضا، اذ يجعل الأسواق اكثر سيولة كما يجعلها اوسع وأكثر عمقا، ويحقق الانضباط والخبرة في أسواق رأس المال المحلية، واستثمارات المحفظة الأجنبية كأى نوع اخر من الاستثمارات تقوم على مجموعة من المحددات كي يقبل المستثمر الأجنبي على الاستثمار في ذلك السوق، تتنوع بين محددات اقتصادية كارتفاع أسعار فائدة وتدني معدلات التضخم واستقرار أسعار الصرف وغيرها من العوامل، بالإضافة إلى اهتمام المستثمر الأجنبي بعوامل تتعلق بالسوق المالي بحد ذاته، كتوافر الإفصاح والشفافية في السوق، كثرة وتنوع الأوراق المالية، ووجود تقنيات إدارة المخاطر، بالإضافة إلى عوامل أخرى لا تقل أهمية عن العوامل الأخرى، والتي تلعب دور مهم في اتخاذ أي مستثمر أجنبي قرار الاستثمار في السوق مثل الاستقرار السياسي الذي تتمتع به البلد وعدم وجود اضطرابات يمكن أن تؤثر على أداء السوق، ولقد ساهمت هذه العوامل مجتمعة بصفة كبيرة في تحديد درجة تطور أسواق الأوراق المالية والتي تباينت بين أسواق متقدمة وأخرى ناشئة، ما استدعى ظهور مؤشرات تعنى بقياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية وتصنيفها باعتماد على مجموعة من المعايير بالإضافة إلى أخذ بآراء المستثمر الأجنبي حول مناخ الاستثمار في ذلك السوق.



الفصل الثاني /

الإطار النظري

لترقية أسواق

الأوراق المالية

## تمهيد:

لقد ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، خاصة الدول الرأسمالية، التي عملت بشكل مستمر على تطوير أسواقها المالية من خلال استحداث مختلف الطرق والآليات التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات، مما انعكس إيجاباً على معدل النمو الاقتصادي في تلك الدول، ولذا كان لزاماً على الدول النامية إنشاء وتطوير أسواقها المالية لتواكب التقدم الحاصل في باقي دول العالم من جهة، وظفر باهتمام المستثمرين الأجانب من جهة أخرى، ونتيجة هذا التفاوت في درجة نضج أسواق الأوراق المالية وتطورها، ظهرت العديد من المؤشرات والمنظمات التي اهتمت بتصنيف أسواق الأوراق المالية مثل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD، MSCI، وغيرها، وذلك حسب درجة تطورها إلى متقدمة وأخرى ناشئة بالإضافة إلى مستويات أخرى من التصنيف ظهرت حسب الحاجة، وتعتمد هذه المنظمات عند تحديدها لدرجة تطور السوق على مجموعة من المعايير والتي تعنى ببنية السوق، درجة التنمية الاقتصادية للبلد، مستويات الإفصاح والشفافية ونظام التسوية وغيرها من المعايير التي يهتم بها المستثمر خاصة المستثمرين الأجانب عند استثمارهم في أي سوق، وعليه سيتم التطرق في هذا الفصل إلى النقاط التالية:

المبحث الأول/ مفاهيم حول أسواق الأوراق المالية الناشئة

المبحث الثاني/ مؤشرات ترقية أسواق الأوراق المالية

المبحث الثالث/ الاختلافات الهيكلية في تصنيف أسواق الأوراق المالية

## المبحث الأول/ مفاهيم حول أسواق الأوراق المالية الناشئة

بدأ استخدام مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة بواسطة خبراء مؤسسة التمويل الدولية (IFC\*) في دراستهم لنمو أسواق الأوراق المالية في المناطق أقل تقدماً في العالم، فهذه الأسواق ظهرت استجابة للطلب المحلي على رؤوس الأموال ورغبة العديد من المستثمرين المحليين والأجانب لاستثمار أموالهم في الدول الأقل نمو اقتصادياً (LEDCs) "less economically developed countries"، ويعتبر Antoine Van Agtmael أول من استخدم مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة عام 1980 وذلك لوصف أسواق الأسهم الجديدة النامية في ذلك الوقت والمتواجدة في البلدان التي لم تكن لديها قوة اقتصادية مثل الولايات المتحدة أو اليابان ولكنها بصدد إنشاء سوق أكثر نضجاً، بهدف الوصول للاقتصاديات المتقدمة، ومنذ ذلك الحين تم استخدام هذا المصطلح على نطاق واسع من قبل مختلف الباحثين والمنظمات الدولية، كما أظهرت اهتمامات المستثمرين بالأسواق التي تقع خارج أسواق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة، الحاجة إلى إنشاء فئة جديدة من الأسواق والتي تعرف بأسواق الأوراق المالية الحدودية أو المبتدئة.

## المطلب الأول/ مفهوم ترقية أسواق الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية من ضروريات الحياة الاقتصادية، لما لها من قدرة على تمويل وتنشيط الاقتصاد، إذ تقوم بتجميع وتوجيه الادخار لتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، وبالتالي هي ذات أهمية كبيرة في تطوير اقتصاديات الدول، ولهذا ظهرت الحاجة لتطوير هذه الأسواق حتى تتمكن من قيام بوظيفتها على أحسن وجه.

## أولاً/تعريف ترقية أسواق الأوراق المالية

تسعى العديد من الهيئات المنظمة لعمل أسواق الأوراق المالية على رفع من أداء أسواقها وترقيتها وجعلها في مصاف الأسواق المتقدمة أو الناشئة على الأقل، خاصة أسواق الأوراق المالية المتواجدة بالدول النامية، ولا يتأتى هذا الأمر إلا من خلال السهر على ادخال تحسينات جذرية وعميقة على مستوى السوق المالي كسنة أنظمة وتشريعات جديدة، وإدخال آليات جديدة لم تكن موجودة قبلاً في السوق، أو تحسين الآليات والأنظمة القائمة وجعلها أكثر ملائمة للمستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء، ما ينعكس هذا بالإيجاب على زيادة عمق ومستوى السيولة في السوق، وبالتالي يؤهلها إلى الانضمام والترقية ضمن أحد المؤشرات العالمية مثل MSCI، وغيرها من المؤشرات والتي تعنى بقياس درجة تطور السوق، وبالتالي رفع تصنيفها وإدراجها ضمن فئة الأسواق الناشئة بعدما كانت سوقاً مبتدئة، أو إدراجها ضمن فئة الأسواق المتقدمة بعدما كانت سوقاً ناشئة، وهذا بعد استيفائها لجميع المعايير التي تستقضيها تلك الفئة والخاصة بذلك المؤشر، وعليه يمكن القول أن ترقية أسواق الأوراق المالية:

\* International Finance Corporation

**التعريف الأول:** "تعتبر بمثابة الاعتراف الدولي والإعلان من قبل هذه المؤشرات على تحسن بيئة الاستثمارية لسوق، واستيفائه للمعايير العالمية فيما يخص مقومات البنية التحتية لسوق"<sup>1</sup>؛

**التعريف الثاني:** "تصويت بالثقة من جانب المؤسسات الاستثمارية العالمية إزاء هذه الأسواق، كما تعبر عن قناعة تلك المؤسسات التامة بالجهد المبذول من جانب الهيئات المنظمة لها، في سبيل تحسين الإطار التنظيمي وبيئة الاستثمار فيها، وجعلها تحاكي الأسواق المالية العالمية"<sup>2</sup>؛

**التعريف الثالث:** "الانضمام للمؤشرات العالمية يعتبر بمثابة دمج المطابقة للسوق مع متطلبات المجتمع الاستثماري العالمي"<sup>3</sup>؛

وعليه فالترقية التي تحصل عليها السوق من هذه المؤشرات تجعلها محط أنظار المستثمرين الدوليين، بسبب ما تحمله عملية الترقية من ضمان للمستثمرين عن تحسن الإطار التنظيمي والتشغيلي لسوق، حيث تقوم هذه المؤشرات بالمراجعة والمراقبة المستمرة للأسواق الداخلة فيها، وفي حال اكتشافها عند مراجعة السوق عدم استيفاء أحد المعايير أو الإخلال بأحد ركائز بنية وهيكل السوق سيتم تخفيض درجة السوق، وبالتالي تعتبر هذه المراجعة المستمرة كضمان عن تحسن البنية التنظيمية لسوق، كما تحمل عملية الترقية أيضا إشارة عن وجود فرص واعدة للاستثمار في ذلك السوق، وهذا لأن هذه المؤشرات لديها القدرة والحق للوصول إلى معلومات ليس بإمكان جميع المستثمرين الحصول عليها خاصة تلك المتعلقة بالآفاق المستقبلية لسوق<sup>4</sup>؛

فمن خلال ما أدرج أعلاه، يمكن القول أن عملية الترقية تعتبر كإقرار جماعي من قبل المجتمع الاستثماري الدولي بالشفافية التي تتمتع بها السوق، وتماشيا مع المؤشرات والمتطلبات العالمية، كما تعتبر هذه الترقية بمثابة المصادقة القانونية على صحة وسلامة الإجراءات والإصلاحات التي نفذتها الهيئات المنظمة لسوق، بغرض تسهيل عمليات الاستثمار، والمكسب الأكبر من الترقية، يتمثل في تواجد السوق ضمن منصات التداول العالمية، بما سيجذب أنظار المستثمرين الأجانب لها، وفرصة لضخ مزيد من السيولة في السوق تبعاً لأهميتها ضمن المؤشر.

<sup>1</sup> الطريق الى الأسواق المتقدمة... الموعد 2020، جريدة البيان الاقتصادي، الإمارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ 25 فيفري 2018، العدد 13766، ص08.

<sup>2</sup> عبير أبو شمالة، علي أسعد ومحمد هيبه، مسؤولون وخبراء يشيدون بقرار الترقية: الإمارات تثبت مكانتها على خريطة الأسهم العالمية باعتراف "مورغان ستانلي"، جريدة الخليج الاقتصادي، الإمارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ: 13 جوان 2013، من الرابط:

<http://www.alkhaleej.ae/economics/page/537c66f4-063e-4b04-b7f3-d8b27d8e571e>

<sup>3</sup> بعد الترقية لـ "MSCI" .. كم تبلغ التدفقات النقدية المتوقعة بالسوق السعودية؟، صحيفة أموال، الإمارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ: 21 جوان 2018، من الرابط:

<http://amwal-mag.com/نق-المسقي-بعد-الترقية-ل->

<sup>4</sup> Nasser Saidi, **Liberalization, re-Classification and opening Up: new Life for GCC Markets?** Framework journal, first issue, Thomson Reuters Middle East, Dubai Media City, U.A.E, p 16.

ثانيا/ أهمية ترقية أسواق الأوراق المالية

- تنطوي عملية ترقية أسواق أوراق المالية وانضمامها لمؤشرات العالمية، على العديد من المزايا سواء بالنسبة لسوق في حد ذاته أو الاقتصاد الذي تنشط ضمنه، ويمكن إيجاز بعض هذه المزايا فيما يلي:<sup>1</sup>
1. يمثل قيمة مضافة إلى السوق، لأنه يعطي شهادة تؤكد أن أسواق الأسهم المحلية استوفت المتطلبات التي حددتها مؤسسة تصنيف عالمية بهذا المستوى للانضمام إلى هذا المؤشر؛
  2. العمل على التطوير والتحسين المستمر للبيئة الاستثمارية والأطر القانونية للسوق المالية، باعتبار ذلك من متطلبات البقاء في تلك المؤشرات؛
  3. تعتبر الترقية كفرصة لشركات المدرجة من أجل العمل على تحسين القوائم المالية الصادرة عنها، من خلال العمل على اعدادها وفق المعايير الدولية للإبلاغ المالي، وبالتالي يجعلها محط أنظار مؤسسات التصنيف الدولية؛
  4. تعتبر بمثابة إشارة للمستثمرين بأن الهيئات المشرفة على تلك الأسواق سوف تلتزم بإدخال تحسينات دائمة على السوق من أجل الحفاظ على مركزهم الجديد في فئة الأسواق الناشئة أو المتقدمة،
  5. تحسن ميزان المدفوعات لدولة حال دخول الأموال (مع احتمال التأثير السلبي حال الخروج)؛
  6. التقييم العادل لأسعار الأسهم المنضمة إلى تلك المؤشرات؛
  7. رفع مستوى الشفافية وتقليص حالة عدم تماثل المعلومات بين شرائح المستثمرين من جهة وبين المستثمرين والشركات من جهة أخرى، عبر تحفيز تطوير منتجات استثمارية تحتاج عملية مراقبة أداؤها إلى توافر حزمة من المعلومات في السوق، مثل صناديق المؤشرات المتداولة ETFs؛
  8. رفع معدلات الإفصاح والشفافية في السوق، حيث يصبح لزاما على الشركات المدرجة الإفصاح عن قوائمها المالية بصفة دورية، ما يمكن المستثمرين المحليين والأجانب من تخصيص أمثل لاستثماراتهم، وتفعيل دور علاقات المستثمرين نتيجة لارتفاع مساهمة المستثمرين المؤسساتيين؛
  9. إتاحة تقارير ومعلومات الشركات والسوق المالية باللغة الإنجليزية، مما يمهّد للحصول على تغطية أكبر من المحللين الماليين على المستوى العالمي؛

<sup>1</sup> انظر في ذلك:

-عبد الله المقبل، محمد المزيني وصلاح اليحيان، فوائد انضمام السوق المالية السعودية الى مؤشرات الأسواق العالمية، هيئة السوق المالية السعودية، أفريل 2017، ص 06.

-حسام عبد النبي، تعزيز الثقة بتعاملاتها وتحقيق التوازن بين استثمارات الأفراد والمؤسسات أهم المكاسب: أسواق الإمارات مرشحة لجذب 7.3 مليارات درهم بعد ترقية مورغان ستانلي، جريدة الإمارات اليوم، الإمارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ 13 جوان 2013، من الرابط:

<http://www.emaratalyoum.com/business/local/2013-06-13-1.583221>

-Nasser Saidi,, opcit, p 14.

-أهمية الانضمام للمؤشرات العالمية، الموقع الاخباري العربية، مقال نشر بتاريخ 28 أبريل 2015، من الرابط:

<http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2015/04/28/>

10. سيكون لدى المستثمرين الأجانب الرغبة في الاطلاع على أبحاث وتقارير اقتصادية ومالية أكثر عمقا حول الشركات المدرجة بالسوق والتي ستدعمهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وبالتالي ستقوم شركات أبحاث أجنبية بالبدء في تغطيتها للسوق والشركات المدرجة، الأمر الذي سيدفع تلك الشركات للانفتاح نحو شفافية أكبر، للتوضيح والإجابة على أسئلة شركات الأبحاث؛
11. دفع المزيد من المستثمرين حول العالم (حتى لو لم يكونوا مرتبطين بهذا المؤشر) إلى التنبه إلى الميزات التي تتمتع بها هذه السوق، وبالتالي التوجه للاستثمار فيها؛
12. تعزيز سيولة السوق نتيجة ارتفاع مستوى جاذبيته للمستثمر الأجنبي والمحلي على حد سواء، ودخول شرائح جديدة من المستثمرين، وارتفاع مستوى الأسهم الحرة (بوصفها مطلبا) وإتاحة الإدراج المزدوج؛
13. جلب السيولة الأجنبية إلى البورصة المحلية، فدخول الأموال الأجنبية لا يتحقق بشكل كبير ومنظم إلا إذا كانت البورصة المحلية مدرجة في أحد المؤشرات العالمية المهمة، والسبب تحديدا يعود إلى سياسات المحافظ الاستثمارية التي تقيس الأداء بناء على أداء المؤشرات، حيث تعتمد الكثير من الصناديق الاستثمارية العالمية على المؤشرات العالمية من أجل الاستثمار، عن طريق تخصيص جزء من استثماراتهم لذلك السوق بناء على وزنها في تلك المؤشرات؛
14. زيادة عمق السوق، ذلك أن تصاعد مستويات السيولة يمثل حافزا أكبر للحكومة لتخصيص الشركات المملوكة لها وطرحها في السوق المالية؛
15. التكامل مع الأسواق العالمية المتقدمة ومواكبة تطوراتها؛
16. لفت الانتباه العالمي والتسويق للاقتصاد التي تنتمي له ذلك السوق ومنتجاتها الاستثمارية؛
17. التحفيز على إدراج المزيد من الشركات كي تكون لها حصة من السيولة الإضافية الداخلة لسوق الناجمة عن دخول أموال أجنبية ما يزيد من فرص انتعاش الاقتصادي لدولة؛
18. دعم استقرار السوق والحد من تذبذبها عن طريق تعزيز دور الاستثمار المؤسسي، ما يزيد من كفاءتها؛
19. دعم أداء الأشخاص المرخص لهم بتعاملات الأوراق المالية بزيادة قاعدة العملاء وتفعيل أكبر لدور مقدمي خدمة الحفظ.

وتجدر الإشارة إلى أن الأعراف المتبعة من قبل هذه المؤشرات في مراجعة تصنيف أسواق الأوراق المالية العالمية، تقتضي مرور عدة سنوات (أي وضع السوق في قائمة المراقبة) على ترقية أي سوق إلى فئة الأسواق الناشئة، قبل النظر في إمكانية ترقيته إلى فئة الأسواق المتقدمة، كما أن متطلبات الترقية إلى فئة الأسواق المتقدمة، يحتاج الوفاء بها إلى وقت وجهد، فضلا عن كون بعضها يتعلق بالبيئة الاقتصادية والتشريعية على مستوى الدولة ككل، وليس ببنية أسواق الأوراق المالية وحسب، كما أنه يندر أن تم ترقية سوق مالي لفئة الأسواق المتقدمة دون مروره ببقية الفئات، وتجدر الإشارة إلى أنه لم يتم ترقية أي سوق مالي لفئة الأسواق

المتقدمة منذ تأسيس مؤشر MSCI للأسواق الناشئة باستثناء السوق المالي البرتغالي واليونان والكيان الصهيوني، على الرغم من وجود أكثر من سوق مالي يمتلك متطلبات الانضمام لمؤشر الأسواق المتقدمة على غرار سوق كوريا الجنوبية وتايوان\*، كما تم تخفيض تصنيف اليونان من مرتبة الأسواق المتقدمة إلى مرتبة الأسواق الناشئة، وبذلك تعتبر أول سوق يتم تخفيض تصنيفها من فئة الأسواق المتقدمة بسبب إحلالها بشروط هذه الفئة، وهذا دليل واضح على صرامة وصعوبة المتطلبات الخاصة بهذه الفئة من جهة، وصرامة هذه المؤشرات من جهة أخرى، ولهذا تسعى الهيئات المنظمة لعمل أسواق الأوراق المالية جاهدة على الإدراج في مؤشرات الأسواق الناشئة، وبعدها يتم التفكير في رفع تصنيف السوق إلى فئة الأسواق المتقدمة، كما أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تمتلك امكانيات نمو وفرصا جذابة أكثر من أسواق الأوراق المالية المتقدمة، ولهذا نجد أن حجم أصول المدارة من قبل الصناديق الاستثمارية التي تتبع مؤشرات الأسواق الناشئة أكبر من تلك التي تتبع مؤشرات الأسواق المتقدمة، ولهذا فالترقية لفئة الأسواق الناشئة تعتبر ذات أهمية أكبر بالنسبة للأسواق المالية.

### المطلب الثاني/ مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة

لقد أحيط موضوع أسواق الأوراق المالية الناشئة بالعديد من الدراسات سواء من قبل الباحثين أو المؤسسات المالية الدولية من اجل محاولة تعريفها وتحديد خصائصها، نظرا للأهمية البالغة التي أصبحت تمثلها كقطب لجذب رؤوس الأموال الدولية.

#### أولا/ تعريف مؤسسة التمويل الدولية IFC

وفق هذه المؤسسة أسواق الأوراق المالية الناشئة تمثل: "تلك الأسواق في الدول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم"<sup>1</sup>؛

فبالنسبة لهذه المؤسسة يقصد بأسواق الأوراق المالية الناشئة، تلك الأسواق التي يمر اقتصادها بمرحلة تحول نحو اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد السوق الناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد به إمكانية نمو هامة، وهذا يعني أن فرص تحقيق الأرباح من المؤسسات والمردودية من الاستثمارات ستكون أكثر أهمية من تلك الموجودة في الاقتصاديات المتقدمة، أما كلمة السوق، فتشير إلى أنه يجب أن يتمتع بهيكل لبورصة متطورة

\*مؤشر MSCI تايوان يلي العديد من معايير الأسواق المتقدمة بما في ذلك حجم السوق والسيولة، إلا أن هناك بعض أوجه القصور التي تعيق عملية ترقية البلاد إلى الأسواق متقدمة، حيث لم تحرز السلطات التايوانية أي تقدم ملحوظ في معالجة وحل بعض القضايا التي تعد بالغة الأهمية للمستثمرين من المؤسسات الدولية وهي عدم وجود سوق عملة أوفشور للدولار التايواني الجديد، وعدم إزالة ممارسات التمويل المسبق في سوق الأسهم التايوانية، وصلابة أنظمة التعريف التي تجعل عملية استخدام التحويلات العينية والمعاملات خارج البورصة صعبة التنفيذ عمليا، أنظر إلى: عبير أبو شمالة وآخرون، مرجع سابق.

<sup>1</sup> علي بوعبدالله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خضير، بسكرة، الجزائر، 2013-2014، ص 179.

بما فيه الكفاية للسماح للأعوان بالاستمرار، وبالتالي فالأسواق الصغيرة جدا التي تتميز بغياب نشاط حقيقي للبورصة هي مستثناة من التصنيف<sup>1</sup>، وقد مر كل سوق بمرحلة السوق الناشئ في بداية تطوره، ففي بداية القرن العشرين كان السوق المالي الأمريكي يعتبر سوقا ناشئا بينما اعتبر السوق المالي الياباني كذلك في الستينات وحتى بداية السبعينات؛

فبصيغة أخرى، تعتبر الأسواق الناشئة تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدما، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة،<sup>2</sup> وبالتالي تصنف الأسواق الناشئة حسب هذه المؤسسة إذا توفر فيها أحد الشرطين:<sup>3</sup>

- إذا تواجد هذا السوق في الاقتصاد نام؛
- أو إذا كان هذا السوق نفسه بصدد نمو.

#### ثانيا/ تعريف مؤشر Standard & Poor's

تتمثل في "تلك الأسواق التي تنتمي لاقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي وأن يكون رأس مال القابل للاستثمار فيها منخفضا مقارنة بالنتائج المحلي الخام"<sup>4</sup>؛

نلاحظ من خلال التعريف أعلاه أن مؤشر Standard & Poor's كان يعتمد إلى غاية 1995 لتحديد أسواق الأوراق المالية الناشئة على المعيار الذي وضعه البنك الدولي لتصنيف الاقتصاديات المتوسطة وضعيفة الدخل، حيث تعتبر الاقتصاديات كناشئة إذا كان الناتج المحلي الخام للفرد لا يتجاوز العتبة التي يحددها البنك الدولي لتمييز هذه الدول عن الدول المرتفعة الدخل، إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير مفيدة، فالاعتماد على الدولار لحساب الناتج الخام للفرد يتأثر بالتقلبات الحادة لمعدل سعر الصرف، هذا بالإضافة إلى تحضير الإحصاءات الخاصة بالناتج المحلي الخام تأخذ الكثير من الوقت، وبالتالي تنشر متأخرة<sup>5</sup>؛

ولتجاوز هذا الضعف لجأ مؤشر Standard & Poor's إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة الناتج المحلي الخام للفرد خلال السنوات الثلاثة الماضية بالعينة التي يحددها البنك الدولي، حيث يكفي أن يكون الناتج المحلي الخام للفرد خلال إحدى السنوات الثلاثة الأخيرة أقل من العتبة لكي يدرج البلد ضمن قائمة الدول الناشئة<sup>6</sup>؛

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 160.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 160.

<sup>3</sup> علي بوعبدالله، مرجع سابق ص 179.

<sup>4</sup> سامية زيطاري، أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص 44.

<sup>5</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 45.

<sup>6</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 45.



والشرط الثاني لتحديد الأسواق الناشئة بالنسبة لمؤشر Standard & Poor's يتمثل في الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار نسبة للنتائج المحلي الخام، ويعرف رأسمال السوق القابل للاستثمار برأس مال السوق بعد خصم رأس مال الشركات الذي لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيه، وعليه تكون السوق الناشئة إذا كانت لا تنتمي لـ 25% الأولى من الأسواق المصنفة وفق هذا المعيار وذلك خلال إحدى السنوات الثلاث الماضية، ويرى من خلال هذا الشرط أنه يركز على مدى انفتاح السوق للاستثمارات الأجنبية، فالأسواق التي تضع حدودا للاستثمارات مثل مراقبة رأس المال، تدخل الحكومة في الشركات المدرجة في السوق وسن تشريعات تقيّد نشاط السوق وبالخصوص الاستثمار الأجنبي، تعتبر عموما أسواقا ناشئة<sup>1</sup>؛

### ثالثا/ تعاريف أخرى

تعتبر أسواق الأوراق المالية الناشئة: "تلك الأسواق التي تقع في البلدان النامية، وذات معدلات نمو عالية، وتمتلك فرصا مغرية وجذابة للشركات والمستثمرين الأجانب، بالإضافة إلى أن لهذه الأسواق امكانيات اقتصادية مستقبلية واعدة، أو تلك الأسواق التي تقع في البلدان التي تبذل جهود لتغيير وتحسين اقتصادها بهدف رفع أدائها إلى مصاف اقتصاديات الدول الأكثر تقدما في العالم"<sup>2</sup>؛

إذن، هناك العديد من المفاهيم المتعلقة بمصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة، إلا أنه تم الاتفاق على فكرة أنه تاريخيا كانت الأسواق الناشئة تلك المتواجدة في البلدان التي لم تكن تتبع النظام الرأسمالي، بينما التفسير الحديث لها، أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تتمثل في أسواق البلدان الغير المهيمنة على الاقتصاد العالمي أو تلك التابعة في العملة والتابعة لنظام الرأسمالي<sup>3</sup>، وعندما برز مصطلح "الأسواق الناشئة" لأول مرة من طرف الخبير الاقتصادي أنطوان فان في 1980، عند دراسته لأسواق الأسهم المتواجدة خارج أسواق الأوراق المالية المتقدمة، أدرج ضمن هذا المصطلح مجموعة من أسواق الأوراق المالية والتي كانت تنتمي لاقتصاديات ناشئة حسب تصنيف البنك الدولي، وكانت الحكومات في هذه البلدان تسعى جاهدة لتحسين في المستويات المعيشية ورفع معدلات النمو الاقتصادي فيها، وكان من المتوقع لها أنها تسير على نهج تحسين مسارها من أجل أن تصبح في مصاف البلدان المتقدمة، وبالتالي ستتلاقى مع البلدان المتقدمة، وتجدر الإشارة إلى أنه في ذلك الوقت لم تكن كل الاقتصاديات الناشئة تسير على هذا المسار، حيث تم ملاحظة اختلافات كبيرة عبر أكثر من 150 اقتصاد ناشئ تم احصاءه خاصة في مجالات التنمية الخاصة بها، ولكن لوحظ أيضا داخل هذه اقتصاديات نفسها اختلافات كبيرة خاصة في مستوى التنمية بين المناطق الريفية والمناطق الحضرية، وتجدر الإشارة إلى أن بعض

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 161.

<sup>2</sup> Aziz Sunje & Emin Civi, **emerging markets: a review of conceptual frameworks**, proceedings of 1st international joint symposium on business administrator: challenges for business administrators in the new millennium, canakkale onsekiz mart university, silesian unversity, gokceade canakkale, turkey, 2008, p205.

<sup>3</sup> **Three decades of investing in Emerging Markets Equities – From niche to mainstream**, Quarterly Report Altis Investment Management, Volume 4 no 2, December 2016, p01.

البلدان ذات الاقتصاديات الناشئة صنفت كبلدان متقدمة للغاية من حيث معيار تهيئة الحضارية، في حين أن البعض الآخر كانت لا تزال تعاني من ضعف خاصة في مجال البنية التحتية<sup>1</sup>؛

من خلال ما سبق نلاحظ أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تتميز بعدم الاستقرار المؤسسي وتدني مستويات التنمية الاقتصادية فيها بالمقارنة مع أسواق الأوراق المالية للاقتصادات الصناعية المتقدمة، وتشير التعاريف إلى أن فئة الأسواق الناشئة ينبغي أن تشمل الاقتصاديات النامية التي تواجه التحول الهيكلي من اقتصاد تسيطر عليه مركزيا، أو ما وصفته باسم "مرحلة ما قبل السوق" إلى مرحلة الاقتصاديات الصناعية الناضجة، من خلال اعتماد إصلاحات متكاملة ومتماسكة تشمل كل من الشركات والأسواق والمجتمع<sup>2</sup>، وعليه تتميز الأسواق الناشئة بالميزات التالية: <sup>3</sup>

1. انخفاض مستوى التنمية الاقتصادية الذي يمكن التعبير عنه بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي؛
2. بلد يمر اقتصاده بمرحلة انتقالية: محاولة الحكومة لخلق إطار لاقتصاد السوق والمجتمع الديمقراطي من خلال الإصلاحات الاقتصادية والسياسية؛
3. ارتفاع معدل النمو الذي عادة ما يعبر عنه بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى ما لا يقل عن 5% سنويا نتيجة سعي الحكومة نحو التوجه لاقتصاد السوق (امكانيات هائلة للنمو في المستقبل).

اذن يمكن القول بأن هناك ثلاث متغيرات اجمالا تستخدم عادة لتحديد الأسواق الناشئة والتي تتمثل في المستوى المعيشي لسكان ويقدر عادة بمتوسط الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد، بالإضافة إلى وتيرة النمو الاقتصادي وفي كثير من الأحيان تقاس بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وأخيرا السياسات الاقتصادية التي تبنتها الحكومة للحفاظ على النمو الاقتصادي وتحسين الظروف المعيشية لمواطنيها<sup>4</sup>؛

واستنادا على كل ما سبق، يمكن القول بأن أسواق الأوراق المالية الناشئة تتمثل في تلك الأسواق التي تنتمي لاقتصاد ناشئ حسب تصنيف البنك الدولي، وشهدت هذه الاقتصادات إصلاحات هامة على مستواها، من خلال تبني برامج اقتصادية من أجل تحسين المناخ العام للاستثمار فيها، وتم اتخاذ قرارات استراتيجية على مستوى سوق الأوراق المالية فيها كانفتاحه على الأجانب أو الرفع من نسبة تملك المستثمر الأجنبي فيه، واتخاذ كافة التدابير اللازمة من أجل تدعيم الاستثمارات الأجنبية والحفاظة عليها وتنميتها، وهذه القرارات من شأنها التأثير على أداء السوق والاقتصاد ككل، وتكون هذه الإصلاحات في نفس الوقت متتابعة، بهدف تسهيل بيئة الاستثمار على المستثمرين المحليين ولفت انتباه المستثمرين الأجانب إليها، ما سينعكس على مستويات السيولة فيها، وتطمح بهذا لتكون في مصاف الأسواق المتقدمة.

<sup>1</sup> Three decades of investing in Emerging Markets Equities – From niche to mainstream, opcit, po1.

<sup>2</sup>Mustafa Sakr & Andre Jordaan, **Emerging multinational corporations: Theoretical and conceptual framework**, ERSA working paper 574, South Africa, January 2016, p02

<sup>3</sup> Aziz Sunje & Emin Çivi, opcit, p204.

<sup>4</sup>Mustafa Sakr & Andre Jordaan, opcit, p02.

### المطلب الثالث/ مفهوم الأسواق الحدودية

يعتبر مؤشر MSCI\* أول من أطلق مؤشر الأسواق الحدودية في 2007، ثم تبعه في ذلك كل من مؤشر Standard & Poor's ثم FTSE Russell وكل من هذه المؤشرات يعتمد على معايير محددة في تصنيف الأسواق الحدودية Frontier Markets.

#### أولاً/ تعريف الأسواق الحدودية

لقد كان من قبل يتم تقسيم أسواق الأوراق المالية وفق درجة تطورها إلى أسواق مالية متقدمة وأخرى ناشئة، ولكن مع مرور الوقت لم يعد هذا التقسيم يفي بتطلعات واحتياجات المستثمرين، بسبب بروز فرص استثمارية مغرية في أسواق مالية أخرى ليست مصنفة في فئتين السابقتين، ولا تستوفي كذلك شروط الادراج ضمنها، ما تطلب الأمر استحداث فئة أخرى إلى جانب فئتين السابقتين تدخل ضمنها هذه الأسواق، أي ما يعرف حالياً بالأسواق الحدودية، وعند ظهور هذه الفئة من الأسواق قدمت لها بعض التعاريف نذكر منها:

**التعريف الاول:** "أسواق صغيرة نسبياً اي تمتاز برسملة سوقية صغيرة وليست سائلة حتى بمفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة وتكون المعلومات فيها غير متاحة واكل وفره من الأسواق الاخرى"<sup>1</sup>؛

**التعريف الثاني:** "تعتبر الأسواق الحدودية بالنسبة للعديد من المستثمرين غير مكتشفة بعد، وذلك لأنها توجد ضمن اقتصاديات في مراحل مبكرة من التنمية الاقتصادية، وأسواق راس المال غير متقدمة كفاية، وتمتاز بمستويات أقل من السيولة وقليلة الشفافية بالمقارنة مع الأسواق الناشئة، غير أن هذه الأسواق الجديدة تمثل فرص استثمارية جذابة لهم إلى غاية أن تصل أسواق أسهمها إلى اتساع وعمق أكبر"<sup>2</sup>؛

**التعريف الثالث:** "تتمثل في الأسواق التي فتحت المجال أمام المستثمرين الأجانب ولكنها تمتاز بحجم وسيولة غير كافيين من وجهة نظر المؤشرات التي تعنى بتصنيف أسواق الأوراق المالية مثل MSCI وغيرها وبالتالي تعتبر غير مؤهلة للانضمام إلى فئة الأسواق الناشئة"<sup>3</sup>؛

**التعريف الرابع:** "الأسواق الحدودية تعتبر الأسواق الناشئة المستقبلية The Emerging Markets of tomorrow، وهذه الأسواق توفر العديد من المزايا للمستثمرين ولكن العقبات التي تواجهها مثل انخفاض السيولة فيها وعدم تطور أسواق راس المال بها وعدم الاستقرار السياسي بها تحد من امكانية الاستثمار فيها"<sup>4</sup>؛

\* لمزيد من تفاصيل حول الدراسة التي أعدها MSCI حول الأسواق التي كان من المحتمل تضمينها في مؤشر الأسواق الحدودية عند انشائه، انظر:

MSCI Barra, **Consultation on the Potential Creation of Frontier Markets Indices**, August 2007.

<sup>1</sup> Yanitsa Sergeeva Kazantseva, **Franchising in Frontier Markets, Case Study: Bulgaria**, Master thesis University Wien, Austria, 2013, p21.

<sup>2</sup> Rahwa Senay, **Introduction to Frontier Markets**, Investment Research, Lazard Asset Management LLC, September 2015, po1.

<sup>3</sup> Adnan Sardouk & Cedric Dorant, **Market Challenges Faced by Multinational Corporations in Frontier Markets: The Case of Lebanon**, Final Assignment for Master Degree in Business Administration Level, Gävle University, Sweden, June 2015, p10.

<sup>4</sup> Yanitsa Sergeeva Kazantseva, opcit, p05.

**التعريف الخامس:** "تتمثل في تلك الأسواق التي تعتبر غائبة عن استثمارات المستثمر المؤسساتي الدولي والذي لم يخصص لها جزء من استثماراته، والتي تتواجد في دول تمتاز بمعدلات نمو اقتصادية مرتفعة ولكن تمتاز أسواقها المالية بصغر الحجم وضعف السيولة فيها"<sup>1</sup>.

فمن خلال ما سبق، يمكن القول بأن أسواق الأوراق المالية الحدودية تتمثل في الأسواق التي شرعت في القيام بإصلاحات جذرية بهدف تأهيل السوق وجعلها محط أنظار المستثمرين الأجانب، ولكنها لم تصل بعد إلى مرحلة النضج وتأهلها بذلك لفئة الأسواق الناشئة، كما تدرج تحت هذه الفئة تلك الأسواق التي جرى تخفيض رتبته من فئة الأسواق الناشئة بسبب إحلالها بشروط الإدراج في هذه الفئة؛

وتجدر الإشارة إلى أنه، عند ظهور هذه الفئة من الأسواق لأول مرة وحسب MSCI كانت تتضمن أربعة عشر سوقاً، بالإضافة إلى سوق المالي الأردني الذي كان MSCI يجري عليه مراقبة لإعادة تصنيفه كسوق حدودي في غضون العام الذي تلا انشاء هذا المؤشر بسبب إحلاله لمتطلبات الإدراج في فئة الأسواق الناشئة، ليصبح بذلك أول سوق ناشئ يتم تخفيضه إلى فئة الأسواق الحدودية، في حين كان هذا المؤشر يضم 24 و20 سوق حسب كل من S&P و FTSE على التوالي، وفي كل من هذه المؤشرات تم استثناء أسواق الأوراق المالية المتواجدة في دول مجلس التعاون الخليجي بسبب أن أسواقها المالية كانت تنتمي لفئة دخل مرتفعة، وأسواقها تعتبر جد متقدمة بالمقارنة مع الأسواق التي سيتم ادراجها في هذه الفئة ، كما أن MSCI كان يفكر في رفع تصنيف هذه الأسواق إلى مرتبة الأسواق الناشئة في غضون عام (باستثناء السعودية بسبب محدودية انفتاح السوق على الأجانب\*) أي في 2008<sup>2</sup>، والجدول الموالي يبين لنا الأسواق الحدودية حسب كل مؤشر وهذا عند اطلاق المؤشر لأول مرة:

<sup>1</sup> FTSE RUSSELL, **Frontier Markets: Accessing the next frontier**, September 2014, p01.

\* بذلت هيئة السوق المالية منذ تأسيسها في مطلع الثمانينات جهوداً حثيثة لتحرير السوق السعودية، وقد كانت صناديق الاستثمار المشتركة حتى العام 2008 الوسيلة الوحيدة التي تسمح للمستثمرين الأجانب غير المقيمين بالاستثمار في الأسهم السعودية، ما أدى إلى تصنيف السوق على أنها الأقل انفتاحاً بين جميع دول مجلس التعاون الخليجي الأخرى، ولكن في العام 2008، قامت هيئة السوق المالية بفتح نافذة صغيرة سمحت بدخول غير المقيمين والأجانب غير العرب إلى السوق من خلال ترتيبات مبادلة عبر وسطاء محليين مرخص لهم ومعتمدين من هيئة السوق المالية، وفي العامين 2010 و2011، قامت هيئة السوق المالية بتوسعة نافذة المشاركة باستحداث الصناديق المدرجة في السوق واقترحت الهيئة وسوق تداول مسودة قانون يتعلق بالمستثمرين الأجانب المؤهلين ويحدد إطار الملكية الأجنبية، حيث تتأهل مؤسسات الاستثمار الأجنبية للاستثمار المباشر في السوق إذا كانت تملك أصولاً تحت الإدارة بقيمة 5 مليار دولار أمريكي وخبرة تشغيلية لمدة خمس سنوات، وفي 21 يوليو 2014، وافق مجلس الوزراء السعودي على السماح بالتداول المباشر خارج المملكة في الأسهم المدرجة في سوق تداول، ثم في 21 أوت 2014، أصدرت هيئة السوق المالية مسودة لائحة لمشاركة المؤسسات المالية الأجنبية، وبالتالي تم فتح السوق فعلياً أمام المشاركين الأجانب خلال النصف الأول من العام 2015، وفي عام 2016 تم تحسين وتعديل شروط المستثمرين الأجانب المؤهلين ومن ثم أضيفت تعديلات جديدة في عام 2018 بهدف تسهيل متطلبات التأهيل الخاصة بالمستثمرين الأجانب، انظر إلى:  
-المملكة تشكل نصف القيمة السوقية لأسواق مجلس التعاون البالغة 1.06 تريليون دولار أمريكي، مركز الرياض للمعلومات والدراسات الاستشارية، جريدة الرياض، العدد 16931، المملكة العربية السعودية، الصادرة في 01 نوفمبر 2014، من الرابط:

<http://www.alriyadh.com/990182>

-السوق المالية السعودية تنضم إلى قائمة مؤشر "فوتسي راسل" ضمن تصنيف الأسواق الناشئة، هيئة المالية السعودية، مقال نشر بتاريخ: 28 مارس

2018، من الرابط: <https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/FTSERussell.aspx>

<sup>2</sup> Andrew Howell & Erik Hegedus, **Investing in Frontier Markets**, Citi Investment Research, Citigroup Global Markets Inc, September 2008, p08.

الجدول رقم (1-2): قائمة أسواق الأوراق المالية حسب كل مؤشر عند تأسيس مؤشر الأسواق الحدودية

المنطقة	السوق	MSCI	S&P/IFC	FTSE
أوروبا	بلغاريا	حدودية	حدودية	حدودية
	كرواتيا	حدودية	حدودية	حدودية
	قبرص			حدودية
	استونيا	حدودية	حدودية	حدودية
	لاتفيا		حدودية	
	لتوانيا		حدودية	حدودية
	مقدونيا			حدودية
	رومانيا	حدودية	حدودية	حدودية
	صربيا			حدودية
	جمهورية سلوفاكيا		حدودية	حدودية
	سلوفينيا	حدودية	حدودية	حدودية
	أوكرانيا	حدودية	حدودية	
الشرق الاوسط وأفريقيا	بتسوانا		حدودية	حدودية
	كوت ديفوار		حدودية	حدودية
	غانا		حدودية	
	الاردن	ناشئة	ناشئة	حدودية
	كينيا	حدودية	حدودية	حدودية
	لبنان	حدودية	حدودية	
	موريتانيا	حدودية	حدودية	حدودية
	ناميبيا			حدودية
	نيجيريا	حدودية	ناشئة	حدودية
	تونس	حدودية	حدودية	حدودية
آسيا	بنغلادش		حدودية	حدودية
	كزاخستان	حدودية	حدودية	
	سريلانكا	حدودية	ناشئة	حدودية
	فيتنام	حدودية	حدودية	حدودية
	اكوادور		حدودية	
أمريكا	جامايكا		حدودية	
	بنما		حدودية	
	ترينداد وتوباغو		حدودية	

Source: Andrew Howell & Erik Hegedus, *Investing in Frontier Markets*, Citi Investment Research, Citigroup Global Markets Inc, September 2008, p09.

وما يلاحظ كذلك على هذه الفئة من الأسواق انه تزامن انشائها مع تباطؤ معدلات نمو الاقتصاديات عالميا، ارتفاع معدلات الفائدة، كما أن أسواق الأسهم العالمية شهدت في هذه الفترة تراجعاً قراية العام<sup>1</sup>.

### ثانيا/ مميزات الأسواق الحدودية

استنادا إلى ما سبق، يمكن القول بأن الأسواق الحدودية تتميز بمجموعة من الخصائص تنفرد بها عن أسواق الأوراق المالية الناشئة، يمكن ايجازها فيما يلي: <sup>2</sup>

1. تتميز معظم أسواق الأوراق المالية الحدودية بأنها في المراحل الاولى من تطورها؛
2. انخفاض السيولة بالإضافة إلى قلة الأسهم القائمة فيها؛
3. تتواجد فيها شركات ذات رسملة سوقية صغيرة، كما أنها تحتوي على عدد محدود من الشركات ذات الرسملة السوقية المتوسطة والمرتفعة؛
4. وجود عدد كبير نسبيا من الأوراق الغير السائلة التي قد تخيف المستثمرين من التوجه للاستثمار فيها بسبب المخاطر المحتملة لها الناتجة عن صعوبة التخلص منها في الوقت المناسب؛
5. وجود عدد قليل من المستثمرين بها؛
6. معدلات نمو اقتصادي عالية، حيث ترجع ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في الأسواق الحدودية اساسا إلى العوامل الثلاثة التالية: تزايد السكان والموارد الطبيعية، نمو متوسط الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي، الاستثمار في الهياكل الاساسية، الانفاق الاستهلاكي المحلي؛
7. أهم القطاعات الموجودة في الأسواق الحدودية تتمثل في القطاعات المالية، الاتصالات؛
8. تمتاز بارتفاع المخاطر السياسية فيها بسبب الانظمة الديكتاتورية في بعض الدول؛
9. الأسواق الحدودية تعتبر الجيل القادم من الأسواق الناشئة the next generation of the emerging markets حيث تتوفر على امكانية الترقية إلى الأسواق الناشئة؛
10. التصنيع، حيث اعتبرت هذه الخاصية أحد الفروق الرئيسية بين الأسواق الناشئة والحدودية، والتي تمتاز بسرعة تنمية قطاع الصناعات التحويلية؛
11. تنتمي إلى فئات الدخل منخفض/متوسط؛

<sup>1</sup> Andrew Howell and Erik Hegedus, opcit, p 06.

<sup>2</sup>See:

-Yanitsa Sergeeva Kazantseva, opcit, p22.

-Adnan Sardouk & Cedric Dorant, opcit, p12, 13.

-James kee, **benefits, risks and current event of International and alternative investment**, South Texas Money Management® Ltd, October, 2015, p12.

-MSCI Barra, **Consultation on the Potential Creation of Frontier Markets Indices**, August 2007.

-Mustafa Sakr & Andre Jordaan, opcit, pp10-12.

-FTSERUSSELL, **Frontier Markets: Accessing the next frontier**, September 2014, pp01-03.

-Tim Atwill, **Frontier Markets: Concentrated and Misunderstood**, Parametric Portfolio Associates LLC, March 2015, pp02\_03.

12. درجة الانفتاح الاقتصادي والمعبر عنها بنسبة الصادرات والواردات من إجمالي الناتج المحلي، والتي تعتبر مرتفعة جدا فيها بالمقارنة مع أسواق الأوراق المالية الناشئة؛
13. تنطوي على مخاطر كبيرة للمستثمرين وبالتالي تعتبر غير ملائمة للمستثمرين المبتدئين؛
14. تمتاز بارتفاع تكاليف الصفقات فيها مع ارتفاع في معدلات الضرائب والعمولة المفروضة في أسواقها وتمتاز بالتداول الغير نظامي؛
15. وجود عوائق تحد من الاستثمار فيها بسبب وجود قيود على رأسمال، سعر الصرف؛
16. تمتاز هذه الأسواق بتفاوت فيها بينها خاصة من ناحية عدد الشركات القائمة، الرسمة السوقية، درجة انفتاح السوق وكذلك درجة تطور البنية التشغيلية لسوق؛
17. تتميز بوجود عدد محدود من الشركات التي يستطيع المستثمرين الأجانب الاستثمار فيها؛
18. تدفقات راس المال الخاص إلى هذه الأسواق محدودة؛
19. البنية القانونية والنظام البنكي فيها يمتاز بالحدودية؛
20. تمتاز بوجود فرص استثمارية مغرية بسبب إمكانيات النمو المستقبلية التي تتمتع بها هذه الأسواق، والتي من المتوقع لها أن تنمو أسرع من باقي الأسواق المالية العالمية؛
21. درجة الترابط بين أسواق الأوراق المالية الحدودية والناشئة أو المتقدمة تعتبر ضعيفة، كما أن درجة الترابط بين الأسواق الحدودية فيما بينها كذلك ضعيفة ما يفسح المجال أمام المستثمرين للاستثمار فيها.

### المبحث الثاني/ مؤشرات ترقية أسواق الأوراق المالية

على الرغم من التقارب النسبي بين الدراسات المختلفة في تحديد مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة، إلا أنه يلاحظ وجود تفاوت في تصنيف وتحديد عدد أسواق الأوراق المالية الناشئة من قبل المنظمات الدولية المختلفة التي تعمل على تصنيفها مثل بلومبرغ، معهد التمويل الدولي، صندوق النقد الدولي IMF، منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD والبنك الدولي IB وغيرها من المنظمات والمؤشرات<sup>1</sup>، إلا أن أغلب المستثمرين يعتمدون على ثلاث مؤشرات رئيسية في تحديد وتصنيف أسواق الأوراق المالية، ويأخذونها كمرجع لاستثماراتهم والتي تتمثل في مؤشر MSCI، مؤشر FTSE Russell، مؤشر S&P Dow Jones، ولقد جرى العرف بينها على تقسيم أسواق الأوراق المالية وفق درجة تطورها إلى أسواق متقدمة وناشئة وأخرى حدودية أو مبتدئة، وهذه المستويات تختلف فيما بينها من مؤشر إلى آخر، كما يوجد بعض الاختلافات في تحديد درجة تطور هذه الأسواق من مؤشر لآخر، وتعتمد هذه المؤشرات في تصنيف هذه الأسواق على مجموعة من المعايير، والتي تزداد صرامتها من مستوى لآخر، ولكل مؤشر طريقته في تحديد الأسواق الواجب تصنيفها، والتي يتم مراجعتها على الأقل مرة واحدة سنويا.

<sup>1</sup>Mustafa Sakr & Andre Jordaan, opcit, p02.

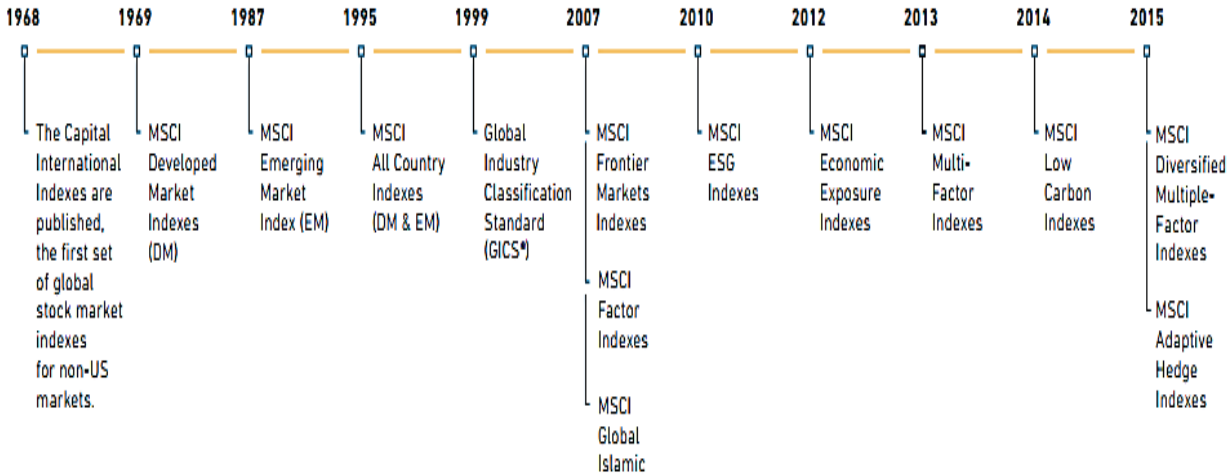
## المطلب الاول/ مؤشر مورغان ستانلي كاييتال إنترناشيونال MSCI

يحتوي مؤشر MSCI على ثلاث فئات في تقسيم أسواق الأوراق المالية، فالأولى تشمل الأسواق المتقدمة، والثانية تحتوي على الأسواق الناشئة، أما الثالثة فتشمل الأسواق المبتدئة أو ما قبل الناشئة أو الحدودية.

### أولاً/ تطور التاريخي لمؤشر MSCI

تعتبر المؤشرات الصادرة عن مؤسسة مورجان ستانلي كاييتال إنترناشيونال من أوائل المؤشرات التي تعنى بأداء أسواق الأوراق المالية وهذا لأكثر من 40 سنة، حيث أنشأت أول مؤشر لها عام 1968 الذي يقيس أداء كافة أسواق الأوراق المالية خارج الوم أ، ثم اهتمت بقياس أداء أسواق الأوراق المالية المتقدمة من خلال انشاء مؤشر MSCI Developed Markets Indexes (DM) عام 1969، وتوالت بعدها في انشاء المؤشرات حسب الحاجة\*، ويمكن توضيح هذه المؤشرات من خلال الشكل الموالي:

### الشكل رقم (1-2): التطور التاريخي للمؤشرات المنشأة من قبل MSCI



Source: MSCI, **Global Indexes: Delivering the Modern Index Strategy**, reported by Evestment, Morningstar and Bloomberg ,September 30,2014 , P 13.

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أنه تم انشاء مؤشر مورغان ستانلي كاييتال انترناشيونال للأسواق الناشئة MSCI Emerging Market Index(EM)\*\* منذ عام 1987، وقد كان هذا المؤشر في البداية مكون من عشرة أسواق تتمثل في المكسيك، الأرجنتين، البرازيل، الشيلي، الأردن، ماليزيا، تايلند، الفلبين، اليونان والبرتغال والتي تزامنت مع فتح أسواقها المالية للمستثمرين الدوليين<sup>1</sup>، وكانت تمثل أقل من 1% أي 38.4 مليون دولار

\*لمزيد من التفاصيل حول هذه المؤشرات ومؤشرات أخرى تابعة لمؤشر MSCI، أنظر:

MSCI, **Index Definitions: Index Marketing**, February 2015.

\*\* هذا المؤشر يحتوي على عدة مؤشرات فرعية حسب طبيعة الأسواق أو اقليم الذين ينتمون اليه مثل مؤشر MSCI EM Europe, Middle East and Africa Index الذي يضم أسواق أوروبا وإفريقيا والشرق الأوسط، أو مؤشر MSCI EM Latin America Index والذي يضم أسواق أمريكا اللاتينية وغيرها من المؤشرات، أنظر:

MSCI, **Index Definitions: Index Marketing**, opcit.

<sup>1</sup> MSCI Barra, **Emerging Markets: A 20-year Perspective**, 2008, p 20.



من رسملة السوق العالمية آنذاك وتغطي حوالي 269 شركة<sup>1</sup>، ثم بدأ حجم أسواق الأوراق المالية الناشئة في تزايد ليبلغ 6% عام 1997 و11% في 2007<sup>2</sup>، ووفقا لتصنيف ماي 2019 فهذا المؤشر يشمل على 26 سوق ناشئ أي ما يمثل 13% من رسملة السوق العالمية ويغطي حوالي 800 شركة، كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-2): تصنيف MSCI لأسواق الأوراق المالية حسب ماي 2019

الأسواق المتقدمة			الأسواق الناشئة			الأسواق الحدودية				
الأمري	أوروبا، الشرق الأوسط	المحيط الهادئ	الأمريكتين	أوروبا، الشرق الأوسط و أفريقيا	آسيا	الأمريكية	أوروبا	أفريقيا	الشرق الأوسط	آسيا
كندا	النمسا	استراليا	الارجنتين	جمهورية التشيك	الصين	-	كرواتيا	كينيا	البحرين	بنغلادش
و.م.أ	بلجيكا	هونغ كونج	البرازيل	مصر	الهند		استونيا	موريتانيا	الأردن	سريلانكا
	دائمارك	اليابان	الشيلى	اليونان	اندونيسيا		لتوانيا	المغرب	الكويت	فيتنام
	فنلندا	نيوزيلندا	كولمبيا	المجر	كوريا		كزاخستان	نيجيريا	لبنان	
	فرنسا	سنغافورة	المكسيك	بولندا	الجنوبية		رومانيا	تونس	عمان	
	ألمانيا		البيرو	قطر	ماليزيا		صربيا	WAE		
	ايرلندا			روسيا	باكستان		سلوفينيا	MU		
	الكيان الصهيوني			المملكة العربية	الفلبين					
	إيطاليا			السعودية	تايبوان					
	هولندا			جنوب أفريقيا	تايلند					
	النرويج			تركيا						
	البرتغال			الإمارات العربية المتحدة						
	اسبانيا									
	السويد									
	سويسرا									
	بريطانيا									
الأسواق المستقلة										
						جمايكا	البسنه	بوتسوانا	فلسطين	
						بنما	والهرسك	زيمبابوي		
						ترينيداد	بلغاريا			
						وتوباغو	مالطا			
							ايسلندا			
							اوكرانيا			

Source : <https://www.msci.com/indexes>

ولقد تباينت حجم الأسواق الجديدة المضافة إلى المؤشر تباينا كبيرا، وكانت معظم الأسواق المدرجة تضاف على دفعة واحدة، مثل الهند في أوائل عام 1994 وكانت تمثل 7.8% من MSCI للأسواق الناشئة، في حين اعتبرت السوق المالية لجنوب أفريقيا سوقا ناشئة أوائل عام 1995 وكانت تمثل 14.8% من MSCI الأسواق الناشئة في حين ادرجت روسيا في أواخر عام 1997 وكان وزنها ضمن المؤشر يقدر بـ 5.7%<sup>3</sup>،

<sup>1</sup> Susan McDermott, what defines an emerging market ? Pavilion Advisory Group, 2012, P01.

<sup>2</sup> MSCI Barra, Emerging Markets: A 20-year Perspective, 2008, opcit, p 20,

<sup>3</sup> MSCI Barra, Emerging Markets: A 20-year Perspective, opcit, p 20.

والجدول الموالي يبين التطور التاريخي للأسواق المدرجة في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة ووزنها ضمن المؤشر عند الإدراج أو عند خروجها من المؤشر:

الجدول رقم (2-3): التطور التاريخي للأسواق المدرجة ضمن مؤشر MSCI للأسواق الناشئة

وزن السوق عند		السوق	التاريخ
الحذف	الإضافة		
	1.81%	الارجنتين	01 جانفي 1988
	18.91%	البرازيل	
	8.93%	الشيلي	
	5.29%	اليونان	
	2.93%	<u>الأردن</u>	
	33.78%	ماليزيا	
	7.65%	المكسيك	
	3.12%	الفلبين	
	8.52%	البرتغال	
	9.06%	تايلاند	
	0.97%	إندونيسيا	
	2.11%	تركيا	
	4.58%	ادراج 20% من السوق المالي الكوري	07 جانفي 1992
	1.20%	كولومبيا	02 فيفري 1994
	7.82%	الهند	
	1.23%	باكستان	
	0.67%	البيرو	
	0.19%	سيريلانكا	
	0.62%	فنزويلا	
	2.35%	الكيان الصهيوني	02 مارس 1995
	0.29%	بولندا	
	14.81%	جنوب افريقيا	
	0.46%	B-shares الصين	03 سبتمبر 1996
	1.43%	جمهورية التشيك	
	0.35%	المجر	
	3.40%	رفع نسبة ادراج السوق الكوري من 20 إلى 50%	
	8.46%	ادراج 50% من السوق التايواني	
	5.70%	روسيا	01 ديسمبر 1997
4.00%		البرتغال	
	2.98%	ادراج كامل السوق المالي الكوري	01 سبتمبر 1998
4.25%		ماليزيا	01 ديسمبر 1998

	7.24%	ماليزيا	
	3.05%	رفع نسبة ادراج سوق تايبان من 50 إلى 65%	01 جوان 2000
	5.59%	ادراج أسهم الصين المدرجة في بورصة هونج كونج كـ Red Chips H-Shares	
	2.88%	رفع نسبة ادراج سوق تايبان من 65 إلى 80%	01 ديسمبر 2000
	0.28%	<u>مصر</u>	
	0.21%	<u>المغرب</u>	01 جوان 2001
4.60%		اليونان	
0.04%		سريلانكا	01 ديسمبر 2001
	3.44%	رفع نسبة ادراج سوق تايبان من 65 إلى 75%	01 ديسمبر 2004
	4.41%	ادراج كامل السوق التايواني	01 جوان 2005
		إطلاق مؤشر MSCI لدول مجلس التعاون الخليجي	23 جانفي 2006
0.10%		فنزويلا	01 جوان 2006
		إطلاق مؤشر MSCI للأسواق الناشئة لشركات الصغيرة	01 جوان 2007
		إطلاق مؤشر MSCI للأسواق الحدودية	03 ديسمبر 2007
0.08%		<u>الأردن</u>	01 ديسمبر 2008
%-		باكستان	جانفي 2009
%-		الأرجنتين	01 جوان 2009
2.87%		الكيان الصهيوني*	01 جوان 2010
%0.08		<u>المغرب**</u>	01 ديسمبر 2013
0.3%		اليونان**	
0,58%		<u>الإمارات العربية المتحدة***</u>	
0,47%		<u>قطر***</u>	01 جوان 2014
0.2%		باكستان****	31 ماي 2017
0.73%		الصين A-Shares****	01 أوت 2018
1,42%		ادراج 50% من سوق المملكة العربية السعودية*****	28 ماي 2019
0,26%		الأرجنتين*****	
2,8%		ادراج كامل سوق المملكة العربية السعودية*****	28 أوت 2019

Source: MSCI Barra ,Emerging Markets: A 20-year Perspective, opcit, p 21.

\* Adi Hachmon, **Impact of Israel's Market Reclassification**, Koret-Milken Institute Fellows Program, No. 32, July 2009, p01.

\*\*Barry B. Burr, **MSCI drops Greece down to emerging market status**, Pensions & Investments, published on June 12, 2013, from the site: <http://www.pionline.com/article/20130612/ONLINE/130619957/msci-drops-greece-down-to-emerging-market-status>

\*\*\*Nasser Saidi, opcit, p12.

\*\*\*\***Pakistan To Return to Emerging Markets**, Acadian Asset Management LLC, London, July 2016, p01.

\*\*\*\*\***MSCI Emerging Markets Index Adjustments**, Market Update, Lazard Asset Management LLC, Juliet 2017, p01.

\*\*\*\*\* Dina Ting and Louis Hsu, **Changes to the Emerging Markets Club: China (A Shares), Argentina and Saudi Arabia**, Franklin Templeton Investments, published on August 30, 2019, from the site: <http://emergingmarkets.blog.franklintempleton.com/2019/08/30/changes-to-the-emerging-markets-club-china-a-shares-argentina-and-saudi-arabia/>

فمن الجدول أعلاه، نلاحظ أن أسواق الأوراق المالية لكل من كوريا وتايوان قد أدرجت تدريجياً لهذا المؤشر، بسبب الانفتاح التدريجي لهذه الأسواق على المستثمر الأجنبي وتحسين إمكانية الوصول إليها، فبالنسبة لكوريا فقد أدرجت في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة ضمن ثلاث خطوات خلال الفترة من 1992 إلى 1998 وهذا بسبب حدود الملكية الأجنبية التي أزيلت تدريجياً، أما السوق المالي لتايوان فكانت خطوة إدراجه ضمن فئة الأسواق الناشئة موزعة على ما يصل إلى خمس خطوات في الفترة بين عامي 1996-2005<sup>1</sup>؛

وفي نهاية عام 1998، تم استبعاد ماليزيا من المؤشر بعد إدخال قيود جذرية على السوق وكان ذلك نتيجة لأزمة جنوب شرق آسيا، وأعيد تصنيفها كسوق ناشئة بعد 18 شهراً بعدما تم رفع القيود التي قد كانت وضعتها من قبل، في حين تم رفع تصنيف أسواق كل من البرتغال واليونان والكيان الصهيوني إلى مصاف أسواق المتقدمة وهذا عام 1997 و2001 و2010 على التوالي<sup>2</sup>، إلا أنه تم تخفيض تصنيف اليونان إلى مرتبة الأسواق الناشئة في نوفمبر 2013، وبذلك أصبح أول سوق مالي يتم تخفيض تصنيفها من فئة الأسواق المتقدمة، بعد أن كانت تمثل حوالي 0.01% من مؤشر MSCI العالمي و 0.02% من المؤشر الإقليمي الذي تنتمي له MSCI EAFE<sup>3</sup>، في حين مثلت في مؤشر الأسواق الناشئة بوزن يقدر بـ 0.3%؛

وتجدر الإشارة إلى أن السوق المالي للأردن يعتبر أول سوق مالي عربي ناشئ، إذ أدرج ضمن المؤشر عند انشائه عام 1988 بوزن يقدر بـ 2.93%، إلا أنه تم تخفيض تصنيفه ليصبح ضمن فئة الأسواق الحدودية بداية من ديسمبر 2008، في حين اعتبر السوق المالي المصري والمغربي ناشئين اعتباراً من جوان 2001، إلا أنه تم تخفيض تصنيف هذا الأخير إلى مرتبة الأسواق الحدودية في ديسمبر 2013، وقد حظي هذا السوق بوزن نسبي يقدر بـ 6.7% في مؤشر الأسواق الحدودية بعدما كان يمثل فقط حوالي 0.08% في مؤشر الأسواق الناشئة<sup>4</sup>، في حين تم رفع تصنيف كل من سوق المالي القطري والإماراتي إلى مرتبة الأسواق الناشئة في جوان 2014، وعلاوة على ذلك، ظهر اهتمام المستثمرين الدوليين باقتصاديات سريعة النمو في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي وغيرها من الأسواق، وأدى هذا بـ MSCI لإطلاق مؤشر يقيس أداء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي في جوان 2006 ومؤشر الأسواق الحدودية في ديسمبر 2007.

### ثانياً/ معايير ترقية أسواق الأوراق المالية حسب MSCI

يقوم مؤشر MSCI بمراجعة تركيبة الأسواق الداخلة فيه كل السنة، وفي الظروف الاستثنائية، يجوز للجنة إجراء مراجعة استثنائية للمؤشر، مثلاً في حال ما إذا قامت أحد الجهات التنظيمية المحلية فجأة بفرض قيود

<sup>1</sup>MSCI Barra, **Emerging Markets: A 20-year Perspective**, 2008, opcit, p 20.

<sup>2</sup>Ibid, p 20.

<sup>3</sup> Barry B. Burr, **MSCI drops Greece down to emerging market status**, opcit.

<sup>4</sup>Andrew Torchia, **MSCI details weights of Arab markets in indexes**, Reuters, published on June 12, 2013 from the site:

<https://www.reuters.com/article/msci-gulf-markets/msci-details-weights-of-arab-markets-in-indexes-idUSL5N0EO0QI20130612>

جديدة على البيئة الاستثمارية للأسواق، ولكن عادة ما تنطوي عملية المراجعة للمؤشر على ثلاثة مواعيد مهمة، عندما يقترب سوق ما من معايير التصنيف، يقوم MSCI بوضعه على قائمة المراقبة مع اشعار الجهات الوصية بهذا التغيير، وبعد عدة أشهر، يعلن مؤشر MSCI إما قرار تصنيف السوق أو استبعاده من قائمة المراقبة، وفي الاخير إذا كان السوق محل تصنيف، يحدد MSCI الآن مرة أخرى تاريخ آخر بعد عدة أشهر حتى يصبح التصنيف نافذا<sup>1</sup>، ويعتمد في تصنيفه للأسواق المالية على مجموعة من المعايير المتكاملة، التي يمكن تصنيفها ضمن ثلاث فئات رئيسية، الفئة الاولى منها تقيس مستوى التقدم الاقتصادي في الدولة المعنية بشكل عام، بينما تقيس الفئة الثانية من المعايير حجم وسيولة الشركات المدرجة في السوق المالية المعنية، أما المجموعة الثالثة من المعايير فتعنى ببنية السوق المالي، من حيث سهولة الدخول إلى السوق المعنية وكفاءة عمل أنظمة التداول والرقابة فيها، وتبعاً لما سبق، فإن درجة التشدد تزداد كلما هدفت المراجعة إلى ترقية السوق المعنية إلى درجة أعلى، فالشروط ميسرة ومرنة نسبياً لإدراج السوق ضمن فئة الأسواق المبتدئة، بينما تكون متشددة نسبياً لغايات إدراجها ضمن فئة الأسواق المتقدمة:

**1. التنمية الاقتصادية Economic Development:** يقاس معيار التنمية الاقتصادية من خلال مؤشر استدامة التنمية الاقتصادية والذي يعرف بنصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي Gross National Income (GNI) per capita والذي يجب أن يكون أكبر بـ 25% من عتبة الدخل المرتفع التي يحددها البنك الدولي اعتماداً على الثلاث السنوات الأخيرة، والجدير بالذكر، أنه لا ينظر إلى معيار التنمية المستدامة لغاية إدراج أي سوق مالية ضمن فئتي الأسواق المبتدئة أو الناشئة، بينما يعتبر هذا الشرط أساسياً عند المراجعة لغاية ترقية السوق إلى فئة الأسواق المتقدمة<sup>2</sup>؛

**2. حجم ومتطلبات سيولة السوق Size and Liquidity Requirements:** يقصد بهذا المعيار، متطلبات الحجم والسيولة التي تحددها مورغان ستانلي سواء من حيث حجم الشركات (القيمة السوقية الإجمالية)، حجم الأوراق المالية المتاحة للتداول فعلياً (free float) ومستوى السيولة، فيكفي لقبول السوق ضمن فئة الأسواق الحدودية بوجود شركتين فقط بقيمة رأسمالية 776 مليون دولار أميركي لكل منها، شريطة أن لا تقل قيمة الأسهم المتاحة للتداول في أي منهما عن 61 مليون دولار، وأن لا تقل نسبة الأسهم المتداولة فعلاً خلال السنة عن 2,5% من القيمة السوقية للشركة؛

أما عند المراجعة بهدف الترقية إلى فئة الأسواق الناشئة، فيرتفع الحد الأدنى المطلوب للقيمة الرأسمالية إلى 1,551 مليار دولار (ضعف المطلوب للأسواق الحدودية)، ويرتفع الحد الأدنى للأسهم المتاحة للتداول إلى 776 مليون دولار، ويرتفع الحد الأدنى لنسبة الأسهم المتداولة فعلاً إلى 15% (ستة أضعاف المطلوب للأسواق

<sup>1</sup>Transition Strategies Around MSCI Country Reclassifications, Acadian Asset Management, December 2015, p 02.

<sup>2</sup> MSCI, Market Classification Framework, June 2016, p 01.

الحدودية)، كما أن الحد الأدنى المطلوب لفئة الأسواق المتقدمة مرتفع نسبياً، إذ يشترط وجود ما لا يقل عن خمس شركات بقيمة رأسمالية تزيد على 3,102 مليار دولار أمريكي وان لا تقل القيمة السوقية للأسهم المتاحة للتداول عن 1,551 مليار دولار، وان لا تقل سيولة السهم (مقاسة بنسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى إجمالي القيمة السوقية للشركة) عن 20% على أساس سنوي؛

**3. معايير سهولة الولوج إلى السوق Market Accessibility Criteria:** يتضمن هذا المعيار مجموعة من المتطلبات الرئيسية، تنقسم بدورها لعدة نقاط فرعية، وتستند في مجملها على التدابير النوعية والتي يتم مراجعتها لجميع الأسواق على الأقل مرة واحدة خلال السنة<sup>1</sup>، وتجدر الإشارة إلى أن MSCI في هذا المجال تفرض متطلبات أدنى في الأسواق الناشئة والحدودية مقارنة بالأسواق المتقدمة، حيث يكفي لقبول السوق ضمن فئة الأسواق الحدودية بإتاحة المجال للملكية الأجنبي ولو بحدود قليلة، وبضمان حد أدنى من حرية التدفقات الرأسمالية، وبمستوى مقبول من الكفاءة والاستقرار في أنظمة التداول والبنية المؤسسية، ويشترط للترقية إلى فئة الأسواق الناشئة أن تكون النسبة المتاحة أمام الأجنبي للتملك نسبة ملموسة، وأن تكون حرية التدفقات الرأسمالية ملموسة أيضاً، فضلاً عن توفر مستوى جيد من الكفاءة المختبرة والمتحقق منها في نظام التداول، أما تقييم مورغان ستانلي للمعايير الخاصة بسهولة الدخول إلى السوق بالنسبة للأسواق المتقدمة مرتفع جداً، ويمكن تلخيص كل ما ادرج اعلاه في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-4): معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية وفق مؤشر MSCI

متقدمة	ناشئة	مبتدئة أو واعدة	المعايير
<b>التنمية الاقتصادية</b>			
زيادة نصيب الفرد من الدخل القومي الإجمالي بنسبة 25% عن حد الدخل المرتفع الخاص بالبنك الدولي لمدة ثلاث سنوات متتالية	لا يوجد متطلب	لا يوجد متطلب	الاستدامة الاقتصادية
<b>متطلبات الحجم والسيولة</b>			
5	3	2	عدد الشركات المستوفية لمعايير المؤشر القياسي التالية:
3,102 مليار دولار أمريكي	1,551 مليار دولار أمريكي	776 مليون دولار أمريكي	حجم الشركة (القيمة السوقية للأسهم المصدرة)
1,551 مليار دولار أمريكي	776 مليون دولار أمريكي	61 مليون دولار أمريكي	حجم الورقة المالية (القيمة السوقية للأسهم الحرة)
20% معدل القيمة	15% معدل القيمة	2.5% معدل القيمة	سيولة الورقة المالية

<sup>1</sup> MSCI, Market Classification Framework, June 2016, p 02.

المتداولة السنوي	المتداولة السنوي	المتداولة السنوي	
<b>معايير الوصول إلى السوق</b>			
عال جدا	معتبر	متاح للبعض على الأقل	الانفتاح على الملكية الأجنبية
عال جدا	معتبر	جزئيا على الأقل	سهولة التدفقات الرأسمالية الداخلة/الخارجة
عال جدا	جيد وتم اختياره	متواضعة	كفاءة إطار العمل التشغيلي
غير مقيد	عال	عال	مدى توافر المنتجات الاستثمارية
عال جدا	متواضع	متواضع	استقرار إطار العمل المؤسسي

Source: MSCI, Market Classification Framework, June 2019, p 02.

### ثالثا/ معايير الوصول للسوق حسب MSCI

تعتبر معايير الوصول للسوق من أهم المعايير التي يركز عليها مؤشر MSCI في تصنيفه للأسواق، والتي تتعلق أساسا بقابلية نفاذ المستثمرين الأجانب إلى السوق، والذي تفشل الكثير من الأسواق في تحقيقه، مما يعيق إعادة تصنيفها ضمن فئة الأسواق الناشئة أو على الأقل إدراجها ضمن فئة الأسواق الحدودية، وتتراوح العلامات التي يمنحها المؤشر ما بين (++) والتي تعتبر أعلى علامة يحصل عليها السوق، ومعناها أن ذلك السوق استوفى ذلك المعيار، في حين الحصول على علامة (+) تستوجب ادخال المزيد من التحسينات الممكنة improvements possible، وعلامة (-/؟) التي تعتبر أدنى علامة يحصل عليها السوق والتي معناها التحسينات المطلوبة improvements needed، فمؤسسة مورغان ستانلي في تقييمها أو عند قيامها بعملية المراجعة، لا تجري اتصالات مع السوق وإنما تراقب الإجراءات التي تقوم بها أسواق الأوراق المالية في الدولة، كما أنها تستقي معلوماتها من مقدمي الخدمة (الحافظ الأمين) ومديري الصناديق الاستثمارية، للتعرف إلى رأيهم في كل ما يتعلق بعمل الأسواق، وتستطلع آراء المستثمرين العالميين في إطار عملية تقييم الأسواق، ويمكن توضيح العناصر التي تتكون منها معايير الوصول لسوق\* فيما يلي:

**1. الانفتاح على الملكية الأجنبية Openness to foreign ownership:** يعتبر هذا المعيار من المعايير المهمة بالنسبة للمستثمرين الدوليين، والتي تشير بالأساس إلى النسبة من السوق التي يمكن أن يحوزها المستثمر الغير محلي، مع وجود فرص متكافئة لجميع المستثمرين الدوليين للولوج للسوق، وتساوي الحقوق فيما بينهم بالنسبة للحصول على المعلومات<sup>1</sup>، ويمكن توضيح هذا المعيار فيما يلي:<sup>2</sup>

\* لمعرفة مدى استيفاء الأسواق الناشئة لمعايير الوصول لسوق، انظر إلى:

الملحق رقم 01: معايير الوصول إلى السوق حسب مؤشر MSCI للأسواق الناشئة.

<sup>1</sup> MSCI, Global Market Accessibility Review, June, 2016, p04.

<sup>2</sup> MSCI, Market Classification Framework, June 2016, p 03.

- أ- مستثمر مؤهل أي كفي: فالأسواق المتقدمة لا تشترط التأهيل للمستثمر الأجنبي، ولكن بعض الأسواق الناشئة تشترط هذا الشرط وهذا ما يقلل الاقبال عليها أي وجود فرص متساوية لجميع المستثمرين الدوليين؛
- ب- حدود الملكية الأجنبية: والتي تعني النسبة من السوق والمتاحة لغير المستثمرين المحليين؛
- ت- غرفة الملكية الأجنبية: أي نسبة الأسهم التي لا تزال متاحة للمستثمرين غير المحليين، ووجود مجلس إدارة خارجي، حيث يمكن للمستثمرين غير المحليين التداول مع بعضهم البعض؛
- ث- تساوي الحقوق للمستثمرين الأجانب: أي المساواة في حقوق التصويت لكل المستثمرين فضلا عن توافر المعلومات باللغة الانكليزية وكذلك يجب أن تكفل السوق المساواة في الحقوق للأقلية من حملة الأسهم.

2. تيسير تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل / الخارج **Ease of capital inflows / outflows**: أي عدم وجود قيود على التدفقات الداخلة والخارجة من رأس المال الأجنبي، فالمستثمر يهمله الاجراءات والقوانين والأنظمة المتعلقة بتحويل رأسماله سواء بالدخول أو الخروج بدون تعطيل أو تأخير أو تكاليف عالية<sup>1</sup>، ويقاس هذا المعيار من خلال: <sup>2</sup>

- أ- مستوى التقييد في تدفق راس المال: أي مدى وجود قيود على التدفقات الداخلة والخارجة من راس المال الأجنبي من وإلى سوق الأسهم المحلية (باستثناء قيود العملة الأجنبية)؛
- ب- تحرير سوق الصرف الأجنبي: أي سعر التحويل ومخاطر من تغير العملة (سعر الصرف).

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

- أ- دخول السوق **Market entry**: ويقاس هذا المعيار من خلال عملية تسجيل المستثمرين وإنشاء الحسابات الخاصة بهم، أي مدى وجود مستوى من تعقيد في شروط التسجيل للمستثمرين الدوليين مقارنة مع سهولة/تعقيد إنشاء الحسابات المحلية، مثل الوثائق التي يتعين توفيرها والمستندات المطلوبة، بالإضافة إلى الوقت اللازم لإنجاز عملية التسجيل<sup>3</sup>؛

ب- تنظيم السوق **Market organization**: ويقاس هذا المعيار من خلال ما يلي: <sup>4</sup>

✓ قوانين السوق: مستوى تقدم الإطار القانوني والتنظيمي الذي يحكم السوق المالي بصفة عامة، وسوق الأوراق المالية ومختلف الكيانات الأخرى المشاركة فيه، كوضوح القوانين والأنظمة ودرجة شفافية بالسوق،

<sup>1</sup> MSCI, **Global Market Accessibility Review**, June, 2016, p05.

<sup>2</sup> Ibid, p 05.

<sup>3</sup> MSCI, **Global Market Accessibility Review**, June, 2016, p 06.

<sup>4</sup> MSCI, **Market Classification Framework**, June 2016, p 03.



وعدم وجود غموض في الانظمة التي تحكم المستثمر الأجنبي، وسهولة الوصول اليها باللغة الإنجليزية، فضلا عن الإسراع في تنفيذها؛

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

ت-المقومات السوقية **Market infrastructure**: يقصد بهذا المعيار: <sup>1</sup>

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

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

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

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

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

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

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

4.مدى توافر المنتجات الاستثمارية **Availability of Investment Instruments**: وهذا من خلال توفير المنتجات المالية المختلفة وأنظمة التداول التي تتيح لجميع المستثمر الوصول للمعلومة بشكل متساوي، وتجدر الإشارة إلى أن هذا المعيار كان من قبل يحمل اسم البيئة التنافسية **Competitive landscape** ولقد تم تغيير اسم المعيار ابتداء من تصنيف جوان 2019 ليصبح أكثر دلالة ووضوح بالنسبة للمستثمرين<sup>2</sup>؛

5.استقرار الإطار المؤسسي **Stability of institutional framework**: المستثمر الأجنبي يستثمر لفترة طويلة، وبالتالي فهو يولي عناية خاصة لوضوح واستقرار الانظمة الخاصة بالسوق، وبالتالي عدم تغييرها بشكل مفاجئ مما يؤثر على استثماره، ومن هذه المعايير سيادة القانون وإنفاذه وكذلك استقرار السوق الحرة كنظام اقتصادي وعدم وجود سجل حافل للتدخل الحكومي فيما يتعلق بالمستثمرين الأجانب<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> MSCI, **Global Market Accessibility Review**, June, 2016, pp06\_07.

<sup>2</sup> MSCI, **Market Classification Framework**, June 2019, p 04.

<sup>3</sup> MSCI, **Market Classification Framework**, June 2016, p 03.

### المطلب الثاني/ مؤشر FTSE Russell

يعتبر مؤشر FTSE Russell من المؤشرات الأخرى التي تعنى بقياس أداء أسواق الأوراق المالية، على غرار مؤشر MSCI، والذي يصنف أسواق الأوراق المالية إلى أربع فئات مختلفة، باعتماد على معايير محددة.

#### أولاً/ التطور التاريخي لمؤشر FTSE Russell

يعتبر مؤشر FTSE Russell مؤشر مشترك أسس عام 2015<sup>1</sup> ما بين مؤشر Russell Investments والتي تعتبر شركة أمريكية متخصصة في تسيير الأصول العالمية وتقديم الخدمات المالية، ومؤشر فوتسي FTSE الذي اهتم بقياس أداء الأسهم العالمية (FTSE Global Equity Index Series (GEIS) في عام 1985 عند انشائه لمؤشر FT-Actuaries World Index، وكما يوحي اسمه، فهو مشروع تعاوني بين مؤشر فايننشال تايمز ومعهد وكلية الاكتواريين، وغيرهم من الشركاء المؤسسين مثل بنك الاستثمار Goldman Sachs وسمسار Wood Mackenzie وشركاه، وهذا المؤشر في بدايته كان يشمل على 27 بلدا ولم يكن هناك تمييز بين البلدان المتقدمة والأسواق الناشئة<sup>2</sup>؛

وفي عام 1995، باع Wood Mackenzie حصته إلى Standard & Poor's الذي نشأ عنه المؤشر العالمي FT/S&P Actuaries World Index، وفي عام 1997 عندما استولت FTSE على حساب المؤشر تغيير اسمه ليصبح FTSE/S&P- Actuaries World index، وتجدر الإشارة إلى أن FTSE أنشئت كمشروع مشترك بين بورصة لندن London Stock Exchange وصحيفة Financial Times في عام 1995، وبشراء حصة الشركاء الآخرين في عام 1999، أعيدت تسمية مؤشر ليصبح FTSE World Index<sup>3</sup>؛

وفي عام 2000 أنشأ مؤشر FTSE للأسواق الناشئة، المبني على القيمة السوقية للشركات المدرجة مع تعديله لاحتساب نسبة الأسهم الحرة لهذه الشركات، بهدف قياس أداء الشركات ذات القيم السوقية الكبيرة والمتوسطة والصغيرة في دول الأسواق الناشئة، مع التأكد بأن هذه الشركات قابلة لتداول وعلبيها سيولة في أسواقها، وأضيف لهذا المؤشر 20 بلد لتمتد تغطية هذا المؤشر إلى 90% من أسواق الأسهم العالمية، وفي ظل هذا التوسع، استغلت الفرصة ليتم تصنيف البلدان المدرجة في المؤشر العالمي إلى فئة الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة المتقدمة، وأما البلدان أخرى التي تم اضافتها إلى المؤشر تم تصنيفها على أنها أسواق ناشئة، وتم الجمع بين هذه الفئات في مؤشر سمي All-World Index، أما الفئة الرابعة ضمن هذا المؤشر أطلق عليها اسم الأسواق الحدودية، والذي انشأ عام 2008 لتسليط الضوء على تلك الأسواق التي لم تتطور بما فيه الكفاية بحيث يمكن تصنيفها في فئة الناشئة<sup>4</sup>، ويمكن توضيح المراحل التي مر بها انشاء مؤشر FTSE Russell في الجدول التالي:

<sup>1</sup> FTSE Russell, **Your global index partner: Guide to products and services**, p11.

<sup>2</sup> FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March 2017, p02.

<sup>3</sup> FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March2017 , p02.

<sup>4</sup> FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March2017 , p02.

الجدول رقم (2-5): مراحل انشاء مؤشر FTSE Russell

السنة	البيان
2015	FTSE & Russell combined to create FTSE Russell
2014	FTSE Global Factor Indexes
2013	FTSE TMX Global Debt Capital Markets
2011	Russell Defensive & Dynamic Indexes®
2008	<b>FTSE Frontier 50 Index</b>
2006	FTSE NAREIT US Real Estate Index Series
2005	FTSE EPRA/NAREIT Index Series FTSE RAFI Series
2003	Industry Classification Benchmark (ICB) FTSE Global Equity Index Series (FTSE GEIS)
2001	FTSE China Index Series FTSE4Good Index Series
2000	<b>FTSE All-World Index</b>
1995	FTSE established as independent company
1987	Russell Style Indexes
1986	FT-Actuaries World Index
1984	Russell Indexes established Russell 1000® Russell 2000® Russell 3000® FTSE 100
1962	FT-Actuaries All-Share Index

Source: FTSE Russell, **Your global index partner: Guide to products and services**, p11.

ثانيا/ مستويات تصنيف أسواق الأوراق المالية وفق مؤشر FTSE Russell

لقد حاول مؤشر FTSE Russell في تصنيف أسواق الأوراق المالية تبني طريقة يستطيع من خلالها تلبية الاحتياجات الحالية والمحتملة للمستثمرين المؤسسيين، وعليه تميز بين الفئات التالية وفق هذا المؤشر:<sup>1</sup>

1. **الأسواق المتقدمة Developed Markets**: تتمثل هذه الفئة في الأسواق التي استوفت جميع المعايير الموضوعية من قبل المؤشر، وبدرجة عالية، كما انها تحتكر البعض منها أي أن بيعتها الاستثمارية تسمح بعمليات

<sup>1</sup> انظر في ذلك:

-أحمد مداني، متطلبات تحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق مالي ناشئة، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، يومي 17-18 نوفمبر، 2015، ص 11-12.

-FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March 2017 , p08.

البيع على المكشوف، إقراض الأوراق المالية وتداول المشتقات المالية، والتي لا تتوافر في الفئات الأخرى ضمن هذا المؤشر؛

2. **الأسواق الناشئة المتقدمة Advanced Emerging Markets**: أسواق هذه المجموعة لا يمكن أن تشبه أسواق البلدان المتقدمة، ولا زالت أمامها مراحل من التقدم يجب أن تجتازها، إلا أنها تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتقدمة، مثل معدلات تضخم منخفضة، استقرار نسبي لأسعار الصرف، أنظمة مالية ومصرفية متطورة، تبادل هام في سوق الأسهم.... كما أن هذه الفئة تتطلب تواجد ما يعرف بـ Omnibus Account والذي هو حساب مخصص للمستثمرين الدوليين، ويضم استثمارات عدد من العملاء يقوم الوسيط بتداولها نيابة عنهم، بهذه الطريقة لا يحمل الحساب اسم العميل لكن يكون المستثمر هو صاحب الأسهم ضمن هذا الحساب؛

3. **الأسواق الناشئة الثانوية Secondary Emerging Markets**: أي الأسواق السائرة باتجاه تحقيق تبادلات نوعية في بنائها وتقنية عملها، وتمتع بالتنافسية بين شركات الوساطة وتسمح بتسوية المعاملات كما تتمتع برقابة جيدة، وتطبق عليها معايير أقل صرامة من تلك التي تطبق على أسواق الأوراق المالية الناشئة المتقدمة، أي تسعة معايير وهي أقل من الأسواق الناشئة المتقدمة التي يبلغ عدد المعايير المتاحة فيها خمسة عشر معياراً ويتعلق الأمر بمقاصة العمليات وتسليم الأوراق المالية وحفظها، بالإضافة إلى نشر المعلومات، وتكاليف المعاملات وغيرها؛

4. **الأسواق الحدودية frontier Markets**: ينطبق هذا المصطلح على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن يعتبر اقتصادها ناشئاً، أي التي لا تزال يبيتها الاستثمارية بحاجة للتطوير وبالتالي فهي غير جاذبة بشكل كبير للاستثمارات، والشركات المدرجة ضمن هذا التصنيف لا تدخل في احتساب مؤشر FTSE All-World Index، بل تحظى بالتقييم كإشارة إلى الدول التي قد تصبح في وقت لاحق أسواقاً ناشئة ثانوية، كما أنها لا تشتمل إلا على خمسة معايير من جملة واحد وعشرون معيار موضوعاً من قبل FTSE Russell؛

واعتباراً من سبتمبر 2019، مؤشر FTSE All-World Index يضم 49 بلداً مصنفة ما بين أسواق متقدمة وناشئة متقدمة وناشئة ثانوية، بالإضافة إلى 29 بلد مصنفة كأسواق حدودية، حسب الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-6): تصنيف FTSE Russell لأسواق الأوراق المالية حسب سبتمبر 2019

حدودية	الناشئة الثانوية	الناشئة المتقدمة	متقدمة
الأرجنتين	الشيلى	البرازيل	أستراليا
البحرين	الصين	جمهورية التشيك	النمسا
بنغلادش	كولومبيا	اليونان	بلجيكا/لوكسمبورغ
بوتسوانا	مصر	المجر	كندا
بلغاريا	الهند	ماليزيا	دانمارك
كوت ديفوار	اندونيسيا	المكسيك	فنلندا
كرواتيا	الكويت	جنوب افريقيا	فرنسا
قبرص	باكستان	تاوان	المانيا
استونيا	البيرو	تايلند	هونج كونج
غانا	الفلبين	تركيا	ايرلندا
آيسلندا	قطر		الكيان الصهيوني
الاردن	روسيا		ايطاليا
كزاخستان	المملكة العربية السعودية*		اليابان
كينيا	الإمارات العربية المتحدة		هولندا
لاتفيا			نيوزيلاندا
ليتوانيا			الترويج
مقدونيا			بولندا
مالطا	الأسهم الصينية**أ		البرتغال
موريتانيا			سنغافورة
المغرب			جنوب كوريا
نيجيريا			اسبانيا
عمان			السويد
فلسطين			سويسرا
رومانيا***			المملكة المتحدة
صربيا			الو.م.أ
سلوفاكيا			
سلوفينيا			
سريلانكا			
تونس			
الفيتنام			

تنزانيا\*\*\*\*

\*تصنيف المملكة العربية السعودية في فئة الأسواق الناشئة الثانوية أصبح فعالا بداية من مارس 2019 وتنتهي العملية إلى غاية مارس 2020.

\*\*تصنيف الأسهم الصينية أ ضمن فئة الأسواق الناشئة الثانوية أصبح فعالا بداية من جوان 2019 وتنتهي العملية في مارس 2020.

\*\*\* سيصبح تصنيف رومانيا فعال كسوق ناشئ ثانوي عند المراجعة النصف السنوية للـ GEIS في سبتمبر 2020.

\*\*\*\* سيصبح تصنيف تنزانيا فعال كسوق حدودي عند المراجعة السنوية للمؤشر في سبتمبر 2020.

Source: FTSE Russell, FTSE Country Classification Process, September 2019, p06.

ثالثاً/ خطوات ترقية أسواق الأوراق المالية وفق مؤشر FTSE Russell

لقد كانت تعتبر من قبل معايير التفرقة بين الأسواق المتقدمة والناشئة إلى حد ما تعسفية، وتميل إلى التركيز على الثروة النسبية للبلدان، بالإضافة إلى إطلاق الأحكام الذاتية حول نوعية السوق، وهذا النقص في الشفافية جعل من الصعب على المستثمرين الحكم على مستوى الأسواق والتنقل فيما بينها، ولم تعزز روح المنافسة التي من شأنها تشجيع هذه الأسواق على اعتماد أفضل الممارسات العالمية، وبالتالي الترقية إلى مستوى أفضل، وهذا ما دفع FTSE لإطلاق تشاور في عام 2003 من أجل اقتراح إطار منظم لتصنيف أسواق الأوراق المالية، وتكون في نفس الوقت متناسقة مع فلسفة FTSE في اعداد المؤشرات التي تقوم على أساس قواعد موضوعية، ومع الاخذ بعين الاعتبار لنصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي، ونتيجة هذه المشاورات، توجت بوضع معايير رسمية يتم الاعتماد عليها لتقييم الأسواق والتي نشرت في نوفمبر 2003<sup>1</sup>، والتي تتضمن العناصر التالية:

**1. مصفوفة جودة الأسواق \* Quality of Markets matrix:** تعتبر محور عملية التقييم، فهي تتضمن لنصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي حسب البنك الدولي، وكان يعتبر هذا المعيار أحد المعايير الأصلية الذي يستخدم للمساعدة على التمييز بين المستويات المختلفة، كما تحتوي أيضا على مستويات التصنيف الائتماني للبلدان والذي يعتبر المعيار أكثر حداثة في هذه المصفوفة<sup>2</sup>، بالإضافة إلى معايير أخرى، والجدول الموالي يبرز هذه المصفوفة:

الجدول رقم (2-7): مصفوفة جودة الأسواق حسب مؤشر FTSE Russell

المتقدمة				الناشئة				الناشئة				الحدودية			
				المتقدمة				الثانوية							
نصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي حسب البنك الدولي															
مستويات التصنيف الائتماني															
<b>السوق والبيئة التنظيمية Market and Regulatory Environment</b>															
+				+				+				+			
تنظيم سوق الأسهم الرسمي أي قيام السلطات التنظيمية لسوق الأوراق المالية الرسمية بمراقبة السوق (المراقبة الفعالة للسوق)															
				+				+							
المعاملة العادلة والغير متحيزة لصغار المساهمين															
				+				+							
لا توجد انتقائية أو حدود على الملكية الأجنبية															
+				+				+				+			
لا يوجد أي اعتراض أو قيود أو عقوبات كبيرة مطبقة عند استثمار رأس المال أو اعادته أو على الدخل															

<sup>1</sup> FTSE Russell, FTSE Country Classification Process, v1.3, March2017 , p02.

\* لمزيد من التفاصيل حول مدى توفر معايير جودة الأسواق للأسواق الناشئة، انظر إلى:

الملحق رقم 02: مصفوفة جودة الأسواق الناشئة حسب مؤشر FTSE Russell

<sup>2</sup> FTSE Russell, FTSE Country Classification Process, v1.3, March2017 , p04.

			+	+	حرية وتطور سوق الأسهم
			+	+	حرية وتطور سوق الصرف الأجنبي
			+	+	عدم وجود أو بساطة تسجيل للمستثمرين الأجانب
<b>Custody and Settlement الحفظ والتسوية</b>					
	+	+	+	+	التسوية - حالات نادرة من الصفقات الفاشلة
			+	+	المنافسة الكافية لضمان جودة عالية من خدمات الحفظ
	+	+	+	+	المقاصة والتسوية: T+3 /T+2
				+	التسوية: مجانية بعض الخدمات
			+	+	الحفظ: حساب شامل للتسهيلات المتاحة للمستثمرين الدوليين
<b>Dealing Landscape التعامل في السوق</b>					
		+	+	+	الوساطة: المنافسة الكافية لضمان خدمات وسيط ذو جودة عالية
			+	+	السيولة: سوق واسع السيولة تكفي لدعم الاستثمار العالمي
			+	+	تكاليف المعاملات: التكاليف الضمنية والصريحة معقولة وتنافسية
				+	السماح بإقراض الأسهم
				+	السماح بالبيع القصير
				+	السماح بتبادل الصرف
				+	نظام التداول الآلي ذو كفاءة
	+	+	+	+	الشفافية وعمق السوق: وضوح المعلومة وتقديم التقارير والابلاغ عن التداول في الوقت المناسب
<b>Derivatives المشتقات</b>					
				+	سوق مشتقات متطورة

Source: FTSE Russell ,FTSE Country Classification Process, v1.3, March,2017 p08.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن بقية المصنوفة تنقسم إلى أربعة أقسام: السوق والبيئة التنظيمية، الحفظ والتسوية، التعامل في السوق والمشتقات، وكل قسم بدوره ينقسم إلى نقاط فرعية والتي تعتبر عناصر أساسية في عملية التصنيف، ويتم اعطاء علامة متاح **Pass** ، مقيد **Restricted** أو غير متوفر **Not Met** على كل عنصر من هذه العوامل، ونلاحظ من خلال الجدول أنه لا ينبغي على أسواق البلدان المتقدمة أن تفشل في أي عنصر من هذه العناصر على الرغم من أنه يمكن أن يقبل منها علامة مقيد **Restricted** ولكن بنسبة قليلة جداً، أما فئة الأسواق الناشئة المتقدمة لا بد أن تستوفي معايير أقل (خمسة عشر معياراً)، وبدرجة أقل بالنسبة للأسواق الناشئة الثانوية والحدودية<sup>1</sup>؛

<sup>1</sup> FTSE Russell, FTSE Country Classification Process, v1.3, March2017 , p04.

2. الاستبيان **Questionnaire**: في حالة الأسواق التي لم يسبق تقييمها، أو الأسواق التي توجد في مرحلة إعادة التقييم، يتم ارسال استبيان إلى الجهة المكلفة بالسوق، والتي عادة ما تكون الهيئة المشرفة على عمل البورصة، وهذا من أجل التعرف على المعايير التي تتوفر في ذلك السوق، وهذا الاستبيان يحتوي على التفاصيل الأساسية للمعايير المكونة لمصفوفة جودة السوق، بالإضافة إلى تقديم شرح ومعلومات بشأن هذه الجوانب من أجل تسهيل تحديد العلامة التي ستمنح لتلك السوق في كل معيار<sup>1</sup>؛

3. اللجنة الاستشارية لتصنيف البلدان **The FTSE Russell Country Classification Advisory Committee**: تتكون هذه اللجنة من الممارسين ذوي الخبرة في التداول والمتاجرة، إدارة المحفظة المالية وأمناء الحفظ القادرين على تقديم تجاربهم وخبرتهم مباشرة في كل هذه المجالات، فكل العلامات المقدمة من قبل هذه اللجنة للأسواق حول مصفوفة جودة السوق تعتبر مؤقتة وقابلة للتغيير، وأي تغيير في الدرجات الممنوحة والتي أوصت بها اللجنة يدون حسب الأصول ويتم تغييره، وتقوم FTSE Russell بالتبليغ رسمياً للجهات المعنية كل عام في مارس وسبتمبر<sup>2</sup>؛

كما تقوم أيضاً اللجنة الاستشارية الخاصة بـ FTSE Russell بمراجعة الردود الواردة على الاستبيان، وفي كثير من الحالات تطلب اللجنة إجراء مزيد من البحوث سواء من خلال متعهد أو تحقق بنفسها من خلال الاعتماد على بعض الشركاء حول ما إذا كان الرد يؤكد خبرتها العملية في السوق، وهذا قبل اتخاذ أي قرار نهائي بشأن العلامة الممنوحة على مصفوفة جودة السوق<sup>3</sup>؛

4. المجلس الاستشاري للجنة **The FTSE Russell Policy Advisory Board**: يعتبر هذا المجلس من أقدم اللجان الاستشارية الخارجية في FTSE Russell، ويستمد عضويته من كبار الموظفين في إدارات شركات الاستثمار، المستشارين الماليين ومالكي الأصول، ومن أجل عملية تصنيف الأسواق، يقوم هذا المجلس بتوفير دور هام في ضمان التحليلات النهائية لمقترحات تغيير تصنيف الأسواق، بالرجوع إلى العدد المطلوب من المعايير التي يتم من خلالها الحكم على السوق، أما بترقيته أو تخفيضه؛

5. قائمة المراقبة **The Watch List**: لتمكين المستثمرين من التعرف على التغييرات المحتملة التي يمكن أن يجربها مؤشر FTSE Russell على تصنيف الأسواق، يقوم هذا الأخير بوضع قائمة مراقبة للأسواق التي حكم عليها بأنها استوفت أو أصبحت تكاد تستوفي المعايير الفنية المطلوبة المتعلقة بمصفوفة جودة السوق لإعادة تصنيف محتملة، وتحتوي هذه القائمة أيضاً على الأسواق التي قد انخفضت درجاتها إلى أقل من تلك المطلوبة للحفاظ على مستوى التصنيف الحالي والنظر في امكانية خفض رتبته، وفي ظل غياب أي ظروف استثنائية، يجب أن تبقى السوق في قائمة المراقبة لمدة لا تقل عن سنة واحدة، وربما لعدة سنوات، قبل أن تعتبر جاهزة

<sup>1</sup> FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March2017 , p04.

<sup>2</sup> FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March2017 , p04.

<sup>3</sup> FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March2017 , p04.



لإعادة التصنيف، وهذا ما يتفق مع المبادئ المنصوص عليها سابقاً، أي أنه نادراً ما يحدث تغيير في تصنيف سوق ما إلا عندما يتم التأكد من أن المعايير المناسبة قد استوفت وذلك في مدة محددة، وهذا ما يتيح للمستثمرين التعرف من أن المعايير المطلوبة لجودة السوق يجري تطبيقها في السوق<sup>1</sup>؛

**6. المشاركة Engagement:** بهدف تشجيع أسواق الأوراق المالية التي ادرجت ضمن قائمة المراقبة على تكييف إجراءاتها لتتوافق مع الممارسات الدولية، تشترك FTSE Russell بنشاطات مع السلطات المختصة بتلك الأسواق التي تمت إضافتها إلى قائمة المراقبة بهدف مساعدتهم على فهم الخطوات الواجب اتخاذها لتحسين العلامات الحالية لجعلها قابلة للترقية في المستقبل، أو لتفادي كذلك أية تخفيضات محتملة في المستقبل<sup>2</sup>؛

**7. جدول سنوي Annual Schedule:** تعمل FTSE Russell على تصنيف الأسواق وفق جدول زمني سنوي ابتداء من جانفي وينتهي في سبتمبر، حيث تبدأ هذه العملية بوضع تقييمات معمقة حول الأسواق المدرجة ضمن قائمة المراقبة على النحو المتفق عليه من سبتمبر الماضي، والأسواق التي أبرزت إمكانية إضافتها إلى القائمة في سبتمبر المقبل<sup>3</sup>؛

ومن جانفي إلى سبتمبر، تقوم اللجنة الاستشارية بمراجعة العلامات الممنوحة حول مصفوفة جودة السوق للأسواق الحالية المدرجة ضمن قائمة المراقبة والمحتمل أيضاً إدراجها ضمن القائمة، وطوال هذه الفترة، يتم تسجيل بشكل كثيف أي تحسن أو التدهور يطرأ على العلامات الممنوحة للأسواق المدرجة ضمن قائمة المراقبة عن طريق التواصل مع السلطات المختصة في البلد المعني، ويتم إدخال التغييرات الختامية على قائمة المراقبة في اجتماع اللجنة الاستشارية لـ FTSE Russell الذي يعقد في سبتمبر، وفي هذه الجلسة أيضاً، يتم النظر رسمياً في ترقية أو خفض رتبة الأسواق المدرجة ضمن قائمة المراقبة والنظر إلى أية توصيات مقدمة من قبل اللجنة حول عروض الترقية والتخفيض إن وجدت، والتي قدمت في اجتماع سبتمبر للمجلس الاستشاري لـ FTSE Russell المعني بسياسات الأسواق على قائمة المراقبة، وجميع التوصيات التي أيدتها المجلس بشأن الترقية وتخفيض ترسل إلى مجلس إدارة FTSE Russell في سبتمبر للموافقة النهائية، وقد يتم الإعلان عن إعادة تصنيف الأسواق في التحديث المؤقت لشهر مارس، وهذا بعد موافقة كل من مجلس إدارة FTSE Russell، واللجنة الاستشارية والمجلس الاستشاري، وإعلام السوق حول تاريخ الإعلان السنوي لتصنيف يتم نشر إعلان عام في موقع FTSE Russell مع إرساله إلى العملاء قبل تاريخ الإعلان الرسمي<sup>4</sup>؛

**8. الاتصال Communication:** بعد اجتماع مجلس إدارة FTSE Russell المنعقد في مارس أو سبتمبر، يتم تعزيز قرارات الترقية والتخفيض والتغييرات المحدثة في قائمة المراقبة، ويتم التبليغ رسمياً للأسواق المتأثرة بهذه القرارات، مع توضيح وشرح أسباب هذه التغييرات من خلال ارسال مصفوفة جودة الأسواق الخاصة بها

<sup>1</sup> FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March2017 , p05.

<sup>2</sup> FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March2017 , p05.

<sup>3</sup> FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March2017 , p05.

<sup>4</sup> FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March2017 , p05.

للتوضيح، كما أن قرارات الترقية والتخفيض وقائمة المراقبة يتم نشرها لاحقاً في إشعار عام جنباً إلى جنب مع الجدول الزمني لتنفيذها، وما لم تكن هناك ظروف استثنائية، يتم تنفيذ التغييرات في تصنيفات الأسواق والذي يتزامن عادة مع أحد الاستعراضات نصف السنوية لمؤشرات FTSE ويتم إخطارهم في ستة أشهر كأدى حد وهذا سماح للمستثمرين وأصحاب الأصول الوقت الكافي للتحضير<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث/ مؤشر S&P Dow Jones

يعتبر تصنيف S&P Dow Jones للأسواق المالية من أهم التصنيفات التي يؤخذ بها في الأبحاث حول موضوع أسواق الأوراق المالية، أين يستخدم كمرحلة أولى لتصنيف البلدان المعايير الكمية، كما يأخذ بعين الاعتبار آراء وتجارب المستثمرين الدوليين حول ذلك السوق وتعتبره بنفس الأهمية.

### أولاً/ المعايير الكمية Quantitative Criteria Process

يجب على الأسواق أن تلي بعض المعايير الأولية كي تعتبر مؤهلة للإدراج ضمن مؤشر S&P DJI\*، وبالتالي فالأسواق التي تلي معظم متطلبات الحد الأدنى للمؤشر سوف تكون مؤهلة للإدراج في فئة الأسواق الحدودية، ولكي يتم النظر لترقيتها لتصنيفات أعلى (الناشئة أو المتقدمة)، يجب أن تفي بتدابير نهائية متعلقة بالوضع الاقتصادي وحالة البلد بشكل عام بالإضافة إلى عدد معين من المعايير الأخرى، والأسواق التي تستوفي جميع المعايير السالفة الذكر، تكون موضع لتشاوور معمق مع العملاء لتقييم المعايير التشغيلية فيها، قبل النظر في إعادة تغيير تصنيفها من وضعها الراهن<sup>2</sup>:

**1. المعايير الأولية لمؤشر S&P DJI لتصنيف الأسواق الحدودية:** في هذا المستوى يجب على الأسواق أن تحقق الحد الأدنى من المعايير، أي اثنين من الشروط الثلاثة التالية على الأقل ليتم أخذها بعين الاعتبار ضمن تصنيفات مؤشر S&P للأسواق الحدودية<sup>3</sup>:

أ-مجمّل القيمة السوقية المحلية أكثر من US\$ 2.5 bn: يأخذ المؤشر بمجمّل القيمة السوقية لسوق الأولي كميّار للحكم على حجم السوق، أما القيمة السوقية المعومة لا تأخذ بعين الاعتبار نظراً لعدم توفر المعلومات الخاصة بها ببعض الأسواق الصغيرة، كما أنها ليست من المعايير المطلوبة وهذا لتحقيق الانسجام في جميع الأسواق؛

ب-قيمة التداول المحلية السنوية تفوق US\$ 1 bn: يجب أن تتوفر السوق على 1 مليار دولار كقيمة تداول على الأقل لتجنب تصنيفها كسوق صعبة التداول من قبل المشاركين في السوق، ولهذا يستخدم المؤشر بيانات مستقلة لمعرفة إجمالي قيمة تداول الشركات المحلية في السوق خلال السنة قبل التصنيف؛

<sup>1</sup>FTSE Russell, FTSE Country Classification Process, v1.3, March2017 , pp05\_06.

\*لقد تم تكوين هذا المؤشر باتحاد كل من مؤشر Dow Jones ومؤشر S&P في 2012.

<sup>2</sup> S&P Dow Jones Indices, Country Classification Methodology, October 2016, p02.

<sup>3</sup> S&P Dow Jones Indices, Country Classification Methodology, October 2016, p02.

ت-معدل نمو السوق أكبر من 5%: تملك العديد من البلدان أسواق أسهم صغيرة جدا وبالتالي لا تمثل الاقتصاد المحلي بما فيه الكفاية، ولضمان أن الأسواق قد تطورت بما فيه الكفاية، يستند المؤشر لحساب النسبة من خلال قسمة مجمل القيمة السوقية المحلية على الناتج المحلي الإجمالي للبلد ويجب أن تفوق هذه النسبة 5%.

### 2. متطلبات إضافية لمؤشر S&P DJI لفئة الأسواق الناشئة:

ولتصنيف الأسواق في فئة الأسواق الناشئة، يجب عليها أن تلي جميع المعايير السابقة، كما يجب أن تلي الحد الأدنى من المعايير التالية أي ثلاثة من خمسة معايير، بالإضافة لتجاوز قيمتها السوقية 15 مليار دولار:<sup>1</sup>

أ-فترة التسوية T+3 أو أفضل: والتي تشير إلى كفاءة التسوية السريعة للصفقات، والتي تعتبر ضرورية بالنسبة للمستثمر حتى يكون قادرة على التداول بثقة، ويتطلب مؤشر S&P DJI أن تتم تسوية الصفقات في T+3 أو أقل والمعلومات المتعلقة بتسوية دائما ما تكون متاحة للجمهور، ويحصل المؤشر على معلومات أكثر تفصيلا بخصوص التسوية من قاعدة بيانات الأسواق المالية العالمية؛

ب-الأخذ بعين الاعتبار لتقييم أهم وكالات التصنيف الأخرى بالنسبة للديون السيادية: حيث ينبغي ألا تقل التصنيفات عن BB+ الصادرة عن وكالتي S&P و Fitch أو على الأقل تصنيف Baa الصادر عن وكالة Moody's؛

ت-عدم حدوث التضخم الجامح: يعرف مؤشر S&P DJI التضخم الجامح بالذي يتجاوز فيه التغير السنوي لمؤشر الأسعار المستهلك نسبة 25% وهذا في وقت التصنيف؛

ث-عدم وجود قيود كبيرة على الملكية الأجنبية: والتي تعني مدى امكانية وصول المستثمر الأجنبي لسوق المحلي، ويرى مؤشر S&P DJI بأن مستوى الملكية في بعض الصناعات يتميز بالقيود ولذا ينبغي أن تكون مفتوحة على نطاق واسع؛

ج-التداول الحر للعملة المحلية: فصعوبة بيع أو شراء العملة المحلية أو إعادة رؤوس الأموال سيسهل تعقيدا في عملية الاستثمار في سوق معينة.

### 3. متطلبات أخرى بالنسبة للأسواق المتقدمة:

وحتى يدرج أي سوق ضمن فئة الأسواق المتقدمة يجب أن يستوفي جميع المعايير الثمانية المذكورة أعلاه بالإضافة لذلك يجب أن يكون نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي في تعادل القوة الشرائية PPP أكثر من 15000 دولار أمريكي<sup>2</sup>، ويمكن توضيح كل ما أدرج أعلاه في الجدول الموالي:

<sup>1</sup> S&P Dow Jones Indices, Country Classification Methodology, October 2016, p03.

<sup>2</sup> S&P Dow Jones Indices, Country Classification Methodology, October 2016, p03.

الجدول رقم (2-8): متطلبات تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر S&P DJI

متقدمة	ناشئة	حدودية	المعايير الأولية
√	√	تحقيق اثنين من	مجملة القيمة السوقية المحلية تفوق 2,5 مليار دولار
√	√	الشروط على	قيمة التداول المحلية السنوية تفوق 1 مليار دولار
√	√	الأقل √	معدل نمو السوق أكبر من 5%
المتطلبات الإضافية			
√	√		مجملة القيمة السوقية المحلية تفوق 15 مليار دولار
√	تحقيق ثلاثة من		فترة التسوية T+3 أو أفضل
√	الشروط على		تقييم وكالات التصنيف الأخرى بالنسبة للديون السيادية BB+ أو أعلى
√	الأقل √		عدم حدوث التضخم الجامح
√			عدم وجود قيود كبيرة على الملكية الأجنبية
√			التداول الحر لعملة المحلية
متطلبات التنمية الاقتصادية			
√			نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي في تعادل القوة الشرائية PPP أكثر من 15000 دولار أمريكي

Source: S&P Dow Jones Indices, Country Classification Methodology, October 2016, p03.

ووفقاً لتصنيف مارس 2019 فهذا المؤشر يشمل على 24 سوق ناشئة، كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-9): تصنيف S&P DJI لأسواق الأوراق المالية حسب مارس 2019

الأسواق المتقدمة	الأسواق الناشئة	الأسواق الحدية
أستراليا	البرازيل	الارجنتين
النمسا	الشيلي	البحرين
بلجيكا	الصين	بنغلاديش
كندا	كولومبيا	بوتسوانا
دانمارك	جمهورية التشيك	بلغاريا
فنلندا	مصر	كوت ديفوار
فرنسا	اليونان	كرواتيا
ألمانيا	المجر	قبرص
هونغ كونغ	الهند	اكوادور
ايرلندا	إندونيسيا	استونيا
الكيان الصهيوني	ماليزيا	غانا

جمايكا	المكسيك	إيطاليا
الأردن	باكستان	اليابان
كراخستان	البيرو	لوكسمبورغ
كينيا	الفلبين	هولندا
الكويت	بولندا	نيوزيلندا
لاتفيا	قطر	النرويج
لبنان	روسيا	البرتغال
ليتوانيا	جنوب افريقيا	سنغافورة
موريتانيا	تايوان	جنوب كوريا
المغرب	تايلند	اسبانيا
ناميبيا	تركيا	السويد
نيجيريا	الإمارات العربية المتحدة	سويسرا
عمان	المملكة العربية السعودية	المملكة المتحدة
بنما		الو.م.أ
رومانيا		
سلوفاكيا		
سلوفينيا		
سريلانكا		
ترينيداد وتوباغو		
تونس		
الفيتنام		
زامبيا		

Source: S&P Dow Jones Indices, S&P Global BMI: S&P/IFCI Methodology, April 2019, p17.

### ثانيا/ المعايير الاضافية

تعتمد S&P DJI في تصنيفها لأسواق الأوراق المالية على خطوتين: الأولى على سلسلة من المعايير الكمية كتصنيف أولي، فإذا كانت النتائج تدل على تغيير في التصنيف، بلجأ المؤشر إلى معايير أخرى من أجل أخذ القرار النهائي بشأن تغيير تصنيف السوق، وتتمثل هذه المعايير أساسا في معايير اقتصادية وسياسية **Economic & Political**، تشمل أساسا على تدابير الاقتصاد الكلي مثل معدل وتقلب نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والحجم الكلي للاقتصاد، وعوامل سياسية بما في ذلك الحروب والاضطرابات المدنية ومخاطر الحروب والقيود المفروضة على الاستثمارات التي تفرضها الحكومات الأخرى، بالإضافة إلى النظر في الشروط المتعلقة بالاستثمار **Related Investment Conditions**، والتي يقصد بها إجراءات التسوية، إجراءات صرف

العملات الأجنبية (الفوركس)، قواعد البيع قصير الاجل وتوافر العقود الآجلة، ... إلخ، توافر وسائل بديلة للاستثمار في سوق الأسهم، مثل شهادات الإيداع (DRs)، عدد الشركات المحلية المدرجة<sup>1</sup>؛

وتجدر الإشارة إلى أن مؤشر S&P DJI يأخذ في تصنيفه لأسواق الأوراق المالية بعين الاعتبار آراء وتجارب المستثمرين الدوليين حول بعض المسائل التشغيلية، لأن العديد من المعايير التي يتم الاستعانة بها في تصنيفات الأسواق غير قابلة للقياس الكمي مثل لوائح وإجراءات صرف العملات الأجنبية، توفر البيانات المالية للشركات وعوامل أخرى تختلف من سوق لآخر، والملاحظ هنا أنه في الكثير من الأحيان ما تتفق المعايير الكمية مع آراء أغلبية كبيرة من المستثمرين، لكن تبقى هنالك العديد من الحالات التي تكون مفتوحة للنقاش حول تصنيف بعض الأسواق، والمشاورات السنوية التي يعقدها المؤشر مع المستثمرين العالميين تكون خلال الربع الثاني وتظل مفتوحة للتعليق لمدة ثلاثة أشهر، مع إعلان النتائج في الربع الرابع، وهذه المعايير تتمثل في:

1. البيئة التنظيمية **Regulatory Environment**: أي توفر السوق على هيكل تنظيمي قوي، سلس ومرن يسهل من عملية دخول المستثمرين الأجانب إلى السوق، ويجنبهم الإفراط في اللوائح التنظيمية، وفيه:<sup>2</sup>

- أ- السلطة التنظيمية: وجود هيكل تنظيمي قوي والذي يلعب دورا هاما في تنظيم السوق؛
- ب- المعاملة العادلة للأقلية لحملة أسهم: أي جميع المساهمين يتلقون فوائد متساوية دون انحياز إلى المستثمرين المحليين مقابل المستثمرين الأجانب، أو كبار المستثمرين مقابل صغار المستثمرين؛
- ت- سهولة إعادة رأس المال أو الدخل: ويقصد به الاجراءات والقيود المرتبطة بحركة رأس مال واستثماره واعادته والأرباح لفترة محددة من الوقت، أو الضرائب المطبقة عليها؛
- ث- سهولة دخول المستثمرين الأجانب: أي لا يوجد إفراط في لوائح تسجيل المستثمرين الأجانب.

2. هيكل السوق **Market Structure**: ويرتبط ذلك بمدى توافر آليات تضمن وجود حسابات للمقيمين وبتكاليف معقولة، مع ضرورة توافر التعامل بالعقود الآجلة وخيارات السوق، التي تضمن سيولة كافية على مستوى سوق المشتقات، وتتمثل معاييرها في:<sup>3</sup>

- أ- سوق الصرف الأجنبي: وجود تسهيلات خاصة بسوق الصرف الأجنبي وتوافر احتياطي كافي يتاح تبادله؛
- ب- سوق العقود الآجلة والخيارات: توافر أسواق المشتقات المالية ذات الحجم والسيولة المناسبة؛
- ت- سوق الحفظ: وجود العديد من أمناء الحفظ وبتكاليف معقولة.

<sup>1</sup> S&P Dow Jones Indices, **Country Classification Methodology**, October 2016, p04.

<sup>2</sup> S&P Dow Jones Indices, **Country Classification Methodology**, October 2016, p05.

<sup>3</sup> S&P Dow Jones Indices, **Country Classification Methodology**, October 2016, p05.

### 3. بيئة التداول Trading Environment وتختصر أساسا في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- أ- عمق سيولة السوق: القدرة على التداول في أي وقت دون تقييد السيولة؛
- ب- البيع القصير، إقراض الأوراق المالية والتداول عن طريق حسابات: وجود سوق متطورة تكون فيها تقنيات البيع القصير، الإقراض والتداول عن طريق الهامش مسموح بها؛
- ت- الوصول إلى أسعار التداول وغيرها من المعلومات: شفافية المعلومات المنشورة وسرعة الوصول إليها في الوقت المناسب والمتعلقة بالتسعير، أعمال الشركات وغيرها من الأخبار التي ينبغي أن تكون متاحة لجميع المشاركين في السوق بشكل متساوي؛
- ث- تكاليف معقولة للمعاملات: جميع التكاليف تكون معقولة وشفافة؛
- ج- جودة خدمات الوساطة: خدمات الوساطة المحلية يجب أن تكون ذات نوعية مناسبة؛
- ح- التسوية السلسلة لصفقات: انعدام أو انخفاض نسبة الصفقات الفاشلة؛
- خ- الضرائب على الأرباح الرأسمالية: الضرائب على أرباح رأس المال ينبغي أن تكون مناسبة وغير مجحفة؛

### 4. توافق السوق: أي أن هناك إجماع من السوق نفسه ورغبته في تغيير وضعه إلى التصنيف الأعلى:<sup>2</sup>

- أ- الرغبة في التغيير: يجب أن يكون هناك إجماع في السوق على الرغبة في تغيير وضع السوق؛
- ب- أعمال مشاركين آخرين في السوق: على جميع الأطراف في السوق الاتحاد من أجل محاولة إدخال رغبات وتوجهات المستثمرين عند تقييم أسواق الأوراق المالية لغرض استثمار، وتعتبر التغييرات في التصنيفات ذات أهمية، لأنها تعكس التغييرات في مطالب المستثمرين في السوق الأوسع نطاقا.

### المبحث الثالث/ الاختلافات في تصنيف أسواق الأوراق المالية

لقد تزامن نشاط أسواق الأوراق المالية الناشئة، بظهور العديد من الأزمات والصدمات السياسية والاقتصادية التي أثرت على الاقتصاد العالمي بشكل عام، وأسواق الأوراق المالية بشكل خاص، وهذه الأحداث مجتمعة ساهمت في التأثير على توجهات المستثمرين من خلال توجه للاستثمار في أقاليم معينة بحد ذاتها دون أخرى، أو حتى استثمار في أسواق معينة على حساب أخرى، كما أن وجود العديد من المنظمات والمؤشرات التي تسعى إلى تصنيف أسواق الأوراق المالية وفق درجة تطورها إلى مجموعة من الفئات، معتمدة في ذلك على مجموعة من المعايير التي تتفق في مجملها على الوضع الاقتصادي للبلاد كمؤشر رئيسي في تصنيف، إلا أنها تختلف فيما بينها فيما يتعلق ببنية السوق، أدى إلى وجود بعض الفروق في تحديد درجة تطور السوق من مؤشر إلى آخر، وهذه الفروقات شكلت في بعض الأحيان تعقيدات وتشوهات على البيئة الاستثمارية العالمية.

<sup>1</sup> S&P Dow Jones Indices, **Country Classification Methodology**, October 2016, p05.

<sup>2</sup> S&P Dow Jones Indices, **Country Classification Methodology**, October 2016, p05.

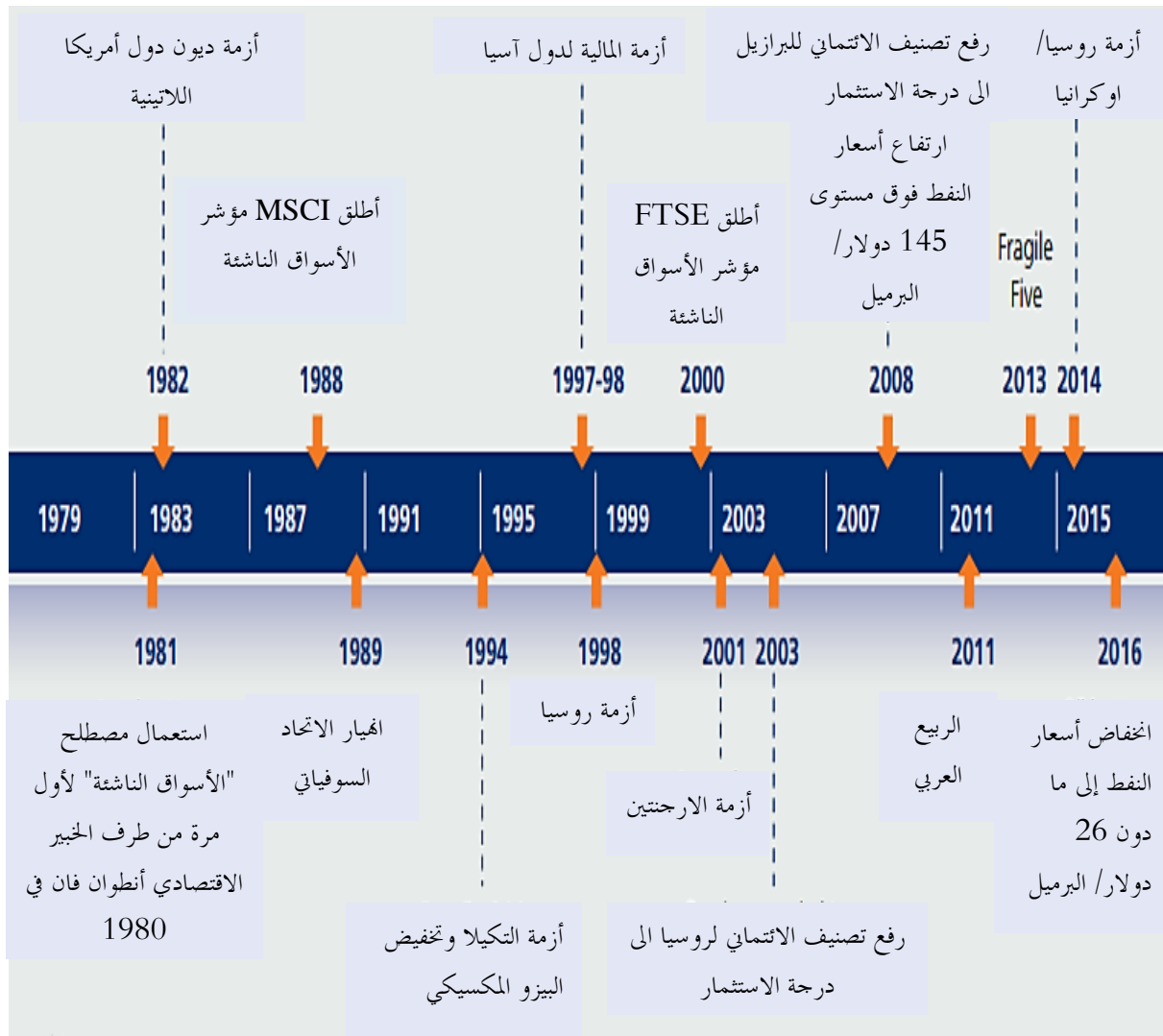
### المطلب الأول/ التطور التاريخي لأداء أسواق الأوراق المالية الناشئة

لقد مرت أسواق الأوراق المالية الناشئة بالعديد من الأحداث منذ نشأتها، استجاب معها المستثمرون الدوليون، ما ترك تأثيراً بارزاً على أدائها بالمقارنة مع أداء أسواق الأوراق المالية المتقدمة.

#### أولاً/ الأحداث التي مرت بها أسواق الأوراق المالية الناشئة منذ النشأة

بعد سقوط الاتحاد السوفياتي، وكذلك ظهور بعض الديمقراطيات في آسيا وأمريكا اللاتينية، وقيام عدة أسواق مالية بفتح أسواقها المالية للمستثمرين الدوليين ما بين 1980 و1990، والتي تزامنت كذلك مع مواصلة الابتكارات التكنولوجية التي تهدف إلى تحسين ظروف التجارة العالمية، ظهرت العديد من أسواق الأوراق المالية الناشئة التي تميزت بوجود فرص استثمارية فيها مغرية، واستقطبت بذلك العديد من المستثمرين الدوليين من أجل الاستفادة من فرص النمو فيها بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة، ولقد شهدت أسواق الأوراق المالية الناشئة منذ ظهورها عدة أحداث وأزمات أثرت على أدائها، ويمكن إبراز أهم هذه الأحداث في الشكل الموالي:

#### الشكل رقم (2-2): التسلسل التاريخي للأحداث التي مرت بها أسواق الأوراق المالية الناشئة



Source: Three decades of investing in emerging markets equities from niche to mainstream, opcit, p02.



وكل هذه الاحداث\* التي مرت بها الأسواق الناشئة منذ نشأتها، أدت إلى ظهور بعض الاختلالات على أدائها يمكن تقسيمها إلى أربع فترات واسعة، كما يوضحه الشكل رقم (2-3):<sup>1</sup>

**1988.1 – 1994:** تم خلال هذه الفترة اطلاق مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والذي كان يتألف من 10 أسواق. بما يمثل أقل من 1% من رسملة السوق العالمية آنذاك، وخلال العقد الذي عقب انشاء المؤشر، شهد دخول عدة أسواق في مؤشر الأسواق الناشئة وبأحجام مختلفة، كما أن تركيبة المؤشر تغيرت بشكل كبير، ففي السنوات الأولى لإنشائه كانت أسواق كل من المكسيك والبرازيل وماليزيا مهيمنة على أداء المؤشر، ولقد شهدت هذه الأسواق نشاطا مبدئيا، ولكن أيضا كان أداء هذه الأسواق منخفض نسبيا مقارنة بأداء الأسواق المالية العالمية وبالخصوص المتقدمة منها؛

**1995.2 – 2002:** هذه الفترة شهدت دخول كل من أسواق الصين، الهند وروسيا لمؤشر MSCI للأسواق الناشئة في منتصف التسعينات، ولقد شهدت هذه الفترة أيضا ارتفاع أداء كل من سوق المال الماليزي وتايلندي، مما انعكس هذا على أداء مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، إذ ارتفع إلى ذروته مرة واحدة، وبلغ حجم هذه الأسواق 47% من مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، وكان هذا قبل أزمة آسيا 1997 – 1998 التي مست السوقين ولكنها أصبحت تمثل 5% فقط من المؤشر مع تقدم الأعوام، كما تميزت هذه الفترة بانفجار العديد من الأزمات كأزمة التكيلا، أزمة آسيا وأزمة الروبل والتي تبعتها كذلك انفجار فقاعة الانترنت TMT، وأحداث 11 سبتمبر التي أثرت على الاقتصاد العالمي كافة، ولقد كان أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال هذه الفترة ضعيفا ومتذبذبا بالمقارنة مع أداء أسواق الأوراق المالية المتقدمة التي سجلت أداء إيجابيا على الرغم من أزمة فقاعة الانترنت والتي كان تأثيرها كبيرا خاصة على الشركات التكنولوجية؛

**2003.3 – 2010:** شهدت هذه الفترة ارتفاع أداء مؤشر الأسواق الناشئة بسبب التطور الكبير الذي شهدته هذه الدول خاصة فيما يتعلق بالبنية التحتية ودورة السلع، كما تم خلال هذه الفترة رفع تصنيف الائتماني لكل من دولتي روسيا والبرازيل إلى درجة الاستثمار في 2003 و2008 على التوالي، كما شهدت أسعار النفط مستويات قياسية إذ تعدت سعر 145 دولار للبرميل الواحد في الكثير من الأحيان، ما فتح الطريق أمامها للتفوق على أسواق الأوراق المالية المتقدمة بدرجة كبيرة، ولكن سرعان ما تلاشى هذا الأداء القوي نتيجة نشوب أزمة الرهن العقاري في عام 2008، ما أدى إلى انسحاب المستثمرين من هذه الأسواق؛

**2011.4 – 2016:** موجة هروب المستثمرين من أسواق الأوراق المالية الناشئة سرعان ما تلاشت مرة أخرى، ومع ذلك، فالانخفاض في الإنفاق على البنية التحتية في الصين، وهبوط أسعار السلع الأساسية، وعودة رؤوس الأموال لدول الأسواق المتقدمة التي تعاني من ديون، كل هذا أحدث ضغطا على أداء الأسواق الناشئة بالمقارنة

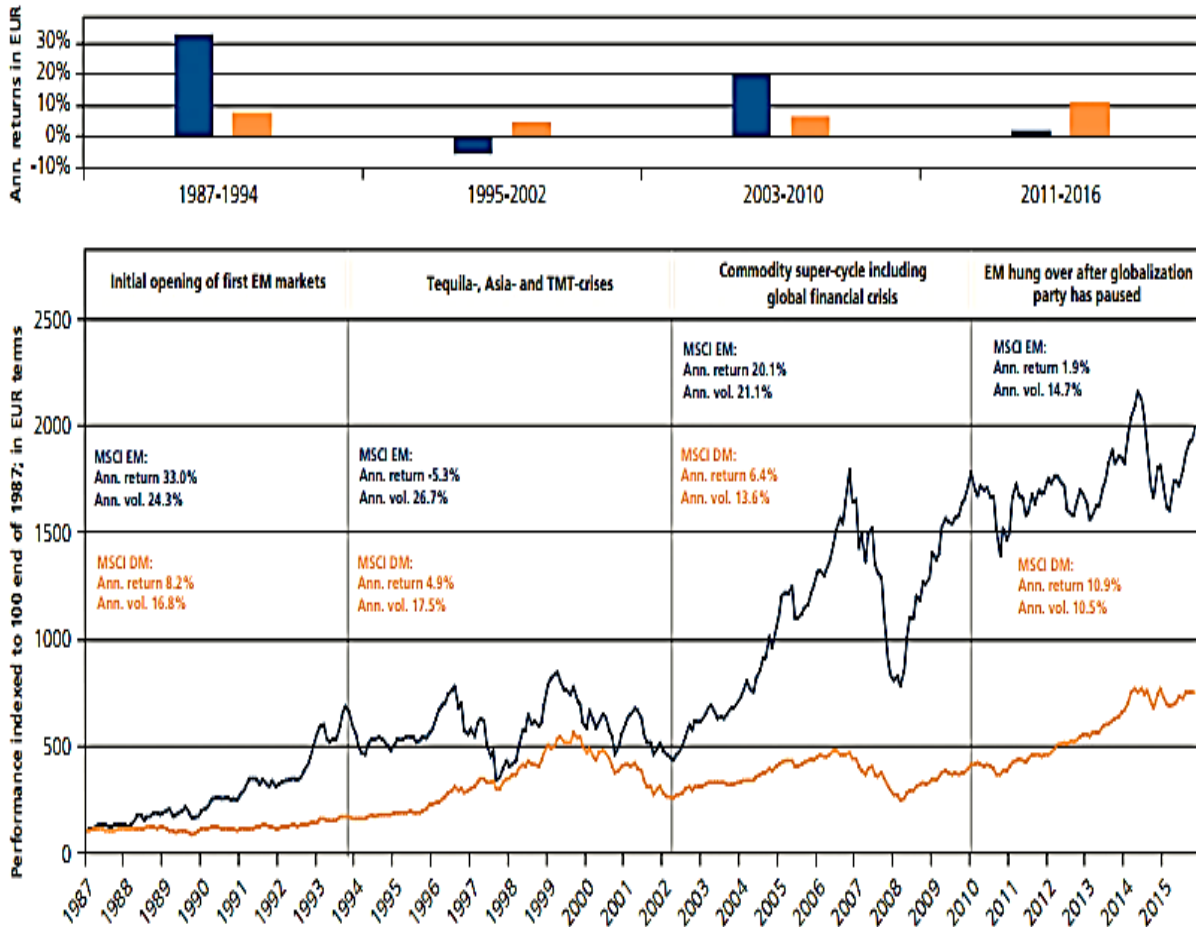
\*لمزيد من التفاصيل حول الأحداث التي مرت بها أسواق الأوراق المالية الناشئة، منذ نشأتها الى غاية اندلاع أزمة الرهن العقاري في 2008، انظر:

الملحق رقم 03: أسواق الأوراق المالية الناشئة بعد مرور عقدين من نشأتها.

<sup>1</sup>Three decades of investing in Emerging Markets Equities – From niche to mainstream, opcit, pp02-03.

مع أداء أسواق البلدان المتقدمة، وتجدر الإشارة إلى أن، الشركات المتواجدة ضمن الأسواق الناشئة لم تتمكن من إظهار نفس الانضباط الصارم في متطلبات رأس المال مثل الشركات الأمريكية في خمس سنوات الأخيرة، والجدير بالذكر أن قطاع واحد في أسواق الأوراق المالية الناشئة كان يقف وراء العوائد الإيجابية التي كانت تسجلها هذه الأسواق والمتمثل في قطاع تكنولوجيا المعلومات والتي كان أداءها جيدا في الأسواق الناشئة، مثلما كان يشهده هذا القطاع في الأسواق المتقدمة في فترة ما بعد الأزمات؛

الشكل رقم (2-3): أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة بالمقارنة مع أسواق الأوراق المالية المتقدمة خلال الفترة 1987-2016



Source: Three decades of investing in Emerging Markets Equities – From niche to mainstream, opcit, p02

واما من ناحية العوائد التي تحصل عليها المستثمرون في الأسواق الناشئة فقد كانت متباينة، فعلى سبيل المثال، كان متوسط العائد السنوي (باليورو) الذي تحصل عليه المستثمرون أكثر من 20% في الفترة الأولى والثالثة، بينما في الفترة الثانية والرابعة كانت العوائد بعيدة عن هذا المستوى، ولقد كان الوضع مختلفا في الأسواق المتقدمة، إذ نرى صورة مغايرة خاصة في فترة الازدهار التي شهدتها الأسواق الناشئة، ففي الفترات الأربع تم تسجيل متوسط عوائد إيجابية بين حوالي 5% و 11%<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Three decades of investing in Emerging Markets Equities – From niche to mainstream, opcit, p03.

## ثانيا/ أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة في الفترة 2017-2018

لقد تزامنت هذه الفترة باستمرار انهيار اسعار النفط، ومن أجل تفادي الانخفاضات المتتالية في الأسعار، بدأ الأعضاء في منظمة أوبك ومنتجون مستقلون بقيادة روسيا، مطلع 2017، خفض الإنتاج بنحو 1.8 مليون برميل يوميا لمدة 6 شهور، ثم تم التمديد حتى نهاية مارس 2018، واتفقت منظمة الدول المصدرة للبتروول في 30 نوفمبر 2017، على تمديد خفض إنتاج النفط 9 أشهر إضافية تنتهي في ديسمبر 2018، وبرغم من هذه الاحداث، شهدت الأسواق الناشئة أفضل أداء سنوي في العام 2017 مقارنة بالأسواق المتقدمة وغيرها من فئات الأصول الأخرى بتحقيقها نمواً بنسبة 34.3% خلال العام، كما استمرت الأسهم العالمية في مسارها الإيجابي خلال الشهر الأخير من العام 2017، أين ارتفع مؤشر MSCI العالمي لجميع الدول بنسبة 1.5% في ديسمبر، ليصل أداؤه لسنة 2017 إلى 21.6%، ولكن هذا الأداء العالي الذي حققته أسواق الأسهم العالمية خلال العامين 2016-2017 لم يدم، حيث تراجع أداء الأسواق الناشئة منذ بداية عام 2018، إذ انخفض مؤشر MSCI منذ مطلع العام حتى جوان 2018 بنسبة -1.9% مقارنة مع مؤشر MSCI للأسواق العالمية الذي سجل ارتفاعاً بنسبة +0.4%، كما تراجع مؤشر MSCI للأسواق الناشئة بنسبة -2.9% منذ بداية الربع الثاني لعام 2018 مقارنة مع مؤشر MSCI للأسواق العالمية الذي سجل ارتفاعاً بنسبة +2.1%، ويعزى جزر من هذا التراجع إلى قرار الرئيس الأمريكي فرض رسوم على واردات الحديد القادمة من المكسيك والصين بـ35 و45% على التوالي، متهما إياها بالتلاعب بعملياتها وسرقة التكنولوجيا الأمريكية وتدمير آلاف الوظائف، إذ في 8 مارس 2018، أعلن عن فرض تعريفات جمركية على الواردات بنسبة 25% على الصلب و10% للألومنيوم، بينما أعفى كندا والمكسيك من هذه الضرائب، وفي 01 أبريل 2018، استجابت الصين برفع التعريفات الجمركية بنسبة تصل إلى 25% على 128 منتجا أمريكيا، بما في ذلك بعض الفواكه والمكسرات، ورد ترامب باقتراح فرض رسوم بنسبة 25% على حوالي 1300 تكنولوجيا صناعية ونقل ومنتجات طبية تبلغ قيمتها حوالي 50 مليار دولار<sup>1</sup>، كما شهد عام 2018 أيضا انهيار بعض العملات أمام الدولار الأمريكي ما زاد من حدة التقلبات في الأسواق الناشئة، إذ خسر البيزو الأرجنتيني 50% من قيمته نتيجة ارتفاع التضخم والأزمة المالية التي تشهدها البلاد وعدم مقدرة الحكومة على سداد الديون، كما عرفت تركيا أزمة حادة في عملتها (الليرة التركية) والتي أفقدتها نحو 29% من قيمتها بسبب ارتفاع العجز في ميزان المدفوعات، تراجع التصنيف الائتماني للاقتصاد بدرجة واحدة إلى Ba2 في مارس 2018، بالإضافة إلى تدني مستويات احتياطي النقد الأجنبي، وارتفاع التضخم، كما قام الفيدرالي الأمريكي من جهته برفع أسعار الفائدة أربع مرات خلال عام 2018، لتصل إلى 2.50%، ما أدى إلى هبوط حاد في مؤشرات اقتصادات تركيا والأرجنتين، نظرا للصعوبات التي

<sup>1</sup> تيم فوكس، ضعف الأسواق الناشئة، جريدة الخليج الاقتصادي، الإمارات العربية المتحدة، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ 03 جوان 2018، من الرابط:

<http://www.alkhaleej.ae/analyzesandopinions/page/67ab39bf-cdce-4fca-bcfb-a5fa65234acd#sthash.j5DL8oH6.dpuf>

تخلقها قرارات رفع أسعار الفائدة الأمريكية في قدرة تلك الدول على خدمة ديونها، وفي نهاية العام، جاء شهر نوفمبر بالاتفاق على مسودة Brexit بخروج بريطانيا من المنطقة الأوروبية، وبكل هذه الأحداث، أنهى مؤشر MSCI للأسواق الناشئة العام على تراجع بنسبة فاقت الـ 24%<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني/ الاختلافات في فئة تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب المؤشرات

إن وجود اختلافات في تحديد درجة تطور بعض أسواق الأوراق المالية، باعتبارها ناشئة في بعض المؤشرات وحدودية في الأخرى، لم تؤثر كثيرا على اختيارات المستثمرين، على غرار التصادم الكبير الموجود بينها في تحديد درجة تطور كل من سوق كوريا الجنوبية والأسهم الصينية الفئة أ.

### أولا/ الاختلاف من حيث الأسواق صغيرة الحجم

يمكن القول أن عدد الأسواق الناشئة حسب تصنيف المؤشرات والمنظمات يتراوح بين 10 إلى 62 سوق، وخلافا لغيرها من المنظمات الدولية فتصنيف الأونكتاد للأسواق الناشئة لعام 2012 كان يضم 10 أسواق فقط، وهي الأسواق التي تنتمي إلى آسيا وأمريكا اللاتينية(الأرجنتين والبرازيل، شيلي، ماليزيا، المكسيك، بيرو، كوريا الجنوبية، سنغافورة، تايوان وتايلاند) ولا يشمل العديد من الأسواق مثل الصين، الهند وروسيا، والتي تكون عادة مدرجة كأسواق ناشئة من قبل منظمات أخرى كمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD، مؤشر S&P، كما أن تصنيف الأونكتاد لا يضم أيضا أسواق الشرق الأوسط وأفريقيا مثل جنوب أفريقيا ومصر<sup>2</sup>، وتعتبر عملية إعادة التصنيف السوق Reclassifications من فئة إلى أخرى عملية غير شائعة الحدوث Infrequent، أي بمعدل تغيير واحد في السنة، ولكن في بعض الأحيان تكون في مجموعة، وبالرغم من أن هناك بعض التشابه في المعايير عند تصنيف أسواق الأوراق المالية بين المؤشرات إلا أنه هناك بعض الاختلاف في درجة تصنيف الأسواق، حيث صنف السوق المالي القطري كسوق ناشئة حسب MSCI في جوان 2014، في حين تم ترقيتها إلى مرتبة الأسواق الناشئة الثانوية وفق شريحتين وهذا حسب مؤشر FTSE Russell، حيث نفذت الشريحة الأولى من الترقية في سبتمبر 2016 والثانية في مارس 2017، كما نلاحظ العكس في حالة السوق المالي الكويتي الذي يعتبر كناشئ ثانوي وفق FTSE Russell، والذي طبق ترقيته وفق شريحتين كما حدث مع بورصة قطر ابتداء من سبتمبر 2018 إلى غاية ديسمبر من العام نفسه، في حين تعتبر هذه السوق

<sup>1</sup> انظر في ذلك الى:

–نظرة على أداء الأسواق العالمية لعام 2018: أهم الأحداث التي أثرت على المؤشرات العالمية والأكثر انخفاضاً وارتفاعاً، الموقع الاخباري أرقام- موقع متخصص في متابعة سوق الأسهم السعودي تداول، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ 03 جانفي 2019، من الرابط:

<https://www.argaam.com/ar/article/articleDetail/id/588174>

–مستثمرون يتجهون للأسواق الناشئة بعد تراجع حادة بـ 2018: الحرب التجارية بين واشنطن وبكين من أكثر الأمور تأثيراً في الأسواق، الموقع الاخباري العربية، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ 01 جانفي 2019، من الرابط:

<https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/economy/2019/01/01>

<sup>2</sup> Mustafa Sakr and Andre Jordaan, opcit, p03.

كحدودية بالنسبة لمؤشر S&P DJI و MSCI والذي أعلن هذا الأخير عن رفع تصنيفها إلى مصاف الأسواق الناشئة مطلع جوان 2020، أما في حالة السوق المالي الإماراتي فقد اعتبر كناشئ بداية من جوان وسبتمبر 2014 وهذا حسب مؤشر MSCI و S&P DJI على التوالي، إلا أنه كان كناشئ ثانوي منذ سبتمبر 2010 وفق FTSE Russell، كما أن السوق المالي لبولندا اعتبر كسوق متقدمة وفق مؤشر FTSE Russell ابتداء من سبتمبر 2018\*، في حين أن المؤشرين الآخرين لم يجزوا حذوه، وتعتبر كسوق ناشئة وفقهما، كما اختلفت هذه المؤشرات في كيفية ترقية السوق المالي السعودي، إذ قررت FTSE Russell في 28 مارس 2018، ترقية السوق السعودية إلى مرتبة الأسواق الناشئة الثانوية وفق خمس مراحل كالتالي: 18 مارس 2019 بنسبة 10%، 01 ماي 2019، بنسبة 15%، 24 جوان 2019 بنسبة 25%، ثم في 23 سبتمبر 2019، بنسبة 25%، والمرحلة الأخيرة في 23 مارس 2020، بنسبة 25%، وهذا بسبب الحجم الكبير للسوق، ويتوقع مديرو الصناديق أن تستقطب هذه الترقية حوالي 5 مليار دولار من الأموال السلبية المرتبطة بالمؤشر إلى البورصة، في حين أعلنت MSCI في 20 جوان 2018، ترقية سوق الأسهم السعودية لمؤشر الأسواق الناشئة على مرحلتين، نفذت الأولى في ماي 2019 والثانية في أوت من العام نفسه، وتشير التحليلات أن هذه الترقية حسب هذا المؤشر ستضيف حوالي 10 مليار دولار من الأموال السلبية التي تتبع المؤشر للبورصة، كما قررت شركة S&P DJI ترقية السوق السعودية إلى سوق ناشئة على مرحلتين، كانت الأولى بالتزامن مع إعادة التوازن ربع السنوية في 18 مارس 2019 بنسبة 50%، والثانية مع المراجعة السنوية في 23 سبتمبر 2019 بنسبة 100%، ولم تعلن الشركة عن حجم الأموال السلبية التي من المتوقع أن تدخل للبورصة بعد هذه الترقية، إلا أن التوقعات تشير إلى أن هذه التدفقات ستكون أقل من تلك التي استقطبتها من المؤشرين السابقين، ويمكن توضيح هذه الاختلافات في التصنيف في الجداول الموالية والتي توضح التغير في تصنيفات أسواق الأوراق المالية حسب كل من MSCI و FTSE Russell و S&P DJI :

\*أدرجت بولندا في قائمة المراقبة وفق هذا المؤشر لنظر في إمكانية إعادة تصنيفها إلى سوق متقدمة منذ سبتمبر 2011، إذ كان معيار الحفظ في شقة المتعلق بالتسهيلات الشاملة والحسابات المنفصلة المتاحة للمستثمرين الدوليين، ما يعيق ترقيتها، إذ يعترف القانون البولندي بحقوق المالك المستفيد (المستثمر النهائي)، ومع ذلك، فإن حقوق الوسيط غير معترف بها، لذلك، وعلى الرغم من أن هياكل الحساب التجميعي تعتبر متاحة في بولندا، إلا أن المستثمرين في السوق يستخدمون أكثر الحسابات المنفصلة، ومن جهة أخرى، فزيادة تنظيم السوق المالية الأوروبية التي تهدف إلى ضمان سلامة أصول المستثمرين لديها، تسببت في الاتجاه نحو استخدام الحسابات المنفصلة أكثر في الأسواق الأوروبية، وبالتالي، ما كان ينظر إليه سابقاً كأوجه قصور في نموذج الحساب الشامل أو التجميعي في بولندا لم يعد يعتبر كعائق والذي من شأنه أن يمنع إعادة تصنيف بولندا إلى وضع السوق المتقدمة، ونتيجة لكل هذا تم رفع العلامة المقدمة لسوق فيما يخص معيار التسهيلات الشاملة من مقيد إلى متاح، كما أن بولندا تحقق شرط معدل الدخل القومي الإجمالي للفرد المطلوب في الأسواق المتقدمة أي "عالي"، وبهذا تكون استوفت شروط الأسواق المتقدمة وفق هذا المؤشر، أنظر إلى:

FTSE Russell, FTSE annual Country Classification review, September 2017, p02.

الجدول رقم (2-10): التغيير في تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر MSCI

سبب التغيير	المؤشر القديم	المؤشر الجديد	البلد	تاريخ التنفيذ	تاريخ الاعلان
تحسين معايير الوصول إلى السوق خاصة فيما يتعلق بتأهيل المستثمر الأجنبي	EM	SA	المملكة العربية السعودية*	ماي 2019	جوان 2018
إزالة القيود على التدفقات الخارجة من رأس المال الأجنبي	EM	FM	الارجنتين**	ماي 2019	جوان 2018
تحسين معايير الوصول إلى السوق خاصة فيما يتعلق بتأهيل المستثمر الأجنبي	EM	SA	China-A ***Shares	ماي 2018	جوان 2017
ارتفاع في سيولة السوق واستيفاء متطلبات الادراج في الأسواق الناشئة	EM	FM	باكستان****	ماي 2017	جوان 2016
ارتفاع في سيولة ورسملة السوق	FM	SA	WAEMU*	نوفمبر 2016	ماي 2016
انخفاض في متطلبات حجم وسيولة السوق	SA	FM	بلغاريا*****	سبتمبر 2016	جوان 2016
فرض قيود على التدفقات الخارجة من رأس المال الأجنبي	SA	FM	اوكرانيا*****	سبتمبر 2015	ماي 2015
الرفع في نسبة ملكية الأجانب FOL ، بالإضافة إلى تحسن في الإطار التشغيلي لسوق (زيادة الكفاءة التشغيلية لنظام التسليم مقابل الدفع)	EM	FM	قطر	ماي 2014	جوان 2013
تحسن في الإطار التشغيلي لسوق خاصة ما تعلق بنظام التسليم مقابل الدفع وادخال نظام اقراض واقتراض الأوراق المالية	EM	FM	الإمارات العربية المتحدة		
الاحلال بمعايير الوصول إلى السوق، حيث تم تسجيل نقص في أدوات اقتراض وإقراض الأسهم، والبيع على المكشوف	EM	DM	اليونان	نوفمبر 2013	
تدني في سيولة السوق على مدى سنوات	FM	EM	المغرب		
تدني في سيولة السوق	SA	FM	ترينيداد وتوباغو	جوان 2011	فيفري 2011
استيفاء الحد الأدنى من الشركات المطلوبة للإدراج في فئة الأسواق الحدودية	FM	SA	بنغلادش	ماي 2010	فيفري 2010
استيفاء جميع المعايير الخاصة بالأسواق المتقدمة	DM	EM	الكيان الصهيوني	جوان 2010	جوان 2009
استيفاء معايير السهولة الخاصة بفئة الأسواق الحدودية	FM	SA	ترينيداد وتوباغو	جوان 2009	ماي 2009
ارتفاع في سيولة السوق	FM	SA	باكستان		مارس 2009

\*الاتحاد الاقتصادي والنقدي لدول غرب افريقيا

The West African Economic and Monetary Union countries are Benin, Burkina Faso, Ivory Coast, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal and Togo.

تطوير قيود على التدفقات الداخلة والخارجة من رأس المال الأجنبي	FM	EM	الارجنتين		فيفري 2009
تدني في مناخ الاستثمار لدولة	SA	EM	باكستان	جانفي 2009	ديسمبر 2008
انخفاض في متطلبات حجم وسيولة الشركات	FM	EM	الأردن	ديسمبر 2008	جوان 2008
التحسن في سيولة السوق	FM	SA	ليتوانيا		
التحسن في سيولة السوق	FM	SA	صربيا		
استوفى هذا السوق المعايير المطلوبة ولذا اعتبر مؤهلا للانضمام لمؤشر الأسواق الحدودية عند اطلاقه لأول مرة	FM	SA	سيريلانكا	نوفمبر 2007	-
تدني في سيولة السوق وتقييد مناخ الاستثمار في الدولة	SA	EM	فنزويلا	جوان 2006	أفريل 2006
انخفاض في متطلبات حجم وسيولة الشركات	SA	EM	سيريلانكا	جوان 2001	فيفري 2001
تحسن مستوى السيولة ووجود فرص للتنوع والاستثمار في السوق	EM	SA	مصر	جوان 2001	جويلية 2000
تحسن مستوى السيولة ووجود فرص للتنوع والاستثمار في السوق	EM	SA	المغرب		
تحسن في اجمالي الوضع الاقتصادي للبلاد وكذلك في بنية السوق	DM	EM	اليونان		
تحسن في اجمالي الوضع الاقتصادي للبلاد وكذلك في بنية السوق	DM	EM	البرتغال	نوفمبر 1997	-

Source: Transition Strategies Around MSCI Country Reclassifications, opcit, p03.

\*MSCI, results of MSCI 2018 market classification review, press release, New York, June, 2018, p01.

\*\*MSCI, Consultation on A Market Reclassification Proposal for The MSCI Argentina Index: Potential Reclassification from Frontier to Emerging Markets, Press Release, New York, March, 2018, p03.

\*\*\*Asha Mehta, China A-Shares: welcome to the emerging markets index, Acadian Asset Management, may 2018, p01.

\*\*\*\*Pakistan To Return to Emerging Markets, opcit, p01.

\*\*\*\*\*Index provider MSCI removes Bulgaria from Frontier benchmark, Reuters, published on June 30, 2016, from the site: <https://uk.reuters.com/article/bulgaria-index-msci-idUKL9N13602B>

\*\*\*\*\*MSCI, Reclassification of MSCI Ukraine Index: MSCI to Consult on a Proposed Market Reclassification for the MSCI Ukraine Index, Press Release, New York, April 21, 2015 p01.

<https://www.msci.com/indexes>

الجدول رقم (2-11): التغيير في تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر FTSE Russell

المؤشر القديم	المؤشر الجديد	البلد	تاريخ التصنيف
الناشئة المتقدمة	متقدمة	اليونان	02 Jan 2001
الناشئة الثانوية	غير مصنفة	فنزويلا	20 June 2003
الناشئة المتقدمة	متقدمة	الكيان الصهيوني	22 Sept 2008
الناشئة الثانوية	الناشئة المتقدمة	المجر وبولندا	22 Sept 2008
الناشئة المتقدمة	متقدمة	كوريا الجنوبية	21 Sept 2009
الناشئة الثانوية	حدودية	الارجنتين	20 Sept 2010
غير مصنفة	الناشئة الثانوية	الإمارات العربية المتحدة	20 Sept 2010
غير مصنفة	حدودية	مالطا	20 Sept 2010
الناشئة الثانوية	الناشئة المتقدمة	جمهورية التشيك، ماليزيا وتركيا	20 June 2011
الناشئة الثانوية	الناشئة المتقدمة	تايلاند	19 March 2012
غير مصنفة	حدودية	غانا	18 June 2012
الناشئة الثانوية	حدودية	المغرب	22 June 2015
حدودية	غير مصنفة	الارجنتين	22 June 2015
متقدمة	الناشئة المتقدمة	اليونان	March 2016
حدودية	الناشئة الثانوية	قطر	20 September 2016
غير مصنفة	حدودية	لاتفيا وفلسطين	19 September 2016
غير مصنفة	حدودية	الارجنتين وكراخستان	18 September 2017
حدودية	الناشئة الثانوية	الكويت	24 September 2018
الناشئة المتقدمة	متقدمة	بولندا	24 September 2018
غير مصنفة	الناشئة الثانوية	المملكة العربية السعودية	28 March 2019
غير مصنفة	الناشئة الثانوية	A Shares	June 2019

Source: FTSE Russell, FTSE Country Classification Process, March 2019, p10.

الجدول رقم (2-12): التغيير في تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر S&P DJI

المؤشر القديم	تاريخ الدخول	المؤشر الجديد	تاريخ الدخول	السوق
ناشئة	21/09/2009	حدودية	01/01/1995	الارجنتين
ناشئة	02/07/2001	متقدمة	01/01/1995	جمهورية التشيك
ناشئة	01/07/2003	متقدمة	01/01/1995	المجر
ناشئة	20/09/2010	متقدمة	01/01/1995	الكيان الصهيوني
ناشئة	01/11/2008	حدودية	01/01/1995	الاردن
ناشئة	01/11/2008	حدودية	03/12/2001	نيجيريا
ناشئة	01/11/2008	حدودية	01/01/1995	باكستان
حدودية	18/09/2017	ناشئة	01/11/2008	
ناشئة	01/07/1998	متقدمة	01/01/1995	البرتغال
ناشئة	03/11/2008	حدودية	01/10/2007	سلوفينيا



متقدمة	02/07/2001	ناشئة	01/01/1995	كوريا الجنوبية
حدودية	12/04/2007	ناشئة	01/01/1995	فنزويلا
حدودية	21/09/2015	ناشئة	01/01/1995	المغرب
ناشئة	01/07/2004	متقدمة	02/07/2001	جمهورية التشيك
تمت ازلتها	01/12/2008	متقدمة	01/07/2002	ايسلندا
ناشئة	01/07/2004	متقدمة	01/07/2003	المجر
ناشئة	01/07/1998	متقدمة	01/07/1989	ماليزيا
متقدمة	01/07/2003	ناشئة	01/10/2002	سلوفينيا
حدودية	03/11/2008	ناشئة	01/10/2007	
حدودية	01/01/2008	ناشئة	01/01/1995	كولومبيا
ناشئة	إلى غاية الان	حدودية	19/09/2011	
متقدمة	01/10/1999	ناشئة	01/01/1995	اليونان
ناشئة	إلى غاية الان	متقدمة	22/09/2014	اليونان
ناشئة	22/09/2014	حدودية	-	قطر والإمارات العربية المتحدة
ناشئة	18/03/2019	مستقلة	-	المملكة العربية السعودية

Source: S&P Dow Jones Indices, S&P Global BMI: S&P/IFCI Methodology, April 2019, p17.

نلاحظ من خلال ما سبق، أن تصنيف أسواق الأوراق المالية في تغير دائم، فهناك أسواق حافظت على تصنيفها وهناك من تغير تصنيفها، ويمكن تفسير هذا اختلاف في التصنيف من مؤشر لآخر بالاختلاف في المعايير المتبناة حسب كل مؤشر خاصة فيما يتعلق التسهيلات المقدمة من قبل هذه الأسواق للمستثمر الأجنبي؛

### ثانيا/ الاختلاف من حيث الأسواق الكبيرة الحجم

في عام 2009، قام FTSE بتصنيف سوق كوريا الجنوبية من الناشئة المتقدمة إلى المتقدمة، وهذا بسبب ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي واستيفائها لبعض المتطلبات الأخرى الخاصة بفتة الأسواق المتقدمة، ولكن مؤشر MSCI لم يحدو حدوها، إذ في مراجعة تصنيف الأسواق التي أجراها المؤشر لعام 2016، أعلن MSCI بأنه لن يتم إدراج مؤشر MSCI كوريا على لائحة المراقبة لإعادة تصنيفه إلى فئة الأسواق المتقدمة في مراجعة تصنيف الاسوق لعام 2017، وهذا بسبب التغييرات التي أعلنتها هيئة الخدمات المالية في كوريا الجنوبية، كما أن الخلافات الاستثمارية المتعلقة بتحويل الوون الكوري والقيود التي تفرضها البورصة المحلية على استخدام بيانات البورصة لإنشاء منتجات مالية ما زالت غير معالجة، في حين اعتبرت هذه السوق كمتقدمة منذ 2001 حسب مؤشر S&P DJI، فمثل هذا الاختلاف في تصنيف السوق له أثر كبير سواء على السوق بحد ذاته أو على المستثمرين الذين سيواجهون مشكلة في تحديد حجم استثماراتهم لسوق، أي هل سيتعاملون مع السوق كمتقدم وفق FTSE و S&P DJI أو كناشئ وفق MSCI، فمن وجهة نظر FTSE، أن وجود اقتصاد متقدم مثل كوريا الجنوبية في مؤشر الأسواق الناشئة، سيخلق ببساطة تشوهات غير مرغوبة في

بيئة الاستثمار العالمية وسيخلق اضطراباً في وسط المستثمرين الدوليين، ولقد أكد على ذلك Jim O'Neill المحلل الاقتصادي في مؤسسة Goldman Sachs الذي تبنى مصطلح دول BRICS لأول مرة، حيث قال أن اعتبار سوق كوريا الجنوبية كناشئة أمر مثير لسخرية<sup>1</sup>؛

وثمة فرق آخر بين MSCI و FTSE فيما يتعلق بتوزيع الأسهم الصينية، فمنذ 2016، قام FTSE بتوسيع حصة الأسهم الصينية وذلك عن طريق إدراج أسهم ما يسمى A-shares\* في المؤشرات الدولية التي تتضمن الأسواق الناشئة، وهذا التغيير في النهاية من المتوقع أن يحقق للأسهم الصينية التوسع في مؤشر فوتسي للأسواق الناشئة ليبلغ وزنها 45% مقارنة بـ 29%، أما مؤشر MSCI قد رفض مرارا وتكرارا إدراج الأسهم الصينية A-Shares في مؤشر الأسواق الناشئة، ومع ذلك، في جوان 2017، أعلن MSCI أنه سيقوم بإدراج أقل من 1% من هذه الأسهم في مؤشر الأسواق الناشئة ابتداء من ماي 2018، وأما فيما يخص زيادة تمثيل هذه الأسهم في المؤشر يكون مع مرور الوقت، ولكن هذا سوف يخضع لمزيد من المراجعة من قبله<sup>2</sup>، ونتيجة لذلك، قام MSCI بإضافة 222 سهم من أصل 448 سهم من أسهم الصين A-Shares ذات القيمة السوقية الكبيرة، ما يمثل بصورة تقديرية حوالي 0.73% إلى مؤشر MSCI للأسواق الناشئة وفق عملية إدراج مكونة من خطوتين لاحتمال حدود التداول اليومية الحالية في برنامج ربط البورصة Stock Connect programs\*\*، ومعامل

<sup>1</sup> See:

-Christopher Woods, **Classifying South Korea as a Developed Market**, white paper report, FTSE publications, January 2013, p04.

-MSCI, **results of MSCI 2016 market classification review**, press release, New York, June 2016, p 02.

-B. Todd Stewart, Bob Noll, **A Fiduciary's Guide to Passive Fund Benchmark Selection**, Sage View Advisory Group, August 2017, p06.

\*تنقسم الأسهم الصينية إلى سبع فئات مختلفة والمدرجة في بورصات هونغ كونج، سنغافورة، NASDAQ، NYSE وبورصتي شنغهاي وشنزن، والتي تتمثل في B Shares, H Shares, N Shares, P Chips, Red Chips, S Chips, A Share، والمقومة حسب البورصة المدرجة فيها، لتوفر بذلك مجال واسع أمام الشركات الصينية لاختيار النوع الأمثل لها، وتاريخيا، كانت بعض هذه الفئات متاحة للمستثمرين الأجانب وبعضها كان مخصصا للمستثمرين المحليين الصينيين، وعلى وجه التحديد الأسهم A-Shares والتي تتمثل في أسهم مقومة بالين الصيني والمدرجة في بورصتي شنغهاي وشنزن، وذات قيمة سوقية كبيرة، إذ تبلغ القيمة السوقية لها حوالي 7,6 تريليون دولار وهذا حسب عام 2018، أنظر إلى:

-MSCI Emerging Markets Index Adjustments, opcit, p01.

-Understanding Chinese Security Share Classes, Charles Schwab Investment Management, Inc, 2018, p01.

<sup>2</sup> B. Todd Stewart, Bob Noll, opcit, p06.

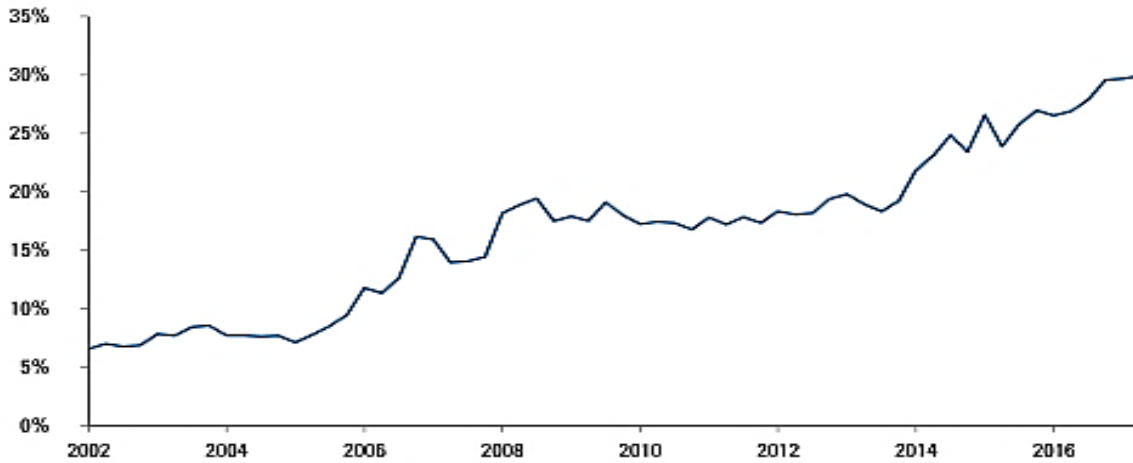
\*\*عبارة عن قناة للاستثمار عبر الحدود تربط بين بورصتي شنغهاي-هونغ كونج والذي انطلق في نوفمبر 2014 أو شنزن-هونغ كونج الذي بدأ في 2016 عن طريق الوسطاء وأمناء الحفظ المحليين، وتسمح هذه القناة لجميع المستثمرين الأجانب بما فيهم هؤلاء من هونغ كونج تداول الأسهم المؤهلة المدرجة في شنغهاي أو شنزن، والمستثمرين الصينيين المؤسساتيين والأفراد الذين يملكون ما يزيد عن 500 ألف رينمي/82 ألف دولار هم القادرين على التداول في الأسهم المدرجة في بورصة هونغ كونج، ويسمح هذا البرنامج للمستثمرين بالتداول في كلتا البورصتين بمخصص محددة، إذ يعتبر خطوة في اتجاه افتتاح سوق الأوراق المالية الصينية بصورة أكبر ويمهد لدخول الأجانب من المؤسسات العالمية لسوق، وتبلغ الكوتا اليومية لتداول الأجانب 2,1 مليار دولار/ أي 10,5 مليار ايوان صيني على بورصة شنغهاي و1,7 مليار دولار/ أي 13 مليار ايوان صيني على بورصة هونغ كونج، ولمزيد من التفاصيل أنظر:

مايا جريديني، كيف أصبحت الأسهم الصينية بعد 13 عاما من دخول الأجانب؟ الموقع الاخباري العربية، مقال نشر بتاريخ 15 جوان 2015،

من الرابط: <https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/financial-markets/2015/06/15/>

ادخال جزئي partial inclusion factor يقدر بـ 5% من قيمتها السوقية الحرة المتاحة لتداول، وترامت الخطوة الأولى للإدراج مع مراجعة المؤشر نصف السنوية في ماي 2018، وتلتها الخطوة الثانية كجزء من مراجعة المؤشر ربع السنوي في أوت 2018<sup>1</sup>، كما قام MSCI برفع وزن هذه الأسهم في المؤشر إلى 2,8% في 2019 وهذا من خلال رفع معامل الادخال الجزئي لها إلى 20%<sup>2</sup>، وعملية ادراج كافة أسهم A-Shares الصينية ستأخذ من الوقت من ستة إلى تسعة سنوات وهذا حسب التسهيلات التي ستخدها السلطات الصينية لفتح المجال أمام المستثمرين الأجانب، وفي حال الإدراج الكلي لهذه الأسهم سيقدّر وزنها الإجمالي في المؤشر حوالي 10% وما سيمكنها من استقطاب سيولة أجنبية تقدر بحوالي 2,3 مليار دولار، وسيرتفع وزن الصين في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة من 30% إلى حوالي 40% أو 42%، بعدما كانت تمثل فقط 0,46% في سبتمبر 1996 أي عند الإدراج لأول مرة، وسيرتفع وزنها في مؤشر MSCI ACWI من 4% إلى حوالي 7%<sup>3</sup>، وفي حال ادراج كذلك أسهم A-Shares ذات القيمة السوقية المتوسطة والصغيرة وهذا بعد ادخال التحسينات المطلوبة عليها من قبل السلطات الصينية، ستصبح الصين تمثل أكثر من نصف مؤشر MSCI للأسواق الناشئة سواء من حيث القيمة السوقية أو عدد الشركات المدرجة، إذ ينوي MSCI ادراج أسهم A-Shares ذات القيمة السوقية المتوسطة آفاق ماي 2020. بمعامل ادخال جزئي يقدر بـ 5%، وبهذا سيرتفع وزن أسهم A-Shares إلى 3,4% في مؤشر الأسواق الناشئة<sup>4</sup>:

الشكل رقم (2-4): تطور وزن سوق الأوراق المالية الصينية منذ إدراجها في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة



Source: Asha Mehta, **China A-Shares: welcome to the emerging markets index**, opcit, p02.

<sup>1</sup> MSCI, **results of MSCI 2017 market classification review**, press release, New York, June 2017, p 01.

<sup>2</sup> **Not Your Parents' Emerging Markets Index**, Acadian Asset Management, December 2018, p03.

<sup>3</sup> See:

-**MSCI Emerging Markets Index Adjustments**, opcit, pp 01-02.

-Asha Mehta, **China A-Shares: welcome to the emerging markets index**, opcit, p05.

<sup>4</sup> **Not Your Parents' Emerging Markets Index**, opcit, p03.

وفي حال استمرار تركيز مؤشر MSCI للأسواق الناشئة على الأسهم الصينية والآسيوية، يمكن أن يؤدي هذا الأمر إلى فصل مؤشر الصين عن المؤشر الرئيسي ويصبح المؤشر الجديد يسمى مؤشر MSCI للأسواق الناشئة باستثناء الصين EM ex-China كما حصل تماما مع مؤشر الأسواق المتقدمة الذي يستثنى اليوم أ World ex-U.S<sup>1</sup>، وهذا من أجل الحد من سيطرة الصين على مؤشر الأسواق الناشئة.

### المطلب الثالث/ الاختلافات الهيكلية بين مؤشرات تصنيف أسواق الأوراق المالية

إن الهدف الرئيسي من ظهور وتطوير مؤشرات تصنيف أسواق الأوراق المالية، يتمثل في مساعدة المستثمرين على تحديد الأسواق القابلة للاستثمار على المستوى العالمي، إلا أن هذا لا يمنع من وجود بعض اختلافات فيما بينها في طريقة بنائها والأسواق التي تشملها.

#### أولا/ الاختلافات العامة

إن الاختلاف ما بين MSCI و FTSE Russell في تحديد درجة تطور بعض الأسواق، جعلها تتفاوت فيما بينها من حيث الأداء وحتى من حيث توجهات المستثمرين، وهذا التباين كان أكثر وضوحا في مؤشرات الأسواق الناشئة، لأن سوق كوريا الجنوبية تحددت فرقا كبيرا على هذا المستوى، إذ تعتبر ثاني أكبر سوق في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، وبالتالي فغيابها في مؤشر FTSE Russell فسمح المجال واسعا امام أسواق أخرى للبروز وزيادة تمثيلها في المؤشر:

#### الجدول رقم (2-13): أكبر خمسة أسواق متقدمة وناشئة حسب مؤشري MSCI و FTSE Russell

MSCI World	FTSE Developed	الأسواق	MSCI EM	FTSE EM	الأسواق
62.39%	60.24%	الو.م.أ	30.04%	32.63%	الصين
8.43%	9.09%	اليابان	13.96%	-	كوريا الجنوبية
6.04%	6.25%	المملكة المتحدة	11.85%	13.49%	تايوان
3.81%	3.59%	فرنسا	8.67%	11.14%	الهند
3.33%	2.97%	كندا	7.98%	9.72%	البرازيل

as of 31/10/2018

Source: Dominique Riedl, MSCI Vs FTSE: Which is the best index provider? Just ETF, published on January 16, 2019, from the site:

<https://www.justetf.com/uk/news/etf/msci-vs-ftse-which-etf-provider-is-the-best-index-provider.html>

كما أن الشركات ذات رؤوس الأموال الصغيرة تسبب اختلافا جوهريا آخر بين المؤشرات، إذ تستحوذ مؤشرات MSCI العالمية على 85% من العالم القابل للاستثمار من خلال القيمة السوقية وتستبعد 15% من الشركات الصغيرة الحجم، لكن في المقابل، مؤشرات FTSE Russell العالمية تتعقب 90% من القيمة السوقية

<sup>1</sup> Not Your Parents' Emerging Markets Index, opcit, p03.

وتستبعد الـ 10% الباقية والتي تعتبرها كشرركات صغيرة الحجم، وهذا معناه ان، مؤشرات FTSE Russell تحتوي على بعض الشركات التي تعرفها MSCI كشرركات صغيرة الحجم، وهذا ما يفسر احتواء مؤشرات FTSE Russell على عدد كبير من الشركات بالمقارنة مع MSCI<sup>1</sup>:

الجدول رقم (2-14): عدد الشركات المتواجدة ضمن مؤشري MSCI و FTSE Russell

MSCI	FTSE	
2,787	3,211	مؤشر كل العالم
1,636	2,193	مؤشر الأسواق المتقدمة
1,151	1,018	مؤشر الأسواق الناشئة
443	594	اوروبا
322	520	اليابان

as of 31/10/2018

Source: Dominique Riedl, opcit

كما أن اختلاف ما بين هذه المؤشرات امتد إلى غاية إجمالي نسبة النفقات التي تقتطعها صناديق المؤشرات المتداولة، فعلى سبيل المثال، أرخص صندوق مؤشرات يتتبع أداء مؤشر MSCI World تبلغ نسبة إجمالي نفقات فيه 0.12% بالمقارنة بأرخص صندوق مؤشرات يتتبع أداء مؤشر FTSE Russell للأسواق المتقدمة والذي تبلغ فيه نسبة إجمالي النفقات 0.18%، وبالمثل، فإن نفقات صناديق المؤشرات التي تتتبع أداء مؤشر MSCI للأسواق الناشئة تقدر بـ 0.18%، في حين تكلف صناديق المؤشرات التي تتتبع مؤشر FTSE Russell للأسواق الناشئة 0.25%، ولكن هذا الامر يختلف تماما عند متابعة صناديق المؤشرات التي تتتبع مؤشرات All-World التي تجمع ما بين الأسواق المتقدمة والناشئة، فصندوق مؤشرات يتتبع FTSE All-World تبلغ تكلفته 0.25% مقابل 0.4% لأرخص صندوق مؤشرات متداول يتتبع مؤشر MSCI All-Country World<sup>2</sup>:

الجدول رقم (2-15): مواصفات مؤشرات الأسواق المتقدمة حسب MSCI و FTSE Russell

MSCI World	FTSE Developed	البيان
23	25	عدد الأسواق
17 ETF	1 ETF	عدد صناديق المؤشرات المتداولة
0.12% - 0.50%	0.18%	إجمالي نسبة المصروفات
تقنية المعلومات (18.9%) المالية (16.5%) الرعاية الصحية (13.1%) السلع الكمالية (12.4%)	تقنية المعلومات (15.4%) الرعاية الصحية (11.3%) السلع والخدمات الصناعية (11.3%) البنوك (9.6%)	أكبر خمس قطاعات

<sup>1</sup> Dominique Riedl, opcit

<sup>2</sup> Ibid

الصناعة (11.0%)	تجارة التجزئة (6.6%)	
Apple (2.8%) Microsoft (2.0%) Amazon (1.7%) Johnson & Johnson (1.0%) JP Morgan Chase (1.0%)	Apple (2.7%) Microsoft (2.0%) Amazon (1.6%) Johnson & Johnson (1.0%) JP Morgan Chase (0.9%)	أكبر خمس شركات

as of 31/10/2018

Source: Dominique Riedl, opcit

### ثانيا/ من حيث المعايير

لقد جرت العادة بين المؤسسات والهيئات الدولية المختلفة، والتي تهتم بقياس أداء الاقتصاد العالمي، القيام في خطوة أولى بتحديد منهجية القياس لظاهرة المعنية، سواء كانت تصنيف ائتماني، التنافسية،... الخ، وتجميع كافة المعايير المطلوبة وتبويبها، والتي تسمح بحصر قائمة الدول التي تستوفي شروط القياس وهذا قبل الشروع في أية عملية، ولذا فقبل أن يقوم أي مؤشر بتحديد قائمة الأسواق التي يجب تضمينها في مؤشرات، وكذلك تحديد درجة تطورها أي تصنيفها كمتقدمة أو ناشئة، عملت هذه المؤشرات على انشاء مجموعة من القواعد أو المتطلبات التي يجب أن تستوفيها هذه الأسواق لإدراجها ضمن أحد فئاتها، وهذه المتطلبات باختلاف المؤشرات، تعنى عموما بالوضع الاقتصادي لدولة والذي يعبر عنه بالناتج المحلي الإجمالي، ويعتبر هذا المعيار مشترك في جميع المؤشرات بالإضافة إلى معيار الاستقرار السياسي، كما تعتمد على مجموعة أخرى من المتطلبات تعنى بالبيئة الاستثمارية لسوق مثل حجم السوق، القدرة على الوصول إلى سوق، والجودة التنظيمية لسوق بالإضافة إلى عوامل أخرى، وكما يبدو أن غالبية الأسواق الناشئة التي حددتها هذه المؤشرات، تنشط ضمن الاقتصاديات الناشئة، إذ يشكل تصنيف البنك الدولي لاقتصاديات الدول ذات الدخل المنخفض حتى المتوسط (أي التي يقل الناتج المحلي الاجمالي للفرد فيها عن 10,000 دولار أمريكي) معيارا مفيدا لهذه المؤشرات وان لم يكن معيارا مثاليا، حيث هناك بعض المؤشرات التي تستخدم هذا التصنيف كنقطة انطلاق في تصنيف الأسواق الناشئة، وهذا معناه، أن الاقتصاد يجب ان يكون ناشئ حسب تصنيف البنك الدولي للاقتصاديات الناشئة قبل أن يتم تصنيف سوق الأوراق المالية التي ضمنه كسوق ناشئة، وتعتبر البلدان ذات الاقتصاديات الناشئة اذا توافرت فيها الشروط التالية:<sup>1</sup>

1. البلدان التي تنتمي إلى الأدنى أو الأعلى الفئات ذات الدخل المنخفض؛
  2. كما أنها تملك معدل نمو اعلى من تلك التي حققتها الاقتصاديات الصناعية؛
  3. وأكثر توجهها نحو تطبيق مجموعة واسعة من السياسات الاقتصادية التي تدعم اليات السوق الحرة.
- إلا أن بنك Barclays يعتمد في تصنيفه للأسواق الناشئة بدرجة الأولى على التصنيف السيادي لدول، وتعتبر كأسواق الناشئة تلك الأسواق التي تحصل دولها على درجة تصنيف عالية من BBB، وأكدت احدى

<sup>1</sup> Mustafa Sakr & Andre Jordaan, opcit, p02.

وكالات التصنيف الائتماني اعتماد بنك JPMorgan's في تصنيفه للأسواق الناشئة على تصنيف الديون السيادية لهذه البلدان<sup>1</sup>، ولقد كان مؤشر MSCI أول مؤشر يقوم بتصنيف أسواق الأوراق المالية إلى متقدمة وناشئة وحدودية، ثم تبعه في ذلك كل من مؤشر S&P DJI و FTSE Russell، وتعتمد كل هذه المؤشرات على معيار التنمية الاقتصادية كأساس لتحديد الأسواق المتقدمة في حين لا يعتبر شرطا ضروريا في فئات الأسواق الناشئة والحدودية، وبالإضافة إلى هذا المعيار يعتمد كل من مؤشر FTSE Russell و S&P DJI على مستويات التصنيف الائتماني لدول في تصنيفهم للأسواق المالية، كما أن كل من هذه المؤشرات يتطلب حجم معين من السيولة وعدد الشركات بغية ادراج في احد مؤسراتها، وتختلف هذه المؤشرات في متطلبات الوصول لسوق، اذا يعتبر توفر سوق للمشتقات من بين المتطلبات الاساسية للإدراج في فئة الأسواق المتقدمة في جميع المؤشرات، وعلى العموم تأخذ جميع هذه المؤشرات المعايير التالية بعين الاعتبار عند مراجعة تصنيف سوق ما والتي تتمثل في الانفتاح على الملكية الأجنبية، عدم وجود قيود على التدفقات الداخلة والخارجة من رأس المال الأجنبي، تحرير سوق الصرف الأجنبي، تدفق المعلومات في السوق، كفاءة وفعالية نظام المقاصة والتسوية الذي يجب أن يقوم على أساس المعايير الدولية بما في ذلك احتواءه على تقنية التسليم مقابل الدفع، لا يوجد إفراط في لوائح تسجيل المستثمرين الأجانب، وجود نظام تسجيل وايداع مركزي فعال، في حين يعتبر عدم حدوث تضخم جامح من بين المتطلبات التي ينفرد بها مؤشر S&P DJI في تصنيفه للأسواق، كما يتطلب مؤشر FTSE Russell تواجد ما يسمى بـ Omnibus Account لتصنيفه للأسواق لناشئة متقدمة؛

وأما من حيث تصنيف القطاعات، فقد قام مؤشر MSCI و S&P DJI في 1999 بتطوير المعيار العالمي لتصنيف القطاعات GICS\*، ولقد تم تصميم هذا المعيار وتطويره من أجل تصنيف الشركات المتواجدة في الدول المتقدمة والنامية بناء على مقاييس عالمية، ليتمكن بذلك مالكي ومدراء الأصول ومتخصصي الأبحاث من عقد مقارنات على المستويين المحلي والعالمي بين القطاعات الرئيسية المختلفة، بالإضافة إلى ذلك، يسمح هذا النظام للمستثمرين الأجانب بالاطلاع على حالة الأسواق المحلية، وفي الوقت نفسه يمكن المستثمر المحلي من الاطلاع على الأسواق العالمية عند الرغبة في المقارنة بين الأسهم التي تنتمي للقطاع نفسه، ويتكون هذا المعيار من أربعة مستويات تتضمن 11 قطاع رئيسي (المستوى 1)، و 24 قطاع صناعة (المستوى 2)، و 69 قطاع فرعي (المستوى 3)، و 158 قطاع تفصيلي (المستوى 4)، اذ يقوم كل من مؤشر MSCI و S&P DJI بتصنيف الشركات في قطاع تفصيلي واحد حسب نوع نشاطها التجاري الرئيسي، ويعد مصدر الإيرادات عاملا رئيسيا لتصنيف الشركات، وتعتبر التقارير السنوية والقوائم المالية من المصادر الرئيسية للمعلومات التي يتم على ضوئها تصنيف الشركات، وبالنسبة للشركات الجديدة، فيتم تصنيفها بحسب الأنشطة المذكورة في نشرة

<sup>1</sup>Gülen Tuncer, **Emerging Markets' Rising Importance in the Global Economy**, Asset Management Viewpoint, Conning, Central Bank of Ireland, volume 16, juin 2012, p01.

\* Global Industry Classification Standard

الإصدار، ويستحوذ هذا المعيار على تصنيف أكثر من 44 ألف شركة وأكثر من 54 ألف ورقة مالية مدرجة في كل من الو.م.أ وكندا وأكثر من 124 سوق حول العالم-من بينها السوق المالية السعودية-<sup>1</sup>؛

في حين تعتمد FTSE Russell على نظام التصنيف القطاعي \*ICB والذي تم إنشاؤه في 2005 كمشروع مشترك بين FTSE وDow Jones، وفي 2011 أصبحت FTSE المالك الوحيد لهذا التصنيف، وفي إطار اندماج كل من FTSE وRussell Investments في 2015، تم دمج كل من ICB وRGS الخاص بكل مؤشر على التوالي مع بعض للخروج بأفضل تصنيف. بما يتناسب مع احتياجات المستثمرين، وبهذا يتيح التصنيف أربعة مستويات تتضمن 11 صناعة، 20 قطاع صناعي، 45 فرع و171 قطاع تفصيلي، وأهم عامل في تحديد النشاط الرئيسي للشركة، يتمثل في مصدر الدخل الرئيسي إلى جانب المعلومات الأخرى المتاحة والمعلن عنها، وفي حالة ما اذا كانت المعلومات الإيرادات غير متوفرة أو غير كافية عن الشركة محل التصنيف، يتم الاعتماد على المعلومات الواردة في تقريرها السنوي أو نشرة الإدراج في البورصة، ويستحوذ هذا المعيار على تصنيف أكثر من 70 ألف شركة وأكثر من 100 ألف ورقة مالية متداولة في كل من بورصة لندن، NASDAQ، Euronext، OMX، بورصة تايوان، بورصة جوهانسبورغ، بورصة إيطاليا، بورصة سنغافورة، بورصة أثينا، بورصة قبرص وبورصة الكويت... الخ، والعديد من الصناديق الاستثمارية العالمية التي تفوق الأصول الخاضعة لإدارتها 250 مليار دولار<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>Global Industry Classification Standard, S&P Global Market Intelligence, 2018, pp 03\_05.

\* Industry Classification Benchmark

<sup>2</sup> See:

-Industry Classification Benchmark: Structural enhancements to the industry categorization framework, FTSE RUSSEL Insights, September 2017, pp02\_03.

-Tomasz Miziolek, Index Providers in the Global Financial Market, Folia Oeconomica, Acta Universitatis Lodzianis, Poland, 2018, p 148.



الخلاصة:

لقد اهتمت العديد من الهيئات بتنظيم أسواقها المالية، من خلال القيام بسن قوانين وتشريعات تهدف من خلالها إلى تحسين بيئة الاستثمار فيها، وتستطيع بهذا الانضمام إلى أحد المؤشرات العالمية التي تهتم بقياس تطور أسواق الأوراق المالية كمؤشر MSCI، وتكون بذلك محط أنظار المستثمرين الدوليين، وتختلف مستويات تصنيف أسواق الأوراق المالية بين أسواق متقدمة والتي تمثل أعلى درجات التطور، وتتميز بنية السوق فيها بالوضوح وسهولة دخول وخروج المستثمرين منها، على غرار أسواق الأوراق المالية الناشئة التي تقع في الدول منخفضة ومتوسطة النمو، ولقد عرفت هذه الأسواق 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، ولقد اعتبرت هذه الأسواق ناشئة بسبب التطورات والإصلاحات التي تجري فيها بغض النظر عن حجمها، ومن الأمثلة الأكثر وضوحاً على ذلك، الصين التي تعتبر ثاني أكبر قوة اقتصادية في العالم، والسبب وراء اعتبار هذه الأسواق كناشئة، لأنها عادة ما تفتقر لمستوى كفاءة السوق المطلوب ومعايير الصارمة في مجالات عديدة مثل المحاسبة، تنظيم الأوراق المالية وغيرها، مما يجعل دول مثل الولايات المتحدة الأمريكية، أوروبا واليابان في الطليعة مقارنة بما رغم امتلاك الدول الناشئة للأنظمة المالية مثل نظام المصارف، سوق الأوراق المالية والعملية الموحدة، كما شهدت بعض الأسواق الأخرى نموا ملحوظا على مدى أعوام، وقامت بالانفتاح التدريجي على الاقتصاد العالمي، واستقطبت بذلك انظار المستثمر الأجنبي، ما أدى إلى نشوء فئة جديدة من الأسواق عرفت بالأسواق الحدودية، والانتقال من فئة إلى فئة أخرى أعلى، يستوجب على السلطات المشرفة على أسواق الأوراق المالية، القيام بإدخال تحسينات أكبر على بيئة الاستثمار لأسواقها، بحيث تتلاءم هذه التعديلات مع ما يطلبه المستثمر الأجنبي، وتتوافق مع المعايير التي تضعها المؤشرات التي تهتم بتصنيف أسواق الأوراق المالية؛

ولقد أظهرت أسواق الأوراق المالية التي تغير تصنيفها، سواء بانتقالها لفئة أعلى من الفئة التي كانت فيها أو لفئة أدنى من الفئة التي كانت فيها، تأثيرا كبيرا بهذه التغييرات مست أسعار الأسهم التي شملها التغيير بصفة أساسية، وكانت هذه التأثيرات أكثر وضوحا خلال الفترة الممتدة من فترة الاعلان عن التصنيف الجديد إلى غاية تنفيذ هذا التصنيف.

الفصل الثالث / تأثير

تصنيف أسواق

الأوراق المالية على

حركة استثمارات

المحفظة الأجنبية

### تمهيد:

تتميز أسواق الأوراق المالية بشدة التقلب والتأثر بمختلف الاحداث التي تمر بها، ولهذا وجد بعض المستثمرين صعوبة في تحقيق عوائد إيجابية لاستثماراتهم، وفي ظل هذه الصعوبات، تبنى بعض المستثمرين أسلوب مختلف تماما عما كان سائدا من قبل في أسواق الأوراق المالية، والذي يستطيع من خلاله المستثمر محاكاة أداء السوق بشكل عام، وتحقيق عوائد تتماشى مع منحى السوق، وهذا من خلال قيام كل مستثمر بتعيين مؤشر يعتمد عليه كمرجع لقراراته الاستثمارية، وتكوين محفظة تشبه المؤشر المحدد مسبقا، أي ما يعرف في أسواق الأوراق المالية بالإدارة السلبية للاستثمارات، والتي لا تتطلب أي مهارات استثنائية من المدير عند الاستثمار، وبهذا لا يختلف أداء المدير عن أداء المؤشر المرجعي، وتتم عملية مراجعة هذه المؤشرات بشكل دوري وفي اوقات معينة مسبقا، وبالتالي قد تسفر هذه المراجعات عن تغييرات بسيطة في المؤشر كحذف أو إدراج بعض الأوراق المالية ذات رسملة سوقية صغيرة، أو قد تنتج كذلك عنها أحداث كبيرة جدا كاستبعاد و/أو إدراج أسواق كاملة مما يحدث تأثيرا على كافة الأسواق الداخلة في تكوين المؤشر، ولهذا تكون ردة فعل المستثمرين الدوليين تجاه المعلومات الصادرة عن هذه المؤشرات مختلفة، فهناك من يعتبرها إيجابية، في حين تعتبر للبعض الاخر سلبية، فعندما يتم إعادة تصنيف الأسواق عبر الفئات المختلفة التي تتيحها المؤشرات الدولية (المتقدمة، الناشئة، والحدودية) يتغير وزنها النسبي بشكل كبير، وهذا لأنها تتلقى عادة وزنا يتناسب مع رسملتها السوقية التي تتلاءم مع المعايير التي تتطلبها الفئة الجديدة، وقد يكون الوزن الجديد الذي ستمثل به هذه السوق في المؤشر الجديد أكبر أو أصغر من الوزن القديم، لذا فعملية التصنيف مهما كان اتجاهها أي برفع تصنيف السوق إلى مستوى أعلى مقارنة بالذي كانت فيه، أو تخفيض تصنيفها، تترك تأثيرات على أداء السوق تنعكس في التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم وكذلك على العوائد في السوق، مما أصبح لزاما على المستثمرين التكيف مع هذه التغيرات بإدخال تحديثات على أوضاعهم الاستثمارية بما يتلاءم مع الوضع الجديد لسوق، وعادة ما يكون هناك فاصل زمني يتراوح ما بين ثلاثة أشهر إلى غاية عام لتنفيذ تصنيف ما، وهذا من اجل إعطاء فرصة للمؤسسات الاستثمارية لتحديث مراكزها المالية بهذه الأسواق، وعليه سيتم معالجة هذا الفصل من خلال النقاط التالية:

المبحث الأول/ كيفية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية

المبحث الثاني/ تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على أدائها

المبحث الثالث/ سلوك المستثمرين تجاه تغير المؤشرات المرجعية

### المبحث الأول/ كيفية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية

يستطيع المستثمرين التعامل بالأوراق المالية بالبيع والشراء داخل سوق الأوراق المالية مباشرة، أو من خلال اللجوء إلى صناديق الاستثمار التي تقوم بعملية الاستثمار بالنيابة عنهم، وهذا لأن طبيعة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية تستلزم الخبرة والدراية والكفاءة، وهي ما يفتقد إليها أغلب المستثمرين، وتختلف طرق بناء المحافظ المالية/صناديق الاستثمار من مستثمر إلى آخر، فهناك من يقوم بتعديل المستمر لمكونات محفظته بناء على التغيرات التي تطرأ على السوق، وهناك من يكتفي بمحاكاة مؤشر ما في بناء محفظته، وفي حالة مراجعة هذه المؤشرات وإعادة تصنيف أسواق الأوراق المالية، آلاف الصناديق الاستثمارية تأخذ هذه العملية بعين الاعتبار كي تقوم بتعديل استثماراتها في فترة قصيرة من الزمن، ومن المفترض على مدراء صناديق الإدارة السلبية القيام بذلك بصورة كاملة، وهذه التغيرات في الواقع تكون على نحو كبير جدا من قبل كل أنواع المستثمرين، ونظرا للاختلاف في طريقة وتوقيت دخول السوق في كلا الاستراتيجيتين، فقد تفاوتت حجم التدفقات النقدية التي حظي بها كل اسلوب.

### المطلب الأول/ أنواع المستثمرين الأجانب في أسواق الأوراق المالية

ينقسم المستثمرين الأجانب في سوق الأوراق المالية إلى صنفين، هما مستثمرين أجانب أفراد ومستثمرين أجانب مؤسسات.

#### أولا/ المستثمرين الأفراد Retail Investors

أي ذلك المستثمر الذي يكون لديه قدر من المدخرات تمكنه من تكوين محفظة تشمل على أوراق مالية محلية وأخرى أجنبية، يستفيد من خلالها من مزايا التنوع المحلي والدولي، ويتصف هذا النوع من المستثمرين بارتفاع درجة الشفافية المالية لديه، كما يتخذ قراراته الاستثمارية من خلال اصدار أوامر الشراء والبيع لشركات الوساطة المالية، وفي بعض أسواق الأوراق المالية المتقدمة يمكن له اعداد أوامر الشراء والبيع من خلال شبكة الانترنت، كما أن بعض كبار المستثمرين الأفراد يمتلك الخبرة والدراية الكافية بأحوال أسواق المال الدولية وكيفية الاستفادة من فرص الاستثمار فيها<sup>1</sup>، ويعتبر هذا النمط أكثر أنواع استثمارات المحفظة الأجنبية خطورة، لأن المستثمر يكون في حالة مواجهة تامة مع مخاطر تغيرات أسعار الصرف وكذلك تغيرات القوانين المنظمة لعمل السوق بالإضافة إلى الأنظمة المحاسبية والضريبية ومستويات الإفصاح والشفافية التي تختلف من دولة إلى أخرى<sup>2</sup>، والتعامل المباشر للمستثمرين الأجانب الأفراد سواء من خلال السوق الأولية أو الثانوية له آثار ايجابية وأخرى سلبية، فهذه التدفقات تساهم مباشرة في تمويل الشركات المحلية المدرجة في السوق المالي،

<sup>1</sup> هشام محمد فرج، مرجع سابق، ص 17.

<sup>2</sup> صالح مفتاح وعلي بوعبد الله، واقع الاستثمار الاجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة اباحات اقتصادية وادارية، العدد الرابع عشر، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2013، ص68.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

وهذا عندما يتم شراء الإصدارات الجديدة من السوق الأولية، وبشكل غير مباشر عندما يتم تداول الأسهم في السوق الثانوية المحلية من خلال دفع أسعار الأسهم للارتفاع وبالتالي خفض تكلفة رفع رأس المال وهذا ما يشجع على طرح المزيد من إصدارات جديدة، كما أن التعامل المباشر للأجانب في السوق يؤدي إلى زيادة السيولة في البورصة المحلية وتعزيز كفاءتها من خلال توفير معايير عالية من اللوائح والمعلومات التي يحتاجها المستثمرين الأجانب وخاصة المستثمرين المؤسساتيين، بالإضافة إلى تطوير خدمات ذات الجودة مثل الوساطة، الحفظ والتسوية<sup>1</sup>، وقد ارتفع هذا النوع من الاستثمار في الدول الناشئة من 3,1 مليار دولار عام 1990 إلى 34 مليار دولار عام 1993 ثم انخفض إلى 14,2 مليار دولار و23 مليار دولار في عامي 1994-1995 على التوالي نتيجة أزمة المكسيك، وكذلك شهد هذا النوع من التدفق انخفاضاً في النصف الثاني من عام 1997 وكان ذلك نتيجة لأزمة جنوب شرق آسيا، بحيث كانت أكثر خمس دول تضررت بهذه الأزمة كل من إندونيسيا، ماليزيا، الفيليبين، كوريا الجنوبية وتايلاند، أين سجلت تدفق خارجي يقدر بنحو 12 مليار دولار وهو ما يمثل نحو 10% من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول مجتمعة<sup>2</sup>، فهذه الاحصائيات تظهر أن التعامل المباشر للأفراد الأجانب في السوق يمتاز بشدة التقلب، وخسارة ثقتهم في السوق المحلية لأي سبب من الاسباب، يؤدي إلى سرعة خروجهم من السوق وهذا من خلال بيع الأوراق المالية المحلية، وقد يؤدي هذا إلى الزيادة في تقلبات أسعار الأوراق المالية والعوائد، والتأثير على أسعار الصرف وأسعار الفائدة، وإذا كان رصيد الاحتياطات الدولية للدولة المضيفة منخفض، فإن هذا قد يخلق أزمة في ميزان المدفوعات<sup>3</sup>، وهذا صحيح بشكل خاص، عندما تدار هذه الاستثمارات من قبل المستثمرين الأفراد الذين لا يتمتعون بأساليب الاستثمار المتطورة، أو لا يمكنهم الوصول إلى معلومات واسعة حول حالة السوق واقتصاد بشكل عام والتي تكون عادة متاحة للمستثمرين من المؤسسات الكبيرة<sup>4</sup>؛

وعلاوة على ذلك، قد يؤدي التباين في المعلومات بين المستثمرين المحليين والأجانب إلى زيادة تقلب أسعار وعائدات الأصول المحلية، فعلى سبيل المثال، كرد فعل دفاعي من قبل المستثمرين المحليين على بيع الأوراق المالية المحلية من قبل المستثمرين الأجانب قد يستجيبون للأحداث ويقومون ببيع أوراقهم المالية، مما يؤدي إلى التأثير على السوق المحلية بشكل كبير<sup>5</sup>، كما أن هذا الانخفاض قد ينتقل إلى أسواق أخرى داخل نفس الدولة، على سبيل المثال من أسواق الأسهم إلى سوق العملات الأجنبية، وقد ينتقل هذا التأثير إلى البلدان المجاورة التي لديها هياكل اقتصادية أو سياسة متشابهة أو التي تنتمي إلى نفس المنطقة<sup>6</sup>، وذلك لأن المستثمرين

<sup>1</sup> Nagwa Abdallah Samak and Omneia Amin Helmy, opcit, p04.

<sup>2</sup> علا عادل علي عبد العال، مرجع سابق، ص 81.

<sup>3</sup> أميرة حسب الله محمد، مرجع سابق، ص 48.

<sup>4</sup> Nagwa Abdallah Samak and Omneia Amin Helmy, opcit, p05.

<sup>5</sup> Ibid, p05.

<sup>6</sup> A staff paper prepared by the UNCTAD secretariat, opcit, p26.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

المحلين عموماً لا يعرفون لماذا يقوم الأجانب ببيع الأوراق المالية المحلية ويتفاعلون معها على الرغم من أن أساسيات السوق المحلية لم تتغير، وقد جعلت هذه العيوب العديد من الأسواق الناشئة، مثل كوريا، إندونيسيا وشيلي تفرض بعض القيود على هذا النوع من الاستثمار الأجنبي، وتشجيع بعض الأنواع الأخرى الأقل تقلباً لاسيما في المراحل الأولى من التكامل المالي، وهذا حتى تصبح أسواق الأسهم المحلية أكثر استعداداً لاستقبال هذا النوع من الاستثمار أي التعامل المباشر في السوق<sup>1</sup>.

### ثانياً/ المستثمر المؤسسي Institutional Investors

إن الاستثمار المؤسسي سواء كان محلي أو أجنبي يمثل أحد الملامح الهامة التي تتسم بها أسواق الأوراق المالية المتقدمة، وبذلك يعتبر استقطاب هذا النوع من المستثمرين هدفاً استراتيجياً تسعى إليه مختلف الهيئات المشرفة على الأسواق، وذلك لأن استثماراته تتسم بالاستقرار والامد الطويل مقارنة بالمستثمر الفرد الذي سينسحب من أسواق الأوراق المالية عند ظهور أية بوادر أولية لأزمة مالية أو اقتصادية أو سياسية وشيكة، فالمستثمر المؤسسي عبارة عن شخصية اعتبارية والتي في معظمها تقوم بدور الوسيط الاستثماري من خلال جمع وإدارة أموال المستثمرين الآخرين الذين ليس لديهم الخبرة والدراية الكافية لتعامل والاستثمار في سوق الأوراق المالية، وبهذا يستطيع المستثمرين توفير تكلفة الحصول على المعلومات عن الأوراق المالية المدرجة، وتفادي العديد من المعوقات القانونية أو أي تكاليف أخرى قد يتكبدها نتيجة الاستثمار مباشرة في الأسواق الأجنبية عنهم، من خلال اللجوء إلى صناديق الاستثمار المتواجدة في تلك الأسواق، والاستفادة من خبرات مدراء الصناديق المحترفين، ويقوم المستثمر المؤسسي باتخاذ قرارات توزيع أصول الصندوق على أساس الأهداف وتوقعات الأسواق، العائد والمخاطرة، ومع مراعاة القواعد الرقابية والمحاسبية، ويمكن أن نميز بين المستثمر المؤسسي التقليدي والذي يتمثل في صناديق التقاعد، شركات الاستثمار وشركات التأمين والمستثمر المؤسسي البديل أو الحديث والذي يتمثل في صناديق الاستثمار المشترك، صناديق التحوط، صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الثروة السيادية<sup>2</sup>، ويتمتع المستثمر المؤسسي الأجنبي بأهمية خاصة في أسواق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة، إذ تمتلك هذه المؤسسات القابلية على الاستثمار في الأسواق الأقل سيولة بالمقارنة مع المستثمرين الأجانب الأفراد، والتي توفر لها مصدر مالي ضخم وأكثر استقراراً<sup>3</sup>، كما أنها تتميز بالوزن المالي الكبير في أسواق الأوراق المالية المستثمرة فيها، لما لها من أموال ضخمة بغض النظر عن الخبرة والدراية التي تتمتع بها عن فرص الاستثمار في تلك الأسواق، كما يعتبر هذا النوع القائد في معظم أسواق الأوراق المالية الناشئة، حيث تعتبر القرارات

<sup>1</sup> Nagwa Abdallah Samak and Omneia Amin Helmy, opcit, p05.

<sup>2</sup> انظر في ذلك:

-صلاح حسن أحمد، مرجع سابق، ص38.

-The World Bank, **Foreign Institutional Investors and Corporate Governance in Emerging Markets**, International Bank for Reconstruction and Development, May, 2016, p05.

<sup>3</sup>Nagwa Abdallah Samak and Omneia Amin Helmy, opcit,p p03\_04.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

الصادرة عن المستثمرين المؤسساتيين بمثابة دليل لكثير من المستثمرين المحليين، وبالتالي لديهم المقدرة على توجيه قرارات المستثمرين الآخرين بما يخدم رؤيتهم وسياساتهم الاستثمارية في السوق المالي<sup>1</sup>، ويختلف حجم مساهمة المستثمر المؤسسي في الأسواق المتقدمة عن الأسواق الناشئة:

### 1. حجم استثمارات المستثمر المؤسسي في أسواق الأوراق المالية المتقدمة:

على مدى السنوات الخمسين الماضية، كان المستثمر المؤسسي من بين أكبر المستثمرين في أسواق الأوراق المالية، كما أشار في ذلك كل من (Gillan & Starks 2003)، حيث قالوا أن: "في العديد من أسواق الأوراق المالية أصبح المستثمر المؤسسي يشكل الجزء الأكبر من التداولات في السوق إن لم يكن يسيطر على معظم التداولات في أسواق الأسهم خلال النصف الثاني من القرن العشرين"، ففي الولايات المتحدة، نمت أصول المستثمر المؤسسي من 8.7 مليار دولار أمريكي في عام 1950 ما يمثل 6.1% من مجموع الأسهم القائمة إلى 10.2 ترليون دولار أمريكي في عام 2009، أي ما يمثل 50.6% من مجموع الأسهم القائمة، ويمثل نصيب المستثمر المؤسسي في أعلى 1000 شركة أمريكية كبرى ما يعادل 73%، وهذا يمثل تحولا كبيرا في هيكل الملكية للشركات المدرجة، ومن الواضح أن هذا هو الاتجاه السائد في معظم أسواق منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، حيث انتقلت ملكية الشركات من المستثمرين مباشرة إلى وسطاء الاستثمار، وقام كل من (Isaksson & Celik 2010) بحساب ملكية المستثمر المؤسسي في عام 2010، حيث وجدوا أن صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار وشركات التأمين تستحوذ على ما يقارب من نصف الأسهم المدرجة في العالم، مع إجمالي القيمة السوقية تقدر بـ 26 تريليون دولار أمريكي، وفي المملكة المتحدة، انخفضت الملكية المباشرة للأفراد في الشركات المدرجة في البورصة من 54% في 1963 إلى 11.5% في 2012<sup>2</sup>، والجدول التالي يبرز نسبة أصول المستثمر المؤسسي من الناتج المحلي الإجمالي حسب فئات الدخل:

### الجدول رقم (3-1): نسبة أصول المستثمر المؤسسي من الناتج المحلي الإجمالي حسب فئات الدخل

أصول صناديق المشتركة كنسبة من	أصول صناديق التقاعد كنسبة من	
الناتج المحلي الإجمالي (%)	الناتج المحلي الإجمالي (%)	
201,2	40,9	دول الدخل المرتفع: OECD
69,2	15,5	دول الدخل المرتفع: Non - OECD
10,0	15,7	دول دخل المرتفع المتوسط
5,0	07,6	دول دخل المنخفض المتوسط

Source: The World Bank, **Foreign Institutional Investors and Corporate Governance in Emerging Markets**, International Bank for Reconstruction and Development, May, 2016, p06.

<sup>1</sup> هشام محمد فرج، مرجع سابق، ص 18

<sup>2</sup> The World Bank, opcit, pp05-06.

وتجدر الإشارة إلى أنه، في 2014، كانت تتراوح حصة صناديق معاشات التقاعد كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بين 184.1% في هولندا إلى 104.9% في المملكة المتحدة إلى 83.2% في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 76.2% في كندا إلى 50.3% في فنلندا إلى 29.4% في اليابان إلى 16.4% في ألمانيا إلى 5% في بلجيكا، أما صناديق الاستثمار المشترك فتختلف حصتها من الناتج المحلي الإجمالي من 8.6% في هولندا إلى 47.3% في المملكة المتحدة إلى 73% في كندا إلى 49.2% في فرنسا إلى 51.6% في ألمانيا إلى 616.9% في أيرلندا و5024.6% في لكسمبورغ و91% في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي دراسة أجرتها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية عام 2011، تبين أن صناديق التقاعد هم كبار المستثمرين المؤسسيين في بلدان مثل استراليا، الشيلي، والكيان الصهيوني، في حين أن شركات التأمين هي المسيطرة على سوق الأوراق المالية في ألمانيا وفرنسا والسويد وصناديق الاستثمار تلعب دورا هاما في اليونان والمكسيك<sup>1</sup>.

### 2. حجم استثمارات المستثمر المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الناشئة:

تشير الاحصائيات للعام 2014، إلى أن البلدان ذات الدخل المرتفع تميل إلى أن تكون فيها أكبر حصة من استثمارات المستثمر المؤسسي، فمتوسط أصول صناديق المعاشات التقاعدية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي تقدر بـ40.9% في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ذات الدخل المرتفع بالمقارنة مع 15.5% في غير بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، و15.7% في البلدان ذات الدخل المتوسط المرتفع، و7.6% في البلدان ذات الدخل المتوسط الأدنى، فهذا معناه أن حجم استثمارات المستثمر المؤسسي المحلي آخذة في التزايد، ففي أمريكا اللاتينية على سبيل المثال، الأصول الخاضعة لإدارة صندوق التقاعد في المنطقة نمت بنسبة 16% سنويا منذ عام 1999 لتصل إلى 390 مليار دولار أمريكي نهاية العام 2006، فصناديق المعاشات تعتبر الأكثر هيمنة في أسواق الأوراق المالية في العديد من بلدان أمريكا اللاتينية<sup>2</sup>، وتتراوح حصة صناديق المعاشات التقاعدية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بين 14% فالبرازيل إلى 57.9% في ماليزيا إلى 40.8% في جنوب أفريقيا إلى 68.3% في الشيلي و7.5% في كوريا، أما صناديق الاستثمار المشترك فتختلف حصتها من الناتج المحلي الإجمالي من 32% في ماليزيا إلى 41% في جنوب أفريقيا، إلى 22.1% في كوريا إلى 46.2% في البرازيل إلى 6.8% في الصين<sup>3</sup>؛

وقد بلغت عدد الاصدارات العامة الأولية التي أقيمت صناديق الثروة السيادية على شراء حصص رئيسية فيها 26 اصدار في عام 2017 بنحو 826 مليار دولار، بالمقارنة مع 196.7 مليار دولار في عام 2016، وتحرص الشركات الأصغر حجما في الأسواق الناشئة على اجتذاب صناديق الثروة السيادية من أجل رفع مكانتها وطمأنة المستثمرين الآخرين، وذلك لأن صناديق الثروة السيادية من المستبعد أن تتخلى عن الأسهم من أجل جني الربح السريع بل تتطلع للشراء في القطاعات ذات النمو طويل الأجل، وكان جهاز أبوظبي للاستثمار

<sup>1</sup> The World Bank, opcit, pp 33-34.

<sup>2</sup> Ibid, pp06-07.

<sup>3</sup> Ibid, pp 33-34.



وصندوق GIC السنغافوري والهيئة العامة للاستثمار الكويتية من بين الأكثر نشاطا في الأسواق الناشئة التي تشهد نموا سريعا كالهند، والتي سجلت أداء قياسي من الاصدارات العامة الأولية في عام 2017، من خلال جمع نحو 11.5 مليار دولار، وكان الفضل في جزء من ذلك لطرح شركات تأمين كبيرة، أين اجتذبت شركة SBI Life للتأمين كلا من جهاز أبوظبي للاستثمار وGIC والهيئة العامة للاستثمار الكويتية كمستثمرين رئيسيين في أول طرح عام أولي بنحو مليار دولار في الهند خلال 7 سنوات، وطرح شركة HDFC Life الذي اجتذب جهاز أبوظبي للاستثمار وشركة Temasek السنغافورية والهيئة العامة للاستثمار الكويتية وآخرين<sup>1</sup>؛

### المطلب الثاني/ طرق إدارة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية

توجد طريقتان أساسيتان لإدارة الاستثمارات في أسواق الأوراق المالية، تتمثل الأولى في الإدارة النشطة، أما الثانية فتعرف بالإدارة الساكنة، ولكل نوع خصائص معينة.

#### أولا/ مفهوم الإدارة النشطة

تتمثل الإدارة النشطة في ذلك اسلوب الاستثماري الذي يقوم فيه مدير المحفظة/الصندوق بانتقاء الأوراق المالية حسب معرفته وخبرته وتوقعاته، ويقوم بإعادة تكوين المحفظة بين وقت وآخر حسبما يستجد من تطورات سلبية أو إيجابية في السوق، أي يعتمد على القيام بعدة صفقات على ورقة مالية واحدة أو مجموعة من الأوراق المختلفة، من خلال القيام بمحاولة شراء الأوراق عند مستوى معين ثم الانتظار إلى غاية ارتفاع سعرها في السوق لتحقيق عائد معين، أو العكس، أي بيع الأوراق عند مستوى معين ثم الانتظار حتى ينخفض سعره مجددا في السوق ليتم شرائه، وهذا في حالة البيع على المكشوف، ويقوم متبعو هذا الأسلوب، باختيار أوراق محدودة للاستثمار فيها بهدف تحقيق عائد أعلى من العائد الذي تحققه المؤشرات العامة للأسواق، ويعتمد المستثمر أو مدير الصندوق بشكل رئيسي في هذه الطريقة على التحليل الأساسي من خلال دراسة النتائج المالية للشركات في حالة المحافظ أو الصناديق التي تستثمر في الأسهم والسندات أو التحليل الاقتصادي الكلي في حالة الاستثمار في العملات الأجنبية، بالإضافة لتحليل الكمي الذي يقوم على المعادلات الرياضية والإحصائية، ويتبع هذا الأسلوب المستثمرون ومدراء الصناديق الذين يعارضون نظرية كفاءة السوق، بحيث يقوم هؤلاء بالبحث عن شراء الأصول التي سعرها الحالي أقل من قيمتها الحقيقية، وانتظار ارتفاع سعرها لتحقيق الربح، أو بيع الأصول التي تكون أسعارها أعلى من قيمتها الحقيقية بهدف انخفاض سعرها ثم شراؤها لتحقيق الربح، أي يوفر هذا النوع المرونة لمدير الصندوق أو المحفظة، ولا يطلب من المديرين النشطين اتباع مؤشر محدد، وبالتالي شراء الأصول التي يعتقدون أنها تحقق الهدف المراد، وبهذا يمكن للمديرين النشطين التحوط على اختياراتهم باستخدام تقنيات مختلفة مثل البيع القصير أو الخيارات، أي إمكانية استبعاد الأصول

<sup>1</sup>الأسواق الناشئة نجمة الطروحات الأولية في 2017: صناديق الثروة السيادية تهاجت عليها، جريدة الشرق الأوسط، المملكة العربية السعودية، مقال نشر بتاريخ 13 فبراير 2018، من الرابط: <https://aawsat.com/.../الأسواق-الناشئة-نجمة-الطروحات-الأولية-في-20...>

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

عندما تصبح المخاطرة فيها كبيرة جدا، ويتميز هذا الأسلوب بارتفاع تكاليف الاستثمار، سواء فيما يخص العملات أو تكاليف إدارة المحفظة الاستثمارية، بالإضافة لضرورة وجود فريق مؤهل وكفاء للقيام بعملية البحث عن أفضل مجموعات الأصول لتحليلها ودراستها ما يعني المزيدة من التكاليف، كما أن هذا الأسلوب لا يستفيد من التسهيلات الضريبية على غرار الإدارة الساكنة<sup>1</sup>؛

### ثانيا/ مفهوم الإدارة الساكنة

يطلق مفهوم الإدارة الساكنة أو الخاملة أو السلبية أو غير النشطة على استراتيجيات الاستثمار التي تهدف لتحقيق عائد على المدى الطويل من خلال الاستثمار في المؤشرات التي تقوم بقياس الأداء العام لأسواق الأسهم، أو أسواق أخرى كالسندات وأسواق السلع أو العملات الأجنبية، وذلك عن طريق القيام بعدد محدود جدا من الصفقات، ومن أهم الأسباب التي تجعل المستثمرين يتبعون هذا الأسلوب، المخاطرة المنخفضة والتوزيع المتنوع\* للمحفظة المبنى على الاستثمار في المؤشرات التي تعكس أداء كل الأصول الموجودة، بالإضافة لتكاليف المنخفضة، فغالبا ما تستقطع سنويا من 1,5% إلى 3% من أصول الصندوق كأتعاب للمدير، ويستند داعمو هذا الأسلوب على نظرية كفاءة السوق، والتي تفترض أن معظم الأسعار تعكس في كل لحظة جميع المعلومات المتوفرة حول الأصل قيد التداول وبالتالي فإنه من المستحيل توقع حركة السعر المستقبلية، وبالتالي فإنه لا يمكن القيام بعملية "توقيت السوق"، بالإضافة إلى أن داعمي هذا الأسلوب يستندون إلى العديد من الإحصائيات التي تشير إلى أن الأداء العام لمؤشرات الأسواق دائما ما يكون أفضل على المدى الطويل من أداء الصناديق التي تعتمد على الاستثمار النشط، ومن بين مزايا هذا النوع من الإدارة أيضا، توفير عنصر الشفافية، أي يمكن معرفة الأصول المكونة لذلك الصندوق، كما أن استراتيجية الشراء والاحتفاظ التي ينتهجها المدير عادة ما تؤدي إلى فرض ضرائب أقل بسبب انخفاض عمليات البيع، وما يعاب على الإدارة الساكنة، أنها محدودة جدا، أي تقتصر مكونات الصندوق على عدد محدد سلفا من الأصول مع اختلاف ضئيل أو معدوم، وبالتالي، فالمدير هنا يكون مقيد بهذه الأصول عند تكوين صندوقه بغض النظر عن مختلف الفرص الاستثمارية الأخرى الموجودة في السوق<sup>2</sup>؛

<sup>1</sup> انظر في ذلك: -الاستثمار النشط والاستثمار الخامل، شركة نيتو تريد للوساطة والاستثمار، الإمارات العربية المتحدة، من الرابط:

<https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/forex-trading-basics/difference-between-active-and-passive-investing>

-Active and passive investing, what you need to know? Vanguard Asset Management, the Financial Conduct Authority, UK, 2017, p02.

-أهمية الانضمام للمؤشرات العالمية، الموقع الاخباري العربية، مرجع سابق.

\*أهم قرار يتخذه مدير الإدارة السلبية يتمثل في تحديد نسبة الاستثمار في كل أصل من أصول المؤشر المراد محاكاته، والتي تعتمد بصفة أساسية على القيمة السوقية للورقة من خلال إعطاء الأولوية للأوراق ذات القيم السوقية الكبيرة ثم الصغيرة، فرص النمو المستقبلية،... الخ، أنظر إلى:

Investment Philosophy, Cardiff Park Advisors LLC, from the site: <http://www.cardiffpark.com/investment-philosophy/passive-investing>

<sup>2</sup> انظر في ذلك: -الاستثمار النشط والاستثمار الخامل، شركة نيتو تريد للوساطة والاستثمار، مرجع سابق.

-Active and passive investing, what you need to know? Vanguard Asset Management, opcit, p08.

-أهمية الانضمام للمؤشرات العالمية، الموقع الاخباري العربية، مرجع سابق.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

ويعود تاريخ نشأة الإدارة الساكنة، إلى كتاب نشر في عام 1973 ادعى فيه "بيرتون مالكيل" الأستاذ في جامعة برينستون أن "فرد معصوب العينين يرمي السهام على مؤشرات الأسهم يمكنه أن يسجل أداء جيد كالمحترفين من مديري الأموال"، ولم يشكك مالكيل في فرضية أن بعض المديرين يمكنهم بالفعل التغلب على السوق، ولكنه رأى أن المدراء في المجموع سيحققون نفس النتائج بعد حساب الرسوم التي يتقاضوها نظير الإدارة، وبعد ثلاث سنوات وباستخدام نفس المنطق، أنشأ "جون سي بوجل" مؤسس مجموعة "فانجارد" أول نسخة من صناديق المؤشرات للمستثمرين الأفراد، والذي كان يتتبع مؤشر S&P 500، كما اعتقد "بوجل" أيضاً أن الإدارة النشطة للاستثمار لا يمكنها التغلب على السوق على المدى الطويل<sup>1</sup>.

### ثالثاً/ الاختيار ما بين الإدارة النشطة والإدارة الساكنة

تتميز الإدارة النشطة عن الإدارة الساكنة بما يلي:

### الجدول رقم (3-2): مقارنة بين الإدارة النشطة والإدارة الساكنة

الإدارة النشطة	الإدارة الساكنة	
<b>تخصيص الأموال</b>	يقوم المدير بتوزيع المبالغ الاستثمارية على المحفظة/الصندوق على نحو مطابق لتوزيع المؤشر المراد محاكاته، أي التخلي عن الحس البشري أثناء عملية تقرير ما يجب الاستثمار به ومتى يجب الاستثمار به، وبعبارة أخرى، الاستثمار السلبي يعني "امتلاك السوق" بدلا من محاولة التغلب عليه	يقوم المدير باستخدام مهاراته لتنبؤ باتجاهات الأسواق المراد الاستثمار فيها، وانتقاء الأسهم التي يتوقع أن يكون أداؤها جيدا، ومن ثم بيعها متى ما حققت الهدف من وراء حيازتها أو متى انخفضت جاذبيتها، أي يقوم بتكوين المحفظة/الصندوق استنادا إلى أبحاثه وحده وخبرته
<b>الهدف</b>	لا يهدف المستثمر/مدير الصندوق إلى التغلب Beat على المؤشر، بل يهدف إلى محاكاة المؤشر المرجعي لأكبر قدر ممكن	يهدف المدير إلى التأثير على أداء المحفظة/الصندوق لتحقيق عوائد تفوق عوائد مؤشرات السوق، وهذا بعد احتساب التكاليف
<b>التركيز</b>	الحصول على أفضل المعلومات مع استقطاب أهم مديري لإدارة الصندوق	يهدف المستثمر/مدير الصندوق إلى خفض التكاليف المتعلقة باستثمارات لأكبر قدر ممكن
<b>كفاءة السوق</b>	السوق غير كفؤ ومن الممكن التفوق على المؤشر باستمرار	السوق شديد الكفاءة ومن الصعب التفوق عليه باستمرار
<b>مدة الاستثمار</b>	يقوم المستثمر/مدير الصندوق باحتفاظ باستثماراته لفترات زمنية قصيرة وهذا من اجل الاستفادة الكاملة من تقلبات الأسعار على المدى القصير	يقوم المستثمر/مدير الصندوق باحتفاظ باستثماراته لفترة طويلة، فكلما قامت المؤشرات بتغيير مكوناتها، فإن صناديق المؤشرات التي تتبعها تغير

<sup>1</sup>معضلة التغلب على السوق.. إدارة الاستثمار بين النهجين النشط والسلبي، موقع أرقام، موقع متخصص في متابعة سوق الأسهم السعودي- تداول، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ: 31 مارس 2018، من الرابط:

تلقائيا من حيازاتها من خلال بيع الأسهم التي تستبعد وشراء الأسهم التي أصبحت جزءا من المؤشر		
تحقيق عوائد صغيرة، وهذا لأن الإدارة السلبية لا تهدف لتغلب على السوق إلى حد كبير، حتى في أوقات الاضطراب، وهذا بسبب محدودية اختياراتهم للأصول، الا أنه في بعض الأحيان، قد تغلب صناديق الاستثمار السلبية على السوق قليلا، ولكنها لن تحقق أبدا عوائد كبيرة كالتالي يتوق إليها المديرون النشطون إلا إذا كان السوق نفسه مزدهرا	تحقيق عوائد أكبر، على الرغم من أن هذه العوائد تأتي مع مخاطر أكبر أيضا	العوائد المحققة
تمثل أهم استراتيجية وفق هذا الاسلوب في استراتيجية الشراء والاحتفاظ	أهم استراتيجيتان متبعتان وفق هذا الاسلوب: استراتيجية توقيت السوق واختيار الأوراق المالية	الاستراتيجية المتبعة

المصدر: موقع دراية، هيئة السوق المالية السعودية، من الرابط:

<https://www.derayah.com/Html/ar/learning/investmentstyle.html>

Active and passive investing What you need to know? Vanguard Asset Management, opcit, p05\_08.

ولهذا، فالاختيار بين هذين النوعين لإدارة الاستثمارات، يعتمد على معيارين رئيسيين، هما:<sup>1</sup>

1. مقدار الوقت المتوفر لدى المستثمر: يعتبر الزمن عنصر مهم في تحديد نوع الاسلوب الاستثماري لكل مستثمر، فالمستثمر الذي يملك الكثير من الوقت بإمكانه تمضيته في البحث ضمن السوق عن أفضل الأسهم ليركز استثماراته عليها، وبالتالي يحاول التغلب على أداء السوق بصفة عامة، أما المستثمر الذي ليس لديه الكثير من الوقت فيصبح ميالا لاستراتيجية ساكنة بحيث يكون مستثمرا في السوق ككل دون تمضية الكثير من الوقت في تحليل هذا السهم أو ذلك، كما أن معيار الوقت المتوفر أصبح يلعب دورا أقل في اختيار أحد الاسلوبين، لأن حتى المستثمر ذي الوقت القليل أصبح بإمكانه وضع ماله في صندوق استثماري يمارس مديره الإدارة النشطة نيابة عنه؛

2. وجهة نظر المستثمر حيال مدى كفاءة السوق: كلما كان المستثمر يؤمن بأن السوق عالي الكفاءة أصبح يميل للاستثمار بالأسلوب الساكن (نظرا لقناعته بعدم جدوى محاولة التغلب على السوق بصفة مستمرة)، بينما إذا كان المستثمر يرى عدم الكفاءة في السوق (أي وجود ثغرات بين أسعار الأسهم وبين قيمتها الفعلية أو المتوقعة بناء على المعلومات المتوفرة) فإن ذلك يؤدي إلى انتهاز الإدارة النشطة ليحاول البحث عن تلك الثغرات واستغلالها ومن ثم الاستفادة منها؛

<sup>1</sup> موقع دراية، هيئة السوق المالية، السعودية، مرجع سابق.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

وفي هذا الصدد نشير إلى مقولة Fama التي جاء فيها: "توجد هذه المغالطة التي يعتقد فيها الناس اننا بحاجة لمدرء الاستثمار النشط للأسواق من أجل أن تكون كفؤة، وهذا الأمر صحيح فقط في حالة ما إذا كان مدرء الاستثمار النشط يتمتعون بالخبرة والدراية التامة والكافية، وغير ذلك سيساهمون في ارتفاع عدم كفاءة السوق"<sup>1</sup>، ويمكن القول أن، الجمع بين الادارتين يمكن أن يزيد من تنوع المحفظة ويساعد في الواقع على إدارة المخاطر بشكل عام.

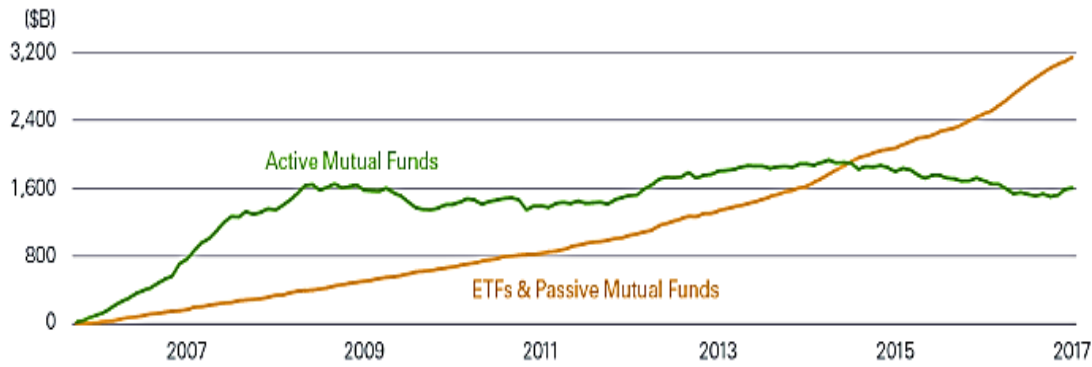
### المطلب الثالث/ توجهات المستثمرين نحو الإدارة الساكنة والإدارة النشطة

لقد لعبت تفضيلات المستثمرين في اختيار ما بين الإدارة النشطة أو الساكنة سواء كأفراد أو مؤسسات، دورا هاما في تحديد حجم التدفقات النقدية التي حظيت بها كل إدارة، كما أن حجم هذه التدفقات يختلف أيضا من الأسواق المتقدمة إلى الأسواق الناشئة.

### أولا/ من حيث صافي التدفقات

لقد تضاعفت الأصول العالمية تحت إدارة المستثمر المؤسسي لأكثر من الضعف خلال السنوات الخمس عشر الماضية، ولكن هذا النمو لم يتم توزيعه بالتساوي، فقد أدى نمو الأصول في الاستراتيجيات النشطة، إلى تأخر نمو الأصول في الاستراتيجيات السلبية، والتي كانت تمثل 12% فقط من الأصول العالمية الخاضعة للإدارة وهذا في العام 2003، ثم بدأت بعد ذلك في النمو، اين ارتفعت إلى 22% في عام 2015، وبعدها تجاوزت التدفقات السلبية التدفقات النشطة لأكثر من عامين:

### الشكل رقم (3-1): تطور حجم تدفقات الصناديق الاستثمارية عالميا حسب نوع الإدارة



As of 30 September 2017

**Source:** Kim Tilley, **Mind the Gap: The Risks of Going Passive in EM**, Lazard Asset Management LLC, Published on January 26, 2018, p02.

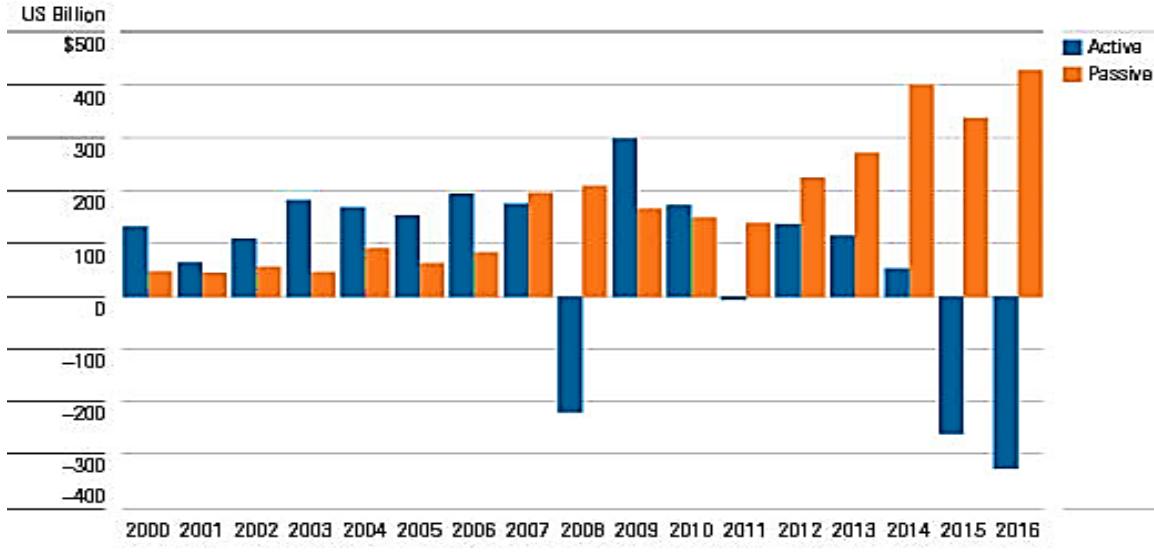
ولقد أظهرت دراسة أجرتها شركة Morningstar على صناديق الاستثمار المفتوحة وصناديق المؤشرات المتداولة في الولايات المتحدة، أن في السنوات القليلة الماضية، بدأ العديد من المستثمرين الاتجاه إلى صناديق الاستثمار السليبي بدلا من تلك التي تدار بطريقة نشطة، إذ نمت التدفقات الموجهة لصناديق الاستثمار السليبي

<sup>1</sup>Marlene Hassine, **Active funds Vs. Benchmark performance comparison**, LYXOR ETF research. 2016, p01.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

بسرعة في العقد الماضي، حيث تضاعف تدفقاتها السنوية من حوالي 200 مليار دولار في عام 2007 إلى أكثر من 400 مليار دولار في عام 2016، وابتداءً من عام 2011، فاقت التدفقات الموجهة نحو الصناديق السلبية نظيرتها الموجهة إلى الصناديق النشطة، على الرغم من أن عدد صناديق الإدارة النشطة يفوق عدد صناديق الإدارة السلبية بنسبة ثمانية إلى واحد:

الشكل رقم (3-2): تطور حجم صافي تدفقات الصناديق الاستثمارية في الو.م.أ حسب نوع الإدارة



As of 31 Desember 2016

Source: Patricia Oey, **Fund Fees Paid by Investors Continue to Decline**, Morningstar research, published on May 23, 2017, from the site:

<https://www.morningstar.com/articles/810017/fund-fees-paid-by-investors-continue-to-decline.html>

ففي عام 2016، قام المستثمرون بسحب أكثر من 326 مليار دولار من صناديق الاستثمار المشتركة المدارة بطريقة نشطة، في حين شهدت الصناديق المدارة بطريقة سلبية تدفقات داخلية قدرها 429 مليار دولار، أي بفارق يقدر بـ754 مليار دولار، ونتيجة لهذا التغير في تفضيلات المستثمرين، ارتفعت الحصة السوقية لصناديق الإدارة السلبية من 23% في عام 2012 إلى 32% في عام 2016<sup>1</sup>، وهذا ما يدل على أن الأسواق المالية الأمريكية تعيش عصر صناديق المؤشرات المتداولة، ومن المتوقع من قبل بعض الخبراء أن تصل إلى 50% في الولايات المتحدة في غضون سبعة سنوات القادمة، ولكن رغم ذلك، لا تزال تحتفظ الصناديق المدارة بالطريقة النشطة بالجزء الأكبر من السوق مع أصول قيمتها 10 تريليون دولار، مقارنة مع 3,8 تريليون دولار القيمة الإجمالية للصناديق المدارة بالنهج الساكن<sup>2</sup>:

<sup>1</sup>Patricia Oey, **Fund Fees Paid by Investors Continue to Decline** published on May 23, 2017, from the site:

<https://www.morningstar.com/articles/810017/fund-fees-paid-by-investors-continue-to-decline.html>

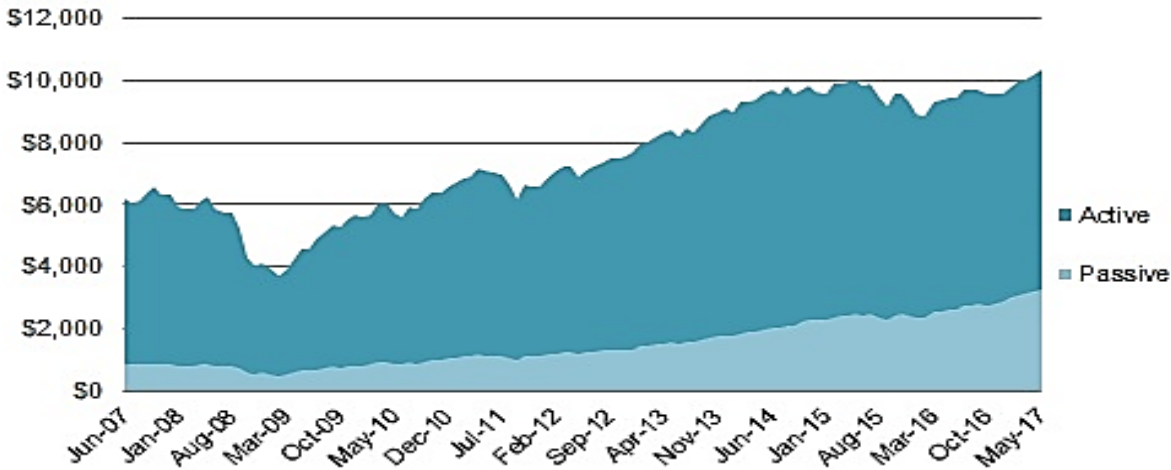
<sup>2</sup> انظر في ذلك:

—معضلة التغلب على السوق... إدارة الاستثمار بين النهجين النشط والسلبى، موقع أرقام، مرجع سابق.

-B. Todd Stewart and Bob Noll, opcit, p 02.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

الشكل رقم (3-3): تطور حجم الأصول المدارة من قبل صناديق الاستثمار في الو.م.أ حسب نوع الإدارة

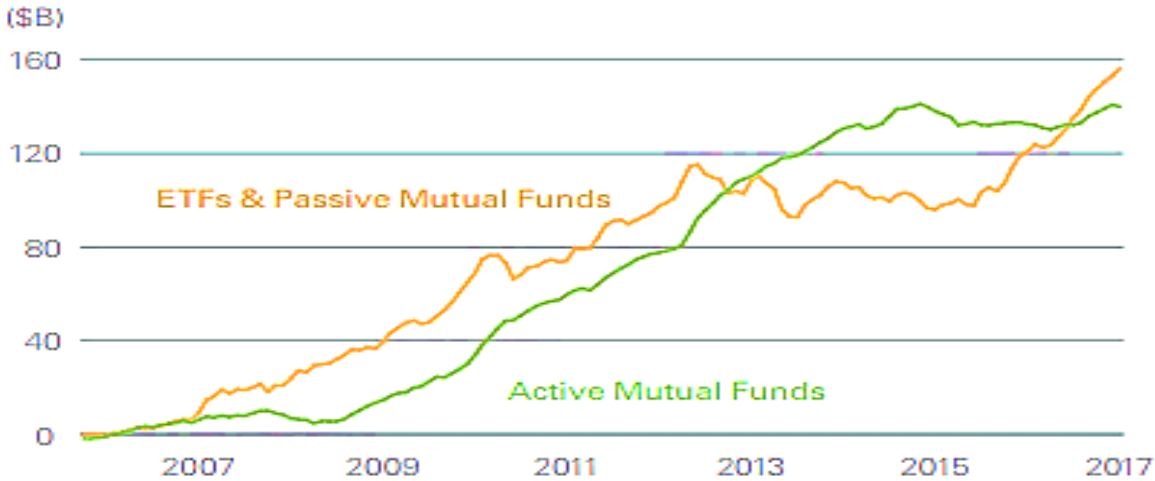


Source: Gabriel Wang, **Active vs. Passive Investments: is the industry engaging in the wrong debate?** Aite Group report, September 2017, from:

<https://www.aitegroup.com/report/active-vs-passive-investments-industry-engaging-wrong-debate>

ولكن الوضع مختلف تماما في الأسواق الناشئة، فقد شهدت كل من الإدارة النشطة والسلبية تدفقات معتبرة ومتماثلة نوعا ما، ويمكن أن يعزى هذا الأمر إلى أن المستثمرين يعتقدون أن اتباع الإدارة السلبية في الأسواق الناشئة، لا تمكنهم من اغتنام والوصول إلى مختلف الفرص الاستثمارية الموجودة في هذه الأسواق، فصناديق المؤشرات تعتبر مناسبة للمستثمرين التكتيكيين الذين يتطلعون إلى الاستفادة من تقييم قصير الأجل لمنطقة معينة أو سوق معين أو قطاع معين، ولكنها ليست استراتيجية مناسبة لأولئك الذين يتطلعون إلى تأسيس مركز استثماري على المدى الطويل:

الشكل رقم (3-4): تطور حجم تدفقات الصناديق الاستثمارية حسب كل إدارة في الأسواق الناشئة



As of 29 September 2017

Source: Kim Tilley, opcit, p02.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

فالأسواق الناشئة تتميز بالتركيز وعادة ما تكون المؤشرات التي تقيس أدائها مرجحة من حيث القيمة السوقية، مما يعني أنه غالبا ما يكون هناك تحيز كبير لقطاع على حساب الآخر، بالإضافة إلى سيطرة بعض الشركات على أداء هذه القطاعات، فأكثر من 50% من مؤشر MSCI للأسواق الناشئة يسيطر عليه قطاع شركات المالية والتكنولوجية، كما أن 50% أيضا من المؤشر تهيمن عليه ثلاث اقتصادات آسيوية تتمثل في الصين، كوريا وتايوان، وتشكل الأسهم الخمس الأولى حوالي 20% من المؤشر، وبعبارة أخرى، فهذه الشركات لديها أكبر الأوزان في المؤشر، وبالتالي، فإن أداء صناديق المؤشرات المتداولة يعتمد بشكل كبير على أداء تلك الشركات، سواء كان أداؤها إيجابيا أو سلبيا، بالإضافة إلى هذا، تمثل الشركات المملوكة للدولة State-Owned Enterprises حوالي 25% من مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، فالعديد من شركات الخدمات العامة والطاقة والخدمات المالية والاتصالات في الأسواق الناشئة تعتبر شركات مملوكة للدولة، كما أن حوالي نصف الشركات المدرجة في المؤشر القياسي لكل من الصين وروسيا وكذلك حوالي ثلث الأسهم البرازيلية المدرجة في مؤشرها القياسي تعتبر شركات مملوكة للدولة، ولهذا فالقرارات الصادرة عن هذه الشركات يمكن أن تتأثر بالطموحات السياسية والاجتماعية لحكومة هذه البلدان، وغالبا ما يتم تشغيلها كاستثمارات للدولة وبالتالي لا تراعي حقوق حملة الأسهم<sup>1</sup>، وما تم ملاحظته أيضا أن أداء هذه الشركات كان يفوق أداء شركات القطاع الخاص من قبل، ولكن بعد ذلك، شهدت هذه الشركات انخفاضا في الأداء، ما يدل على عدم جدوى الاستثمار فيها وضرورة تجنبها، وعلاوة على ذلك، فالشركات المملوكة للدولة ليست كلها متماثلة، ولهذا فاستثمار فيها يحتاج إلى دراسة متأنية من قبل مدير صندوق نشط لديه الخبرة والمهارة الكافية للقيام بذلك:

الشكل رقم (3-5): أداء 100 دولار مستثمرة في الشركات العامة بالمقارنة مع الشركات الخاصة



As of September 2018

Source: Andrew Rymer, **five charts that explain the case for emerging markets**, Schroders Investment Management, published on September 26, 2018, from the site:

<https://www.schroders.com/en/insights/economics/five-charts-that-explain-the-case-for-emerging-markets/>

<sup>1</sup>Kim Tilley, **Mind the Gap: The Risks of Going Passive in EM**, Lazard Asset Management LLC, Published on January 26, 2018, pp03\_04.



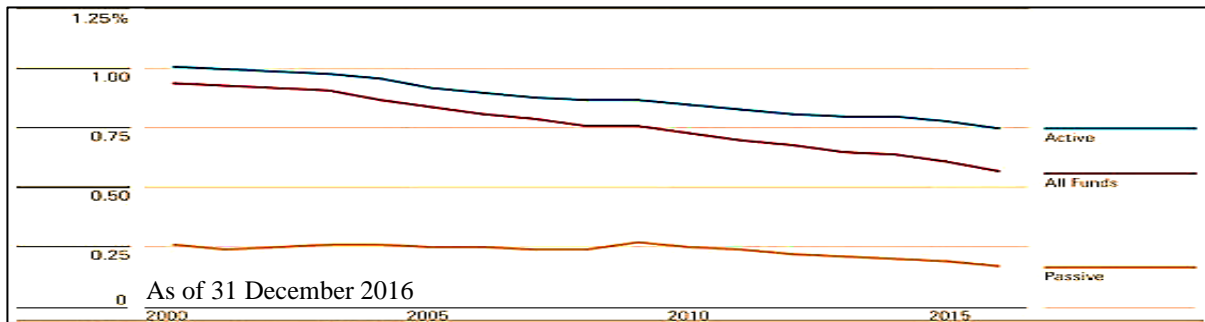
## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

ونتيجة لكل هذه العوامل، سيمتاز أداء الصناديق ذات الإدارة السلبية بتقلب، وبالتالي، فالاعتماد على الإدارة النشطة في الأسواق الناشئة، من خلال المدير الذين لديه القدرة والمهارة الكافية من شأنه كبح هذا التقلب من خلال تحسين الأوزان داخل الصندوق وتجنب تلك الأسهم أو المناطق أو الأسواق التي تعتبر محفوفة بالمخاطر، من خلال البحث عن تلك الأسهم التي تعتبر جذابة للاستثمار فيها وليست مدرجة في المؤشر، أي العثور على ما يسمى بالماسة الخام diamonds in the rough في أسواق الأوراق المالية؛ وبصفة عامة، يمكن أن يعزى الارتفاع في التدفقات نحو الصناديق السلبية، إلى انخفاض التكاليف فيها بالمقارنة مع الصناديق النشطة التي تتميز بارتفاع التكاليف سواء فيما يخص العمولات، تكاليف الإدارة أو المصاريف التي تدفع للمحللين نظير أبحاث التي يقومون بها من أجل تحليل السوق والبحث عن الفرص الاستثمارية.

### ثانيا/ من حيث مصاريف الصندوق

أظهرت نفس الدراسة التي أجرتها شركة Morningstar، إلى أن المستثمرين دفعوا في المتوسط مصاريف منخفضة للصناديق في عام 2016 مقارنة بأي وقت مضى، حيث بلغ متوسط نسبة المصروفات المرجحة بالأصول لكل الصناديق (باستثناء صناديق أسواق النقد) 0.57% في عام 2016، بانخفاض من 0.61% في عام 2015 و0.65% قبل ثلاث سنوات، ويعود هذا الانخفاض إلى الطلب القوي من المستثمرين على الصناديق منخفضة التكلفة، وخاصة تلك التي تتبع الإدارة السلبية في استثماراتها، ثم الصناديق الأخرى التي تتطلب رسوما أقل، ولقد تم استعمال متوسط المصروفات المرجح بالأصول بدل المتوسط العادي، وهذا من أجل التفادي القيم المتطرفة، مثل الصناديق ذات التكلفة العالية ولكن ذات مستويات أصول منخفضة، ففي عام 2016، كان متوسط نسبة المصروفات البسيطة لجميع الصناديق 1.14%، ولكن عدد الصناديق ذات نسبة المصروفات أعلى من هذا المستوى كانت تمتلك أصول أقل من 10% من إجمالي أصول الصناديق في نهاية العام:

الشكل رقم (3-6): تطور نسبة مصاريف الصناديق الاستثمارية المرجحة بالأصول حسب كل إدارة



Source: Patricia Oey, opcit.

فمن الشكل نلاحظ أن متوسط نسبة المصروفات المرجحة بالأصول لصناديق السلبية بلغ 0.17% في عام 2016، وبنسبة 58 نقطة أساس أقل من صناديق النشطة التي بلغ فيها 0.75%<sup>1</sup>؛

<sup>1</sup> Patricia Oey, opcit.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

وتستحوذ ثلاث صناديق للمؤشرات المتداولة والمدرجة في الأسواق الأمريكية على أكثر من 80% من إجمالي التدفقات في الأسواق الناشئة، وتمثل هذه الصناديق في كل من صندوق Vanguard FTSE Emerging Markets ETF (VWO) وصندوق Emerging Markets ETF (EEM) و iShares MSCI Emerging Markets ETF وأخيرا صندوق iShares Core MSCI Emerging Markets ETF (IEMG) و VWO ولقد حصل صندوق IEMG على نصيب الأسد من التدفقات في هذه الأسواق، فقد شهدا 42 مليار دولار من التدفقات الداخلة خلال ثلاث سنوات، على غرار صندوق EEM، الذي يعتبر أول صندوق مؤشرات متداولة في الأسواق الناشئة، الذي سجل ملياري دولار من التدفقات الخارجة خلال السنوات الثلاث الماضية، ويرجح هذا التفاوت في التدفقات ما بين الصناديق إلى التباين في رسوم الصناديق، حيث يتميز صندوق EEM بارتفاع رسومه بمقدار 75 نقطة أساس، بالمقارنة مع صندوقين الباقين التي تتميز الرسوم فيهما بانخفاض بمقدار 14 نقطة أساس<sup>1</sup>؛ وبالتالي، ينبغي عند القيام بتقييم أداء مديري صناديق الإدارة السلبية أن تكون عمليات التقييم ذات أساس منطقي مع الاخذ بعين الاعتبار المؤشر المراد محاكاته من قبل كل صندوق، ولكن هناك من يعتمد عند تقييم أداء هؤلاء المديرين على خبرة وأداء مديري الإدارة النشطة مع اهمال أداء المؤشر الذي تمت محاكاته في ذلك، ولكن في الواقع، هناك فروق أخرى ينبغي أخذها في الاعتبار عند تقييم أداء مدير الصندوق السليبي، منها اتعاب مديرو الصناديق، رسوم اقتراض الأوراق المالية وسياسات تسعير القيمة العادلة، وغيرها من المحددات، فإذا تم الاخذ بعين الاعتبار لطبيعة المؤشر المحاكى مثلا من قبل مدير الصندوق السليبي، فهذا معناه مراعاة الاختلافات في طريقة بناء المؤشرات في حد ذاتها، والتي يمكن أن تؤدي هذه الاختلافات في طريقة بناء المؤشرات إلى الاختلافات في كل من المخاطر والعوائد التي يتحملها كل مدير<sup>2</sup>، فعلى سبيل المثال يعتمد صندوق VWO على مؤشر FTSE All Cap China A Inclusion باستثناء كوريا كمؤشر مرجعي، أما صندوق EEM و IEMG فيتبعان مؤشر MSCI EM و مؤشر MSCI EM IMI كمرجع لاستثمارهما على التوالي\*، والذين يشتملان كلاهما على كوريا، ولهذا قد تبدو هذه الاختلافات بسيطة ولكنها مهمة لأنها يمكن أن تؤثر على الأداء العام لصناديق، فقد حقق صندوق VWO عائد سنوي يقدر بنسبة 23% (عام حتى تاريخ 30 نوفمبر 2017)، في حين كانت العوائد السنوية لكل من EEM و IEMG تقدر بنسبة 30%، ويرجع انخفاض العائد في الصندوق الأول بالمقارنة مع الصندوقين الباقين إلى طبيعة المؤشر المرجعي المعتمد عليه الذي يستثنى أداء كوريا من خلال شركة Samsung، التي ارتفعت بأكثر من 58% بالدولار الأمريكي خلال هذه الفترة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Kim Tilley, opcit, p02.

<sup>2</sup> B. Todd Stewart and Bob Noll, opcit, p 02.

\* يتكون مؤشر MSCI Emerging Markets Investable Market Index: MSCI EM IMI والذي نعي به مؤشر MSCI للأسواق الناشئة القابلة للاستثمار على أكثر من 2500 شركة، تتنوع بين شركات ذات القيم السوقية الكبيرة والمتوسطة والصغيرة، منها حوالي 850 شركة ذات القيم السوقية الكبيرة والمتوسطة تستوفي شروط الإدراج في مؤشر MSCI Emerging Markets Index. أي يمكن القول ان المؤشر الثاني يعتبر جزء من المؤشر الأول.

<sup>3</sup> Kim Tilley, opcit, p03.

### المبحث الثاني/ تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على أدائها

لقد عمل كل مؤشر على تطوير معايير خاصة به، يستطيع من خلالها تحديد أسواق الأوراق المالية الواجب تضمينها في مؤشره، وكذا تحديد درجة تطورها، بالإضافة إلى قيامه بالمراجعة الدورية لبيئة الاستثمار الخاصة بالأسواق المنطوية ضمنه، ولقد أدت هذه المراجعات والقرارات الصادرة عنها إلى أحداث مجموعة من التغيرات مست أداء الأسواق وانعكست كذلك على العوائد فيها، سواء في الفترة الممتدة بين تاريخ الاعلان عن قرار هذه المؤشرات وتاريخ التنفيذ الفعلي للقرار، وهذه المراجعة الدورية للأسواق الأوراق المالية، يختلف تأثيرها من مدراء الاستثمار السليبي عن مدراء الاستثمار النشط، وبالتالي تختلف ردة فعلهم إثر هذه التغيرات، مما يخلق ضغطا على أسعار الأوراق المالية في الأسواق التي مسها التغيير، وقد يمتد هذا التأثير إلى غاية أسعار الصرف، ونتيجة لكل هذه العوامل، يحاول المستثمرون التكيف مع الاوضاع الجديدة التي مست هذه الأسواق من خلال تبني استراتيجيات وسياسات تتناسب مع الوضع الجديد لسوق من جهة، وتمكنهم من الحفاظ على العوائد التي اكتسبوها قبلا من جهة أخرى.

### المطلب الأول/ عملية التصنيف من وجهة نظر المستثمرين

تختلف وجهة نظر وأراء المستثمرين حول تغيرات الأسعار التي تنتج إثر عملية تصنيف الأسواق، فهناك من يعتبرها نتيجة حتمية بسبب التغيرات الجذرية التي طرأت على بيئة الاستثمار، في حين هناك من يعتبر هذا التغيير في الأسعار نتيجة العرض والطلب في الأسواق.

### أولا/ علاقة تغير الأسعار بتصنيف السوق

هل تعتبر عملية إعادة التصنيف الأسواق سواء بترقيتها لفتة أعلى أو تخفيض درجة تصنيفها معرقة للمستثمرين من متبوعي أداء المؤشر؟ فالجواب على هذا السؤال يكون من وجهتي نظر مختلفتين، الأولى تتمثل في المؤيدين لنظرية الأسواق الكفؤة. فمن فيهم مدراء الإدارة السلبية، حيث يعتبرون هذه العملية غير ماثرة على أسعار الأسهم في السوق، وذلك لأن أساسيات البيئة الاستثمارية في ذلك السوق حسبهم ظلت دون تغيير، ولقد فسروا وجهة نظرهم هذه، بأنهم يعتبرون قرار إعادة تصنيف الأسواق ببساطة من القرارات الصادرة عن لجنة من غير المستثمرين والتي لا تحاول حتى أن تقوم بتقييم جدوى الاستثمار في ذلك السوق، بل تعتمد على حد كبير في قراراتها والحكم على الأسواق على مجموعة من المعلومات التي تستقيها من مصادر عديدة وعلى أساسها تتخذ القرار بشأن السوق، وأي تغيير في عوائد السوق مثل المخاطر أو السيولة ترجع أساسا إلى التغييرات الهيكلية التي طرأت على السوق، وبالتالي دفعت إلى عملية تصنيف السوق في المقام الأول وليس التصنيف في حد ذاته، والأهم من ذلك، أنه لن تكون هناك أية عوائد غير طبيعية بعد إعلان MSCI عن إعادة تصنيف السوق، وينبغي على متبوعي أداء المؤشر الاستثمار في تاريخ التنفيذ الفعلي effective date وهذا من أجل مراقبة كل الانحرافات التي يمكن أن تقع في السوق وبالتالي السيطرة عليها، ومن وجهة نظر بديلة،

والمرتبطة بعدم كفاءة أسواق الأوراق المالية. بمن فيهم مدراء الاستثمار النشط، إذ يرى هذا الفريق أن أسعار الأسهم في بعض الأحيان تستجيب لقوى العرض والطلب وليست لها صلة أساسية بالترقية أو التخفيض<sup>1</sup>، ويمكن أن نشير في هذا الصدد إلى اتجاه أسعار الأسهم إلى الارتفاع وهذا عندما يتم إضافتها إلى مؤشر S&P 500 على سبيل المثال، حيث أثبت كل من Harris & Gurel (1986) و Shleifer (1986) بأن إدراج أسهم جديدة في مؤشر S&P 500 لا يحتوي على أية معلومات عن أساسيات السهم، وكلاهما وجد أن ارتفاع سعر السهم يضع نقاط مئوية مرتبط بالإدراج، ومن أهم نقاط الخلاف بينهما، تتمثل في أن Harris & Gurel وجدوا أن الحفاظ على هذا الارتفاع في السعر لا يدوم وسرعان ما يعود سعر السهم في نهاية المطاف إلى مستواه الأول، وفي أكتوبر 1989، قام مؤشر S&P بتغيير سياسته في الإعلان عن الأسهم التي سيتم إدراجها في المؤشر، حيث قام بفصل تاريخ الاعلان عن موعد تاريخ التنفيذ، وفي هذا الصدد وجد كل من Lynch & Mendenhall (1997) أن هذه السياسة أدت إلى ارتفاع الأسعار عند تاريخ الاعلان، زيادة على ارتفاع الأسعار بين تاريخ اعلان وتاريخ التنفيذ، وتؤدي أيضا إلى ارتداد الأسعار بعد ذلك أي بعد تنفيذ القرار، وبما أن تاريخ التنفيذ الآن هو الأكثر أهمية من تاريخ الإعلان نفسه، هذا دليل على أن حدث الإدراج تسبب في ضغوط على الأسعار<sup>2</sup>، كما أن اتباع هذا الرأي يشيرون إلى أن استثمارات مديري صناديق الإدارة السلبية قد تساهم أيضا في أحداث اختلالات كبيرة في الأسواق التي طرأ عليها تغيير، أي ضغط على الأسعار نتيجة التغير في مكونات مؤشرها المرجعي من خلال إدراج أو استبعاد الأوراق المالية التي شملها التغيير من صناديقها<sup>3</sup>؛

### ثانيا/ دراسة Terence, Harry, and Jeffrey

ولمعرفة مدى تأثير العوائد في الأسواق التي يتم إعادة تصنيفها قام كل من Terence, Harry, and Jeffrey (2017)، بإجراء اختبار على عينة من الأسواق التي تم إعادة تصنيفها منذ عام 2000 إلى غاية جوان 2014، وهذا حسب مؤشر MSCI، ولقد تضمنت هذه العينة رفع تصنيف Upgraded تسعة أسواق وتخفيض Downgraded ثمانية أسواق أخرى، من خلال ملاحظة أداء المستثمرين بين تاريخ الإعلان عن التصنيف Announcement Date وتاريخ تنفيذ التصنيف Effective Date (مع استثناء التاريخين في حد ذاتهما)، وكذلك بعد عام من تاريخ تنفيذ التصنيف مع الإخذ بعين الاعتبار تاريخ تنفيذ التصنيف هذه المرة، ولقد تم استثناء التغيرات التي تطرأ على الأسعار نتيجة وضع السوق المالي المعني في قائمة المراقبة بسبب عدم وجود سياسة واضحة من قبل معظم المستثمرين خلال هذه المرحلة، وبالنسبة للأسواق التي أعيد تصنيفها كأسواق

<sup>1</sup> Transition strategies around MSCI country reclassifications, opcit, p04.

<sup>2</sup> Terence C. Burnham, Harry Gakidis & Jeffrey Wurgler, investing in the presence of massive flows: the case of MSCI country reclassifications, working papers of national bureau of economic research, Cambridge, June 2017, p05.

<sup>3</sup> Transition strategies around MSCI country reclassifications, opcit, p04.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

مستقلة أو تم رفع تصنيفها من فئة الأسواق المستقلة فقد تم حساب وزنها بصفر، ولقد تم حساب العوائد بالاعتماد على المؤشر القياسي لسوق الذي يتم حسابه من طرف MSCI<sup>1</sup>، ولقد تم استبعاد من هذه الدراسة أيضا إعادة تصنيف كل من سوقي ليتوانيا و صربيا من فئة الأسواق المستقلة إلى فئة الأسواق الحدودية في 2008، بسبب أن تاريخ الإعلان عن تصنيفهما لم يحدد تاريخا معينا لتنفيذ التصنيف، بل كان التنفيذ مشروطا بتحسين أداء السوق، ما جعل حركة المستثمرين بين هذين التاريخين غير واضحة المعالم، كما تم استبعاد أيضا كافة الأسواق التي أدرجت في مؤشر الأسواق الحدودية عند نشأته في 2007، وذلك لأن تاريخ الإعلان وتاريخ التنفيذ كانا متقاربين جدا، كما أن التدفقات المصاحبة لهذا المؤشر كانت صغيرة نسبيا<sup>2</sup>، ويمكن توضيح الأسواق التي تمت دراستها من خلال المصفوفة التالية:

الجدول رقم (3-3): تصنيفات أسواق الأوراق المالية حسب MSCI منذ عام 2000 إلى غاية جوان 2014

المؤشر الجديد				
متطورة	ناشئة	حدودية	مستقلة	
	اليونان (ديسمبر 2013)			متطورة
اليونان (جوان 2001) الكيان الصهيوني (جوان 2010)	الاردن (ديسمبر 2008) الارجنتين (جوان 2009) المغرب (ديسمبر 2013)	سريلانكا (جوان 2001) فنزويلا (جوان 2006) باكستان (جانفي 2009)		ناشئة
	قطر (جوان 2014) الإمارات العربية المتحدة (جوان 2014)	ترينداد وتوباغو (جوان 2011)		حدودية
	مصر (جوان 2001) المغرب (جوان 2001)	ترينداد وتوباغو (جوان 2009) باكستان (جوان 2009) بنغلادش (ماي 2010)		مستقلة

Source: Transition strategies around MSCI country reclassifications, opcit, p03.

<sup>1</sup> Terence C. Burnham, Harry Gakidis & Jeffrey Wurgler, opcit, p10.

<sup>2</sup> Ibid, p02.

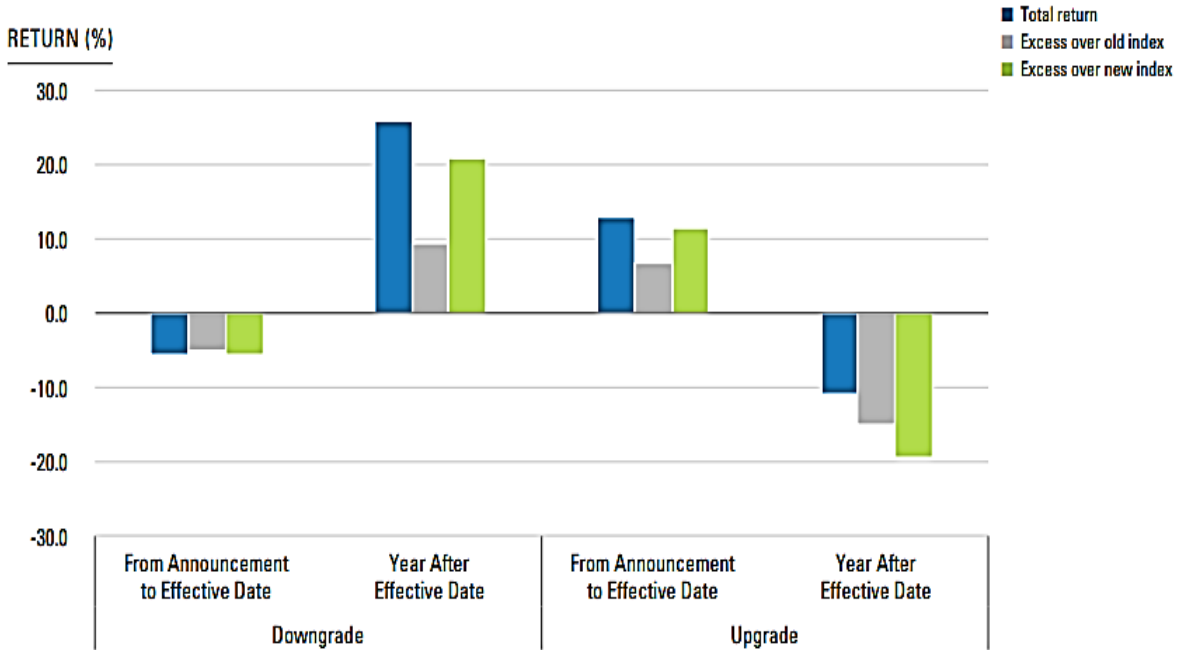
### المطلب الثاني/ تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على العوائد فيها

نظرا لوجود فاصل زمني بين الاعلان عن تغيير تصنيف سوق ما وجعل هذه التصنيف فعليا، بالإضافة لاختلاف كيفية الاستثمار ما بين المستثمرين، وردة فعلهم تجاه التصنيف، فإن اتجاه تغير الأسعار في أسواق الأوراق المالية التي شملها التغيير يختلف من السوق التي تمت ترقيتها إلى السوق الذي تم تخفيض تصنيفها.

أولا/ مدى تأثير العوائد بقرار الترقية أو تخفيض كحدث في حد ذاته

ففي المرة الأولى، فقد تم دراسة مدى تأثير العوائد بقرار الترقية أو تخفيض كحدث في حد ذاته، أي كيف يمكن مقارنة عملية ترقية السوق بعملية تخفيض تصنيفها؟ فمن المتوقع أن تكون ردة فعل المستثمرين عند ترقية سوق ما بالميل إلى الشراء أي يكون هناك ضغط عمليات الشراء أعلى عند ترقية السوق والعكس، وهذا لأن عملية الترقية ترفع من درجة غموض السوق بالنسبة للمستثمرين وكذلك تزيد من مستويات السيولة، ومن المفروض أن يظهر هذا بشكل إيجابي على العوائد في السوق<sup>1</sup>، والشكل الموالي يظهر العوائد المرتبطة بقرار الترقية أو التخفيض، ولقد تم الحصول على نتائج مماثلة للفرضية الموضوعية أعلاه:

الشكل رقم (3-7): تأثير قرار الترقية والتخفيض كحدث على عوائد الأسواق قبل وبعد التصنيف



Source: transition strategies around MSCI country reclassifications, opcit, p07.

ولكن لو كانت عملية الترقية ذات أثر جيد على عوائد السوق، ينبغي أن تكون جيدة بشكل دائم، ويجب على العوائد ألا تميل إلى العكس، فالترقية بالنسبة للمستثمرين تعتبر دوما ذات إشارة جيدة والعكس، أي أن تخفيض تصنيف السوق يحمل إشارات سيئة عن ذلك السوق بالنسبة للمستثمرين أي Upgrades are

<sup>1</sup> Terence C. Burnham, Harry Gakidis & Jeffrey Wurgler, opcit, p12.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

good, Downgrades are bad، إلا أن هذه الفرضية السائدة لا تتسق فعلا مع تم ملاحظته تاريخيا، إذن ماذا يحدث منذ الاعلان إلى غاية التنفيذ الفعلي للقرار؟ فإذا حدثت عملية الترقية أو تخفيض بسرعة كبيرة جدا فان فرصة اغتنام هذا الحدث تكون محدودة، ولتأكد من هذا الأمر، تم استثناء نافذة صغيرة حول المواعيد المتعلقة بالحدث، فعلى سبيل المثال، بلغ متوسط العوائد الخام (Total return) بعد يومين من تاريخ الاعلان وبعد يومين من تاريخ التنفيذ الفعلي -9,2% بالنسبة للأسواق التي ارتفع مستوى تمثيلها في المؤشر، وبلغت 21,35% للأسواق التي انخفض وزنها، أما وبعد مرور عام من تاريخ التنفيذ الفعلي للقرار، فبلغ متوسط العوائد الخام -12,48% عند ترقية السوق و23,17% عند تخفيض السوق، وهذا معناه أن عملية الترقية تعتبر جذابة بالنسبة للمستثمرين فقط في مراحل الأولى عند اعلان القرار<sup>1</sup>.

إذن، فعملية إعادة تصنيف السوق reclassification تؤدي بالضرورة إلى إعادة النظر في هيكله مؤشر السوق الجديد، والذي سيكون مختلف بعض الشيء عن المؤشر القديم بسبب احتياجات الإدراج في المؤشر الجديد، لذلك قد يكون عدد الأسهم التي سيتم شطبها من المؤشر القديم أكبر أو أصغر من عدد الأسهم التي سيتم إدراجها في المؤشر الجديد، فعلى سبيل المثال، عند ترقية السوق لمستوى أعلى فالشركات التي كانت مدرجة ضمن المؤشر القديم قد يكون من الضروري استبعاد البعض منها بسبب ارتفاع متطلبات الحجم الذي يفرضها المؤشر الجديد عند ترقية، لذلك قد نلاحظ على هذه الأسهم التي سيتم استبعادها عند اعداد المؤشر الجديد عمليات بيع كبيرة من قبل مدراء صناديق الذي يأخذ المؤشر القديم كمرجع لاستثماراته، ولا يقابلها عمليات شراء من قبل مدراء الصناديق الذي تعتبر المؤشر الجديد كمرجع لاستثماراتها، ولذلك نجد أن العديد من الأسواق الأقل نموا يتم تمثيلها بعدد قليل من الأسهم، وهذا ما سينعكس بدوره على الوزن النسبي الذي ستمثل به في المؤشر الجديد، حيث إذا تم رفع تصنيف سوق ما على سبيل المثال من مؤشر الأسواق الحدودية إلى مؤشر الأسواق الناشئة، سيتم تمثيل السوق بوزن أقل بعدما كانت ممثلة بوزن أكبر، وهذا بسبب تمثيلها بعدد قليل من الشركات في مؤشر الأسواق الناشئة بسبب استبعاد بعض الشركات التي كانت مدرجة في مؤشر الأسواق الحدودية بسبب متطلبات الحجم الذي يفرضها مؤشر الأسواق الناشئة، وهذا حسب المقولة القائلة " In an upgrade, what was a big fish in the old index becomes a small fish in the new index"، والعكس صحيح، أي أن في حال خفض تصنيف السوق، سيتم إضافة شركات أخرى للمؤشر بسبب انخفاض متطلبات الانضمام للمؤشر، ما سينعكس بالإيجاب على وزنها، كما أن الأسهم التي كانت قائمة من قبل في المؤشر القديم، ستواجه ضغوط شراء من قبل المستثمرين الذين يعتمدون على المؤشر الجديد كمرجع لاستثماراتهم، ولكن ليس بالضرورة أن يقابلها عملية بيع من قبل المستثمرين الذي يتخذون المؤشر القديم مرجعا لهم<sup>2</sup>؛

<sup>1</sup> Terence C. Burnham, Harry Gakidis & Jeffrey Wurgler, opcit, p13.

<sup>2</sup> Ibid, p11.

ثانيا/ مدى تأثير العوائد من خلال تغير حجم الأموال المخصصة للمؤشر

ولقد تم في المرة الثانية دراسة مدى تأثير العوائد بإعادة تصنيف من خلال تغير حجم الأموال المخصصة للمؤشر الذي سيتم وضع السوق فيه، فعلى سبيل المثال، عند رفع تصنيف سوق ما من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، فهذا يستلزم إدراجها ليس فقط في مؤشر الأسواق الناشئة، ولكن أيضا في مؤشر جميع الأسواق العالمية (ACWI) All Country World Index، حيث تقدر نسبة الرسملة السوقية للأسواق الأوراق المالية الناشئة بـ 45% من إجمالي رسملة الأسواق المالية العالمية وهذا حسب جوان 2014، في حين تقدر نسبة رسملة السوقية لمؤشر ACWI بـ 6% حسب جوان 2014، وهذا معناه أن هذا السوق سيُدرج ضمن مؤشر يحتوي على حوالي 52% من رسملة السوق العالمية، أما عند ترقية السوق من فئة الأسواق الناشئة إلى فئة الأسواق المتقدمة، سيتم إدراجها في مؤشر الأسواق المتقدمة بالإضافة إلى مؤشر ACWI، مما سيؤدي إلى انخفاض صاف في حجم الأموال التي تتبع هذا المؤشر-هذا على الأقل في السنوات الأخيرة-، فنسبة الرسملة السوقية لمؤشر ACWI لن تتغير وتبقى على حالها أي 6%، بل سيخسر هذا السوق عند ترقيته لفئة الأسواق المتقدمة ملكيته التي تقدر بـ 45% من مؤشر الأسواق الناشئة وسيتم تمثيله فقط بحوالي 32% عندما يتم إدراجها في كل من المؤشر العالمي World index، ومؤشر EAFE\*، ومؤشر الإقليمي الذي ينتمي له السوق إما أوروبا أو آسيا (باستثناء اليابان)، وبالتالي إجمالي السيولة التي سوف يستفيد منها السوق تقدر بـ 38%، فهذا الانخفاض الصافي يناهز الحدس، باعتبار أن الكثير من السيولة العالمية مفهرسة أو متواجدة في الأسواق المتقدمة بالمقارنة مع الأسواق الناشئة<sup>1</sup>، ويمكن توضيح هذا من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-4): حجم القيمة السوقية المتواجدة حسب كل فئة في مؤشر MSCI

		June 2014	September 2013	September 2012
<b>DEVELOPED</b>				
WORLD	Cap Indexed (\$B)	2,156	2,388	1,906
	Cap Total (\$B)	31,946	29,421	23,544
	% Indexed	7%	8%	8%
ACWI	Cap Indexed	2,287	1,714	1,152
	Cap Total	35,791	33,308	27,309
	% Indexed	6%	5%	4%
EAFE	Cap Indexed	2,010	1,682	1,438
	Cap Total	12,695	12,372	10,133
	% Indexed	16%	14%	14%
EUROPE	Cap Indexed	544	337	261
	Cap Total	8,434	8,234	6,606
	% Indexed	6%	4%	4%

\*مؤشر EAFE: Europe, Australasia and Far East index يقيس أداء أسواق الأسهم المتقدمة باستثناء الو.م.أ وكندا، أي أسواق أوروبا، استراليا والشرق الأدنى.

<sup>1</sup> Terence C. Burnham, Harry Gakidis & Jeffrey Wurgler, opcit, p08.



## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

ASIA (ex-Japan)	Cap Indexed	329	372	300
	Cap Total	3,047	2,954	2,755
	% Indexed	11%	13%	11%
<b>Total Developed % Indexed*</b>		<b>38%</b>	<b>35%</b>	<b>34%</b>
<b>EMERGING</b>				
EM PROPER	Cap Indexed	1,746	1,364	1,451
	Cap Total	3,860	3,929	3,853
	% Indexed	45%	35%	38%
ACWI	Cap Indexed	2,287	1,714	1,152
	Cap Total	35,791	33,308	27,309
	% Indexed	6%	5%	4%
<b>Total Emerging % Indexed</b>		<b>52%</b>	<b>40%</b>	<b>42%</b>
<b>FRONTIER</b>				
FM	Cap Indexed	23	unavailable	Unavailable
	Cap Total	106	84	69
	% Indexed	22%	unavailable	Unavailable

\*Includes the average of Europe and Asia

Source: Transition strategies around MSCI country reclassifications, opcit, p05.

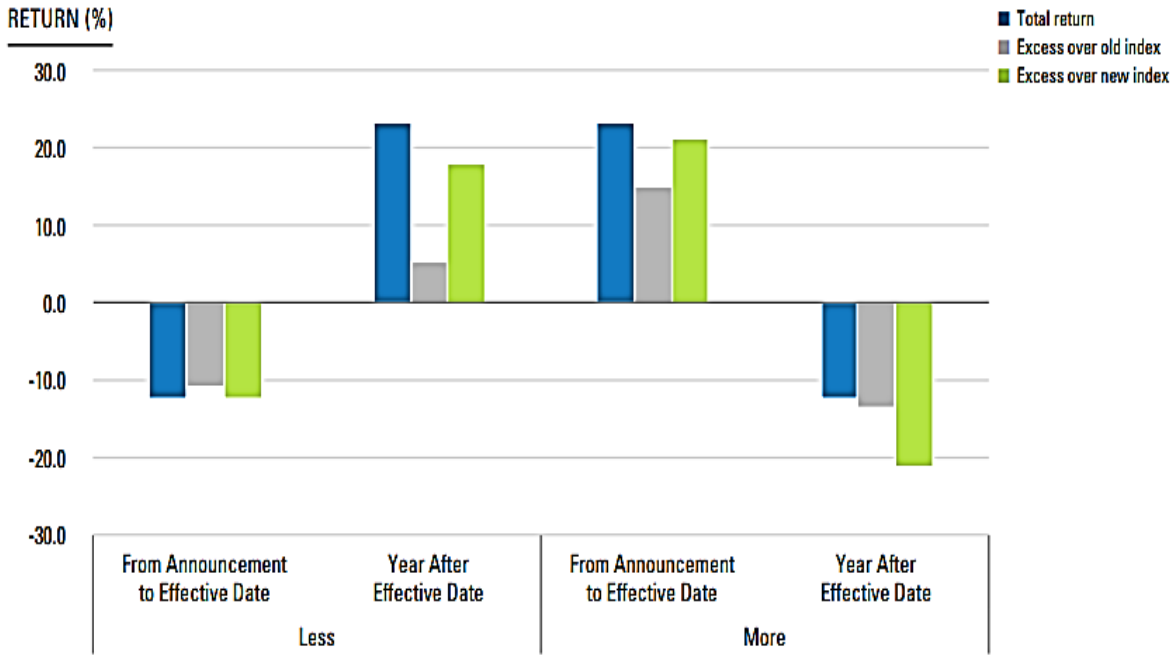
ولمعرفة حجم التدفقات الأجنبية المتوقع دخولها لسوق ما، تكون من خلال اجراء الفرق بين نسبة الرسملة السوقية للمؤشر الجديد والمؤشر القديم، وعليه، فلنفترض مثلا أن الرسملة السوقية للمؤشر القياسي لسوق ما تقدر بـ 10 مليار دولار، ومتواجد في مؤشر يحتوي على رسملة سوقية اجمالية تقدر بـ 100 مليار دولار، ويتبع هذا المؤشر عدد قليل من المستثمرين، وهناك 50% من هؤلاء المستثمرين يتبعون المؤشر، ومع العلم أن هذه المؤشرات ذات قيمة سوقية مرجحة، فهذا معناه أن هذه السوق تحتوي على 05 مليارات دولار من الأموال السلبية التي تتبع المؤشر، ولو أن هذا السوق انتقل إلى مؤشر أكبر أي ذو رسملة سوقية تقدر بـ 01 تريليون دولار، منها 400 مليار دولار مملوكة من قبل المستثمرين السلبيين، وبالتالي، ستستقبل السوق الآن 40% أي 04 مليار دولار فقط من الأموال السلبية المتواجدة بالمؤشر، وبعبارة أخرى، سيشهد السوق مليار دولار من صافي عمليات البيع من قبل المستثمرين السلبيين على الرغم من انضمامه إلى مؤشر ذو سيولة أكبر وأكثر تتبعا بالدولار<sup>1</sup>؛

وعليه في حال رفع تصنيف سوق ما من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، ستكون صافي التدفقات المحتملة التي سيحصل عليها هذا السوق تقدر بـ 30% (22%-52%) من حجم القيمة السوقية المرجحة للمؤشر القياسي لذلك السوق، واستنادا لهذا، تم تقسيم عينة الدراسة\* بين أقل حجما less benchmark والأكثر حجما more benchmark، وكانت النتائج كما يلي:

<sup>1</sup> Transition strategies around MSCI country reclassifications, opcit, p04.

\* الملحق رقم 04: ارتفاع أو انخفاض حجم المؤشر الذي تم وضع فيه السوق بعد تغير تصنيفه

الشكل رقم (3-8): تأثير حجم المؤشر على عوائد الأسواق قبل وبعد التصنيف



Source: Transition strategies around MSCI country reclassifications, opcit, p07.

فبين تاريخ الإعلان إلى غاية تاريخ التنفيذ، كان متوسط العائد حوالي -12,5% في الأسواق التسعة التي فقدت حجمها في المؤشر بسبب وجود عمليات بيع من قبل المستثمرين في السوق، ولكن تم تسجيل ارتفاع في العوائد 23,2% في الأسواق الثمانية الأخرى التي زاد حجمها في المؤشر الجديد بسبب عمليات الشراء التي نفذها المستثمرون في السوق، كما أن ضغوطات تداول بعد عام من تنفيذ القرار أدت إلى تحريك الأسعار عكس ما كانت عليه عند تاريخ التنفيذ الفعلي للقرار، فبمجرد انخفاض ضغوط صافي عمليات البيع التي وجدت في الأسواق الممثلة بأقل حجما، تبدأ قيم الأوراق المالية برجوع إلى مستويات أقل مما كانت عليه في المؤشر القديم، وربما تعود إلى أسعارها الحقيقية، وقد بلغ متوسط العوائد الخام فيها 23,3%، وبالمثل، عندما تبدأ ضغوط صافي عمليات الشراء والمتعلقة بالأسواق التي ارتفعت إلى مؤشر أعلى حجم في الانخفاض، فارتفاع المصطنع في الأسعار يبدأ بالعودة نحو مستويات ما قبل اعلان، وقد بلغ متوسط العوائد الخام فيها -12,4%<sup>1</sup>؛ وأما فيما يخص تأثير مخاطر السوق بقرار إعادة التصنيف، تم التوصل إلى أن معامل B الخاص بمؤشر السوق الجديد يرتفع مع مرور الوقت، وأما فيما يخص معامل B الخاص بمؤشر السوق القديم يتجه إلى الانخفاض<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Terence C. Burnham, Harry Gakidis & Jeffrey Wurgler, opcit, pp 11-12..

<sup>2</sup> Ibid, p13.

### المطلب الثالث/ علاقة تصنيف أسواق الأوراق المالية بحركة المستثمرين

ينجر وراء عملية التصنيف هيكلية كبيرة لرؤوس الأموال على المستوى الدولي، ومن شأن هذه التدفقات مهما كان نوعها أحداث تأثير كبير على الأسعار الصرف في الدول المعنية بالتصنيف.

#### أولاً/ تأثير تصنيف السوق على أسعار الصرف

عند صدور قرار بإعادة تصنيف سوق ما من فئة إلى فئة أخرى، سواء برفع تصنيفها إلى فئة أعلى أو خفض تصنيفها إلى فئة أدنى، يوجد دوماً فاصل زمني بين الاعلان عن القرار وتاريخ التنفيذ الفعلي للقرار، وهذا من أجل منح للمستثمرين وعلى وجه الخصوص المؤسسات الاستثمارية العالمية فرصة لإعادة هيكلية وتوزيع محافظها المالية حول العالم، إذ أن صدور قرار الانضمام بشكل فوري يربك حسابات هذه المؤسسات، فالعديد من المستثمرين وكذلك مدراء صناديق الإدارة السلبية يعتمدون على تتبع المؤشرات والتي تعتبر المرجع لكثير من قراراتهم الاستثمارية، وما يصدر عنها من قرارات سواء برفع و/أو تخفيض درجة السوق، أو شطب و/أو ادراج بعض الأوراق المالية، وبمجرد الاعلان عن وجود تغيير محتمل من قبل هذه المؤشرات، يقوم المستثمرون الدوليون بتعديل خطط وسياساتهم الاستثمارية المقبلة بناء على هذه التغييرات، حيث ينشأ عن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية سواء الداخلة أو الخارجة من السوق بسبب تغير تصنيف السوق، وما ينجر عنها من تغير في سلوكيات المستثمرين التي تتراوح ما بين الشراء أو البيع، ضغطاً كبيرة نحو تغيير أسعار الصرف، لأنها تخلق زيادة في الطلب /أو العرض على عملة الدولة المستقبلية للتدفق الرأسمالي، ويصبح هذا الضغط هائلاً أحياناً، خاصة إذا كان حجم التغيير كبير جداً، أي عندما تدرج /أو يتم استبعاد السوق من مؤشر يحتوي على عدد كبير من المستثمرين السلبيين بالمقارنة مع المؤشر الذي كانت فيه قبلاً أو ستدرج فيه، وعند حدوث ذلك، تواجه السلطات الخيار بين أن تسمح لسعر الصرف بالتكيف مع تدفق رأس المال أو تقاوم الضغط لتغيير أسعار الصرف عن طريق تدخلها في سوق الصرف الأجنبي، أو تفرض قيوداً على معاملات التمويل الدولية، وقد ينتج عن الخيار الأول تدمير لتنافسية سلع الدولة المتاجر بها دولياً أو قد يخلق ضغطاً تضخيمياً محلياً، والخيار الثاني يجعل محاولة التحكم في الأوضاع النقدية المحلية أكثر صعوبة، وما قد تم ملاحظته حول أسعار الصرف في بعض البلدان التي عرفت تغيراً في تصنيفها، أن في أوقات الذروة، متوسط سعر الصرف يرتفع/ ينخفض بين 0.5 و 0.61% عند أخذ بعين الاعتبار لكل من تاريخ الإعلان وتاريخ التنفيذ الفعلي لترقية/ تخفيض السوق، وعند الأخذ بعين الاعتبار لكل تاريخ على حدى تم الحصول على نفس النتائج، ويصبح هذا التأثير غير مهم إحصائياً بعد مرور أسبوعين على تاريخ التنفيذ على الرغم من أن أسعار الصرف تحافظ على نفس الاتجاه السابق، وأحد التفسيرات المحتملة لهذا يتمثل في أن بعض الحكومات تتدخل لتحقيق استقرار في أسعار صرف عملتها، ومع ذلك، فإن الآثار الناجمة عن التصنيف لا يمكن أن تهمل بسبب صعوبة التنبؤ بأسعار الصرف لدول المعنية بالتغيير، وحتى عند وجود القدرة على التنبؤ بأسعار صرف يكون هذا فقط

بالنسبة لبعض البلدان وفي فترات زمنية قصيرة<sup>1</sup>، ولهذا فمن المهم عند تغيير تصنيف سوق ما، يجب ألا يؤدي هذا إلى تقييد حركة التدفقات بين البلدان، فالمطلوب هنا، انتهاز تدابير مناسبة من أجل التقليل من المخاطر التي يمكن أن تخلقها تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، ويجب أن تكون أساسيات الاقتصاد الكلي سليمة، بما فيها وجود وضعية مالية سليمة للميزانية، بالإضافة إلى تحسين الإشراف على النظم المالية ولوائحها وشفافيتها.

### ثانيا/ طرق تعديل المراكز الاستثمارية في ظل تغير تصنيف السوق

عندما يتم تخفيض تصنيف سوق ما من فئة الأسواق الناشئة إلى فئة الأسواق الحدودية على سبيل المثال، فالصناديق الاستثمارية التي يكون مرجعها في الاستثمار مؤشر الأسواق الحدودية، تقوم بالشراء في تاريخ تنفيذ القرار، وهذه الاستراتيجية ليس من شأنها أن تجنب المستثمرين أي أخطاء أو انحرافات قد تحدث بسبب الشراء المبكر، بل تجنبهم كذلك انخفاض العوائد الناجمة عن وجود ضغوط صافي عمليات بيع من قبل المستثمرين بين تاريخ الإعلان عن تخفيض السوق والتاريخ الفعلي لتنفيذ القرار، وعند حدوث العكس، أي عند ترقية السوق من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، ومن أجل تجنب ضغط صافي عمليات الشراء قبل تاريخ التنفيذ، وكذلك من أجل تجنب أي أخطاء قد تحدث أثناء عملية مراقبة السوق، على الصناديق الاستثمارية للأسواق الحدودية أن تقوم بالبيع في تاريخ التنفيذ<sup>2</sup>؛

ومن وجهة نظر الصناديق الاستثمارية التي يكون مرجعها في الاستثمار مؤشر الأسواق الناشئة، فعند ترقية السوق من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، فالسياسة المتبعة هنا هي شراء في تاريخ تنفيذ القرار له فائدة لعدم تتبع أداء السوق خلال الفترة من تاريخ الإعلان إلى تاريخ التنفيذ، ولكن هذا يعني أيضا شراء في وقت الذروة أي أن العوائد المدفوعة بضغط الشراء بين تاريخ الإعلان وتاريخ التنفيذ تكون غائبة، بينما أي احتلال قد يقع في السوق عند تاريخ التنفيذ الفعلي لا يزال قائم، لذا فمدراء صناديق الإدارة السلبية في هذه الحالة أمام استراتيجيتين لتجنب أي أثر سلبي من وراء عملية التصنيف، الأول هو الشراء في تاريخ الإعلان والاحتفاظ بتلك الاستثمارات خلال الفترة الممتدة من تنفيذ القرار إلى غاية احتلال السوق، أما الاستراتيجية الأخرى فتتمثل في شراء مباشرة بعد الفترة الممتدة من تاريخ التنفيذ إلى غاية احتلال السوق، وبالطبع كلا من استراتيجيتين، تحتاج إلى قبول بعض الانحرافات<sup>3</sup>، والجدول الموالي يوضح ذلك:

<sup>1</sup>Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams, **International Asset Allocations and Capital Flows: The Benchmark Effect**, Journal of International Economics, volume 108, September 2017, P19.

<sup>2</sup>Transition strategies around MSCI country reclassifications, opcit, p08.

<sup>3</sup>Ibid, p08.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

الجدول رقم (3-5): السياسات المتبعة من قبل مدراء صناديق الإدارة السلبية عند تغير تصنيف أسواق الأوراق المالية

التصنيف القديم		إعادة التصنيف		التصنيف الجديد	
الطريقة	التعليق	الطريقة	التعليق	الطريقة	التعليق
البيع اما عند الإعلان أو بعد عدة أشهر من تاريخ التنفيذ	كل من الاستراتيجيتين تنطوي على مخاطر، فالبيع عند إعلان قد يجنب ضغوط صافي عمليات البيع التي تحدث ما قبل تاريخ التنفيذ مباشرة، ولكن قد يغيب أيضا أثر الارتداد بعد تاريخ التنفيذ، وفي الترقية من الناشئة إلى المتقدمة، فالاستثمار هنا يجب أن يكون مدروس بعناية بسبب ارتفاع وزن السوق في مؤشر السوق الناشئة بالمقارنة مع الوزن الجديد في مؤشر السوق المتقدمة	الناشئة إلى المتقدمة الناشئة إلى الحدودية المستقلة	الشراء عند تاريخ التنفيذ	غير مطبقة /	هذه الاستراتيجية تلغي أخطاء التعقب، وقد تمكن من تجنب انخفاض العوائد المرتبطة بضغط صافي عمليات البيع بين تاريخ الإعلان وتاريخ التنفيذ الفعلي
غير مطبقة	/	المستقلة إلى الحدودية المستقلة	الشراء اما عند الإعلان أو بعد عدة أشهر من تاريخ التنفيذ	غير مطبقة	كل من استراتيجيتين تنطوي على أخطاء التعقب، فشرء عند الإعلان قد يمكن من الاستفادة من ضغوط صافي عمليات الشراء التي تحدث ما قبل تاريخ التنفيذ مباشرة، ولكن أيضا قد تعاني من الارتداد بعد تاريخ التنفيذ، أما عند تخفيض من المتقدمة إلى الناشئة (أو درجة أقل) فالاستثمار هنا يجب أن يكون مدروس بعناية بسبب ارتفاع وزن السوق في مؤشر الجديد بالمقارنة مع وزن السوق في مؤشر القديم
البيع عند تاريخ التنفيذ	هذه الاستراتيجية تلغي أخطاء التعقب، وقد تمكن من الاستفادة من العوائد المرتفعة المرتبطة بضغط صافي عمليات شراء بين تاريخ الإعلان وتاريخ التنفيذ الفعلي، وهذه الاستراتيجية أيضا تجنب موجات الارتداد بعد تاريخ التنفيذ	الحدودية إلى الناشئة المتقدمة إلى الناشئة	أشهر من تاريخ التنفيذ	غير مطبقة	هذه الاستراتيجية تلغي أخطاء التعقب، وقد تمكن من الاستفادة من العوائد المرتفعة المرتبطة بضغط صافي عمليات شراء بين تاريخ الإعلان وتاريخ التنفيذ الفعلي، وهذه الاستراتيجية أيضا تجنب موجات الارتداد بعد تاريخ التنفيذ

Source: Transition Strategies Around MSCI Country Reclassifications, opcit, P08.

### المبحث الثالث/ سلوك المستثمرين تجاه تغير المؤشرات المرجعية

لقد أثبت العديد من البحوث أن المؤشرات المرجعية benchmark indexes تعتبر جد هامة في تأثير على حركة أسعار الأوراق المالية الداخلة في تكوين هذه المؤشرات، وكذلك لها تأثير أيضا على أداء مدراء الصناديق الاستثمارية عند تخصيص استثماراتهم على الشركات والأسواق المالية المختلفة، وكذلك لها تأثير أيضا على توزيع تدفقات الاستثمارية على المستوى العالمي، إذ ركزت بعض هذه البحوث\* على تقييم أداء صناديق الاستثمار المشترك المتبعة لأثر هذه المؤشرات وخاصة فيما إذا كانت إدارة الصندوق تتبع الإدارة النشطة، في حين ركزت الأخرى\* على معرفة مدى تأثير إعادة بناء منهجية المؤشر على عوائد الأسهم وأسعارها وسيولتها، وتشير الدراسات النظرية كذلك، بأن استراتيجية الاستثمار لهذه الصناديق تعتمد بشكل أساسي على تشكيلة المؤشرات المرجعية، ولذلك، فأى تغير في وزن السوق ضمن ذلك المؤشر من شأنه أن يؤدي إلى إعادة هيكلة التدفقات في الصناديق التي تتبعها، وبالتالي تؤدي إلى تحركات كبيرة في التدفقات المالية للأسواق.

### المطلب الأول/ تزايد الاهتمام بالمؤشرات المرجعية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية بارومتر لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص، ورغبة المستثمرين في تحقيق عائد يوافق مؤشر السوق، جعل هذه المؤشرات باختلافها، تعتبر كأداة مساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

### أولا/ مفهوم المؤشرات المرجعية

تعتبر مؤشرات الأداء وسيلة هامة لمقارنة الأداء (المقارنة المرجعية Benchmarking أو كما يسميه معجم المصطلحات الإدارية القياس المقارن المرجعي)، وهذه المؤشرات عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية التي تتشابه فيما بينها بطريقة ما، واختيرت لتمثيل جزء معين من السوق، أو تمثيل اقليم معين، أو تمثيل مجموعة من الأسواق التي تشترك في خصائص معينة، ولذلك فاعتبار مؤشر S&P 500 على سبيل المثال كمؤشر مرجعي، فهذا معناه، تكوين صندوق يحتوي على جميع الأسهم المدرجة في مؤشر S&P 500، وبالتالي فأداء الصندوق سيتحرك في نفس الاتجاه الذي يتحرك نحوه المؤشر بشكل عام، صعودا وهبوطا، وأداء الصندوق الاستثماري لن يكون أفضل أو أسوأ من أداء المؤشر<sup>1</sup>، وتتنوع المؤشرات التي يمكن أن يعتمد عليها المستثمر في بناء قراره

\*نذكر في هذا الصدد دراسات كل من Lehmann and Modest, 1987; Sharpe, 1992; Wermers, 2000; Cremers and Petajisto, 2009; Sensoy, 2009; Busse et al., 2014; Cremers et al., 2016 انظر إلى:

Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), opcit, p01.

\*ونشير هنا الى أبحاث كل من Harris and Gurel, 1986; Shleifer, 1986; Chen et al., 2004; Barberis et al., 2005; Greenwood, 2005; Hau et al., 2010; Hau, 2011; Vayanos and Wooley, 2011, 2016; Claessens and Yafeh, 2012; Faias et al., 2012; Bartram at al., 2015; Chang et al., 2015 انظر إلى:

Ibid, p01.

<sup>1</sup> معضلة التغلب على السوق... إدارة الاستثمار بين النهجين النشط والسلبي، موقع أرقام، مرجع سابق.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

الاستثماري، ما بين المؤشرات التي تقيس أداء سوق معين والتي تتمثل في مؤشرات الأسواق المحلية، إذ تعتبر أكثر المؤشرات تعبيراً عن حالة السوق والتي منها على سبيل المثال لا الحصر FTSE 100, DAX or CAC40، ولقد كانت مؤشرات أسواق الأوراق المالية المحلية من قبل تحتل مكانة هامة لدى المستثمرين عند مقارنة أدائهم بأداء السوق، ولكنها بدأت تفقد هذه المكانة لصالح مؤشرات أخرى غير تلك التي تصدرها البورصات المحلية، ويمكن أن يعزى هذا الأمر إلى تغير البيئة الاستثمارية العالمية، وتطور احتياجات وتطلعات المستثمرين، كما أن بروز أدوات مالية جديدة ساهم في هذا التغير، ولهذا يمكن أن يختار المستثمر محاكاة مؤشر يقيس أداء مجموعة من أسواق الأسهم الدولية كالمؤشرات الصادرة عن S&PDJI, MSCI, Bloomberg, Morningstar, HIS أو Markit and Center for Research in Security Prices (CRSP)، أو المؤشرات التي تختص في قياس أداء أسواق الدخل الثابت والتي عادة ما تصدر عن البنوك الاستثمارية الأمريكية والأوروبية، ومن أبرز هذه المؤشرات نذكر Citigroup, Barclays Bank, Deutsche Bank, Credit Suisse, UBS, JPMorgan or Goldman Sachs وغيرها من المؤشرات العالمية<sup>1</sup>، كما عمدت بعض الصناديق الاستثمارية في ظاهرة جديدة، على التوجه لإنشاء مؤشرات خاصة بها أي تقييم نفسها بنفسها self-indexing، والغرض من هذا التوجه يتمثل في الربح الوقت في المقام الأول، وتخفيض أو التخلص تماماً من التكاليف التي كانت تدفعها من قبل للمؤسسات التي كانت تعتمد على مؤسراتها كمرجع استثماري، ويعتبر صندوق Wisdom Tree Investments أول صندوق مؤشرات متداول يتم ترخيص له من قبل هيئة الأوراق المالية والبورصات في اليوم أ في 2006 لإنشاء مؤشره الخاص\*، ويعتمد اختيار المؤشر المراد محاكاته من قبل المستثمر أو الصندوق على مجموعة من العوامل منها:<sup>2</sup>

1. سلوك المستثمر أو مدير الصندوق تجاه المخاطرة، أي مدى حب أو كره المخاطرة؛
2. درجة الترابط بين الأوراق المالية الداخلة في تكوين ذلك المؤشر؛
3. الهدف من الاستثمار؛
4. حجم الأموال المتوفرة للاستثمار؛

إلا أن هناك بعض صناديق الاستثمار المشترك التي تعلن عن المؤشر المراد محاكاته ولكن لا تقوم باتباعه عند استثمار أموال الصندوق، فهذه السياسة أي الانحراف عن المؤشر يمكن أن تعود بعوائد كبيرة ومجزية لصندوق، وعلاوة على ذلك، نجد أن حجم الأصول المدارة من قبل هذه المؤشرات أكبر من حجم الأصول المملوكة من قبل هذه الصناديق، وهذا ما يؤدي إلى نتيجة مفادها أن بعض الصناديق لا تعكس تماماً هذه

<sup>1</sup> Tomasz Miziołek, opcit, pp 141\_144.

\* كما أنشئت صناديق أخرى مؤشرات خاصة بها مثل: VanEck, Guggenheim, Northern Trust, First Trust and State Street Global Advisors، انظر إلى:

Ibid, p143.

<sup>2</sup> B. Todd Stewart and Bob Noll, opcit, p 02.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

المؤشرات<sup>1</sup>، ولقد تنامي دور هذه المؤشرات كبريا في بيئة الاستثمار العالمية وخاصة في الأسواق المتقدمة، فبالإضافة إلى دورها المتمثل في قياس الأداء، فهي تساعد المستثمرين وخاصة الذين لا يتمتعون بالخبرة الكافية لتعامل في أسواق الأوراق المالية، على تشكيل محافظ مالية/صناديق استثمارية تحقق لهم عائد مقارب لما حققه المؤشر المستهدف، وكذلك من بين الأسباب التي أدت إلى ارتفاع الاعتماد على هذه المؤشرات نذكر:<sup>2</sup>

1. التطور الديناميكي لمختلف أشكال وأساليب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، بالإضافة لارتفاع نسبة مساهمة المستثمر المؤسسي في أسواق الأوراق المالية، ما أدى إلى ارتفاع عدد صناديق الاستثمار (باستثناء صناديق التحوط وبعض صناديق الاستثمار التقليدية والبديلة) التي تستخدم المؤشرات بشكل عام في رسم سياساتها الاستثمارية؛

2. زيادة تطور المشتقات المالية المتداولة في البورصة وخارجها، ما أدى إلى ظهور أدوات مالية جديدة تستند إلى مشتقات المؤشرات (بما في ذلك العقود الآجلة للمؤشرات، خيارات المؤشرات، ومقايضة المؤشرات)؛

3. تطوير منصات التداول الالكترونية التي تتيح للمستثمرين التداول على المؤشرات من أي مكان وفي أي زمان، بالإضافة إلى زيادة التخصص في أسواق الأوراق المالية، كتزايد الاهتمام بفئات جديدة من الأصول المالية (على سبيل المثال العملة) وغير المالية (مثل السلع والعقارات)، وظهور مجالات جديدة تماما للاستثمار في أسواق الصرف والتداول خارج البورصة، مما استدعى لاستحداث مؤشرات تتناسب مع القطاعات الجديدة؛

4. تطور البحوث في أسواق الأوراق المالية، والتي تستخدم المؤشرات في تحليلاتها من أجل اتخاذ القرار الاستثماري.

ويمكن القول أن القرارات الصادرة عن هذه المؤشرات المرجعية، والاعتماد المتزايد عليها من قبل المستثمرين، أدت بطريقة غير مباشرة إلى التأثير على توزيع التدفقات المالية عالميا، وهذا من خلال توجيه المستثمرين للاستثمار في أسواق مالية معينة على غرار أخرى، وامتد هذا التأثير إلى غاية توجيه هذه التدفقات المالية إلى قطاعات اقتصادية وشركات معينة بحد ذاتها<sup>3</sup>، فعلى سبيل المثال، كانت تمثل كل من سوقي ماليزيا والبرازيل حوالي النصف في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة عند نشأته في 1988، ولكن بعد مرور 30 سنة على نشأة المؤشر، أصبحت الصين لوحدها تمثل ثلث المؤشر، وبدورها ارتفعت كذلك حصة الأسواق الآسيوية في المؤشر بعدما كانت أسواق أمريكا اللاتينية المهيمنة على المؤشر، ولذلك يرى بعض المحللين أن ترقية أسواق كوريا الجنوبية وتايوان اللذين تشكلان قرابة 25% من مؤشر الأسواق الناشئة إلى مصاف الأسواق المتقدمة، من شأنه أن يصحح بعض الاختلالات في التدفقات المالية، وهذا من خلال توجه المستثمرين السلبيين إلى

<sup>1</sup>Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler &Tomas Williams (2017), opcit,P01.

<sup>2</sup> Tomasz Miziołek, opcit, p145.

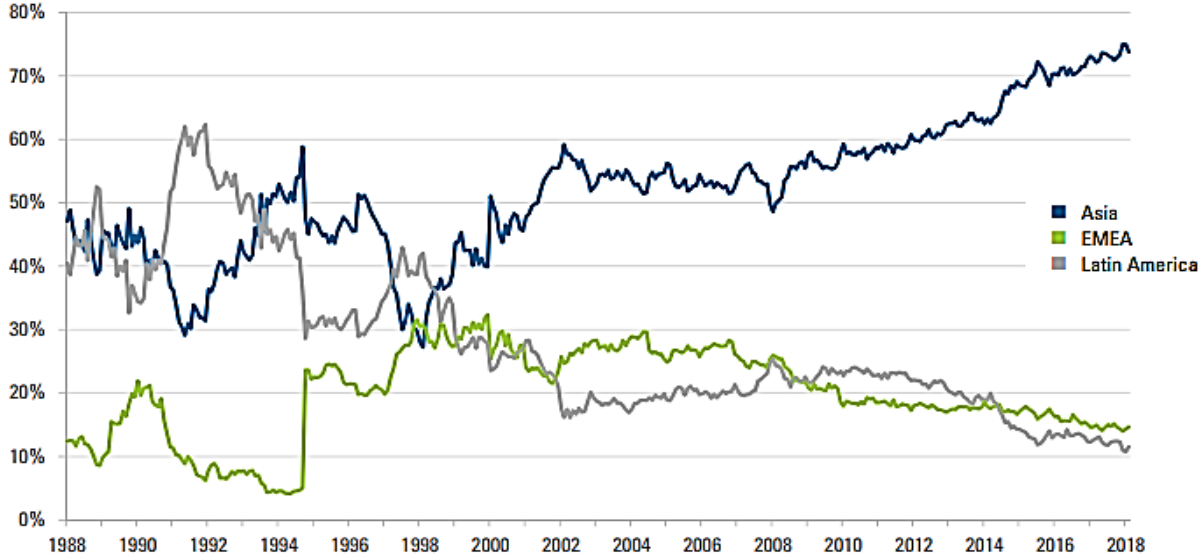
<sup>3</sup>Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler &Tomas Williams, **International Asset Allocations and Capital Flows: The Benchmark Effect**, Institute for International Economic Policy Working Paper Series, Elliott School of International Affairs, The George Washington University, February 2014, P05.



## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

الاستثمار في باقي الأسواق الناشئة، أي القيام آليا ببيع أوراقهم المالية التي يجوزونها في هذه الأسواق نتيجة خروجها من المؤشر، وتوجيه الحصيلة إلى باقي الأسواق المكونة للمؤشر، وهذا ما سيحدد نوعا ما من سيطرة الأسواق الآسيوية على المؤشر:

الشكل رقم (3-9): تطور أوزان الأقاليم الجغرافية في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة منذ نشأة



Source: Not Your Parents' Emerging Markets Index, opcit, p02.

ويتميز سوق المؤشرات المرجعية بدرجة عالية نسبيا من التركيز، فأهم المؤشرات التي يعتمد عليها المستثمرين على المستوى العالمي تقع في الولايات المتحدة الأمريكية التي تعتبر أكبر سوق للمؤشرات في العالم، فأكثر ثلاث شركات والتي تتمثل في S&P Dow Jones Indices و MSCI و FTSE Russell تصل أصولها إلى ما يقرب من 9.4 تريليون دولار أمريكي وتستحوذ بذلك على 73% من إجمالي أصول الصناديق العالمية، في حين تهيمن مؤشرات باركليز التي تختص بأسواق السندات على أكثر من نصف صناديق الاستثمار المتداولة الخاصة بأدوات الدخل الثابت<sup>1</sup>، ولا تتوفر أسواق الأوراق المالية الناشئة على مؤشرات مرجعية خاصة بها، بل يتم تغطيتها من خلال مؤشرات أجنبية، كما أن أبرز المؤشرات المتواجدة فيها تتمثل في المؤشرات الصادرة عن البورصات المحلية، وفي كثير من الأحيان، يتم التعاون مع واحدة من الشركات العالمية لإنشائها<sup>2</sup>.

### ثانيا/ دراسة Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams

لقد لعبت الصناديق الاستثمارية الدولية دورا هاما في توجيه وتحديد كمية التدفقات المالية التي تستفيد منها كل سوق، وعلى وجه الخصوص الصناديق ذات الإدارة السلبية، فالدخول والخروج المفاجئ لهذه التدفقات من وإلى الأسواق أدى إلى ظهور اختلالات كبيرة فيها مست أسعار الأوراق المالية وامتد هذا الأثر

<sup>1</sup> Tomasz Miziolek, opcit, p144.

<sup>2</sup> Ibid, p145.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

إلى غاية أسعار الصرف والتأثير على احتياطات الدول من العملة الأجنبية، ولقد ربطت بعض الأبحاث مثل Kaminsky et al., 2004; Broner et al., 2006; Shiller, 2008; Eichengreen et al., 2009; أبحاث Hellwig, 2009; Mishkin, 2011; Jotikasthira et al., 2012 ما بين سلوك الاستثماري لهذه الصناديق ودورها في توليد الأزمات المالية التي عرفتتها بعض أسواق الأوراق المالية<sup>1</sup>، ولم يظهر هذا الأثر جليا إلا بعد ترقية السوق المالي للكيان الصهيوني في 2010 من فئة الأسواق الناشئة إلى فئة الأسواق المتقدمة وفق مؤشر MSCI، ولكن الآثار المترتبة على الاختلالات التي تسببها هذه الصناديق لم تكن موثقة ومبرهنة باستخدام بيانات شاملة لعدة بلدان، ولهذا، ومن اجل اثبات العلاقة السببية الموجودة بين المؤشرات المرجعية وإعادة تخصيص رؤوس الأموال على المستوى الدولي، قام كل من Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams بدراسة مدى تأثير التغيير في أوزان أسواق الأوراق المالية لمؤشر ما على حركة الصناديق المستثمرة في ذلك السوق والتي تعلن المؤشر كمييار لاستثماراتها، مع الاخذ بعين الاعتبار تواجد السوق في عدة مؤشرات في نفس الوقت، ولقد نشرت هذه الدراسة لأول مرة في 2012، ثم نشرت بعد ذلك مرة أخرى في 2014، وكان آخرها في 2017، وفي سبيل إجراء هذه الدراسة، تم تجميع بيانات مفصلة حول تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الأوراق المالية التي يتواجد بها عدد كبير من صناديق الاستثمار الدولية، والتي تم تصنيفها حسب المؤشر الذي تتبعه، وحسب نطاق استثمارها الجغرافي، إلى صناديق استثمار عالمية global funds أي تلك الصناديق التي تستثمر في أي منطقة في العالم، صناديق استثمار بالأسواق الناشئة global emerging fund وصناديق استثمار إقليمية regional funds والتي تختص باستثمار في منطقة أو إقليم جغرافي معين، كالاتثمار في الأسواق الناشئة لدول أمريكا اللاتينية مثلا، وتجدر الإشارة إلى أن نسبة كبيرة من صناديق استثمار العالمية الموجودة في العينة تتخذ مؤشر MSCI World Index كمرجع لاستثماراتها، والذي يختص هذه الأخير بقياس أداء الأسواق المتقدمة فقط، في حين أن جزء الباقي من صناديق الاستثمار العالمية تتبع مؤشر MSCI All Country World Index (ACWI) الذي يغطي كل من الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة<sup>2</sup>:

الجدول رقم (3-6): احصائيات حول صناديق الاستثمار المستعملة في الدراسة

عدد الصناديق	عدد المشاهدات الشهرية	أول تاريخ متاح	آخر تاريخ متاح	متوسط المشاهدات الشهرية لكل صندوق
2,837	156,253	جانفي 1996	جويلية 2012	70
838	35,219	مارس 1997	جوان 2012	54

Source: Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), p48.

<sup>1</sup> Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams, **International Asset Allocations and Capital Flows: The Benchmark Effect**, Institute for International Economic Policy Working Paper Series, Elliott School of International Affairs, The George Washington University, November 2012, p01.

<sup>2</sup> Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), pp05-06.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

الجدول رقم (3-7): عدد الصناديق الاستثمارية المكونة للعينة حسب النوع والمجال الجغرافي

عدد المشاهدات الشهرية	عدد الصناديق	نوع الصندوق	عدد المشاهدات الشهرية	عدد الصناديق	
صناديق الأسهم					
29,037	569	صناديق عالمية	3,420	85	صناديق المؤشرات الفعلية
32,950	594	صناديق الأسواق الناشئة	50,906	939	صناديق المؤشرات التقريبية
94,266	1,674	صناديق اقليمية	58,960	994	الصناديق النشطة المعتدلة
			42,967	819	الصناديق النشطة الفعلية
صناديق السندات					
22,958	554	صناديق عالمية	588	21	صناديق المؤشرات الفعلية
8,568	220	صناديق الأسواق الناشئة	2,851	54	صناديق المؤشرات التقريبية
3,693	64	صناديق اقليمية	29,768	714	الصناديق النشطة المعتدلة
			2,012	49	الصناديق النشطة الفعلية

Source: Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), opcit, p 48.

والبيانات التي تم استعمالها في الدراسة تغطي الفترة من جانفي 1996 إلى غاية سبتمبر 2012، وصناديق الاستثمار التي ضمتها الدراسة تمثل في صناديق الاستثمار الدولية الموجودة في المراكز المالية الرئيسية في جميع أنحاء عالم، والتي توزع استثماراتها في سوقين ماليين على الأقل (أي أنه تم استبعاد الصناديق المحلية)، إلا أن معظم صناديق استثمار الأسهم المكونة للعينة متواجدة بكندا، فرنسا، إيرلندا، لوكسمبورغ، الولايات المتحدة الأمريكية، والمملكة المتحدة، ومعظم صناديق السندات متواجدة في دانمارك، ألمانيا، إيرلندا، الكيان الصهيوني، إيطاليا، لوكسمبورغ، الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، وبهذا تتضمن عينة البحث ما مجموعه 2837 صندوق استثماري خاص بالأسهم و838 صندوق خاص بالسندات<sup>1</sup>، وتقدر حجم الأصول الخاضعة

<sup>1</sup>Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), opcit, p 05.

للإدارة صناديق الأسهم وصناديق السندات التي تتضمنها العينة مجتمعة ما يقارب 1052 و293 مليار دولار على التوالي، وهذا في ديسمبر 2011<sup>1</sup>، وعلى سبيل المثال يقدر حجم الأصول الخاضعة لإدارة صناديق الأسهم الدولية التي تم تأسيسها في الولايات المتحدة الأمريكية 442 مليار دولار من حجم العينة، في حين تقدر حجم الأصول الخاضعة لصناديق الاستثمار التي لا تتخذ الولايات المتحدة الأمريكية مقراً لتأسيسها ما يقارب 1,4 تريليون دولار (بما فيها صناديق الاستثمار المحلية التي تم استثنائها من الدراسة) وهذا خلال نفس الفترة، وهذا حسب معهد شركات الاستثمار (ICI\*)، في حين تمثل الصناديق الموجودة في العينة حوالي 53% من حجم صناديق الاستثمارية الدولية المتواجدة في أوروبا<sup>2</sup>، وهذا حسب منظمة الصناديق الاستثمارية الأوروبية EFAMA\*\*، ولقد تم تقسيم الصناديق الاستثمارية التي تضمنتها العينة إلى أربعة أنواع، تتمثل في:

1. صناديق المؤشرات الفعلية Explicit Indexing والتي تتمثل في الصناديق التي تتبع المؤشر المرجعي التي تعلن عنه بشكل تفصيلي في استثماراتها؛
2. صناديق المؤشرات التقريبية Closet Indexing وتتمثل في الصناديق التي لا تعلن أنها ستشبه صناديق المؤشرات الفعلية، ولكن سلوكها استثماري يشبه النوع الأول؛
3. صناديق الاستثمار النشطة الفعلية والمعتدلة Mildly and Truly active funds، وتتمثل في تلك الصناديق التي تنحرف في سياساتها الاستثمارية عن المؤشر المرجعي التي تعلن عنه منذ البداية، ويرجع السبب وراء عدم اتباع هذه الصناديق لمؤشراتها المرجعية بدقة حسب (Cremers & Petajisto (2009) إلى أن بعض الانحراف عن المؤشر سينجر عنه ربحية معتبرة<sup>3</sup>.

### المطلب الثاني/ مدى تأثير الصناديق الاستثمارية بالمؤشرات المرجعية

تتأثر الصناديق الاستثمارية بالقرارات الصادرة عن مؤشراتها المرجعية، إلا أن هذا التأثير يختلف من صندوق إلى آخر، ويظهر هذا التأثير في درجة تمركز الصناديق في سوق معين نتيجة تغير المؤشر المرجعي.

### أولاً/ مدى تأثير وزن الصناديق بتغير الوزن النسبي للأسواق

لقد تم دراسة في المرة الأولى مدى تغير الوزن النسبي للصندوق الاستثماري في سوق ما نتيجة التغير في وزن السوق في المؤشر المرجعي الذي يعتمد عليه الصندوق، وهذا من خلال صياغة نموذج انحدار يشمل كل الصناديق، ثم صياغة نماذج فرعية خاصة بكل نوع من الصناديق الاستثمارية على حدى، ولقد كانت نتائج متباينة، فباستعمال جميع صناديق الأسهم المكونة للعينة، أظهرت النتائج أن المؤشرات المرجعية لها دلالة

<sup>1</sup> Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), opcit, p03.

\* Investment Company Institute.

<sup>2</sup> Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), opcit, p05.

\*\* European Fund Asset Management Association.

<sup>3</sup> Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2014), opcit, P05.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

إحصائية واقتصادية في تأثير على تخصيص استثمارات صناديق الاستثمار، فارتفاع الوزن النسبي لسوق ما بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع في أوزان الصناديق التي تستثمر في ذلك السوق. بمتوسط 0.77، أي يرتفع وزن السوق ضمن المحفظة الاستثمارية لصندوق ما بمتوسط 0.77، ولقد أظهرت النتائج أيضا، أن جميع أنواع الصناديق تتبع مؤشراتها المرجعية إلى حد كبير عند الاستثمار، إلا أنه كان هناك اختلاف في معاملات الانحدار الخاصة بكل نوع من صناديق الاستثمار، ولقد كان هذا المعامل ينخفض بشكل تدريجي إلى غاية الوصول إلى صناديق الاستثمار النشطة الفعلية، ولكن بالرغم من هذا، فلقد أثبتت النتائج أن تغير أوزان الأسواق في المؤشرات المرجعية، كان لها تأثير كبير على الصناديق مهما كان نوعها في تخصيص استثماراتها في الأسواق، ويمكن استدلال على هذا الأمر من خلال معامل التحديد  $R^2$  الذي كان مرتفعا حتى في الصناديق النشطة الفعلية، وهذا حسب ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-8): مدى تأثير صناديق الأسهم بتغير الوزن النسبي للأسواق المستثمر فيها

كل الصناديق	صناديق المؤشرات الفعلية	صناديق المؤشرات التقريبية	الصناديق النشطة المعدلة	الصناديق النشطة الفعلية	
معامل الانحدار	0.773	0.919	0.819	0.499	
مستوى المعنوية	(0.008)	(0.011)	(0.010)	(0.009)	
حجم العينة	2,524,798	577,241	988,198	917,330	
معامل التحديد	0.912	0.966	0.907	0.842	

Source: Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), opcit, p36.

فعلى سبيل المثال، لقد كان معامل صناديق المؤشرات الفعلية أكبر بالمقارنة مع المعامل المحصل عليه باستخدام جميع الصناديق وبالمقارنة كذلك مع بقية الصناديق، فسياسة الاستثمار لهذا النوع من الصناديق تتطابق مع المؤشر المرجعي التي تعلن عنه في البداية، وبالتالي أي تغير في وزن الأسواق الداخلة في تركيب المؤشر الذي تتبعه ستؤدي بالضرورة إلى إعادة النظر في حجم استثماراتها في تلك الأسواق، من خلال استبعاد/ أو ادراج الأوراق المالية التي شملها التغيير، وكما نلاحظ أيضا أن معامل صناديق المؤشرات التقريبية كاد يقارب معامل صناديق المؤشرات الفعلية، بالمقارنة مع المعامل الخاص بصناديق النشطة المعدلة والذي يقدر بـ 0.82، كما أظهرت صناديق الاستثمار النشطة بعض التجاوب في إعادة تخصيص تدفقات استثماراتها في الأسواق بناء على تغير أوزان الأسواق في المؤشر المرجعي الذي تتبعه، فحوالي 84% من التغير في سلوك الاستثماري لهذه الصناديق يرجع إلى التغير في مؤشرها المرجعي، وعليه فتغير الوزن النسبي لسوق ما بنسبة 1% يؤدي إلى تغير في أوزان الصناديق النشطة التي تستثمر في ذلك السوق بمتوسط 1.50؛

<sup>1</sup>Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams, (2017), opcit, p09.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

ولقد تم اجراء نفس الدراسة ولكن باستعمال صناديق السندات، وجاءت النتائج مشابة لما قدم أعلاه، وهذا عند صياغة نماذج انحدار باستعمال صناديق السندات:

الجدول رقم (3-9): مدى تأثير صناديق السندات بتغير الوزن النسبي للأسواق المستثمر فيها

كل الصناديق	صناديق المؤشرات الفعلية	صناديق المؤشرات التقريبية	الصناديق النشطة المعتدلة	الصناديق النشطة الفعلية	
معامل الانحدار	0.424	0.935	0.843	0.223	0.697
مستوى المعنوية	(0.032)	(0.015)	(0.023)	(0.040)	(0.022)
حجم العينة	723	57,338	57,335	38,006	153,402
معامل التحديد	0.991	0.834	0.741	0.689	0.750

Source: Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), opcit, p36.

إلا أن ما تم ملاحظته، هو أن معامل الانحدار الخاص بصناديق المؤشرات الفعلية لم يكن الأكبر على الإطلاق، وهذه الصناديق لا تتبع مؤشرات المرجعية بدقة، ويمكن تفسير هذا الأمر اما بصغر حجم العينة الخاص بهذا النوع من الصناديق بالمقارنة مع باقي الصناديق، أو بسبب أن سياسة الاستثمار في السندات تختلف عن سياسة الاستثمار في الأسهم، وهذا ما وضحه كل من Raddatz and Schmukler (2012) في دراستهما، حيث وجد أن صناديق السندات تحتفظ بجزء كبير من سيولة في محافظها لمواجهة أي صدمات قد تحدث، وهذا ما يفسر صغر رد فعل هذه الصناديق بالمقارنة مع التغيير في مؤشرات المرجعية<sup>1</sup>، أي أن تغير وزن السوق في المؤشر المرجعي بـ 1% يؤدي إلى تغيير في أوزان محافظ صناديق المؤشرات الفعلية بـ 0,42، بالمقارنة مع 0,93 و 0,84 لصناديق المؤشرات التقريبية والنشطة المعتدلة على التوالي في الأسواق المستثمر فيها؛

### ثانيا/ مدى تأثير تدفقات الاستثمارية بتغير مؤشرات المرجعية

ومن أجل تحديد حجم تدفقات صناديق الاستثمار التي تتأثر بتغيرات الحاصلة في المؤشرات المرجعية، فقد تم قياس العلاقة ما بين صافي تدفقات الصناديق في الأسواق المستثمرة فيها والوزن الذي يرغب الصندوق تخصيصه لتلك الأسواق في فترة زمنية معينة، وهذا من خلال صياغة نموذج انحدار يشمل كل الصناديق، ثم صياغة نماذج فرعية خاصة بكل نوع من الصناديق الاستثمارية على حدى، ولقد أظهرت الدراسة أن الوزن النسبي التي تحظى به كل سوق في المؤشر المرجعي له تأثير بنسبة 38,7% في تغير التدفقات المالية لجميع الصناديق، وهذه النسبة تختلف من الصناديق السلبية إلى الصناديق النشطة، فالمؤشر المرجعي يفسر ما نسبته 67,8% و 36,1% من تدفقات صناديق المؤشرات الفعلية والتقريبية، أي أن هناك علاقة واضحة ما بين التدفقات التي تحصل عليها الأسواق وأوزانها في محافظ الصناديق، فقرار مدير الصندوق بخصوص الوزن الذي يمنحه لكل سوق له علاقة

<sup>1</sup> Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), opcit, p10.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

مباشرة في تأثير على التدفقات في تلك الأسواق، في حين تنخفض هذه النسبة إلى 12,3% لصناديق الاستثمار النشطة الفعلية، أي أن مجموع التدفقات التي تحصل عليها الأسواق من هذه الصناديق تعتمد بدرجة أولى على مدى نشاط الصندوق في توزيع استثماراته على الأسواق المستهدفة؛

وإذا عكست المؤشرات المرجعية أوزان الأسواق بشكل مثالي، ولا يوجد ترابط فيما بينها، ويتم تعديل هذه الأوزان بشكل دوري، يمكن القول أن المستثمرين وحتى المؤشرات المرجعية نفسها لا يمكن أن تحدث أي تشويه على بيئة الاستثمار، ولكن هذه المؤشرات تعتبر غير مثالية ولا تعكس بالضرورة محفظة السوق بشكل جيد، فهناك العديد من المؤشرات التي تغطي مجموعات متداخلة من الأسواق، وتشكل قرارات الصادرة عن هذه المؤشرات بضم أسواق أو أوراق مالية جديدة استناداً على معايير محددة، مسألة هامة في توزيع الأصول على الصعيد العالمي، وعلاوة على ذلك، فإن أوزان بعض الأسواق بشكل منفرد لا يمكن أن يهمل non-negligible ويمكنها إحداث بعض التأثير على هذه المؤشرات عندما يتم ادراجها أو استبعادها من المؤشر<sup>1</sup>، ولهذا فبعض هذه التغييرات التي تمس المؤشرات قد تنجر ورائها إعادة توزيع كبير لرؤوس الأموال على المستوى العالمي، فمثلاً يقوم مؤشر MSCI في كل من فيفري، ماي، اوت ونوفمبر بالمراجعة الدورية لمؤشراته، من خلال ادراج و/أو الغاء بعض الشركات من مؤشراته والتي استوفت /أو لم تستوفي الشروط، فخلال هذه الاحداث، نجد أن تغير الأوزان في المؤشرات المرجعية بسبب إما ادراج و/أو الغاء أوراق جديدة من المؤشرات القياسية للأسواق تفسر ما نسبته 72,7% من تدفقات الصناديق في هذه الأسواق بالمقارنة مع 14,3% في الأوقات العادية التي لا يحدث فيها أي تغيير على المؤشرات، ونرى أن صناديق المؤشرات الفعلية الأكثر تأثراً بتغييرات الحاصلة في هذه المؤشرات بالمقارنة مع بقية الصناديق، ويمكن تفسير هذا الارتفاع بأن هذه الصناديق تقوم بضم أو شطب الأوراق التي شملها التغيير آلياً، ولهذا فكلما كان حجم التغيير في السوق المستثمر فيه كبير جداً كلما كانت حجم التدفقات الداخلة أو الخارجة من ذلك السوق كبيرة جداً، في حين أن الصناديق النشطة الفعلية تعتبر الأقل تأثراً بتغييرات التي تطرأ في المؤشرات المرجعية وذلك لأن سياساتها الاستثمارية لا تتطابق تماماً مع المؤشر المعلن عنه:

الجدول رقم (3-10): مدى تأثير تدفقات الصناديق الاستثمارية اتجاه الأسواق في أوقات مراجعة المؤشرات المرجعية لها

كل الصناديق	صناديق المؤشرات الفعلية	صناديق المؤشرات التقريبية	المؤشرات المعتدلة	الصناديق النشطة الفعلية
الأوقات العادية	14.3	62.9	12.6	3.8
أوقات التغيير	72.7	77.7	41.4	22.9

Source: Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), opcit, p39.

<sup>1</sup> Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), opcit, pp01\_02.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

وبما أن المؤشرات المرجعية لها تأثير كبير على تخصيص تدفقات رؤوس أموال الصناديق نحو الأسواق المستثمر فيها عندما تكون هناك أحداث مهمة يمر بها المؤشر كرفع/ أو تخفيض تصنيف سوق ما، فقد تم دراسة مدى تأثير تدفقات الصناديق في أربعة بلدان مختلفة شهدت عمليات ترقية أو تخفيض تصنيفها العينة، والتي تتمثل في الأرجنتين، كولومبيا، الكيان الصهيوني، وفرنزويلا<sup>1</sup>، فكانت النتائج كالتالي:

الجدول رقم (3-11): مدى تأثير تدفقات الصناديق الاستثمارية بقرار ترقية أو تخفيض بعض أسواق الأوراق المالية

كل الصناديق	صناديق المؤشرات الفعلية	صناديق المؤشرات التقريبية	المؤشرات المعتدلة	الصناديق النشطة الفعلية	الصناديق النشطة
الارجنتين	35.5	47.5	26.1	41.4	3.4
كولومبيا	27.5	22.9	18.4	19.6	10.4
الكيان الصهيوني	62.9	88.7	54.6	43.9	44.3
فرنزويلا	39.1	45.0	37.1	31.6	10.2

Source: Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler &Tomas Williams (2017), opcit, p51.

فقد فسرت المؤشرات المرجعية جزءا كبيرا من تدفقات رؤوس الأموال للصناديق، فقد ارتفعت هذه النسبة من 27,5% في كولومبيا إلى 62,9% في الكيان الصهيوني، ولقد كانت تدفقات صناديق المؤشرات الفعلية الأكثر تأثرا بتغير تصنيف سوق المالي للكيان الصهيوني بنسبة 88,7%، فعندما تمت ترقية هذا السوق من فئة الأسواق الناشئة إلى فئة الأسواق المتقدمة على مؤشر MSCI، عرفت السوق إعادة هيكلة كبيرة لرؤوس الأموال المتواجدة فيها على الرغم من أن الترقية جاءت بعدما شهدت السوق تحسن كبير في معايير الوصول لسوق، أين شهدت خروج كبير لتدفقات المحفظة قدرت بـ 2070 مليون دولار أمريكي والناجحة عن تصفية مستثمري الأسواق الناشئة لمراكزهم في السوق، وبالمقابل ضخ مستثمري الأسواق المتقدمة حوالي 160 مليون دولار أمريكي في السوق<sup>2</sup>، وهذه التصفية ترجع لكون السوق المالي للكيان الصهيوني كان يمثل 3.17% من مؤشر الأسواق الناشئة، وبتوقيتها لسوق متقدم مثلت فقط بـ 0.37% في مؤشر الأسواق المتقدمة، أما في حالة كولومبيا، ففي 19 مارس 2014، أعلنت J.P Morgan أنها ستضيف خمس سندات خزانة كولومبية إلى مؤشر سندات الأسواق الناشئة، وبهذا سيرتفع الوزن النسبي لكولومبيا من 3.2 إلى 8% في المؤشر العالمي المتنوع لسندات الأسواق الناشئة، ومن 1.8 إلى 5.6% في المؤشر العالمي لسندات الأسواق الناشئة، وبهذا، فقد أظهرت بعض البيانات من المصادر الوطنية في كولومبيا أنه عندما تغير وزن السوق في المؤشر، ارتفع معامل احتفاظ

<sup>1</sup>Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler &Tomas Williams (2017), opcit, pp14\_15.

<sup>2</sup> Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler &Tomas Williams (2014), opcit, p24.



الأجانب بالسندات الكولومبية بحوالي 2.33 بالمقارنة مع فترات سابقة، ويعزى هذا الارتفاع إلى الزيادة في إجمالي مشتريات هذه الأوراق من قبل الأجانب، وبعد ثلاثة أسابيع من الإعلان، ارتفع مؤشر سندات العملة المحلية الكولومبية بنسبة 5% مقارنة بمؤشر J.P Morgan، ومن خلال هذين الحالتين، يتبين أن تأثير المؤشرات المرجعية لا يظهر فقط أثناء حدوث ترقيات أو تخفيض تصنيف بعض الأسواق، ولكن هذا الأثر يظهر أيضا عندما يكون هناك تغيير كبير في الوزن القياسي للأسواق ضمن مؤشر<sup>1</sup>.

**المطلب الثالث/ تجارب بعض الدول في الترقية من فئة الأسواق الناشئة إلى فئة الأسواق المتقدمة**  
لقد قام MSCI بترقية كل من أسواق البرتغال واليونان إلى فئة الأسواق المتقدمة، ولقد عرفت هذه الأسواق تذبذبا في تدفقات رؤوس الأموال الداخلة إليها والخارجة منها إثر الترقية، كما أن ترقية السعودية على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة من شأنه أن يحدث تغييرات جوهرية على باقي الأسواق المكونة للمؤشر.

### أولا/ حالة البرتغال واليونان

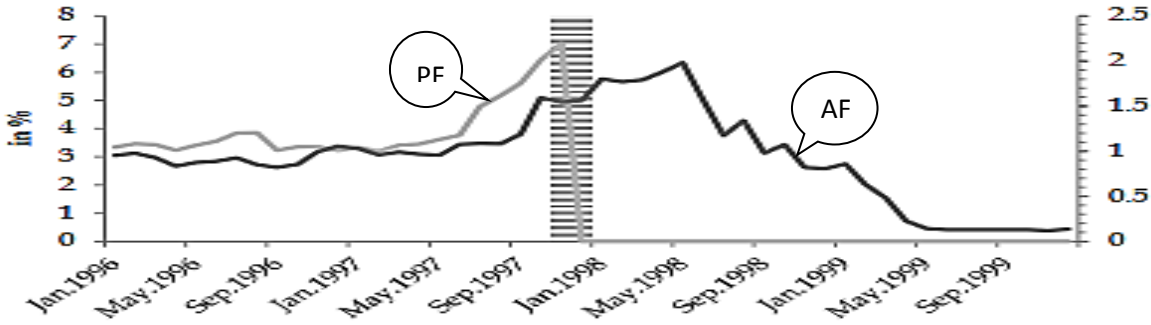
طوال فترة التسعينات، نفذت البرتغال إصلاحات جوهرية في أسواق رأس المال وتبنت برامج الخصخصة، وتحديدًا في قطاع الخدمات المالية، وصاحب ذلك ارتفاع في التدفقات المالية للاستثمار في سوق الأسهم، وفي عام 1996، أي قبل عام من ترقية السوق المالية البرتغالية إلى مؤشرات الأسواق المتقدمة، وصلت التدفقات المالية إلى ذروتها عند 2% من الناتج المحلي الإجمالي، ولكن في السنوات التالية انخفض هذا المستوى ليصل إلى نسبة 0.5% بحلول عام 2000، ونتج ذلك عن ترقية السوق المالية البرتغالية إلى سوق متقدمة وانخفاض وزنها النسبي في المؤشرات العالمية، مما كان له آثار سلبية في تدفقات رأس المال في المدى القصير<sup>2</sup>، أي أن صناديق الاستثمار ذات الإدارة السلبية في مؤشرات الأسواق الناشئة سارعت إلى تصفية مراكزها الاستثمارية في البرتغال عند إعادة التصنيف والتوجه للاستثمار في أسواق ناشئة أخرى ضمن نفس المؤشر، ولم تتفاعل الصناديق الاستثمارية النشطة التي كانت أصلا تستثمر في السوق البرتغالي قبل ترقيتها مع قرار الترقية بشكل سريع، فالوزن النسبي الصغير التي حظيت به البرتغال في مؤشر الأسواق المتقدمة لم يمكن هذه الصناديق من زيادة مراكزها في السوق، حيث قامت بالخروج التدريجي من البرتغال وهذا من خلال تعديل وزن السوق في محافظها عبر الوقت، وبهذا لم تحصل البرتغال على تدفقات أجنبية كبيرة عند ترقيتها لسوق متقدمة، سوى تلك التدفقات الناتجة عن المستثمرين السلبيين الذين يضمنون السوق البرتغالي لمحافظهم الاستثمارية بشكل تلقائي نتيجة اتباعهم لمؤشر MSCI للأسواق المتقدمة، ودرجة أهمية البرتغال في هذه المحافظ تكون حسب الوزن النسبي الذي مثلت به في مؤشر الأسواق المتقدمة، وهذا حسب الشكل الموالي:

<sup>1</sup> Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), opcit, pp21\_22.

<sup>2</sup> عبد الله المقبل، محمد الزيني وصلاح اليحيان، مرجع سابق، ص 16.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

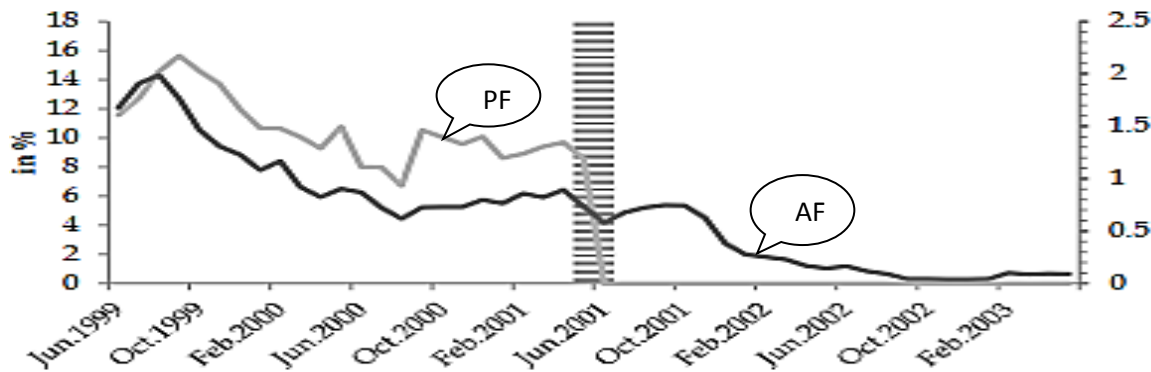
الشكل رقم (3-10): سلوك الصناديق الاستثمارية في الأسواق الناشئة بقرار ترقية البرتغال إلى سوق متقدمة



Source: Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2012), p37.

ولقد تم مشاهدة نفس الحالة عندما تمت ترقية السوق اليونانية إلى سوق متقدمة، حيث انضمت اليونان إلى الاتحاد النقدي الأوروبي في يناير 2001، وبعد خمسة أشهر انتقلت سوقها المالية من مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة إلى مؤشر الأسواق المتقدمة، وذكر البنك المركزي اليوناني في عام 2002، أن ترقية سوق الأوراق المالية اليونانية من مؤشرات الأسواق الناشئة إلى الأسواق المتقدمة كان لها أثر سلبي على سوق الأسهم، ولا سيما بين نهاية ماي 2001 ومنتصف جويلية 2001، وعلى وجه التحديد، أدت هذه الترقية إلى قيام المستثمرين من المؤسسات الأجنبية الذين يستثمرون في مؤشر الأسواق الناشئة، ومن ضمنها البورصة اليونانية، بإعادة هيكلة محافظهم الاستثمارية، والحد من حيازتها للأسهم اليونانية أي القيام ببيع كل الأسهم اليونانية، فكان الخروج سريعاً نسبياً، ومن ناحية أخرى، كانت تدفقات أموال المؤسسات الأجنبية التي تستثمر في مؤشرات الأسواق المتقدمة محدودة جداً، على الأقل في البداية بسبب انخفاض الوزن النسبي التي مثلت به في مؤشر الأسواق المتقدمة<sup>1</sup>:

الشكل رقم (3-11): سلوك الصناديق الاستثمارية في الأسواق الناشئة بقرار ترقية اليونان إلى سوق متقدمة



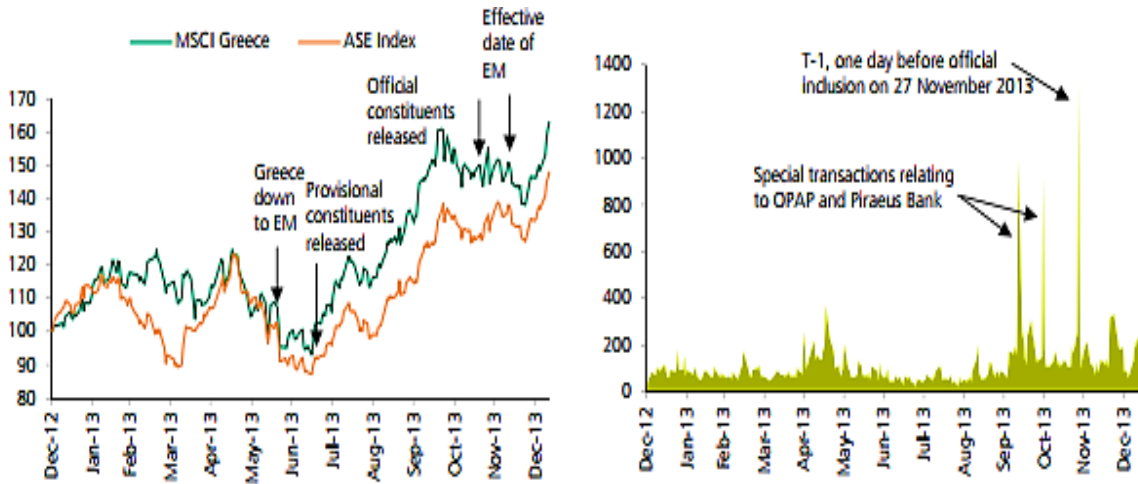
Source: Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2012), opcit, p37.

<sup>1</sup> عبد الله المقبل، محمد المزيني وصلاح اليحيان، مرجع سابق، ص 16.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

ولكن في 27 نوفمبر 2013، أعيد تصنيف السوق المالي اليوناني مرة أخرى كسوق ناشئة من قبل MSCI بسبب اخلاها بمعايير الأسواق المتقدمة خاصة فيما يتعلق بعدد الشركات، أين كان مؤشر اليونان القياسي يمثل شركتين فقط والمتمثلة في شركة Hellenic Telecommunications Organization SA والمعروفة اختصارا بـ OTE، وشركة Greek Organization of Football Prognostics SA واختصارا OPAP، وبهذا كانت اليونان تمثل حوالي 0.01% من مؤشر MSCI العالمي، في حين مثلت في مؤشر الأسواق الناشئة بوزن يقدر بـ 0.3% وارتفع عدد الشركات في المؤشر القياسي بسبب انخفاض متطلبات الحجم مقارنة بالأسواق المتقدمة، وتجدر الإشارة إلى أنه كان هناك ارتفاع قوي في مؤشر MSCI اليونان في الربع الثالث من عام 2013 (جويلية، أوت-سبتمبر) أين ارتفع المؤشر بنسبة 33% بالدولار الأمريكي خلال هذا الربع، وبداية هذا الارتفاع تزامن مع إصدار MSCI لتشكيلة المحتملة لشركات اليونانية المزمع ادراجها في مؤشر MSCI اليونان في جويلية 2013، كما أظهر مؤشر بورصة أثينا ASE اتجاه مماثل خلال نفس الربع، وقبل يوم واحد من تفعيل تصنيف اليونان في فئة الأسواق الناشئة، كان هناك انتعاش واضح في حجم التداول في السوق والمتأتي أساسا من قيام صناديق الإدارة السلبية المتتبع لمؤشر MSCI للأسواق الناشئة بضم السوق اليوناني لاستثماراتها وبالتالي القيام بشراء بعض الأسهم اليونانية على غرار OPAP and Piraeus Bank، ولكن في المقابل، شهد مؤشر MSCI اليونان انخفاضا بـ 7% في 26 نوفمبر 2013، أي قبل يوم واحد من تنفيذ القرار، وجاء هذا الانخفاض نتيجة لقيام المستثمرين النشطين-سواء المحليين أو الأجانب- بعمليات جني للأرباح من خلال اقتناص فرصة دخول الأموال السلبية والقيام ببيع أسهمهم<sup>1</sup>:

الشكل رقم (3-12): مدى تأثير مؤشر MSCI اليونان ومؤشر بورصة أثينا ASE بقرار تخفيض السوق



Source: Simon Kitchen and Mohamad Al Hajj, **MSCI Upgrade: Less-Liquid Qatari Market is a Better Play on Passive GEM Flows**, Strategy note, MENA strategy, EFG Hermes Holding, Published on January 15, 2014, p03.

<sup>1</sup> Simon Kitchen and Mohamad Al Hajj, **MSCI Upgrade: Less-Liquid Qatari Market is a Better Play on Passive GEM Flows**, Strategy Note, MENA STRATEGY, EFG Hermes Holding, Published on January 15, 2014, pp02-03.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

فمن خلال هذين الحالتين، نجد أنه قد تتعرض سوق كوريا الجنوبية إلى نزيف حاد في تدفقات الأجنبية من سوقها، وهذا إذا ما تمت ترقيتها إلى سوق متقدمة وفق مؤشر MSCI، وهذا ما تظهره بعض الكتابات الكورية، بأن الكوريين لا يظهرون سعياً حثيثاً إلى ذلك، بسبب أن السوق الكورية قد تجتذب أموالاً أكبر في حال بقائها في مؤشر الأسواق الناشئة التي تمثل ثاني أكبر وزن فيه بعد الصين بنحو 16%، وتمثل أسهم سامسونغ لوحدها أكبر مكون على مستوى الشركات بنحو 4,5%، وانتقالها إلى مؤشر الأسواق المتقدمة لن يجدي الشركات الكورية نفعا في ظل تمثيلها بوزن أقل، وهذا على الرغم من المنافع الظاهرة لانضمام السوق الكوري إلى مؤشر MSCI للأسواق المتقدمة، إذ يرى بعض المحللين بأن رفع السوق الكورية في مؤشر MSCI للأسواق المتقدمة كفيل بأن يعرض الشركات الكورية الكبرى لشرائح أكبر من المستثمرين واستثمارات أكبر من شأنها أن تدفع بالتقنية والصادرات قدما بحسب رأيهم، ويعززون ذلك إلى انخفاض مؤشر السعر للعائد لشركات التقنية الكورية (وفي مقدمتها سامسونغ) مقارنة بنظيراتها في الأسواق المتقدمة<sup>1</sup>.

### ثانياً/ آثار ترقية السوق المالية السعودية إلى سوق ناشئة

لقد تمت إضافة السوق المالية السعودية إلى قائمة المراقبة لمؤشر MSCI في جوان 2017، وفي تقرير خاص نشره المؤشر في فبراير 2018 حول ترقية المملكة إلى سوق ناشئة، أكد التقرير على أن السوق حققت إنجازات إيجابية واستوفت كل شروط ومتطلبات الأسواق الناشئة الخاصة بالمؤشر، ولهذا تم إعلان عن ترقيتها في جوان 2018، وتم ضمها إلى المؤشر على مرحلتين، الأولى خلال المراجعة النصف سنوية للمؤشر في ماي 2019، والثانية خلال المراجعة الربع السنوية في أوت 2019<sup>2</sup>، ويأتي هذا الانضمام كالثالث انضمام لمؤشر عالمي بعد FTSE RUSSELL و S&P DJI التي ضمت السوق السعودية للأسواق الناشئة في مارس 2018 ومارس 2019 على التوالي، وقدر وزن السوق المالي السعودي في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة بـ 2,8%، وستعادل بذلك أسواق مالية أخرى مثل ماليزيا، تايلند، اندونيسيا والمكسيك، وبهذا ستكون أكبر 12 سوق في المؤشر وثالث أكبر سوق بعد جنوب افريقيا وروسيا في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة لدول أوروبا والشرق الأوسط وافريقيا\*، وستكون أكبر سوق عربي في المؤشر، كما تعتزم الحكومة أيضاً طرح جزء من شركة أرامكو السعودية التي تصنف ضمن أضخم الشركات في العالم حسب القيمة السوقية، وجزء منه سيكون في سوق الأسهم المحلية، ما سيحذب سيولة ضخمة إضافية للسوق، وسيساهم هذا الطرح في رفع وزن السوق السعودي في المؤشر إلى حوالي 4% أو أكثر وستتفوق بهذا على دول مثل روسيا، ويسعى المسؤولون السعوديون إلى الوصول إلى قيمة (2) تريليوني دولار لأرامكو، وعبر بيع نسبة 5% فقط سيحصلون على 100 مليون دولار، وهي القيمة التي تتفوق على أي قيمة اكتتاب عام سابقة بما في ذلك طرح شركة علي بابا في العام 2014:

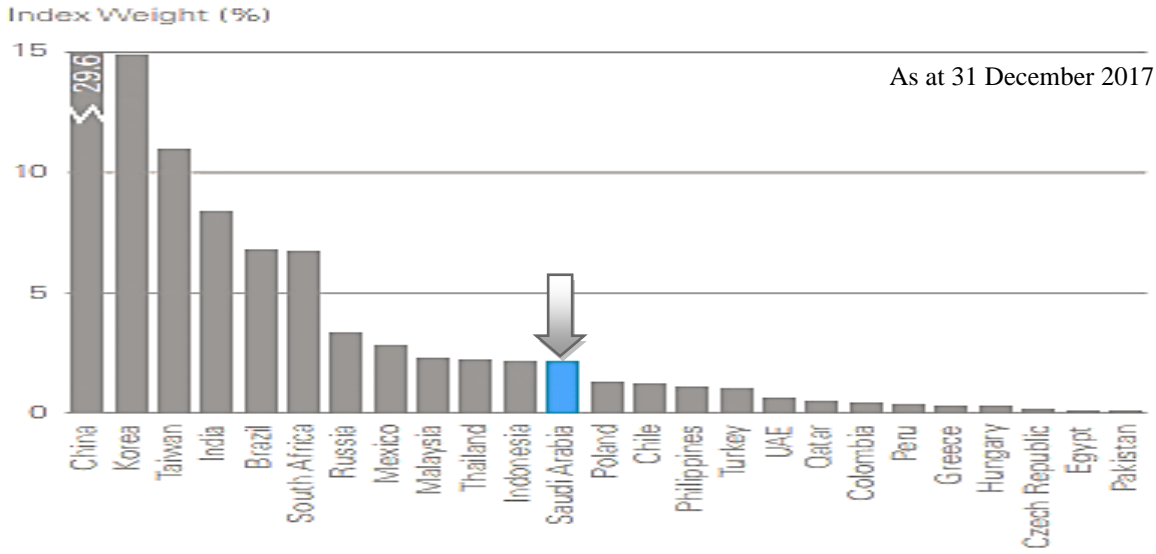
<sup>1</sup> عبد الله المقبل، محمد الزيني وصلاح اليحيان، مرجع سابق، ص 15.

<sup>2</sup> MSCI, results of MSCI 2018 market classification review, press release, New York, June 2018, p01.

\* The MSCI Emerging Markets EMEA Index consist of: South Africa, Russia, Poland, Turkey, UAE, Qatar, Greece, Hungary, Czech Republic, Egypt.

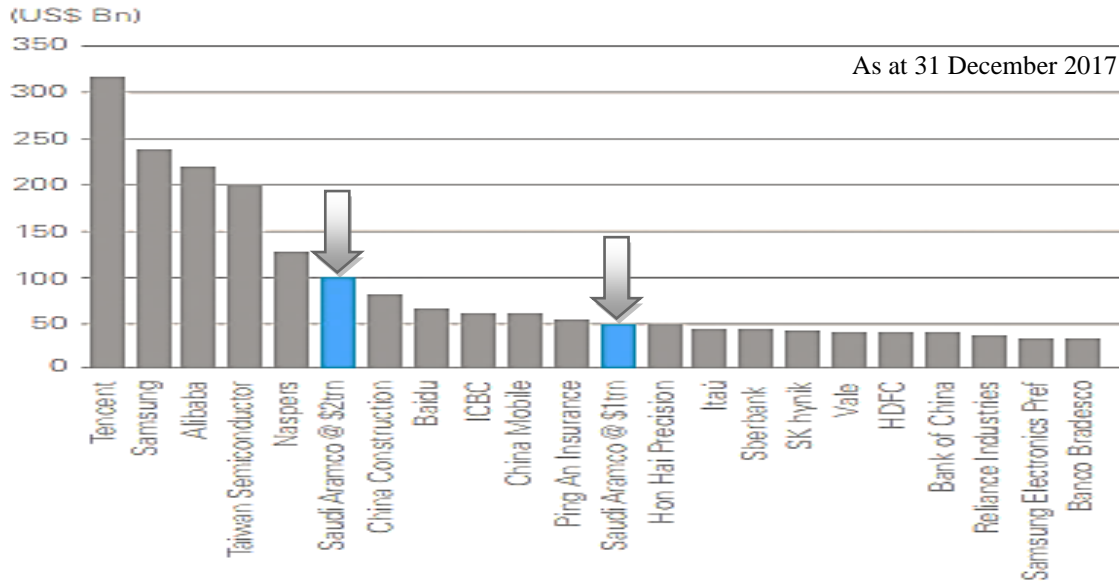
## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

الشكل رقم (3-13): تركيبة مؤشر MSCI المحتملة للأسواق الناشئة بعد ادراج السعودية



Source: Walid Mourad, **Saudi Arabia Could be Emerging Markets' Next Rising Star**, Lazard Asset Management, Published on February 5, 2018, p03.

الشكل رقم (3-14): موقع شركة ارامكو السعودية بعد الطرح ضمن كبريات شركات الأسواق الناشئة استنادا للقيمة السوقية المتوقعة لشركة\*



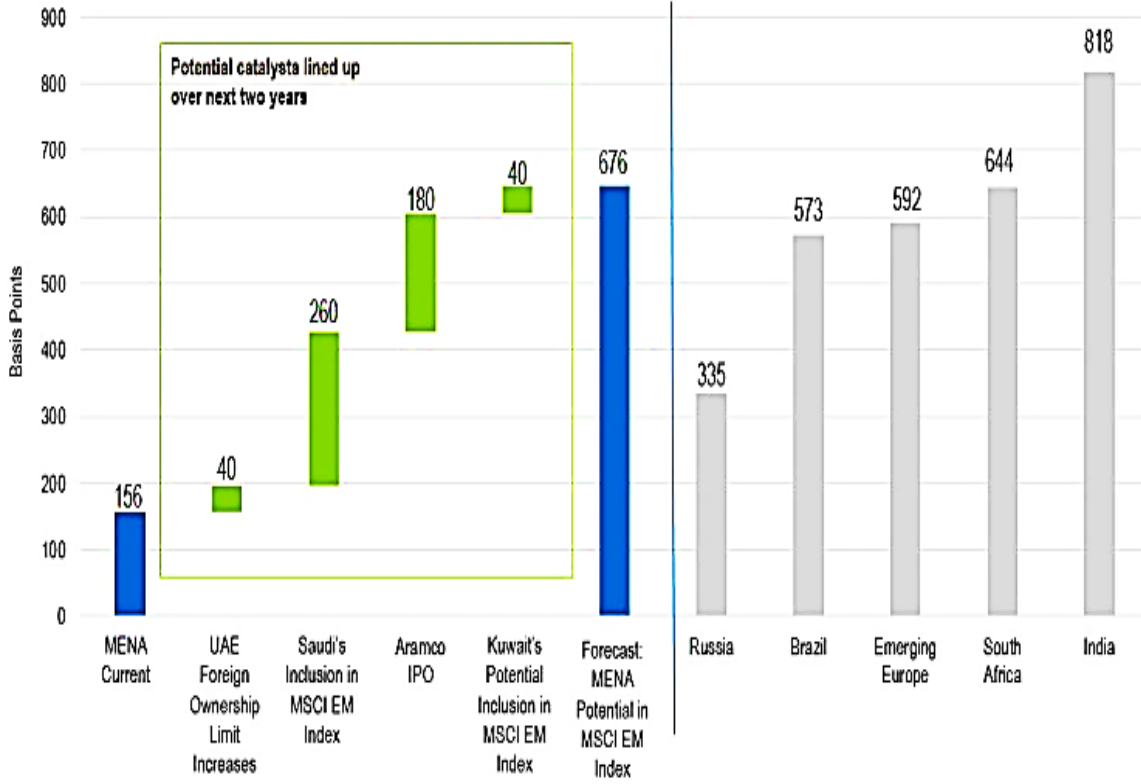
Source: Walid Mourad, **Saudi Arabia Could be Emerging Markets' Next Rising Star**, opcit, p03.

ويتوقع أن يكون هناك تأثير إيجابي لدخول السعودية للمؤشر في زيادة تمثيل أسواق الشرق الأوسط وشمال إفريقيا المثلة ببورصة مصر، قطر والإمارات العربية المتحدة، والتي تمثل ما يقارب 1.56% من المؤشر والتي تعتبر نسبة جد ضئيلة بالمقارنة مع باقي الأسواق منفردة، كما أن الانضمام المحتمل لبورصة الكويت للمؤشر وطرح شركة أرامكو، وزيادة نسبة تملك الأجانب في أسواق الإمارات العربية المتحدة، ستسهم هذه العوامل مجتمعة في رفع تمثيل الأسواق العربية في المؤشر، ما سينعكس عليها بالإيجاب في جذب انتباه المستثمر العالمي لها:

\* موقع الشركة حسبها إذا قدرت قيمة الشركة بترليون دولار أو قدرت قيمتها بتريليوني دولار.

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

الشكل رقم (3-15): وزن أسواق الشرق الاوسط وشمال افريقيا بالمقارنة مع بعض الأسواق الناشئة بعد ترقية السعودية



**Source:** Bassel Khatoun & Salah Shamma, **A New Development in Saudi Arabia's Reform Story as MSCI Delivers Upgrade**, franklin Templeton investments, published on juin 20,2018, from:

<http://emergingmarkets.blog.franklintempleton.com/2018/06/20/a-new-development-in-saudis-reform-story-as-msci-delivers-upgrade/>

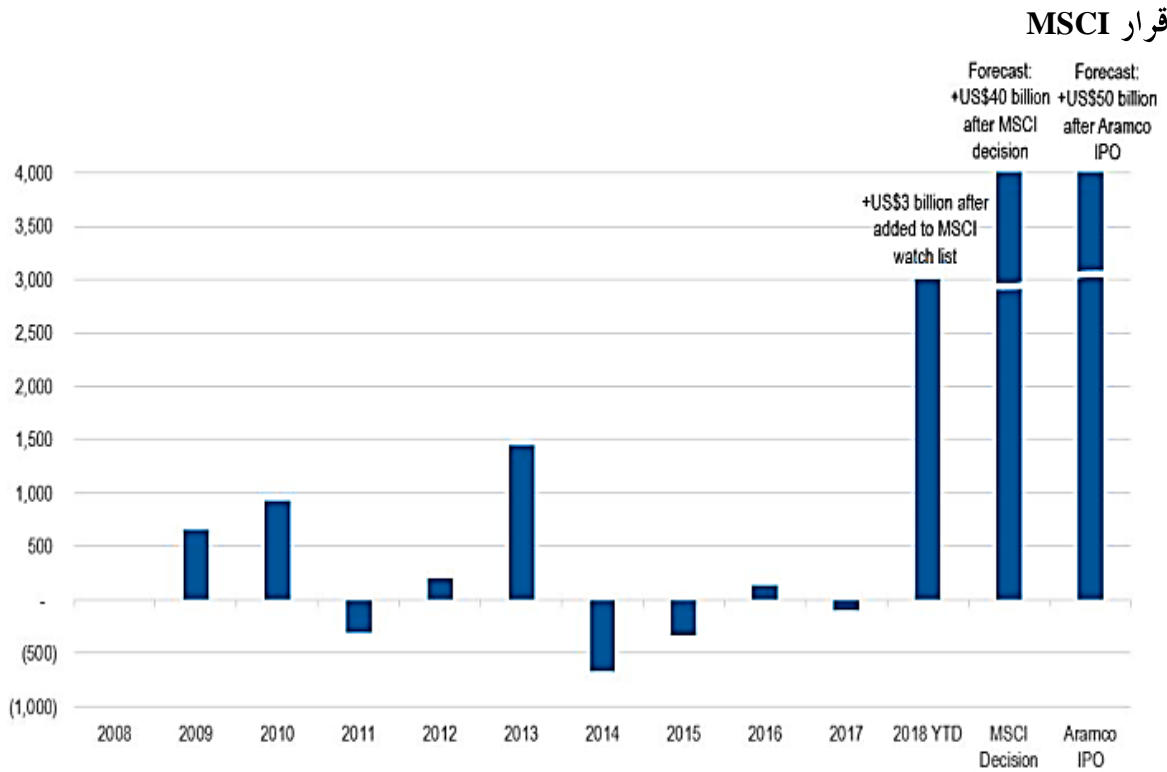
ولقد تفاعلت أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في المؤشر بقرار احتمال ترقية السعودية، حيث انخفض مؤشر بورصة مصر EGX30 بـ 9.2% على مدى الشهرين الماضيين من اتخاذ قرار الترقية (20 جوان 2018)، كما شهدت البورصة أيضا تدفقات استثمار أجنبية للخارج، كما انخفض أيضا مؤشر سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية بـ 5.2% و 3.3% على التوالي خلال نفس الفترة، كما يعتبر وزن السوق المالي المصري الأصغر ضمن الأسواق العربية والذي يقدر بحوالي 0.15% بعد أن كان في حدود 0.25% في 2013 قبل قرار ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة، ولذا يتوقع أن تكون بورصة مصر الأكثر تأثرا بقرار ادراج السعودية في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة<sup>1</sup>؛

<sup>1</sup> **Saudi inclusion in MSCI index to have marginal impact on Egypt's stock market: report**, Daily News Egypt , Published on Jun 24, 2018, from the site: <https://dailynewsegyp.com/2018/06/24/saudi-inclusion-in-msci-index-to-have-marginal-impact-on-egypts-stock-market-report/>

## الفصل الثالث تأثير تصنيف أسواق الأوراق المالية على حركة استثمارات المحفظة الأجنبية

ومن المتوقع أن يجذب انضمام سوق الأسهم السعودية إلى MSCI للأسواق الناشئة استثمارات محفظة أجنبية قد تتجاوز 40 مليار دولار<sup>1</sup>، كما أن التوقعات تشير إلى أن طرح ارامكو سيضيف ما مقداره 50 مليار دولار أخرى لسوق، ووضع السوق في قائمة المراقبة لمؤشر MSCI مكنها من استقطاب تدفقات بنحو 03 مليار دولار، وتجدر الإشارة إلى أن سوق تداول لم تشهد هذا الكم الكبير من التدفقات قبلاً، فخلال السنوات الـ 10 الماضية، سوى جزء صغير من هذه التدفقات الصافية قد دخلت السوق بنحو 1.9 مليار دولار، كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل (3-16): مقارنة حجم تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية المتواجدة في سوق تداول قبل وبعد



Source: Bassel Khatoun & Salah Shamma, A New Development in Saudi Arabia's Reform Story as MSCI Delivers Upgrade, opcit.

ولقد رشح MSCI حوالي 32 شركة في السوق السعودية للانضمام لمؤشرها للأسواق الناشئة، تبلغ القيمة السوقية لتلك الشركات 1.6 تريليون ريال، تعادل 81.2% من القيمة السوقية لأسهم السوق إجمالاً البالغة 1.97 تريليون ريال بنهاية تداول يوم 12 جوان 2018، وتبلغ القيمة للأسهم الحرة للشركات المرشحة للشركات الـ 32 نحو 634.7 مليار ريال، تمثل قرابة 77% من قيمة الأسهم الحرة للسوق إجمالاً، البالغة نحو 825 مليار ريال.

<sup>1</sup> الأسهم السعودية تنضم لمؤشر "MSCI" للأسواق الناشئة، الموقع الاخباري CNBC Arabia، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ: 21 جوان 2018، من الرابط:

### الخلاصة:

إن التمييز بين نوعين من التواريخ عند تصنيف أسواق الأوراق المالية (تاريخ الإعلان وتاريخ التنفيذ) يسمح باستخلاص بعض الاستنتاجات حول التأثير المحدث على أسعار الأوراق المالية، فمعظم الصناديق الاستثمارية تتحرك خلال تاريخ التنفيذ الفعلي لتصنيف، لهذا تتفاعل أسعار الأوراق المالية مع حركة المستثمرين، كما أن أسعار الأوراق المالية تكون في الذروة بالضبط عند التنفيذ الفعلي لتصنيف، وهذا نتيجة لتقاطع اتجاهات المستثمرين، أي هناك من يقوم ببناء مركز مالي طويل الاجل بالسوق، وفي المقابل هناك من يقوم بتصفية استثماراته من ذلك السوق، ما يحدث ضغطا كبيرا على الأسعار بسبب عدم وجود سيولة كافية في هذه الأسواق لإرضاء التحول في الطلب من قبل الصناديق المتتبعة للمؤشر، وهذا يولد عوائد غير طبيعية كبيرة في الأيام الأولى لتنفيذ القرار وبعد ذلك تعود الأسعار لمستوياتها الطبيعية، ويبدو أن حجم التأثيرات المحدثه بالأسواق أكبر بكثير خلال تاريخ التنفيذ بالمقارنة مع تاريخ الإعلان، وهذا يشير إلى أن عمليات إعادة تخصيص التدفقات التي تحدث خلال تاريخ تنفيذ الفعلي تكون أكثر أهمية من التدفقات التي تحدث خلال تاريخ الإعلان، بالإضافة إلى انه خلال الفترة الأولية للإعلان عن التصنيف لا يبدو أن هناك تحكيم كامل من المستثمرين الآخرين؛

ولقد أظهرت الأحداث التاريخية أن تصنيف الأسواق لدرجة أعلى من الفئة التي كانت فيها -مثلا من فئة الأسواق الناشئة إلى فئة الأسواق المتقدمة- يصاحبها ارتفاع في أسعار الأوراق المالية وخروج جزء كبير من التدفقات الواردة إلى ذلك السوق، والسبب وراء هذه التدفقات السلبية التي عرفتها السوق، أنه عندما يتم إدراج أو استبعاد سوق ما من المؤشر، فهذه العملية تدفع الصناديق ذات الإدارة السلبية على إعادة موازنة وتخصيص محافظها من خلال توجيه التدفقات إلى أو خارج ذلك السوق؛

ولقد تخطت كثيرا من الدول وخصوصا بعض الدول النامية خطوات ايجابية فيما يتعلق بتطوير أسواقها المالية وتحسين آليات عمل تلك الأسواق، وان كانت تحتاج إلى المزيد من الاصلاحات، وإلى بذل المزيد من الجهود الرامية إلى تقدم أسواقها وتطويرها، حيث انطلقت من كونها أسواق حدودية إلى أن أصبحت أسواق ناشئة، ولقد أخذت الأسواق العربية نصيبها من اهتمام المستثمر العالمي، فهيأت له كل الظروف للاستثمار، ما أدى بالمؤشرات العالمية إلى تصنيف بعض الأسواق العربية على أنها ناشئة.



## الفصل الرابع /

أداء استثمارات المحفظة

الأجنبية في أسواق

الأوراق المالية العربية في

ظل ترقيتها لناشئة

تمهيد:

يتصف النظام المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، بهيمنة التمويل البنكي عليه، كما تعتبر أسواق الدين فيها متخلفة بشكل كبير بالمقارنة مع مناطق أخرى في العالم، كما تتميز أسواق الأسهم بها بجدائة الناشئة نسبياً، والملاحظ على هذه الأسواق أيضاً أنها تهيمن عليها تداولات المستثمرين الأفراد المحليين، مع محدودية التكامل الإقليمي أو الدولي لها مع أسواق أخرى، بسبب القيود المفروضة على المستثمرين الأجانب للوصول إلى أسواقها من جهة، وعدم نضج البنية التنظيمية والقانونية لهذه الأسواق من جهة أخرى، وعلى الرغم من معدلات النمو المرتفعة التي حققتها دول مجلس التعاون الخليجي، وآفاق الاستثمار الجذابة فيها، إلا أنها لم تتمكن من استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية بصفة كبيرة، وخاصة تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية، ولذلك شرعت هذه الدول في القيام بإصلاحات جذرية، مست اقتصاداتها وأسواقها المالية حتى تستطيع الاستفادة من تدفقات رأس المال الأجنبي التي تخصص جزء من سيولتها للأسواق الناشئة، ولقد تجسد هذا الأمر من خلال قيام كل من بورصة قطر والأسواق المالية الإماراتية ببعض الإصلاحات التي مست أسواقها من أجل جعلها أكثر جاذبية للمستثمر الأجنبي، إلا أن عدداً من المسائل التقنية والتنظيمية أدت إلى تأخير تصنيفها كأسواق ناشئة وفق مؤشر مورغان ستانلي كايبتال انترناشيونال للأسواق الناشئة، والذي يعتبر أهم مؤشر يعنى بتصنيف وقياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية، والانضمام لهذا المؤشر يعنى لأي سوق سمعة أفضل وتدفعاً أكبر للاستثمارات الأجنبية، ويمكن تلخيص الاسباب العامة التي حالت دون تصنيف هذه الأسواق، في قصور أنظمة تسوية الأوراق المالية والقيود المفروضة على الملكية الأجنبية، ولقد قاما كل من السوقين بسن وتنفيذ أنظمة جديدة من شأنها تحسين البنية التحتية للسوق وتحسين امكانية وصول المستثمر الأجنبي إلى أسواقها، ونتيجة لهذه الجهود، أعلن MSCI في ماي 2013، رفع تصنيف هذه الأسواق من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، ولقد شكل هذا القرار حدثاً هاماً على مستوى أسواق الأوراق المالية العالمية، قام من خلاله المستثمرين الدوليين ببناء مراكزهم المالية، تحسباً لتنفيذ هذا القرار في جوان 2014، ومن أجل المحافظة على هذه التصنيفات قامت بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة بسن العديد من القوانين والتشريعات التي من شأنها المحافظة على تدفق المستثمرين المحليين واستقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب، وكذلك من أجل الحصول على تصنيفات أعلى، ولهذا سيتم التطرق في هذا الفصل إلى النقاط التالية:

المبحث الاول/ الآثار الناجمة عن ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة

المبحث الثاني/ واقع استثمارات المحفظة الأجنبية في بورصة قطر

المبحث الثالث/ واقع استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الإمارات العربية المتحدة

### المبحث الاول/ الآثار الناجمة عن ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة

لقد مرت بورصة قطر وأسواق الأوراق المالية لدولة الإمارات العربية المتحدة بالعديد من المراجعات السنوية التي أجرتها عليها المؤشرات بغية ادراجها ضمن مؤشراتها العالمية، ولكن كل هذه المراجعات كان مصيرها الفشل، ولم يتم ترقيتها إلى فئة الأسواق الناشئة، بسبب عدم جاهزية هذه الأسواق وعدم استيفائها للمعايير المطلوبة من قبل هذه المؤشرات، وفي جوان 2013، أعلن مؤشر MSCI في إطار مراجعته السنوية للأسواق عن رفع تصنيف هذه الأسواق من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، مع تنفيذ هذا القرار في جوان 2014، ولقد أعلن مؤشر FTSE قبله عن رفع تصنيف الأسواق الإمارات العربية المتحدة إلى فئة الأسواق الناشئة الثانوية في 2010، إلا أنه لم يعلن عن ترقية بورصة قطر إلا مطلع سبتمبر 2015، وتبعهما في ذلك مؤشر S&P DJI الذي أعلن عن ترقية هذين السوقين في سبتمبر 2013، ولقد كان لهذه الترقية الأثر الكبير على اتجاهات المستثمرين سواء الذين يتبعون مؤشرات الأسواق الناشئة أو مؤشرات الأسواق الحدودية، وبالضبط المؤشرات الصادرة عن مؤسسة مورغان ستانلي كايبتال انترناشيونال.

### المطلب الأول/ كيفية تأثير مؤشر MSCI للأسواق الحدودية والناشئة بترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة

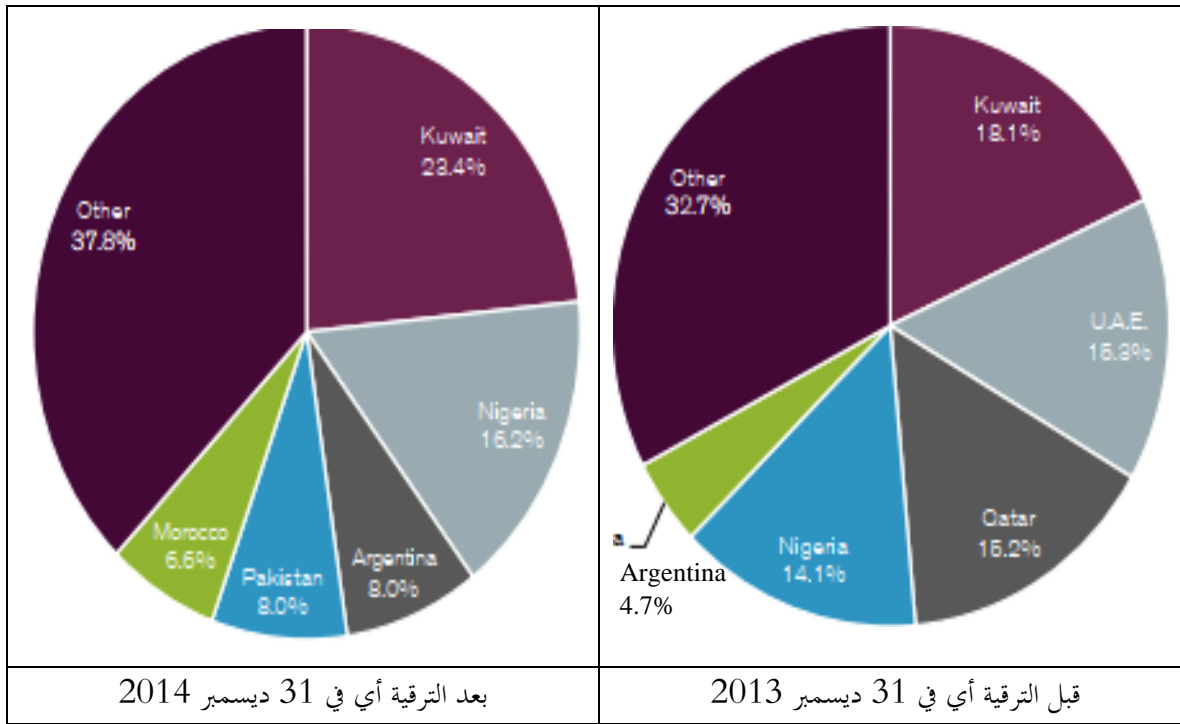
لقد كانت بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة ذات وزن هام في مؤشر الأسواق الحدودية، ونتيجة لهذا، فترقية هذه الأسواق دفعة واحدة إلى مرتبة الأسواق الناشئة، كان له تأثير كبير على أداء هذه المؤشرات.

#### أولاً/ الآثار المترتبة على مؤشر MSCI للأسواق الحدودية

لم يسبق لمؤشر MSCI أن قام بترقية سوقين لمؤشر الأسواق الناشئة دفعة واحدة منذ نشأة هذا المؤشر، كما أن رفع أسواق الأوراق المالية لفئة الناشئة لم يجري منذ مدة، وبالضبط منذ ترقية سوق المالى المصري والمغربي من فئة الأسواق المستقلة إلى فئة الأسواق الناشئة، كما تجدر الإشارة إلى أن الآثار الناجمة عن ترقية هذين السوقين لا يمكن تشبيهها بترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة، فترقية بورصتي مصر والمغرب كانت من فئة الأسواق المستقلة والتي تعتبر بمثابة الأسواق الغير مصنفة أي Unclassified Market وهذا معناه أن هذين السوقين لم يكن لهما وزن من قبل، في حين أن بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة تمت ترقيتها من فئة الأسواق الحدودية، والتي تعتبر بمثابة فرص استثمارية جذابة لم ينتبه لها ولم يكتشفها كل المستثمرين وبالتالي ينبغي استغلالها قبل أن تصبح محط أنظار بقية المستثمرين، إذ كانت تشكل بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة حوالي ثلث مؤشر الأسواق الحدودية، إذ كان وزن هذه الأسواق في المؤشر

بقدر بحوالي 15% و 17% على التوالي، ولهذا فخرج هذين السوقين من المؤشر شكل خسارة كبيرة بالنسبة للمستثمرين الذي يتبعون مؤشر MSCI للأسواق الحدودية في استثماراتهم، ويمكن توضيح هذا من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-1): هيكل مؤشر MSCI للأسواق الحدودية قبل وبعد ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة

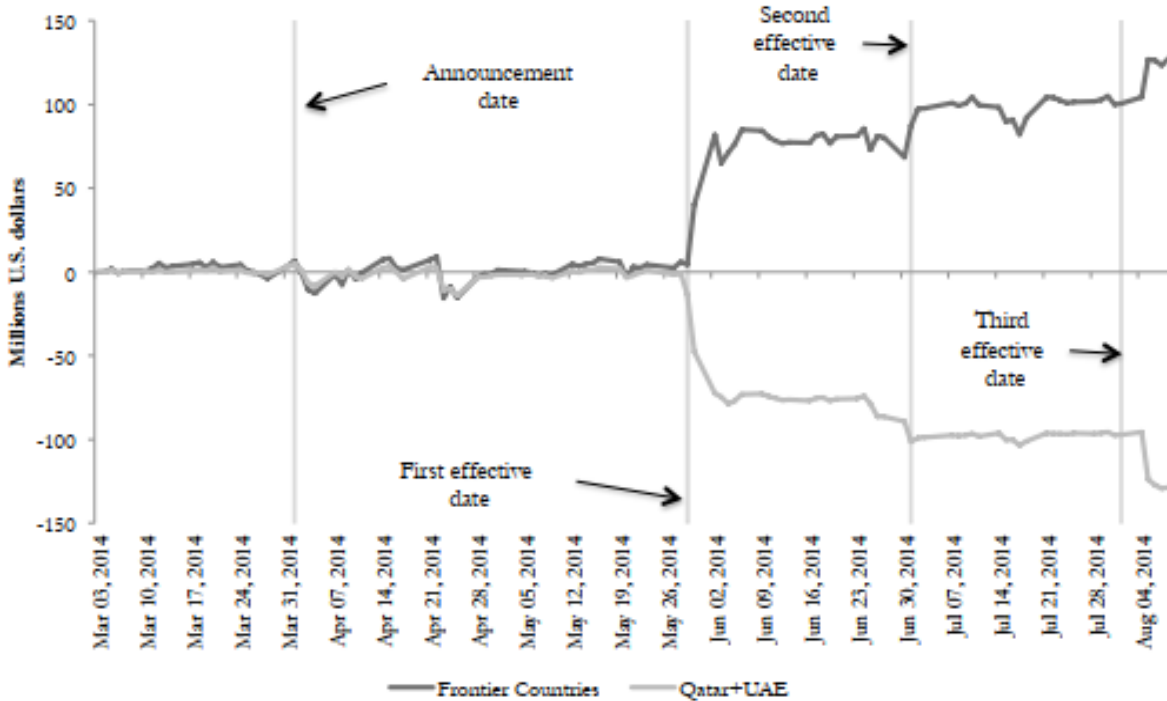


Source: Tim Atwill, opcit, p03.

وبما أن عملية الترقية التي تم القيام بها كبيرة جدا، أي أن أسواق التي تم إعادة تصنيفها كانت ذات وزن كبير في المؤشر القديم، فإن خروجها من مؤشر الأسواق الحدودية ترك تأثيرا إيجابيا على باقي الأسواق المكونة للمؤشر، وقد ترجم هذا من خلال استفادة هذه الأسواق من تدفقات المستثمرين السلبيين الذي قاموا بتصنيفها استثماراتهم من الأسواق الذي تم تغيير تصنيفها وتوزيعها على بقية الأسواق المتواجدة ضمن مؤشر الأسواق الحدودية<sup>1</sup>، وفي المقابل تم إعادة تشكيل أوزان الأسواق الداخلة في مؤشر MSCI للأسواق الحدودية، وما تم ملاحظته أن ترقية كل من بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة انعكس إيجابا على باقي الأسواق المكونة للمؤشر من خلال زيادة تمثيلها واستقطاب استثمارات أكبر، والتي أدت إلى رفع تصنيف البعض منها إلى مصاف الأسواق الناشئة على غرار أسواق كل من السوق المالي لباكستان والذي أعلن مؤشر MSCI في مراجعته السنوية للأسواق في جوان 2016، عن رفع تصنيف هذه السوق إلى فئة الأسواق الناشئة مع تفعيل

<sup>1</sup> Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams (2017), opcit,P16.

تصنيفه في ماي 2017 وهذا بعد تحسن أدائه، كما أعلن أيضا مؤشر MSCI في مراجعته السنوية للأسواق جوان 2018، عن إعادة تصنيف السوق المالي الأرجنتيني الذي يعتبر ثاني أكبر سوق في مؤشر الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، مع تفعيل هذا التصنيف في المراجعة النصف سنوية للأسواق التي أجريت في ماي 2019، كما انعكست ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة بالإيجاب خصوصا على السوق المالي الكويتي الذي زاد تمثيله في المؤشر وأصبح المهيمن على أداء مؤشر الأسواق الحدودية، وهذا من خلال ارتفاع أوزان الشركات الكويتية الداخلة في مؤشر MSCI للأسواق الحدودية، أين استفاد هذا السوق من بعض الاستثمارات الأجنبية التي كانت توجه لأسواق قطر والإمارات، وبالتالي اعتبر هذا الامر كنقطة إيجابية بالنسبة لسوق المالي الكويتي للقيام بإصلاحات عميقة تمس البنية التنظيمية لسوق، والظفر برفع تصنيفها مستقبلا إلى مصاف الأسواق الناشئة، ولقد أعلن MSCI في مراجعته السنوية للأسواق في جوان 2018، عن وضع هذا السوق في قائمة المراقبة للقيام بمراجعته لاحتمال الإعلان عن تصنيفه كسوق ناشئ في جوان 2019: الشكل رقم (4-2): تغير التدفقات الأجنبية السلبية لمؤشر الأسواق الحدودية بعد ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة

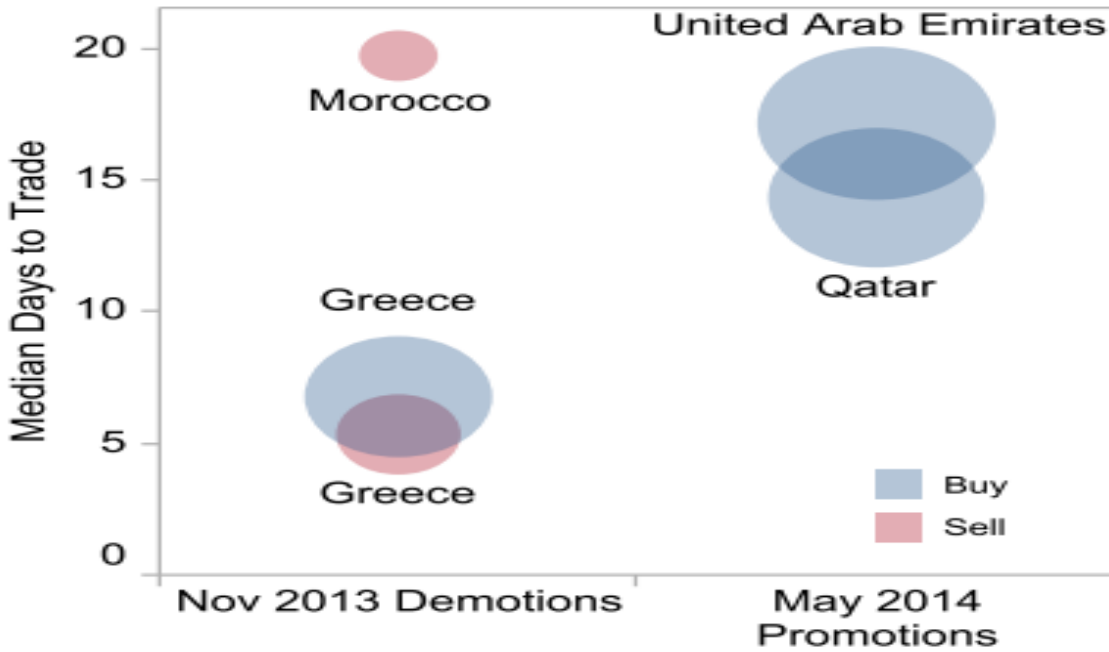


Source: Claudio Raddatz, Sergio L.Schmukler & Tomas Williams, (2017), opcit, p 35.

كما أن المراجعة النصف السنوية التي قام بها مؤشر MSCI في نوفمبر 2013، أسفرت عن تخفيض تصنيف كل من سوق اليونان من مرتبة الأسواق المتقدمة إلى مرتبة الأسواق الناشئة، حيث فشلت اليونان في تلبية معايير الأسواق المتقدمة على مدار السنتين التي كانت قبل تخفيضها، وتراجع مؤشر أسهمها بواقع 83% منذ

العام 2007<sup>1</sup>، في حين تم تخفيض تصنيف سوق المالي المغربي من فئة الأسواق الناشئة إلى فئة الأسواق الحدودية، إلا أن هذين الحدثين لم يكن لهما تأثير كبير على توجهات المستثمرين الدوليين بالمقارنة مع ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، إذ يعتبر تصنيف هذين السوقين أكثر تأثيراً على تداولات المستثمرين الأجانب مقارنة بتخفيض تصنيف كل من سوقي اليونان والمغرب إلى مرتبة الأسواق الناشئة والحدودية على التوالي، حيث تم ملاحظة أن متوسط أيام التداول للأجانب في الأسواق الخليجية التي تم ترقيتها أعلى بكثير من متوسط أيام التداول في السوق المالي اليوناني منذ الإعلان عن ترقية هذين السوقين في ماي 2013، ويمكن توضيح هذه الاختلافات في أيام التداول في الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-4): متوسط أيام التداول في كل من أسواق اليونان وقطر والإمارات العربية المتحدة



Source: Stephen Casciano, UAE and Qatar Enter the MSCI Emerging Markets Index: A Guide to the Rebalance Trade, Benchmark Changes and Trading Environment, Credit Suisse Index Analysis, may 2014, p03.

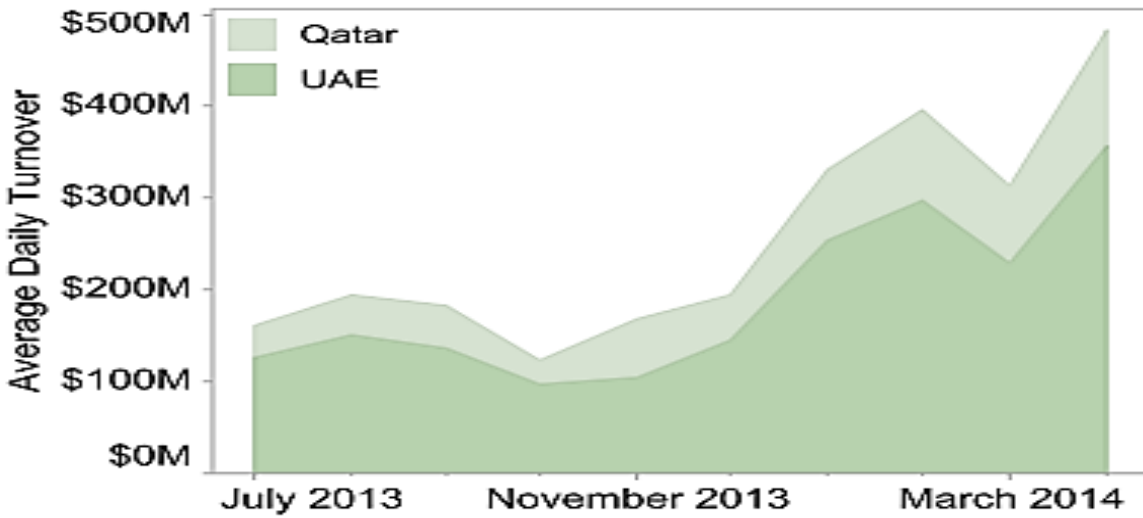
وتجدر الإشارة إلى أن المستثمرين تأثروا بتخفيضات سوق المالي اليوناني والمغربي، حيث قام المستثمرون في الأسواق المتقدمة بتسجيل حوالي 270 مليون دولار أمريكي كعمليات بيع، وفي المقابل قام المستثمرون في الأسواق الناشئة بشراء حوالي 600 مليون دولار أمريكي نتيجة تخفيض تصنيف السوق المالي اليوناني، في حين خسرت السوق المالي المغربي ما قيمته 100 مليون دولار أمريكي كعمليات بيع سجلها المستثمرون الذين يعتمدون على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة كأساس لاستثماراتهم<sup>2</sup>، في حين ارتفع متوسط حجم الصفقات المنفذة في

<sup>1</sup> عبر أبو شمالة وآخرون، مرجع سابق.

<sup>2</sup> Stephen Casciano, UAE and Qatar Enter the MSCI Emerging Markets Index: A Guide to the Rebalance Trade, Benchmark Changes and Trading Environment, Credit Suisse Index Analysis, may 2014, p03.

بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة من 160 مليون دولار أمريكي في اليوم إلى قرابة 480 مليون دولار أمريكي في اليوم<sup>1</sup>، كما أدى اعلان قرار ترقية هذه الأسواق، في تسجيل المزيد من الصعود في الأسواق الإمارات، حيث بلغ الارتفاع مؤشر سوق دبي المالي في 2013 نسبة 48%، في حين ارتفع مؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية 39%، وهما على التوالي ثالث وخامس أعلى أداء عالمي بين 94 سوقا ترصدها وكالة بلومبيرغ<sup>2</sup>، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-4): متوسط حجم الصفقات المنفذة في بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة



Source: Stephen Casciano, opcit, p10.

ويمكن تفسير هذا الاختلاف في متوسط أيام التداول وكذلك ارتفاع متوسط حجم الصفقات المنفذة في بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة مقارنة بالبورصات التي تم تخفيض تصنيفها، برغبة المستثمرين التركيز على اكتشاف هذه الأسواق الجديدة التي تم ترقيتها والتي لم تكن متواجدة من قبل في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، ولم تكن كذلك ضمن مجالات استثماراتهم، ومحاوله اقتناص الفرص المتواجدة في هذين السوقين بالمقارنة مع سوق المالي اليوناني والمغربي الذين يعتبران كأسواق مستكشفة ولا توجد فيها فرص مغرية بالمقارنة مع هذه الأسواق الجديدة.

#### ثانيا/ الآثار المترتبة على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة

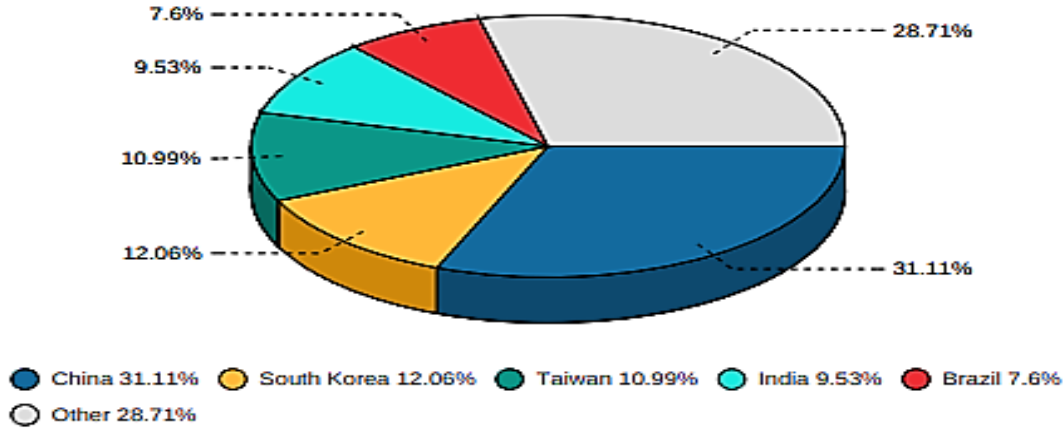
بعد أن كانت بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة تشكل حوالي ثلث مؤشر الأسواق الحدودية، إلا أن عند ترقيتها أصبحت تمثل مجتمعة قرابة 1% من مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، ففي جوان 2014، تم تمثيل بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة بـ 0,58% و 0,47%

<sup>1</sup>Stephen Casciano, OpCit, p10.

<sup>2</sup>عبير أبو شمالة وآخرون، مرجع سابق.

على التوالي، في حين تمثل سوق المالية الصينية لوحدها ثلث المؤشر بوزن يقدر بحوالي 32%، تليها السوق المالي لكوريا الجنوبية بوزن يقدر بحوالي 12%، وتجدر الإشارة إلى MSCI قد قام بترقية سوق الأسهم السعودية لمؤشر الأسواق الناشئة اعتباراً من ماي 2019، وهذا في إطار المراجعة السنوية للأسواق التي أجراها في جوان 2018، كما تم تحديد الوزن النسبي لمؤشر MSCI السعودية بنحو 2.8%، ونظراً لضخامة السوق المالي السعودي، فقد تم ادراجه على مرحلتين في ماي 2019، وأوت 2019، ولذا يمكن القول أن ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة مجتمعة لم تحدث أي تأثير على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، بالمقارنة مع ترقية السوق المالي السعودي، وهذا بسبب ضيق وصغر حجم هذه الأسواق، ويعتبر وزن هذه الأسواق الثلاثة في المؤشر ضعيف جداً، بالمقارنة مع بقية أسواق الأوراق المالية الناشئة:

الشكل رقم (4-5): هيكل مؤشر MSCI للأسواق الناشئة في ماي 2019



Source: MSCI, Emerging Markets Index, 31 May 2019, po2.

وتجدر الإشارة إلى أن كل من شركة تنسنت ومجموعة علي بابا وشركة تايوان، وشركة سامسونج أربع أكبر شركات في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة تمثل ما يقارب 16% من وزن المؤشر، إذ يبلغ وزن شركة تنسنت القابضة لوحدها ما يقارب 5% من وزن مؤشر MSCI للأسواق الناشئة بقيمة سوقية تقدر بحوالي 237 مليون دولار أمريكي لأسهمها الحرة فقط<sup>1</sup>، وهذا في ماي 2019، أي يمكن القول أن وزن هذه الأسواق فرادى يمكن أن يهمل من قبل المستثمرين الدوليين عند تخصيص استثماراتهم للأسواق الناشئة، ويحتوي مؤشر MSCI قطر<sup>2</sup> على 11 شركة، القيمة السوقية لأسهمها الحرة تقدر بحوالي 53 مليون دولار أمريكي، في حين يحتوي مؤشر MSCI الإمارات العربية المتحدة<sup>3</sup> على 09 شركات بقيمة سوقية تقدر بأكثر من 39 مليون دولار أمريكي لأسهمها الحرة.

<sup>1</sup> MSCI, Emerging Markets Index, 31 May 2019, po2.

<sup>2</sup> MSCI, Qatar Index, 31 May 2019, po2.

<sup>3</sup> MSCI, United Arab Emirates Index, 31 May 2019, po2.



### المطلب الثاني/مراحل ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة لفئة الأسواق الناشئة

نظرا لكثرة المتطلبات التي تفرضها المؤشرات، فقد تأجل تصنيف بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة إلى فئة الأسواق الناشئة العديد من المرات، حيث كان بعضها غير ملائم لاحتياجات المستثمر العالمي، وبعضها الاخر غير موجود أصلا.

#### أولا/ المراجعات التي مرت بها الأسواق قبل جوان 2012

في جويلية 2008، قامت MSCI Barra بطرح عدة مشاورات عامة وإجراء مناقشات مع المستثمرين الدوليين حول العديد من الأسواق بغية إعادة تصنيفها المحتمل، ولقد كانت هذه المشاورات تتضمن اقتراحا لإعادة تصنيف سوق الإمارات العربية المتحدة وبورصة قطر من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، وبناء على هذه الاستشارة، تم إصدار تقييم أولي في 16 ديسمبر من العام 2008، يوضح الجوانب التي ينبغي ادخال تحسينات عليها في هذه الأسواق لتمكين إعادة تصنيفها في مرحلة لاحقة، وفي المراجعة السنوية للأسواق التي تلت ذلك، أي في 15 جوان 2009 أعلنت MSCI عن إعادة تصنيف السوق المالي للكيان الصهيوني من فئة الأسواق الناشئة إلى فئة الأسواق المتقدمة، في حين تمت المحافظة على وضعية كل من بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة باعتبارها أسواق حدودية وتم وضعها تحت المراقبة لاحتمال تصنيفها مرة أخرى، ويمكن أن يعزى هذا الأمر إلى الاضطرابات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية عام 2008 وزيادة عدم اليقين المالي والاقتصادي وفقدان المستثمرين الدوليين الثقة في أسواق الأوراق المالية العالمية بما فيها الأسواق الناشئة، وكل هذه العوامل أثرت على سرعة التقدم التنظيمي للأسواق وكذلك أثرت على شهية المستثمرين الدوليين للتغيير، ولقد تم تمديد مراجعة هذه الأسواق العديد من المرات، وأبرزها كان الإعلان عن تصنيف محتمل لهذه الأسواق في 14 ديسمبر 2011، الا انه تم تأخير إعادة تصنيفهما حتى جوان 2012<sup>1</sup>:

#### الجدول رقم (4-1): التطور التاريخي لمراحل ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة

التاريخ	التعليق
16 ديسمبر 2008	قيام MSCI بإصدار تقييم أولي حول الجوانب التي ينبغي ادخال تحسينات عليها في هذه الأسواق
15 جوان 2009	اعلان MSCI عن رفع تصنيف السوق المالي للكيان الصهيوني إلى فئة الأسواق المتقدمة، والمحافظة على وضعية كل من أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة وقطر في فئة الأسواق الحدودية
21 جوان 2010	لا يوجد تغيير في وضعية السوقين، والمحافظة عليهما قيد المراجعة
21 جوان 2011	لا يوجد تغيير في وضعية السوقين، والمحافظة عليهما قيد المراجعة إلى غاية ديسمبر 2011
14 ديسمبر 2011	لا يوجد تغيير في وضعية السوقين، والمحافظة عليهما قيد المراجعة إلى غاية جوان 2012

<sup>1</sup>Nasser Saidi, Aathira Prasad and Vineeth Naik, **From Frontier to Emerging: Does Market Reclassification Matter?** Dubai international financial center, Dubai, UAE, January 2012, p19.

**Source:** Nasser Saidi, Aathira Prasad and Vineeth Naik, **From Frontier to Emerging: Does Market Reclassification Matter?** Dubai international financial center, Dubai, UAE, January 2012, p19.

ولقد رفضت MSCI، في جوان 2009، إدراج بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة ضمن مؤشر الأسواق الناشئة بسبب نقطتين رئيسيتين، تتمثل الأولى في عدم ملاءمة أنظمة تسوية وحفظ الأوراق المالية، وأما العائق الثاني الذي حال دون تصنيفهما لفئة الأسواق الناشئة تمثل في القيود المفروضة على الملكية الأجنبية، حيث ذكرت وثيقة المراجعة الخاصة بهما أن الفصل بين نظام حفظ الأوراق المالية وحسابات التداول يعتبر شرطاً ضرورياً لإعادة تصنيف السوقين واعتبارهما كأسواق ناشئة، كما أن هذا الشرط في حد ذاته لا يشكل عائقاً لإعادة تصنيف محتملة لسوقين بقدر تدني نسبة تملك الأجانب في هذه الأسواق خاصة بورصة قطر، لذا عليها العمل على إيجاد طرق لزيادة تسهيل الوصول الأجنبي إلى الأسهم المحلية، وبعد هذه المراجعة، قامت هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية بمعالجة المعايير الخاصة ببنية السوق من خلال تنفيذ آلية التسليم مقابل الدفع (DVP) في أبريل 2011، ولقد بلغ عدد الصفقات التي تمت تسويتها طبقاً لآلية التسليم مقابل الدفع منذ بدأ تطبيقه في سوق أبو ظبي للأوراق المالية في ماي 2011 وحتى نهاية نفس العام 9858 صفقة، في حين تم تسوية 4793 صفقة في الربع الأول من العام 2012، وعرف شهر مارس 2012 أعلى عدد صفقات استناداً إلى الآلية الجديدة، والتي تم فيه تسوية 2196 صفقة، كما أكد سوق دبي المالي أنه بدأ تطبيق هذه الآلية منذ 31 ماي 2011 دون أية معوقات، كما أطلقت بورصة قطر أيضاً المرحلة الأولى من نظام التسليم مقابل الدفع، الذي لا يتطلب عملية حساب مزدوج للأوراق المالية في عملية التسوية، واستكملت مراحلها في ماي 2011، كما أطلقت مبادرة تتيح من خلالها للمستثمرين إيداع أرباحهم مباشرة في حساباتهم المصرفية بدل نظام الشيكات الذي كانت تتعامل به من قبل، ومن أجل تنويع الأوراق المالية المطروحة في البورصة، بدأت في تداول أذون الخزانة في البورصة في ديسمبر 2011، ولكن من ناحية أخرى، لم يطرأ أي تغيير على حدود ملكية الأجانب في السوقين، حيث تسمح قطر بملكية تصل إلى 25٪، في حين تصل في كل من سوقي دبي المالي وأبو ظبي للأوراق المالية إلى 49٪، في حين تسمح ناسداك دبي بملكية أجنبية بنسبة 100٪، ولقد رحبت MSCI بالتغييرات التي مست أسواق الإمارات العربية المتحدة، ولكنها قالت أنها ستنتظر أن يقدم المشاركون في السوق آراءهم وانطباعاتهم بشأن هذه الخطوة قبل اتخاذ أي قرار بشأن إعادة التصنيف، وإذا ما تم إعادة تصنيف قطر أو أسواق الإمارات العربية المتحدة كأسواق ناشئة، فإنه سيتم تطبيق التغييرات اللازمة خلال عام 2012<sup>1</sup>؛

<sup>1</sup>انظر في ذلك: -مصرف قطر المركزي، التقرير السنوي الخامس والثلاثون، عام 2011، ص132.

-يرفع درجات الأمان ويقلل المخاطر: «التسليم مقابل الدفع» يعزز ثقة المستثمرين في الأسواق، مجلة أوراق مالية، العدد الثامن، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2012، ص34.

-Alan Taylor, **The Pathway from Frontier to Emerging: Middle East Markets**, J. P. Morgan, Investor Services, October 2013, p02.

-Nasser Saidi, Aathira Prasad and Vineeth Naik, opcit,p22.

ولكن في الوقت الذي لم يقرر فيه MSCI بعد تصنيف أسواق الإمارات العربية المتحدة وقطر، قامت مؤشرات أخرى بالفعل بتصنيف الإمارات العربية المتحدة كسوق مالي ناشئ (بما في ذلك FTSE و Russell Investments)، ونتيجة لهذا القرار ارتفع مؤشر بورصة دبي إلى أعلى مستوياته بعد أربعة أشهر تقريبا من تصنيف FTSE للإمارات العربية المتحدة كسوق ناشئة في 16 سبتمبر 2010، وفي الوقت نفسه أكد Russell Investments في الفاتح من أوت 2011، أن سوق الإمارات العربية المتحدة أصبح السوق المالي الخليجي الأول والوحيد الذي يحصل على مرتبة الأسواق الناشئة، وتم وضعه ضمن سلسلة مؤشرات راسل العالمية، في حين أعلن مؤشر S&P في جويلية 2011 أن هناك مشاورات جارية في محاولة للتوصل إلى قرار بشأن ترقية كل من أسواق الإمارات العربية المتحدة وقطر والأردن إلى وضع السوق الناشئة بحلول الربع الأول من عام 2012<sup>1</sup>.

#### ثانيا/ المراجعات التي مرت بها الأسواق بعد جوان 2012

بعد فشل بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة في الترقية إلى فئة الأسواق الناشئة بعد المراجعة السنوية التي قام بها مؤشر MSCI في جوان 2012، عملت بورصة قطر على ادراج تغييرين هامين مسا بنية السوق، حيث تمثل الأول، في قيام البورصة بإدراج آلية التداول المناسبة والتي تتمثل في تسهيلات اقراض واقترض الأوراق المالية والتي تقلل من المخاطر وتحسن من كفاءة المقاصة، أما التغيير الثاني، فقد اتخذت بورصة قطر خطوات هامة لمعالجة مسألة انخفاض نسبة الملكية الأجنبية (Foreign Ownership Limit (FOL)، ولقد ترجم الحرص الشديد لترقية لفئة الأسواق الناشئة إلى التزام السلطات القطرية برفع مستويات الملكية الأجنبية المطبقة من قبل الشركات المدرجة في البورصة، استنادا إلى المرسوم الاميري رقم 13 الذي يسمح للمقيمين وغير المقيمين بامتلاك أسهم في جميع الشركات المدرجة بحد إجمالي أقصى قدره 49% على الأقل من رأس المال الشركات، وقد طلبت العديد من الشركات المدرجة في البورصة بتعديل حساب نسبة تملك الأجانب من إجمالي رأس مال كل منها وليس من أسهمها القابلة للتداول، وبالرغم من حصول دولة الإمارات العربية المتحدة\* على مراكز الصدارة بالعديد من المؤشرات الإقليمية والعالمية للعام 2012 الصادرة عن المؤسسات الدولية المتخصصة كالمنتدى الاقتصادي العالمي والأمم المتحدة والبنك الدولي والعديد من المؤسسات الأخرى، والتطورات الإيجابية التي شهدتها أسواقها المالية فيما يخص آلية التسليم مقابل الدفع (DVP)، إلا أنها لم تتم ترقيتها على غرار بورصة قطر في عام 2012 وفق مؤشر MSCI، بسبب المخاوف حول السيطرة على الأصول ولا سيما انعدام آلية المناسبة التي تجبر المستثمرين على العمل بالحساب المزدوج، وعقب مشاورات مستفيضة

<sup>1</sup> Nasser Saidi, Aathira Prasad and Vineeth Naik, opcit, p06.

\* لمعرفة ترتيب دولة الإمارات العربية المتحدة في مجمل تقارير التنافسية العالمية لعام 2012، انظر إلى:

تبوأ مراكز الصدارة في العديد من مؤشرات 2012: الإمارات ترسخ موقعها على خارطة التنافسية العالمية، مجلة أوراق مالية، العدد التاسع، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2012، ص ص 27-32.

مع المشاركين في السوق المحلية بما في ذلك JPMorgan وهيئة الأوراق المالية والسلع، تم تعديل آلية التسليم مقابل الدفع الخاصة بالأسواق الإمارات، وخلق بيئة لتداول أكثر ملاءمة والتي تتفق مع المعايير العالمية، وقد دخلت هذه الإجراءات حيز التنفيذ في ماي 2013<sup>1</sup>، ولقد لقت هذه التغييرات التي طرأت على بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة الأثر الإيجابي لدى المجتمع الاستثمار الأجنبي، وقد أدى ذلك إلى تعزيز ثقة المستثمرين المؤسساتيين العالميين على حفظ أصولهم، وبدأت الأغلبية منهم التحول من هيكل الحساب المزدوج إلى الحساب الواحد، ونتيجة لذلك، فقد تم رفع مستوى تدابير حفظ الأوراق المالية من -/؟ إلى + في كلا السوقين على مؤشر MSCI، وفي ماي 2013، أعلن MSCI عن رفع تصنيف بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، مع تنفيذ هذه التعديلات في ماي 2014؛

وخلال العام 2013 أيضا، وفي فترة أقل من ستة أشهر، تمت ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة إلى مرتبة الأسواق الناشئة على مؤشر S&P DJI، وتجدد الإشارة، إلى أنه إلى غاية سبتمبر 2015، أعلن مؤشر FTSE RUSSELL، رفع تصنيف بورصة قطر من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة الثانوية، كما قام بتنفيذ مراحل ترقية هذه البورصة وفق شريحتين بنسبة 50% لكل منها، حيث تم تنفيذ المرحلة الأولى في سبتمبر 2016، في حين تم تنفيذ المرحلة الثانية في مارس 2017، وسبب هذه الترقية حسب المؤشر، راجع إلى التغييرات التي طرأت على المنظومة التشريعية والقانونية في عمل بورصة قطر وعلى رأسها زيادة نسبة تملك الأجانب في رأس مال الشركات إلى 49% وإطلاق أدوات استثمارية جديدة كالسندات وأذونات الخزينة وزيادة عمق السوق وتطوير أدوات مالية جديدة وزيادة أحجام التداول وتطبيق قواعد الحوكمة.

<sup>1</sup> Alan Taylor, opcit, p02-03.

الشكل رقم (4-6): التسلسل الزمني للأحداث التي مست بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة



Source: Alan Taylor, opcit, p04.

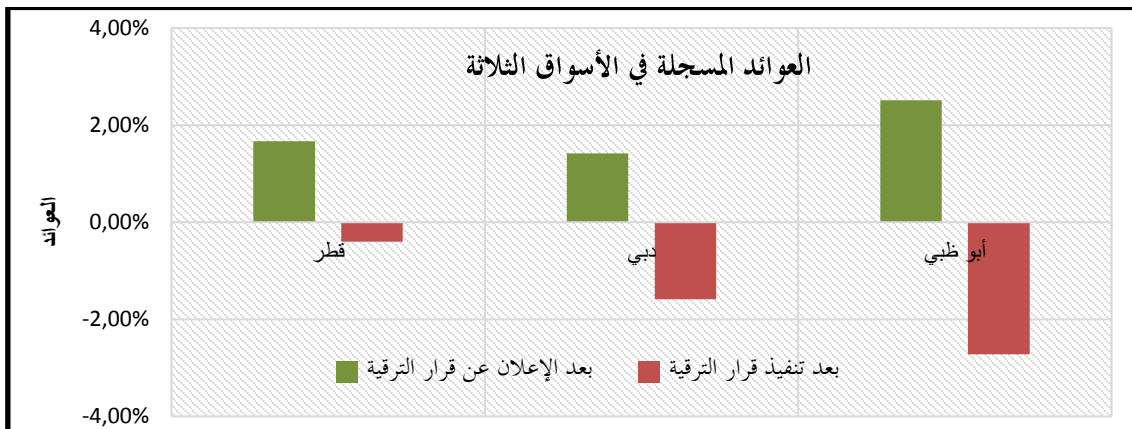
### المطلب الثالث/ مدى استجابة المستثمرين لقرار ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة

لقد حاول المستثمرين التكيف مع الاوضاع الجديدة التي طرأت على بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة بأشكال مختلفة، ولقد كانت استجابة الأسواق الثلاثة لهذه التغيرات بشكل مختلف.

#### أولاً/ العوائد المسجلة في بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة

في الفترة التي تلت تاريخ الإعلان عن ترقية هذين السوقين، تم تسجيل عوائد إيجابية في أسواق الأوراق المالية، إذ تراوحت ما بين 2.51% في أبوظبي، و 1.67% في قطر و 1.42% في دبي، وهذه العوائد الإيجابية تدعم فرضية المعلومات الذي ينطوي عليها قرار الترقية، حيث يرى المستثمرون أن مورغان ستانلي كابيتال انترناشيونال، بوصفها وكالة تصنيف، قد تكون لديها معلومات خاصة وإيجابية ذات الصلة بآفاق المستقبلية لهذه الأسواق، ويعتبر هذا الاستنتاج إيجابي، لأن انفتاح هذه الأسواق على المؤسسات الأجنبية وخاصة تلك التي تتبع المؤشرات passive index-tracking، يمكن أن تعزز الأداء والسيولة في تلك الأسواق ومن ثم تعطيم الزخم والفرصة اللازمة لتحسين كفاءتها واستقرارها، كما أن هذه العوائد الإيجابية يمكن تفسيرها بفرضية استعداد المستثمرين على شراء الأسهم التي يجوز إدراجها في مؤشر السوق الجديد، فعند ترقية هذه الأسواق سيوجه المستثمرين الحاليين والمحتملين انظارهم إلى الشركات التي سوف يتم ادراجها في مؤشرات الأسواق عند الترقية، ما قد يؤدي إلى رفع أسعار الأسهم<sup>1</sup>، أما بخصوص العوائد المسجلة ومدى تقلب هذه الأسواق قبل الإعلان عن ترقيتها بفترة زمنية قصيرة، لم يتم تسجيل أية استجابة من طرف هذه الأسواق، ويمكن تفسير هذا الامر بضعف المعلومات الصادرة عن MSCI والمرتبطة بقرار الإعلان عن ترقيتها من عدمه<sup>2</sup>:

الشكل رقم (4-7): مدى تأثير العوائد في بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة بقرار الترقية



المصدر: تم اعداده باعتماد على Bana Abuzayed & Nedal Al-Fayoumi, opcit, pp18-20

<sup>1</sup>Bana Abuzayed & Nedal Al-Fayoumi, Are Investors Concerned with Stock Market Upgrades? Evidence from Multivariate Framework Analysis, Emerging Markets Finance and Trade journal, 2016, pp18-19.

<sup>2</sup> Ibid, p20.

أما عن تقلب هذه الأسواق بعد تاريخ الاعلان عن القرار، فالنتائج تظهر زيادة تقلبات في الأسواق الثلاثة، إذ بلغت 2.04% في أبو ظبي، 1.32% في قطر ومن 0.49% في دبي<sup>1</sup>، وهذه النتائج تشير إلى أن استثمارات المستثمرين النشطين الأجانب والأفراد المحليين الذين يسيطرون على التداولات في هذه الأسواق قد بدأت بالفعل، من خلال القيام بشراء الأسهم المزمع ادراجها في المؤشرات القياسية قبل صناديق الإدارة السلبية من خلال ركوب موجة التوقعات rode the wave of expectations<sup>2</sup>، وتميل إلى أن تكون هذه الاستثمارات من نوع الأموال الساخنة وذات مدى قصير مقارنة مع المستثمرين من المؤسسات، وعلاوة على ذلك، يمكن القول أن هذه الأسواق قد تكون أقل قدرة على استيعاب أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي، ومن ثم التعرض لمخاطر التقلبات المفرطة أو خطر الفقاعات the danger of bubbles والمبالغة overshooting، وهذا السلوك المضارب في السوق يمكن أن يؤدي إلى تحريك أسعار الأسهم بنسب تتجاوز مستويات القيمة العادلة fair value بسبب سلوك التداول العشوائي the noise trading من بعض المستثمرين الأفراد، ومع ذلك، فهذا لا يعني أن جميع المستثمرين الأفراد مستثمرين عشوائيين noise traders أو أن المستثمرين الأفراد فقط مستثمرين عشوائيين، على الرغم من أن هناك أدلة تشير إلى أن المستثمرين الأفراد الأقل خبرة والأقل تطوراً يعتبرون مستثمرين عشوائيين مقارنة مع المهنيين أو المحترفين the professionals في السوق<sup>3</sup>؛

في حين تم تسجيل عوائد إيجابية في جميع الأسواق يوم التنفيذ الفعلي لترقية، إذ تم تسجيل 5,81% في أبو ظبي، 5,12% في دبي و 2.16% في قطر<sup>4</sup>، وهذه النتائج تدل على أن الكثير من مدراء صناديق الإدارة السلبية الذين يتتبعون عن كثب مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، يحاولون تجنب أسعار الأسهم المبالغ فيها في هذه الأسواق وشراء الأسهم المقومة بأسعار عادلة والتي تمتلك معدلات نمو متوقعة حتى قبل الإعلان عن ترقية هذه الأسواق، ولقد نشر مقال في جريدة Reuters في 29 ماي 2014 يؤكد هذا الاتجاه، جاء فيه: "بينما قامت كل من المؤسسات الأجنبية النشطة والمستثمرين الأفراد ببناء مراكز مالية طويلة في بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة منذ الإعلان عن ترقية هذه الأسواق في جوان الماضي، صناديق الإدارة السلبية بدأت هذا الأسبوع في بناء مراكزها المالية، وربما هناك من دخل إلى هذه الأسواق اليوم"، ولهذا فقد كانت التقلبات في هذه الأسواق عند تاريخ التنفيذ الفعلي للقرار غير ملموسة، كما تم ملاحظة أن مدراء صناديق الإدارة السلبية لم يكن لهم أي تأثير جوهري على تقلب أسواق الأسهم خلال هذا اليوم<sup>5</sup>؛

<sup>1</sup> Bana Abuzayed & Nedal Al-Fayoumi, opcit, p19.

<sup>2</sup> Ibid, p21.

<sup>3</sup> Ibid, pp19-20.

<sup>4</sup> Ibid, p20.

<sup>5</sup> Ibid, p21.

ومن خلال الشكل السابق أيضا، وبعد تاريخ التنفيذ الفعلي للقرار، نلاحظ أن الأسواق الثلاثة استجابت بشكل سلبي لقرار الترقية، حيث تم تسجيل انخفاض في العوائد لجميع الأسواق بمقدار -2.72% في أبوظبي، -1.59% في دبي و -0.40% في قطر، إذ يمكن القول أن العديد من المستثمرين النشطين الأجانب الذين يرغبون في استثمار في بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة عند ترقيتها متواجدون فعلا في هذه الأسواق، ولكن يعتقدون أن الأسهم المتداولة في هذه الأسواق حاليا مقيمة بقيمة أعلى highly valued من قيمتها الحقيقية، لذا تحولوا إلى بائعين صافين (في محاولة لجني الأرباح) بدلا من مشتريين صافين في يوم تنفيذ الترقية وبعدها، من خلال الاستفادة من دخول صناديق الإدارة السلبية التي شرعت في بناء مراكزها في هذه الأسواق من خلال شراء الأسهم التي تم إدراجها في المؤشرات القياسية للأسواق<sup>1</sup>؛

#### ثانيا/ الآثار الناجمة عن ترقية بورصتي مصر والمغرب

في 28 مارس 2000، أعلنت MSCI Barra عن وضع السوق المالي المصري والمغربي قيد المراجعة من أجل تصنيفهما المحتمل في مؤشر الأسواق الناشئة، بعد ذلك، في 31 جويلية من نفس العام، تم الإعلان عن تصنيفها كأسواق الناشئة، ليكون تاريخ التنفيذ الفعلي للقرار اعتبارا من 31 من ماي 2001، ولقد تم إدراج سوق المالي المصري والمغربي في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة مع أوزان بنسبة 0.28% و 0.21% على التوالي<sup>2</sup>:

#### الجدول رقم (4-2): التطور التاريخي لترقية بورصتي مصر والمغرب

التاريخ	البيان
28 مارس 2000	وضع السوقين قيد المراجعة من اجل اعادة تصنيفهما المحتمل
31 جويلية 2000	الاعلان عن تصنيف السوقين في مؤشر الأسواق الناشئة
31 ماي 2001	التنفيذ الفعلي لقرار التصنيف

Source: Nasser Saidi, Aathira Prasad and Vineeth Naik, opcit, p16.

وما تم ملاحظته، أن الأحداث المرتبطة بقرار ترقية هذين السوقين كان لها تأثير كبير على مؤشر هيرميس المصري، في حين أن هذه الأحداث لم يكن لها تأثير كبير على مؤشر السوق المغربي MASI، حيث لم يتفاعل السوق المغربي مع أحداث إعادة تصنيف السوق<sup>3</sup>، ففي يوم الإعلان عن ترقية هذين السوقين، كان هناك تفاؤل كبير في السوق المالي المصري بشأن الإمكانيات التي قد يجنيها السوق من تدفقات الاستثمار الأجنبي من المستثمرين في الأسواق الناشئة، حيث موبينيل، مدينة الإنتاج الإعلامي وأهرام للمشروبات، أكبر ثلاث شركات مدرجة في البورصة آنذاك اقتربت من الوصول إلى 5% من السقف اليومي في التعاملات الثقيلة، في

<sup>1</sup> Bana Abuzayed & Nedal Al-Fayoumi, opcit, p20.

<sup>2</sup> Nasser Saidi, Aathira Prasad and Vineeth Naik, opcit, p15.

<sup>3</sup> Ibid, p18.



حين ارتفع مؤشر هيرميس بنسبة 3.85% خلال اليوم، مما يدل على تفاعل المستثمرين بشأن ترقية السوق في مؤشر MSCI، كما شهدت مصر في تلك الفترة تطورات اقتصادية كبيرة، أدت إلى زيادة كبيرة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر سواء من حيث القيمة أو كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، حيث ارتفع صافي الاستثمار الأجنبي المباشر بنسبة 40% من العام 2001-2002 إلى 2002-2003<sup>1</sup>، وبالنسبة لمصر كذلك، فتاريخ الإعلان عن إعادة التصنيف في (2000/07/31) وتاريخ التنفيذ الفعلي لقرار التصنيف (2001/05/31) كان له الأثر الأكثر أهمية على عوائد السوق، ولكن تجدر الإشارة إلى أنه بالرغم من كون تاريخ الإعلان عن إعادة تصنيف السوق ذو تأثير إيجابي على عائدات المؤشر، إلا أن تاريخ تنفيذ التصنيف الفعلي كان له تأثير سلبي كبير، وقد يبدو هذا متناقضا أو غير بديهي، والتفسير المحتمل لهذا هو أن التاريخ الأول للإعلان عن وضع السوقين في قائمة المراقبة (2000/03/28) أدى إلى عمليات مضاربة في السوق مما أدى إلى ارتفاع الأسعار مع ترقب دخول المستثمرين الأجانب، ولكن ذلك لم يتحقق بالقدر المتوقع في السوق، وعلى نفس المنوال، كان يمكن للمستثمرين الأجانب دخول السوق من خلال وسطاء محليين والخروج فيما بعد، ولقد أدت هذه الإجراءات (المضاربة) تحسبا لإعادة التصنيف إلى المبالغة، حيث قام المستثمرون برفع أسعار الأوراق المالية تحسبا لدخول المستثمرين الأجانب، ومع اقتراب موعد إعادة التصنيف الفعلي، كان هناك مصدر قلق أن السوق لن تجذب العديد من المستثمرين كما هو متوقع، مما أدى ذلك إلى عمليات بيع لصناديق المستثمرة في السوق قبل تأكيد ترقية MSCI<sup>2</sup>، وكنتيحة يمكن القول، أن التفاؤل المبالغ فيه بدخول أموال أجنبية لسوق اثر قرار إعادة التصنيف، أدى إلى رفع أسعار الأوراق المالية بفعل المضاربة المحلية والأجنبية-الأموال الساخنة- في انتظار إعادة التصنيف، وعندما لم تتحقق تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الحد المتوقع حصوله، فإن هذا أدى إلى رفع الأسعار حتى انفجرت الفقاعة، وبالتالي تكون الأموال التي دخلت البورصة من نوع الأموال الساخنة، وعندما تغيرت الظروف التي ادت بها إلى دخول السوق، كان هناك عمليات بيع لأوراقها المالية، مما أسفر عن نتائج سلبية بعد تاريخ التنفيذ الفعلي للقرار<sup>3</sup>.

فمن خلال هذين الحالتين، تم تسجيل حالة من المبالغة over shooting من قبل المستثمرين عند الإعلان عن إعادة تصنيف هذه الأسواق، إذ أدى قرار MSCI ترقيتها في البداية إلى رد فعل إيجابي من قبلهم، وذلك لأنهم يعتقدون أن هذا القرار سوف يسهل دخول المستثمرين الأجانب لهذه الأسواق، والذين سيحبون الثقة والعقلانية والمنظور طويل الأجل لعملية الاستثمار في هذه الأسواق، والأهم من ذلك، أن جزءا كبيرا من الأموال النشطة اتجهت للأسواق قبل بدء تنفيذ قرار الانضمام، والتي ساهمت بشكل كبير في تقلبها، ويمكن

<sup>1</sup> Nasser Saidi, Aathira Prasad and Vineeth Naik, opcit, p15.

<sup>2</sup> Ibid, p18.

<sup>3</sup> Ibid, p19.

تفسير هذا الأمر بصغر حجم هذه الأسواق وعدم جاهزيتها بعد لاستقطاب هذا الكم الهائل من التدفقات، في حين أن هناك بعض الأموال وخاصة السلبية منها أجلت قرار دخولها لفترة أخرى، أي إلى غاية تفعيل تصنيف، ولكن المستثمرين الذين استثمروا قبل تنفيذ القرار، مع بدء تفعيل قرار التصنيف قاموا ببيع الأسهم التي بحوزتهم، ما أدى إلى ضغط على الأسعار لتراجع خاصة في السوق المالي المصري الذي شهد أداء سلبيا في يوم التنفيذ بسبب عدم الدخول الكافي للأموال الأجنبية لسوق، والاحتمال المرجح لتفسير هذا الأمر راجع لقلّة المؤسسات الأجنبية السلبية التي تتبع المؤشر في ذلك الوقت، ولهذا فالمستثمرين الأجانب يمكن أن يسهموا في تطوير السوق، ولكن فئة المستثمرين الأجانب ليست بديلا عن المؤسسات الاستثمارية المحلية مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين الذين يمكن أن تعمل بوصفها ركيزة الأسواق<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني/ واقع استثمارات المحفظة الأجنبية في بورصة قطر

تعتبر قطر واحدة من البلدان الأسرع نموا في العالم، إذ تتمتع بأعلى دخل للفرد في العالم، بالإضافة إلى عدم فرضها لضريبة على الدخل وكذلك مجانية التعليم والرعاية الصحية فيها، مع امتلاكها لأحد أضخم الموانئ في الشرق الأوسط والذي تعول عليه كثيرا في تجارتها الخارجية مع العالم، وتمتلك ثالث أضخم احتياطي للغاز الطبيعي في العالم، بالإضافة إلى فوزها في 2010 بتنظيم كأس العالم لكرة القدم لعام 2022، وما لهذا الحدث العالمي من تأثير على حركة الاستثمار والسياحة لأي دولة، فهذه الأسباب وأخرى تفرض على المستثمرين العالميين الاهتمام بهذا السوق، ولذا ركزت السلطات المحلية كثيرا من أجل الحصول على اعتراف من مؤشر MSCI واعتبارها كأحد الأسواق الناشئة، ولقد ترجمت هذه المساعي في إصدار مرسوم أميري يقضي برفع نسبة تملك الأجانب إلى 49% بدلا من 25، ولقد جاء هذا الاهتمام الكبير بعد فشل ادراج بورصة قطر ضمن مؤشرات الأسواق الناشئة في عام 2012، وبالرغم من نجاح بورصة قطر وادراجها ضمن مؤشرات MSCI للأسواق الناشئة في جوان 2014، إلا أن هذا لم يمنع السلطات القائمة على تنظيم هذه البورصة، من العمل على تطوير وسن المزيد من التشريعات المختلفة التي من شأنها تطوير البنية التحتية لسوق.

### المطلب الأول/ لمحة تعريفية عن بورصة قطر

يتمحور الهدف الأساسي لبورصة قطر في دعم الاقتصاد من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة، والعمل على توفير العديد من الفرص الاستثمارية المتنوعة وتنشيط الحياة الاقتصادية بشكل عام.

<sup>1</sup>See:

\_Bana Abuzayed & Nedal Al-Fayoumi, opcit, pp 27\_28.

\_Nasser Saidi, Aathira Prasad and Vineeth Naik, opcit, p19.

أولاً/ مراحل نشأة وتطور بورصة قطر

لقد شكل قيام بورصة قطر وبدء نشاطها الفعلي في العام 1997 منعطفا هاما في تاريخ السوق المالي القطري، حيث ساهمت في دعم القطاع الخاص والشركات والمستثمرين الأفراد، إذ تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995، وبدأت عملها رسميا في عام 1997، أين بدأ أول يوم تداول للأوراق المالية في قاعة سوق الدوحة للأوراق المالية بشكل منظم، ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج، وعام بعد عام شهدت البورصة أحداث ساهمت في تطورها نوجزها فيما يلي:<sup>1</sup>

1) **1998**: إدخال وتطبيق نظام التسجيل المركزي في السوق؛

2) **1999**: السماح للمستثمرين ببيع الأسهم المشتراة في اليوم التالي ليوم الشراء (T+1)؛

3) **2000**: تنفيذ مشروع ربط الشركات عبر الأنترنت ليصبح الأول من نوعه في ذلك الوقت بمنطقة الخليج؛

4) **2001**: الشروع في تنفيذ مشروع التداول الإلكتروني والذي يهدف إلى استبدال عمليات التداول بطريقة الألواح بنظام الكتروني باستخدام الحاسب الآلي؛

5) **2002**: أنشأت السوق موقعها الإلكتروني على شبكة الأنترنت؛

-السماح للمستثمرين ببيع الأسهم المشتراة في نفس اليوم؛

-اعتمدت السوق مؤشرا جديدا لها يعكس التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة بموثوقية ودقة كبيرة؛

6) **2003**: انتقال السوق لمبنى جديد يوفر بيئة أفضل للاستثمار؛

7) **2005**: تعديل أحكام القانون رقم (13) لعام 2000 القاضي بتنظيم استثمار رأس المال الأجنبي في النشاط الاقتصادي، والذي سمح لغير القطريين بالاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة لا تتجاوز 25% من الأسهم المطروحة للتداول في السوق؛

-لغرض فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي صدر القانون رقم (33) لعام 2005 القاضي بإنشاء هيئة قطر للأسواق المالية وتحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى شركة مساهمة قطرية؛

8) **2006**: دمج السوق العادي والغير عادي؛

-تأسست هيئة قطر للأسواق المالية بغرض تنظيم أسواق الأوراق المالية والإشراف عليها؛

<sup>1</sup> انظر في ذلك:

-بورصة قطر، <http://www.qe.com.qa>

-سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2006، ص18؛ سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2007، ص16.

-بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2010، ص 11، 16؛ بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2011، ص15؛ بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2012، ص 14-15؛ بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2013، ص 12-13؛ بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2014، ص10؛ بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2015، ص 9-10؛ بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2016، ص14؛ بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2016، ص 60-61.

- تخفيض نسبة العمولة التي يتقاضاها الوسطاء نتيجة تنفيذ أوامر العملاء من 4 في الالف إلى 2,75 في الالف، وكذلك تخفيض نسبة العمولة التي تحصلها إدارة السوق من الوسطاء من 30 إلى 20%؛

- تعديل نسب التذبذب اليومية المسموح بها في أسعار أسهم الشركات من 5 إلى 10% صعودا وهبوطا؛

(9)2007: انضمام السوق إلى عضوية الاتحاد الدولي للبورصات؛

- إلزام مديري شركات المساهمة عقد اجتماعات تحليلية ومؤتمرات صحفية بغرض الإجابة على استفسارات المستثمرين والمهتمين حول كل ما يتعلق بالمعلومات والأرقام المتضمنة في التقارير النصف السنوية التي تصدرها هذه الشركات، مع إلزام الشركات أيضا بنشر ملخصات عن التقارير الربع والنصف سنوية والقوائم المالية السنوية في صحيفتين يوميتين محليتين، أحدها باللغة الإنجليزية؛

(10)2009: توقيع اتفاقية شراكة استراتيجية مع NYSE Euronext بنسبة 20%. بمبلغ 200 مليون دولار أمريكي، بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية، وعلى إثر الاتفاقية اعيد تسمية السوق لتحمل اسم بورصة قطر وتم تعيين مجلس إدارة ورئيس تنفيذي جديد لها؛

(11)2010: تم إعادة تسمية المؤشر العام للبورصة من DSM20 ليصبح اسمه مؤشر بورصة قطر\* QE Index، وفي نفس الوقت تم اجراء تعديلات على معايير اختيار الشركات العشرين التي يتكون منها المؤشر؛

- توقيع بورصة قطر اتفاقية مع مصرف قطر المركزي لتزويد خدمات التسوية النقدية لصفقات التي يتم تسويتها في إدارة التسجيل المركزي ببورصة قطر؛

- فوز البورصة بجائزة بورصة العام التي تمنحها مجلة المستثمر العالمي كأفضل بورصة في منطقة الشرق الأوسط؛

- إطلاق نظام التداول الجديد Universal Trading Platform (UTP) المعمول به في أسواق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا؛

(12)2011: تم تداول أذون الخزينة T-bills لأول مرة في بورصة قطر،

- إطلاق مشروع التحويل المباشر لأرباح الأسهم إلى الحسابات المصرفية للمستثمرين، تسهيلا عليهم وتمكينهم لهم من الحصول على أرباحهم ببسر وسهولة لإعادة استثمارها لاحقا؛

- في ماي 2011، تم تبني الكلي لنظام التسليم مقابل الدفع الذي يهدف إلى تعزيز كفاءة عملية التسوية؛

(13)2012: انتهاء الشراكة فعليا مع NYSE Euronext؛

- فصل نشاط الإيداع المركزي والتسوية والمقاصة عن بورصة قطر إلى شركة مستقلة تسمى شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية؛

\* للاطلاع على تفاصيل مؤشر بورصة قطر، انظر: مصرف قطر المركزي، التقرير السنوي الرابع والثلاثون، عام 2010، ص133.

-إطلاق عدد من مؤشرات الأسهم الجديدة\* لتضاف لمؤشر البورصة الموجود، حيث تم إطلاق مؤشر العائد الاجمالي الذي يقيس كلا من الأداء السعري والدخل المتأتي من توزيع أرباح الأسهم في الوقت الفعلي، كما قامت البورصة أيضا بإطلاق مؤشر جميع الأسهم ومؤشرات القطاعات من أجل توفير قياسات معيارية للأداء الكلي للسوق ومن أجل السماح بمزيد من التحليل لأداء كل قطاع، وأصبح السوق يمثل بسبعة قطاعات بدل أربعة التي كانت قائمة؛

-فوز بورصة قطر للمرة الثانية بجائزة بورصة العام التي تمنحها مجلة المستثمر العالمي؛

14(2013): بداية النشاط الفعلي لشركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية؛

-الإعلان عن رفع تصنيف بورصة قطر من مرتبة الأسواق الحدودية إلى مرتبة الأسواق الناشئة، وهذا على

مؤشر MSCI ومؤشر S&P Dow Jones؛

-حصول بورصة قطر على العضوية الكاملة في الاتحاد العالمي للبورصات بعدما كانت عضو منتسب؛

-تداول السندات الحكومية الصادرة عن مصرف قطر المركزي في بورصة قطر؛

-إطلاق مؤشر الريان الإسلامي الذي يتتبع أداء أسهم الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة؛

15(2014): بتاريخ 25 ماي 2014 تم رفع نسبة تملك غير القطريين في الشركات المدرجة في بورصة قطر،

وذلك من خلال مساواة مواطني دول مجلس التعاون الخليجي بالمواطنين القطريين من حيث تملكهم لأسهم

الشركات المدرجة والسماح لغير القطريين من غير أعضاء مجلس التعاون التملك في أسهم الشركات القطرية

المدرجة بما لا يتجاوز 49% من إجمالي رأس مال كل منها على أن يترك ذلك لرغبة كل شركة على حدة من

خلال تعديل نظامها الأساسي، وأصبحت نسبة تملك غير القطريين في أسهم الشركات المدرجة تحتسب من

إجمالي رأس مال كل منها وليس من أسهمها القابلة للتداول؛

-أعلن مؤشر S&P DJI أن قراره الصادر في أكتوبر 2013 بشأن رفع تصنيف بورصة قطر في مؤشره من

سوق حدودية إلى سوق ناشئة قد دخل حيز التنفيذ اعتبارا من 22 سبتمبر 2014، ووزن السوق القطري في

مؤشره الدولي للأسواق الناشئة سيكون 0.90%؛

-تفعيل تصنيف بورصة قطر وفق مؤشر MSCI، والوزن النسبي للبورصة في مؤشر الأسواق الناشئة يقدر بـ

0.47% وإدراج عشر شركات قطرية في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة؛

16(2015): أعلنت FTSE Russell عن ترقية بورصة قطر من مرتبة الأسواق الحدودية إلى مرتبة الأسواق

الناشئة الثانوية في سلسلة مؤشرات أسهمها العالمية، وذلك على شريحتين متساويتين بنسبة 50% لكل منهما،

بحيث ستطبق الشريحة الأولى في شهر سبتمبر 2016، بينما ستطبق الشريحة الثانية في شهر مارس 2017؛

\* لمزيد من تفاصيل حول هذه المؤشرات، انظر: مصرف قطر المركزي، تقرير الاستقرار المالي، العدد الرابع، عام 2012، ص132.

-ارتفاع وزن البورصة في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة من 0.4% في أعقاب الترقية إلى حوالي 1% في 2015؛

-استضافت بورصة قطر الدورة الخامسة والخمسين للجمعية العامة والاجتماع السنوي للاتحاد الدولي للبورصات، والذي يعتبر الحدث الأول من نوعه على مستوى المنطقة؛

-إطلاق آلية بيع حقوق الاكتتاب، والتي تسمح للمستثمرين بالمشاركة ببيع أسهمهم الإضافية، كما أعلنت البورصة أيضا عن إدخال آلية التداول بالهامش؛

17(2016): حققت بورصة قطر ترقية جديدة وذلك من خلال رفع تصنيفها على مؤشرات FTSE العالمية إلى مرتبة الأسواق الناشئة الثانوية والانتهاى من تنفيذ المرحلة الأولى من الترقية؛

- إطلاق مبادرة النافذة الواحدة التي تستند إلى قيام جهة واحدة بإهاء جميع اجراءات تلقي طلبات الإدراج والقبول للتداول وذلك بهدف تسريع وتسهيل الإجراءات المعتمدة في ذلك؛

- إطلاق نشاط التداول بالهامش في السوق وبدء تطبيقه من قبل شركة المجموعة للأوراق المالية بعد الحصول على موافقة هيئة قطر للأسواق المالية؛

18(2017): أبرمت بورصة قطر مذكرة تفاهم مع بنك قطر للتنمية للتعاون على عدد من المبادرات التي تهدف إلى دعم وتشجيع المشاريع الصغيرة والمتوسطة وتمكينها من الحصول على التمويل اللازم من خلال الإدراج في سوق بورصة قطر للشركات الناشئة؛

- إعادة انتخاب الرئيس التنفيذي لبورصة قطر عضوا في مجلس إدارة الاتحاد الدولي للبورصات، واحتضان البورصة لاجتماعات منتدى الشرق الأوسط للاستثمار المستدام؛

-أصدرت بورصة قطر المبادئ التوجيهية لإعداد تقارير الاستدامة للشركات المدرجة ضمن جهودها في تعزيز الاستدامة من خلال حماية البيئة والمسؤولية الاجتماعية، واعتماد أفضل معايير الحوكمة المؤسسية لديها، كما أطلقت البورصة أيضا برنامجا لدعم الشركات المدرجة في إعداد تقارير الاستدامة، وأطلقت منصة على شبكة الانترنت لتمكينها من تسجيل تقدمها في مجال حوكمة الاستدامة؛

-في مارس 2017، تم تنفيذ الشريحة الثانية والأخيرة من ترقية بورصة قطر لفئة الأسواق الناشئة الثانوية ضمن مؤشر FTSE Russell ؛

#### ثانيا/ الهيئات القائمة على تنظيم سوق قطر للأوراق المالية

سوق قطر للأوراق المالية تجمع يضم مجموعة من الهيآت والمؤسسات، تعمل على ضمان السير الحسن لسوق وتمثل في: بورصة قطر، هيئة قطر للأسواق المالية، شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية وشركات الخدمات المالية(الوسطاء).

**1. بورصة قطر:** تأسست عام 1995 وبدأت عملها رسمياً في 26 ماي 1997، تحت مسمى سوق الدوحة للأوراق المالية، وكان عدد الشركات المدرجة فيها 17 شركة، وطيلة سنوات تأسيسها شهدت ترسيخ أسس السوق وتوسيع قاعدته، وانتقلت فيه من تداول على الألواح الخشبية، إلى لوحات الكترونية تستخدم أحدث البرامج والانظمة الدولية في مجال تداول الأسهم، كما انتقلت من عدد محدود من الشركات برسملة سوقية لا تتجاوز ستة مليارات ريال قطري، إلى عدد وصل إلى ستة وأربعين (46) شركة برسملة تتجاوز خمسمائة وثمانية وثمانون مليار ريال قطري في نهاية العام 2018، أما قاعدة المستثمرين في السوق التي لم تكن تتجاوز عدة آلاف عند افتتاحها في شهر ماي 1997، فقد اتسعت لتشمل معظم مواطني دولة قطر، ومن ثم امتدت بصدور القانون رقم (2) لعام 2005 لتشمل مستثمرين أجنب، و ليصل إجمالي عدد المستثمرين في السوق 990,484 مستثمر بنهاية العام 2018، وبمرور السنوات، وبدخول هيئة قطر للأسواق المالية حيز التنفيذ، وتأسيس شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية، تكون البورصة قد أنهت مرحلة هامة من التطور والنضج<sup>1</sup>؛

**2. هيئة قطر للأسواق المالية:** تأسست الهيئة بمقتضى القانون رقم (33) لعام 2005 بغرض تنظيم أسواق الأوراق المالية والإشراف عليها، وأعطى القانون للهيئة كافة الصلاحيات التنظيمية والرقابية اللازمة لممارسة مهامها، وقد تولت الهيئة مهامها رسمياً في سبتمبر 2007 وتم إخطار السوق والشركات المدرجة وشركات الخدمات المالية بالانتقال الرسمي لمهام الإشراف والرقابة إلى الهيئة، كما صدر قانون الهيئة الجديد رقم (8) لعام 2012 والذي يعوض القانون القديم ليعطي لها نطاقاً واسعاً من المسؤوليات والالتزامات للإشراف والرقابة على الأوراق المالية بالدولة، ولقد أصدرت هذه الهيئة منذ انشائها أربعين تشريعاً وهذا إلى غاية العام 2017، تسعى من خلالها إلى المحافظة على الثقة في نظام التعامل في أسواق الأوراق المالية، وحماية مالكي الأوراق المالية والمتعاملين فيها. بما يضمن الاستقرار أسواق الأوراق المالية والحد من الأخطار التي تتعرض لها، من خلال تنظيم التعامل في أنشطة الأوراق المالية، وتنمية الوعي المالي للجمهور وتشجيعهم على الاستثمار، ومراقبة قواعد التعامل بين المتعاملين في أنشطة تداول الأوراق المالية وغيرها، وتبادل المعلومات مع الأسواق الخارجية والهيئات والمنظمات الإقليمية والدولية، للاستفادة من أساليب التعامل فيها، بما يساعد على تطوير أسواق الأوراق المالية القطرية<sup>2</sup>، وتتماشى أهداف الخطة الاستراتيجية للهيئة التي تم تدشينها خلال عام 2013 مع رؤية قطر الوطنية 2030، وقانون الهيئة رقم (8) لعام 2012، كما تتفق مع الخطة الاستراتيجية للقطاع المالي 2013-2016 بدولة

<sup>1</sup> انظر في ذلك: -سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2006، ص10؛

-شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2018، ص14.

وللاطلاع على الشركات القائمة قبل إنشاء البورصة والتي أدرجت عند افتتاحها بتاريخ 26 ماي 1997، انظر: بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2016، ص11.

<sup>2</sup>هيئة قطر للأسواق المالية، من الرابط: <https://www.qfma.org.qa/Arabic/aboutp.aspx?id=40>.

قطر، وقد أعادت الهيئة في إطار إعداد خططها الاستراتيجية الثانية (2017-2022)، صياغة أهدافها الاستراتيجية لتتلاءم مع أولويات تطوير سوق رأس المال القطري خلال السنوات الخمس المقبلة من خلال صياغة آلية تهدف إلى انشاء توازن بين الانجازات التي تحقق النمو الاقتصادي وبين موارد الدولة البشرية والطبيعية<sup>1</sup>؛

**3. شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية:** في عام 2012 تم تدشين شركة قطر للإيداع المركزي كشركة مساهمة قطرية، وبدأت ممارسة أنشطتها فعلياً في نهاية عام 2013، من أجل تقديم بنية تحتية مالية موثوق بها لكافة أنواع الأدوات المالية وتتفق مع المعايير الدولية، والغرض من تأسيس هذه الشركة يتمثل في الحد من المخاطر التي تنجم عن تسويات ما بعد التداول والحد من تضارب المصالح، وتهدف الشركة إلى تسوية عمليات ما بعد التداول التي تشمل نقل ملكية العقود المنفذة من خلال التداول والتحويلات-العائلية، الإرثية وتحويلات الاستثناء- بالإضافة إلى تنفيذ اجراءات الشركات وعمليات الحجز وفك الحجز وعمليات الرهن وفك الرهن بشكل فعال وبأقل التكاليف، بحيث يمكن لجميع المستثمرين حفظ موجوداتهم المالية مثل الأسهم، سندات الشركات والسندات الحكومية، أذونات الخزنة، الصكوك، حقوق الاكتتاب وغيرها في بيئة آمنة ومضمونة<sup>2</sup>؛

**4. شركات الخدمات المالية:** مع التطور المتسارع الذي تعرفه بورصة قطر ارتفع عدد أنشطة الخدمات المالية فيها لتصبح (10) أنشطة، وقد بلغ عدد الشركات المرخص لها من قبل هيئة قطر للأسواق المالية (14) شركة منها (11) شركة تمارس نشاط تنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية لصالح الغير ولحسابها، بالإضافة إلى ثلاث شركات تمارس نشاط الحافظ الأمين<sup>3</sup>، وتتمثل أهم أنشطة الخدمات المالية في الآتي:<sup>4</sup>

- الوساطة، امناء الاستثمار والحفظ، وتوفير آليات إقراض والاقتراض الأوراق المالية، والتمويل بالهامش؛
- إدارة الاستثمار في الأوراق المالية، التعهد بتغطية الاكتتاب، إدارة إصدار الأوراق المالية، تزويد السيولة؛
- القيام بمهام مستشار إدراج في سوق الشركات الناشئة، واجراء التدقيق الخارجي والتقييم المالي لشركات المدرجة والجهات الخاضعة لرقابة الهيئة؛
- القيام بالأعمال والخدمات المالية التي تمارسها جهة الايداع، وشركة المقاصة، والقيام بالأنشطة الأخرى التي تحددها اللوائح والأنظمة الصادرة عن الهيئة.

<sup>1</sup> هيئة قطر للأسواق المالية، التقرير السنوي لعام 2014، ص 24.

<sup>2</sup> شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية، من الرابط: <https://www.qcsd.com.qa/Arabic/mission.html>.

<sup>3</sup> هيئة قطر للأسواق المالية، من الرابط: <https://www.qfma.org.qa/Arabic/Financial.aspx?id=6>.

<sup>4</sup> نفس المرجع أعلاه.



### المطلب الثاني/ مؤشرات الأداء في بورصة قطر

لقد تخلل نشاط بورصة قطر منذ نشأتها عدة أحداث أثرت على مجريات التداول فيها، وأبرز هذه الأحداث يتمثل الأول في انفتاح السوق على الأجانب في 2005، والثاني يتمثل في ترقية السوق من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة على مؤشر MSCI في 2014.

### أولاً/ حركة التداول في بورصة قطر

لقد بذلت هيئة قطر للأسواق المالية منذ تأسيسها العديد من الجهود من أجل رفع من مستوى السوق والوصول به إلى ركب الأسواق المتقدمة من كافة النواحي، سواء من حيث تحسين البنية التنظيمية والتشغيلية لسوق أو تحفيز الشركات للجوء للبورصة من أجل الحصول على التمويل، وفي هذا الصدد وقعت بورصة قطر في 29 نوفمبر 2010<sup>1</sup> مذكرة تفاهم مع غرفة تجارة وصناعة قطر، تسعى من خلال هذا الاتفاق إلى توعية وتشجيع الشركات التابعة للغرفة بأهمية الإدراج في البورصة من خلال الطرح للاكتتاب العام كمصدر تمويلي هام للشركات، إذ يتواجد على مستوى البورصة 46 شركة برسملة سوقية تفوق 588 مليار ريال قطري وهذا في نهاية العام 2018 موزعة على سبعة قطاعات مختلفة، كما أن الشركات لم تتوالى عن اللجوء للبورصة من أجل الحصول على التمويل اللازم لتمويل توسعاتها ونشاطاتها الاستثمارية، حيث شهد السوق الاولي لبورصة قطر العديد من الطروحات الاولية، ساهمت في تنشيط حركة تداول في السوق من جهة وتخفيف من حدة الانخفاضات التي عرفتها البورصة في بعض الاحيان من جهة أخرى، ولقد شهد السوق الاولي أكبر عملية طرح في الأعوام 2005، 2006، 2007، 2008 تم طرح فيها 11، 07، 05، 11 اصدار على التوالي بقيمة 14,7 و10,19 و10,17 و19,45 ريال قطري على التوالي<sup>2</sup>، وبعدها عرف السوق الاولي ركودا في عملية الاصدار إذ تم طرح اصدارين فقط في 2009 و2010، وبعد ذلك لم تقم أي شركة بزيادة رأسمالها عن طريق البورصة إلى غاية 2014 و2016 أين تم طرح اصدار واحد في كل عام، كما أن فتح السوق للمستثمرين الأجانب في 2005 من خلال تملكهم نسبة لا تتجاوز 25% من الأسهم المطروحة للتداول في السوق، وبعدها رفع هذه النسبة إلى 49% واحتسابها من إجمالي رأس مال الشركات في 2014، وما كان لهذا القرار من أثر كبير على تصنيف البورصة في مصاف الأسواق الناشئة، من أهم الاحداث التي تركت تأثيرا بارزا على مستويات التداول في البورصة، والجدول الآتي يظهر أهم المؤشرات التي تبين تطور أداء بورصة قطر منذ نشأتها:

<sup>1</sup> بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2010، ص 16.

<sup>2</sup> سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2008، ص 09.

الجدول رقم (4-3): أداء التداول السنوي لبورصة قطر في الفترة الممتدة من 1997 إلى 2018

العام	القيمة السوقية (ريال قطري)	المؤشر	الصفقات المنفذة	قيمة الأسهم المتداولة (ريال قطري)	عدد الأسهم المتداولة
2018	588,715,287,578	10299.01	1,051,317	68,863,687,175	2,297,026,315
2017	472,024,750,667	8,523.38	834,394	66,246,087,322	2,465,478,844
2016	563,466,058,440	10,436.76	997,482	68,989,085,811	1,976,573,326
2015	553,176,101,208	10,429.36	1,190,807	93,720,054,490	2,302,409,707
2014	676,791,631,974	12285.78	2,058,604	199,292,756,279	4,439,856,747
2013	555,606,339,793	10379.59	961,811	74,886,053,777	1,937,534,283
2012	459,883,620,869	8358.94	881,638	70,673,865,500	2,428,190,041
2011	457,351,564,263	8779.03	1,119,099	83,419,417,460	2,302,769,616
2010	450,203,021,092	8681.65	1,052,392	67,185,287,877	2,094,391,542
2009	320,081,247,627	6959.17	1,690,085	92,164,529,102	3,450,086,784
2008	279,038,216,442	6886.12	2,179,861	175,552,351,734	3,893,519,719
2007	347,695,032,468	9580.45	1,811,779	108,929,466,179	3,411,256,739
2006	221,729,740,160	7133	1,732,638	74,936,767,140	1,865,440,994
2005	317,201,745,879	11053.06	1,130,047	102,842,682,611	1,033,081,146
2004	147,190,720,672	6493.62	284,644	23,094,567,930	305,386,756
2003	97,222,395,648	3946.7	134,696	11,722,409,762	189,972,519
2002	38,475,260,000	2323.84	29,787	3,215,025,074	79,606,403
2001	26,720,952,480	1692.2	15,771	1,503,725,544	51,015,395
2000	18,805,691,419	1233.3	12,225	868,969,487	31,610,348
1999	20,030,778,295	1341	13,964	1,232,335,056	35,324,033
1998	13,968,187,525	1351.3	7,747	969,873,085	31,228,130
1997	9,420,693,477	-	1,585	242,264,615	12,317,530

المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2017، ص ص 35-44، شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2018، ص 14.

من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ أن قيم وأحجام التداول في البورصة عند نشأتها كانت متواضعة، ولكنها شهدت ارتفاعاً محسوساً في العام 2004، أين سجلت جميع المؤشرات أرقاماً قياسية مقارنة مع الأعوام التي سبقتها، ويرجع هذا الارتفاع إلى مصادقة مجلس الوزراء على قرار اللائحة التنفيذية لصناديق الاستثمار التي يستطيع من خلالها غير القطريين الاستثمار بصورة غير مباشرة في جميع أسهم الشركات المدرجة في البورصة، كما أعلنت أيضاً وزارة الاقتصاد والتجارة في الفاتح من أوت 2004، أنها بصدد التحضير لقرار يتم من خلاله بالسماح لغير القطريين عامة الاستثمار مباشرة في أسهم الشركات المدرجة في البورصة بنسبة لا تفوق 25%، مع احتساب هذه النسبة من الأسهم المطروحة لتداول في السوق<sup>1</sup>، وبمجرد انفتاح السوق على الأجانب في 03 أبريل 2005، شهدت مستويات التداول فيها تغيراً ملحوظاً، إذ بلغ معدل نمو قيمة التداول للعام 2005 نسبة 345,31%، ونمت عدد الأسهم المتداولة بـ 238,29%، حيث تجاوزت قيمة التداول أكثر من 100 مليار ريال قطري، تم من خلالها تداول أكثر من مليار سهم، كما بلغت القيمة السوقية آنذاك أكثر من 317 مليار ريال

<sup>1</sup> سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2004، ص 17.

قطري، والتي تعتبر أعلى قيمها وصلتها البورصة منذ نشأتها، ويعزى كذلك جزء من هذا الارتفاع في مستويات التداول إلى الإصدارات الأولية التي شهدها السوق في هذا العام، كما سجل مؤشر البورصة اعلى قيمة له في 20 سبتمبر 2005، اذ وصل إلى 12,892.76 نقطة<sup>1</sup>، والتي تعتبر ثاني اعلى قيمة وصل اليها المؤشر منذ تأسيسه، وبعدها شهدت مستويات التداول تذبذبا ملحوظا، وبالرغم من الازمة المالية التي شهدها العالم في العام 2008 والتي أثرت على أسواق الأوراق المالية العالمية، إلا أن بورصة قطر شهدت ارتفاعا قياسييا في مستويات التداول حطمت من خلاله جميع مؤشراتهما السابقة، ويعزى هذا الامر إلى اصدار هيئة قطر لأسواق المالية في 02 نوفمبر 2008، تعليمات تهدف إلى حث الشركات المدرجة للتسريع في الإفصاح المبكر عن توزيعات أرباحها السنوية، ولقد سارعت 26 شركة مدرجة في الإعلان عن توزيعات أرباحها السنوية عن السنة المالية 2008 لتشكّل ما نسبته 60% من عدد الشركات المدرجة في السوق، وبلغت القيمة الإجمالية لتوزيعاتها المقترحة نحو 13.7 مليار ريال، في حين أعلنت 9 شركات أخرى عن تحديد مواعيد اجتماعات مجالس إدارتها للإعلان عن التوزيعات<sup>2</sup>، وما ساهم أيضا في ارتفاع التداولات في البورصة، انتعاش السوق الأولية التي ساهمت في ضخ ما قيمته 19,6 مليار ريال قطري وما يقارب 292 مليون سهم، حيث بلغ عدد الإصدارات الجديدة في السوق 11 اصدار<sup>3</sup>، ولكن الأداء المتميز الذي حققته البورصة لم يدم طويلا، اذ عرفت مستويات التداول انخفاضا كبيرا دام على مدار خمس سنوات التي تلت ازمة الرهن العقاري؛

وبعد سنوات من الانخفاض، حققت بورصة قطر أفضل معدل نمو لها في القيمة المتداولة للأسهم المدرجة بها بنهاية 2014، إذ بلغ معدل نموها 166,12% عن السنة التي قبلها لترتفع القيمة المتداولة إلى 54,73 مليار دولار أمريكي أو نحو 199,292 مليار ريال قطري، وهذا الارتفاع راجع أساسا لترقية البورصة على مؤشر MSCI، ففي جلسة تداول استثنائية بتاريخ 29 ماي 2014، التي تزامنت مع البدء الفعلي لعملية الترقية على مؤشر MSCI، حطمت بورصة قطر جميع أرقامها القياسية السابقة مسجلة قفزات كبيرة في قيمة التداول وعدد الصفقات المنفذة مع ارتفاع في قيمة المؤشر، حيث قفزت قيمة الأسهم المتداولة آنذاك إلى أكثر من أربعة مليارات و583 مليون ريال قطري، مقابل أعلى ارتفاع وصلت إليه في 09 من شهر جوان 2008، حيث بلغت آنذاك نحو مليارين و350 مليون ريال، بينما بلغ عدد الصفقات المنفذة خلال يوم تنفيذ الترقية 22,170 صفقة وعدد الأوامر التي أدخلت للنظام 44,951 أمرا، وفي نفس اليوم سجل المؤشر ارتفاعا مقابل اليوم الذي قبل الترقية بنسبة 2,06% ليصل إلى 13694.19 نقطة، والتي تعتبر اعلى قيمها بلغها المؤشر منذ تأسيسه، وواصل

<sup>1</sup> سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2004، ص 14.

<sup>2</sup> سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2008، ص 14-15؛

<sup>3</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 18.

المؤشر ارتفاعه وحقق رقم قياسي جديد ببلوغه 14350 نقطة في جلسة 18 سبتمبر 2014، والتي تزامنت مع اعلان مؤشر S&P DJI رفع تصنيف بورصة قطر إلى سوق ناشئة اعتباراً من 22 سبتمبر 2014، ولذا يعتبر عام 2014 أفضل عام لبورصة قطر من جميع النواحي، حيث تأرجح المؤشر في هذا العام ضمن هامش واسع من 10545-14351 نقطة<sup>1</sup>، وبالرغم من حصول بورصة قطر على ترقية جديدة من مؤشر FTSE Russell إلا أن هذا لم ينعكس على مؤشرات البورصة في 2016 و2017، كما أن الازمة التي يعاني منها الاقتصاد القطري تركت تأثيراً بارزاً على البورصة خاصة في النصف الثاني للعام 2017، وظهر ذلك جلياً على القيمة السوقية ومؤشر البورصة الذي عرف انخفاضاً شديداً، فخلال الجلسة الأولى لقرار المقاطعة فقد المؤشر العام للبورصة نحو 701 نقطة، وخلال الجلسة الثانية فقد 238 نقطة إضافية، فراجع إلى 8965 نقطة مقارنة بمستوى بلغ 9923.6 نقطة في اليوم السابق لقرار قطع العلاقات، وبذلك يكون المؤشر العام قد فقد 9.7% من مستواه خلال جلستين فقط، ليسجل خلال شهر جوان 2017 مقارنة بشهر ماي من نفس العام انخفاضاً بـ 870.94 نقطة أو ما نسبته 8.80% ويغلق في نهاية الشهر عند 9,030.44 نقطة، ولقد تركت عمليات البيع التي شهدتها السوق من قبل المستثمرين الأجانب أثراً بارزاً على أسعار الشركات المدرجة في السوق، ما أدى إلى انخفاض 41 شركة من أصل 45 شركة مدرجة وانخفضت معها القيمة السوقية الاجمالية في نهاية العام 2017 بنسبة 16.23% لتصل إلى 472,024 مليار ريال قطري مقابل 563,466 مليار ريال قطري في نهاية العام 2016، وفقد بذلك المؤشر العام 1913,38 نقطة ليغلق عند 8523 نقطة في 2017 مقابل 10436 نقطة في 2016<sup>2</sup>، ولكن سرعان ما عادت مستويات السيولة في البورصة إلى التحسن، فبعد سبعة أشهر من الانخفاض أي من بداية العام إلى غاية نهاية جويلية 2018، عادت القيمة السوقية للشركات المدرجة إلى مستويات ما قبل فرض الحصار على قطر وسجلت في آخر جلسة لشهر جويلية من العام 2018 ما يقارب 539.9 مليار ريال، أي ما يزيد بنحو 7.4 مليار ريال عن قيمتها بنهاية جلسة 4 جوان 2017 والتي كانت وقتها عند مستوى 532.5 مليار ريال<sup>3</sup>، وقد حقق مؤشر بورصة قطر أعلى نسبة صعود بين أسواق المال الخليجية والعربية خلال العام 2018، وارتفع بنسبة 20.8% ليغلق عند مستوى 10299.01 نقطة راجحاً 1775.63 نقطة عن مستويات اغلاقه في نهاية العام 2017، كما ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة بنسبة 24.7% لتصل إلى 588.72 مليار ريال مقابل 472.02 مليار ريال في نهاية 2017. مكاسب بلغت قيمتها 116.7 مليار ريال أي ما يعادل نحو 32 مليار دولار.

<sup>1</sup> انظر في ذلك: -بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2014، ص11؛

-مصرف قطر المركزي، التقرير السنوي الثامن والثلاثون، عام 2014، ص137.

<sup>2</sup> بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2017، ص47.

<sup>3</sup> محمد السقا، 1302 نقطة مكاسب المؤشر العام في 7 شهور: رسملة البورصة تتخطى الحصار بـ 7.4 مليار ريال، جريدة لوسيل، العدد

822، الصادرة بتاريخ 01 أوت 2018، قطر، ص09.

#### ثانيا/ مكانة بورصة قطر في المؤشرات الدولية

لقد عملت السلطات القطرية عامة وهيئة قطر للأسواق المالية خاصة على سن التشريعات والقوانين التي من شأنها رفع أداء بورصة قطر وتحويلها إلى سوق من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزا ماليا إقليميا من خلال تسهيل إمكانية دخول المستثمرين إليها، وقد توجت هذه الجهود بزيادة السوق المالية لقطر عربيا حسب معظم التصنيفات الدولية لسوق رأس المال لأكثر من عام، فمثلا، خلال العام 2016، احتلت قطر المرتبة الحادية والعشرين عالميا والأولى عربيا من حيث مؤشر تطور الأسواق المالية الذي يصدر عن المنتدى الاقتصادي العالمي ضمن تقرير التنافسية الدولي، ويقيس هذا المؤشر مدى قدرة الأسواق المالية ممثلة بسوق رأس المال والقطاع البنكي على تجميع المدخرات وإعادة توزيعها على المشاريع ذات الانتاجية والربحية المرتفعة، بما ينعكس ايجابا على زيادة معدل النمو الاقتصادي وارتفاع مستويات الرفاهية للمقيمين به، وكذلك مدى قدرة الجهات الرقابية والتنظيمية القائمة على تنظيم الأسواق المالية على توفير الاستقرار للأسواق وحماية المتعاملين فيها، وينقسم هذا المؤشر إلى مؤشرين فرعيين يتمثلان في مؤشر كفاءة تطور الأسواق ومؤشر الثقة في الأسواق المالية، كما حلت في المرتبة الثانية على المستوى العربي والثالثة عشرة على مستوى دول أوروبا وإفريقيا والشرق الأوسط من حيث القيمة السوقية للأسهم المدرجة فيه وفقا لإحصائيات اتحاد البورصات العالمي، وذلك من بين 43 سوقا للأوراق المالية لعام 2016<sup>1</sup>؛

اذ احتلت قطر في المؤشر الفرعي المتعلق بكفاءة تطور الأسواق المرتبة الأولى عربيا ورابعة دوليا، ويقيس هذا المؤشر الجهود المبذولة من قبل الأجهزة التنظيمية والرقابية بالقطاع المالي من خلال تقييم مجموعة من النقاط، اذ حققت قطر المركز الثاني عربيا والثامن عشر دوليا من حيث مدى توافق خدماتها المالية مع احتياجات السوق، كما احتلت أيضا المرتبة الأولى عربيا والتاسعة دوليا من حيث القدرة على تحمل التكاليف للخدمات المالية، أي مدى مساهمة تكاليف الخدمات المالية التي يقدمها القطاع المالي في اعاقه أو الحد من قدرة الشركات على ممارسة الأعمال، وهو ما يشير إلى تنافسية تكلفة الخدمات المالية بقطر، وجاءت كذلك في المرتبة الأولى عربيا والتاسعة دوليا من حيث سهولة الحصول الشركات على التمويل من خلال سوق الأسهم، أي عدم وجود قيود تنظيمية تحد من قدرة الشركات على طرح أوراق مالية، والحصول على التمويل في مقابلها، كما احتلت وفقا للتقرير ذاته، المرتبة الأولى عربيا ودوليا من ناحية تمتعها بتوافر رأس المال المخاطر، والذي يقيس قدرة أو سهولة أصحاب المشاريع الجديدة والمبتكرة والمحفوفة بالمخاطر على التمويل اللازم لبدء مشاريعهم<sup>2</sup>، ومن ناحية المؤشر الفرعي الثاني والخاص بالثقة في الأسواق المالية، جاءت بورصة قطر في المرتبة الثانية عربيا والسابعة

<sup>1</sup> هيئة قطر للأسواق المالية، التقرير السنوي لعام 2016، ص ص13-14.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص ص15-16.

والخمسين دوليا، ويعتمد هذا المؤشر على قياس مدى تنافسية تشريعات أسواق رأس المال، سلامة البنوك ومؤشر الحقوق القانونية، حيث حصدت التشريعات المنظمة للبورصة التي أصدرتها هيئة قطر للأسواق المالية، المركز الأول عربيا والحادي عشر على المستوى الدولي<sup>1</sup>؛

أما بحسب تقرير التنافسية العالمية للعام 2017-2018، فقد احتلت الأسواق المالية لقطر المرتبة الثانية عربيا والخامسة والعشرين دوليا في المؤشر الرئيسي الخاص بتطور الأسواق المالية، واحتلت المرتبة الأولى عربيا والعاشر عالميا في المؤشر الفرعي الخاص بكفاءة تطوير الأسواق المالية، واحتلت الصدارة عربيا في مختلف نقاطه الفرعية، إذ احتلت المركز الأول في كل من النقاط الخاصة بالقدرة على تحمل التكاليف للخدمات المالية، التمويل من خلال سوق الأسهم وتوافر رأس المال المخاطر، وأما ترتيبها الدولي في هذه النقاط فكان الثامن عشر، الثاني عشر والخامسة على التوالي، في حين احتلت المركز الثالث عربيا والتاسع والعشرين دوليا في معيار توافر الخدمات المالية، أما في المؤشر الفرعي الثاني الخاص بالثقة في الأسواق المالية فقد احتلت المرتبة الثانية عربيا والستون دوليا، وفي نقطته الخاصة بتشريعات أسواق المال، جاءت الأولى عربيا والتاسعة عالميا<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث/ تعاملات المستثمرين الأجانب في بورصة قطر

تهدف أسواق الأوراق المالية إلى اجتذاب المستثمر الأجنبي بنوعيه للاستثمار في السوق، ولكن يعتبر المستثمر الأجنبي المؤسسي الأكثر تأثيرا على أداء السوق.

#### أولا/ حركية المستثمرين الأجانب أعقاب الترقية

إن رفع بورصة قطر من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، أنجر وراءه إعادة نظر في العديد من استثمارات المحافظ الاستثمارية الدولية والتي قامت بإعادة هيكلة استثماراتها مع الوضع الجديد لسوق، ولهذا يقوم مؤشر MSCI بمنح فترة ما بين تاريخ الاعلان عن القرار وتاريخ التنفيذ الفعلي له، حتى يتمكن المستثمرين الذين يتتبعون أداء السوق سواء في المؤشر القديم أو الجديد من إعادة بناء مراكزهم المالية تحسبا لهذا التصنيف، ولقد أثبتت الدراسات أن الأسواق المعاد تصنيفها تشهد حركة تداولات قوية بين هذين التاريخين، وكمهيد لبداية دخول المستثمرين الأجانب لهذا السوق اثر الاعلان عن ترقيتها، حققت تعاملات المستثمرون الأجانب في البورصة خلال الربع الرابع من العام 2013 أول تدفق موجب منذ سنوات بصافي شراء بنحو 915.4 مليون ريال قطري بعد أن كانت قد سجلت صافي بيع بنحو 450 مليون ريال عن الربع السابق<sup>3</sup>، ولم يشهد النصف الثاني من العام 2013 تداولات كبيرة بالمقارنة بالعام 2014، إذ انتقلت عدد الصفقات المنفذة في السوق من

<sup>1</sup> هيئة قطر للأسواق المالية، التقرير السنوي لعام 2016، ص17.

<sup>2</sup> هيئة قطر للأسواق المالية، التقرير السنوي لعام 2017، ص33.

<sup>3</sup> أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية لربع الرابع، العدد الخامس والسبعون، صندوق النقد العربي، 2013، ص70.

439 ألف صفقة في الربع الأول إلى أكثر من 724 ألف صفقة تم تنفيذها في الربع الثاني من عام 2014، والذي تزامن مع قرار تنفيذ ترقية السوق على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، ولقد تم خلال هذه الفترة تداول أكثر من مليار و693 مليون سهم بقيمة تقدر بأكثر من 69 مليار و436 مليون ريال قطري، ومما هو جدير بالذكر أن نشاط التداول قد تركز في شهري أبريل وماي\*، حيث تم تداول فيهما ما يزيد عن 74% من القيمة الإجمالية للربع، مقابل تداول 847 مليون سهم بقيمة 39 مليار و160 مليون ريال قطري في الربع الأول، وارتفعت بدورها قيمة تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة بشكل ملموس، إذ شهدت البورصة أكبر تدفق لاستثمارات المحفظة الأجنبية فيها في الربع الثاني من العام 2014 الذي شهد تسجيل صافي شراء بقيمة 3138 مليون ريال قطري مقارنة مع صافي شراء بنحو 2525 مليون ريال في الربع الأول، أما في الفترة التي تلت عملية تنفيذ قرار ترقية، فقد شهد السوق انخفاضاً في مستويات التداول، إذ بلغت عدد الأسهم المتداولة في الربع الثالث من العام 2014 حوالي مليار و18 مليون سهم بقيمة تقدر بـ 44 مليار و591 مليون ريال قطري نفذت من خلال 456 ألف صفقة، ولقد تزامن هذا الربع أيضاً مع رفع البورصة من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة على مؤشر S&P DJI، ولقد استمر الانخفاض في مستويات التداول خلال الربع الأخير من العام، الذي عرف تداول 880 مليون سهم بقيمة تقدر بـ 46 مليار ريال قطري، تم تنفيذها من خلال 438 ألف صفقة، والاتجاه الإيجابي لتعاملات الأجانب استمر خلال هذا النصف ولكن بوتيرة أقل، فخلال الربع الرابع تم تسجيل صافي تدفق شراء بقيمة 405,7 مليون ريال بالمقارنة مع تسجيل صافي تدفق شراء يقدر بـ 655,2 مليون ريال في الربع الثالث<sup>1</sup>، ولقد تم تسجيل خلال العام 2014 أزيد من 35 ألف حساب جديد<sup>2</sup>، وتجدر الإشارة إلى أنه، عندما تم رفع تصنيف بورصة قطر إلى فئة الأسواق الناشئة الثانوية على مؤشر FTSE Russell في سبتمبر 2016، لم تعرف البورصة نفس وتيرة التداول التي شهدتها قبيل تنفيذ قرار ترقيتها على مؤشر MSCI، ففي الربع الثالث من العام 2016 الذي تزامن مع تنفيذ 50% من شريحة الترقية التي أقرتها FTSE Russell تم تداول من خلالها حوالي 394 مليون سهم بقيمة تقدر بـ 16 مليار و608 مليون ريال

\* أعلن مؤشر MSCI في مراجعة المؤشر نصف السنوية لشهر ماي 2014، عن قائمة الشركات القطرية التي سيتم إدراجها في مؤشرها للأسواق الناشئة، حيث شملت القائمة أسهم بنك قطر الوطني، بنك قطر الإسلامي، بنك الدوحة، البنك التجاري، مصرف الريان، بروة، Ooredoo، الكهرباء، صناعات قطر وفودافون، في حين شملت قائمة الأسهم المدرجة في مؤشر MSCI قطر للشركات الصغيرة كلا من الميرة، البنك الخليجي، مزايا، الرعاية الطبية، الاجارة، التحويلية، قطر للتأمين، اسمنت قطر، المستثمرون، السلام العالمية والمتحدة للتنمية.  
<sup>1</sup> انظر في ذلك:

-بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2014، ص25.

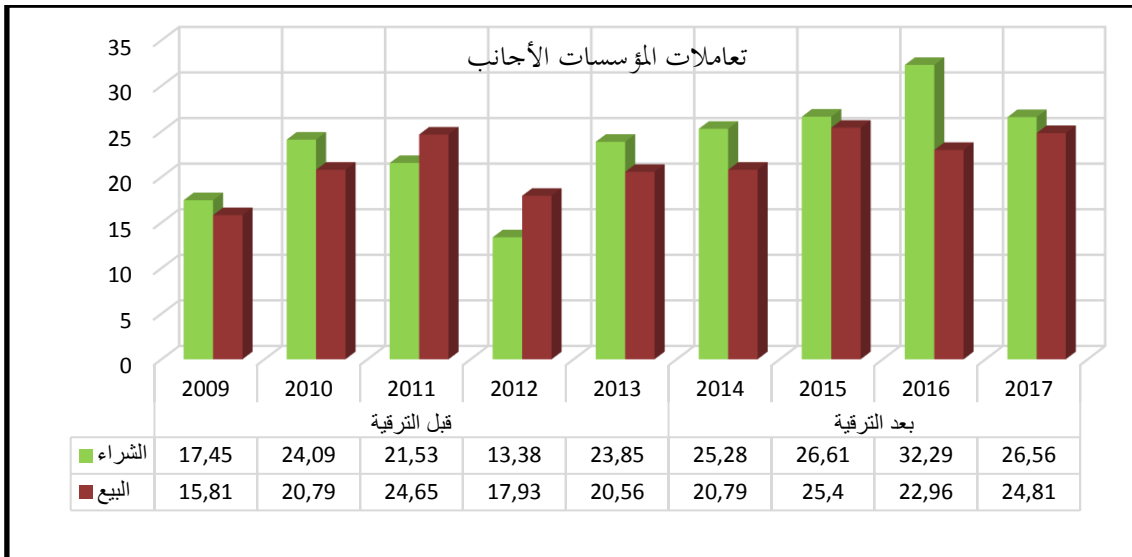
-أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية لربع الثاني، العدد السابع والسبعون، صندوق النقد العربي، 2014، ص68.

-أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية لربع الرابع، العدد التاسع والسبعون، صندوق النقد العربي، 2014، ص68.

<sup>2</sup> شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2014، ص03.

قطري، مقابل 496 مليون سهم تم تداولها في الربع الرابع من العام 2016 بقيمة تقدر بأكثر من 15 مليار ريال قطري، ولقد شهد هذين الربعين صافي تدفق موجب لاستثمارات المحفظة الأجنبية تقدر بـ 1171,8 و 1276,1 مليون ريال قطري على التوالي<sup>1</sup>، ولقد تم تسجيل خلال العامين 2015 و 2016 فتح 2059 و 1257 حساب جديد على التوالي<sup>2</sup>، كما تم فتح 2022 حساب جديد في العام 2017<sup>3</sup> الذي تم فيه تنفيذ الشريحة الثانية من عملية الترقية في الربع الأول من العام الذي تم فيه تداول 663 مليون سهم بقيمة 22 مليار و 771 مليون ريال قطري تم تنفيذها من خلال 262 ألف صفقة، وشهد هذا الربع صافي شراء تدفقات محفظة تقدر بنحو 1240 مليون ريال قطري<sup>4</sup>، وحسب جوان 2018، يقدر عدد المساهمين الأفراد غير القطريين في بورصة قطر بـ 668 ألفا و 323 مساهما، فيما يبلغ عدد المساهمين من المؤسسات غير القطرية 4 آلاف و 74 مؤسسة، وهذا من أصل 955 ألف و 756 مساهما متواجدين في السوق<sup>5</sup>:

الشكل رقم (4-8): حركية المستثمرين الأجانب المؤسسات قبل وبعد الترقية



المصدر: تم اعداده بناء على تقارير السنوية لبورصة قطر، اعداد مختلفة

<sup>1</sup> انظر في ذلك:

- بورصة قطر، التقرير السنوي لعام 2016، ص 17.

- أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية لربع الرابع، العدد السابع والثمانون، صندوق النقد العربي، 2016، ص 64.

<sup>2</sup> شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2016، ص 16.

<sup>3</sup> شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2017، ص 18.

<sup>4</sup> شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية، تقرير الربع الأول لعام 2017، ص 01.

<sup>5</sup> تسجيل سندات وأذونات خزانة أصدرها المركزي للربع الثاني: «قطر للإيداع المركزي» يجري 159 عملية تحويل عائلية في يونيو، جريدة لوسيل، العدد 803، الصادرة في 13 جويلية 2018، قطر، ص 04.



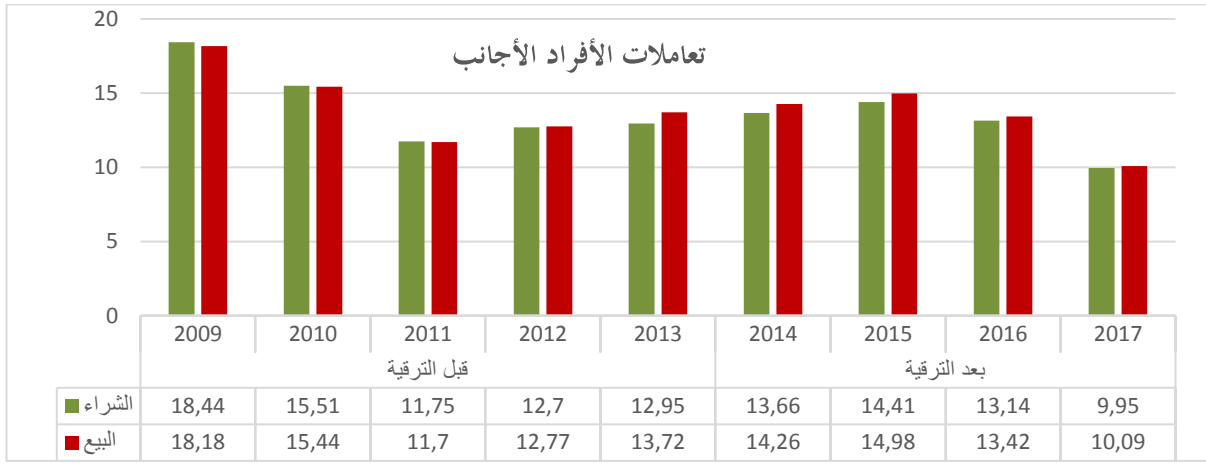
من خلال الشكل السابق، نلاحظ أن تعاملات المستثمر الأجنبي المؤسسي قبل الترقية طغى عليها طابع البيع، وبمجرد اعلان مؤشر MSCI عن ترقية بورصة قطر من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، تفاعل المستثمرين الأجانب مع قرار الترقية، ومنذ العام 2013، نلاحظ ارتفاع مشتريات الأجانب في البورصة، ولقد سجل المستثمر المؤسسي أعلى نسبة شراء في عام 2016، ويعزى هذا الأمر، إلى ترقية البورصة من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة الثانوية على مؤشر FTSE Russell وتنفيذ الشريحة الأولى من الترقية بنسبة 50% والتي تقدر قيمتها بـ 550 مليون دولار، ففي شهر سبتمبر 2016، سيطر المستثمر المؤسسي الأجنبي على التعاملات في السوق، ووصلت مشترياته حينها إلى 57%، وفي جلسة 20 سبتمبر 2016، التي تزامنت مع بدء الإدراج الرسمي لـ 22 شركة على مؤشر فوتسي، أنهى المؤشر العام لبورصة قطر تعاملاته على ارتفاع بنسبة 1,02% ليبرح نحو 104 نقاط مستقرا عند مستوى 10256,52 نقطة، في حين شهد المؤشر تراجعاً بنسبة 4% خلال الجلسة التي سبقت عملية الترقية، ولقد واكبت جلسة الترقية وجود عمليات شراء على الأسهم المدرجة وارتفاع جانب كبير منها، مع انحسار السيولة عند 372 مليون ريال قطري مقارنة بنحو 3.1 مليار ريال خلال الجلسة السابقة لعملية الترقية، وعلى صعيد نسب التداول استحوذ المساهمون القطريون على نحو 44% من نسب الشراء و48.6% من نسب البيع، واستحوذ الأجانب على 54% من نسب الشراء و44.7% من نسب البيع، وارتفعت القيمة السوقية بنحو 4 مليار ريال لتصل إلى مستوى 550.65 مليار ريال<sup>1</sup>، في حين تقدر حجم الشريحة الثانية من الترقية والتي نفذت في مارس 2017 بـ 615 مليون دولار، إذ في جلسة 22 مارس 2017 والتي تزامنت مع تنفيذ الجزء الثاني من الترقية بلغ صافي شراء المؤسسات الأجنبية نحو 180 مليون ريال، كما تم مضاعفة الوزن النسبي لـ 20 شركة\* من 22 شركة تم تأهيلها في سبتمبر 2016، بالإضافة إلى إدراج شركتين قطريتين جديدتين ضمن مؤشر شريحة الشركات الصغيرة، وقدر وزنها النسبي بـ 01.0%، ليرتفع العدد الإجمالي للشركات المدرجة ضمن مؤشر فوتسي للأسواق الناشئة الثانوية إلى 24 شركة، منها 10 شركات ضمن شريحة الشركات الكبيرة و10 شركات ضمن شريحة الشركات المتوسطة بالإضافة إلى شركتين ضمن شريحة الشركات الصغيرة تتمثل في السلام العالمية والرعاية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> السيولة تسجل 372 مليون ريال وارتفاع معظم المؤشرات: البورصة تستقبل ترقية «فوتسي» بارتفاع 1%، جريدة لوسيل، العدد 182، الصادرة في 21 سبتمبر 2016، قطر، ص 15.

\* الشركات التي تم مضاعفة أوزانها على مؤشر FTSE Russell خلال المرحلة الثانية من الترقية تتمثل في الميرة للمواد الاستهلاكية، شركة بروة العقارية والبنك التجاري وبنك الدوحة ومجموعة ازدان القابضة والخليج الدولية للخدمات والصناعات القطرية ومصرف الريان ومجموعة الرعاية الطبية وشركة Ooredoo وشركة الكهرباء والماء القطرية وشركة ناقلات وشركة قطر للتأمين وبنك قطر الدولي الإسلامي ومصرف قطر الإسلامي وبنك قطر الوطني وشركة الملاحة القطرية وشركة السلام العالمية لاستثمار الحدود وشركة المتحدة للتنمية وشركة فودافون قطر.

<sup>2</sup> محمد السقا، 615 مليون دولار حجم الشريحة الثانية: «فوتسي» يضاعف الوزن الاستثماري لـ 20 شركة قطرية، جريدة لوسيل، العدد 322، الصادرة في 03 و04 مارس 2017، قطر، ص 03.

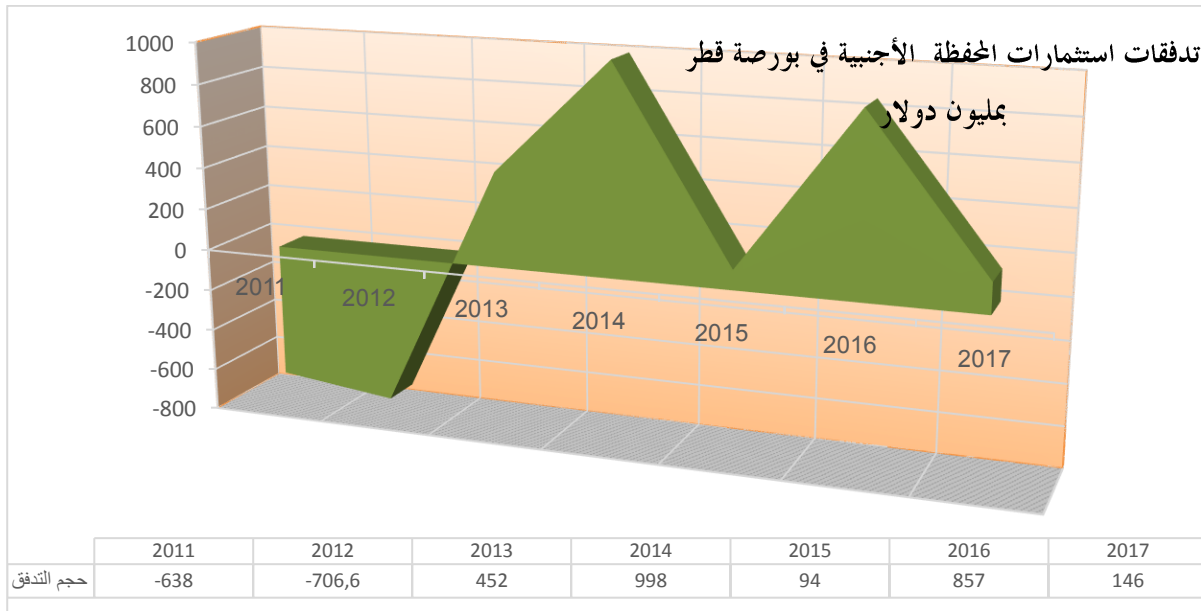
الشكل رقم (4-9): حركة المستثمرين الأجانب الأفراد قبل وبعد الترقية



المصدر: تم اعداده بناء على تقارير السنوية لبورصة قطر، اعداد مختلفة

فمن خلال كل ما تقدم أعلاه، يمكن القول بأن بورصة قطر استجابت لقرار ترقيتها إلى مصاف الأسواق الناشئة، من خلال استقطابها لتدفقات معتبرة من المستثمرين الأجانب، يمكن توضيحها في الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-10): تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية في بورصة قطر أعقاب ترقيتها لناشئة



المصدر: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، أعداد مختلفة.

فمن خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن قرار MSCI بتأجيل ضم بورصة قطر إلى مصاف الأسواق الناشئة، انعكس على تدفقات المستثمرين الأجانب خلال عامي 2011 و2012، أين تم تسجيل صافي بيع، بالرغم من أن بورصة قطر في عام 2011 حققت أداءا نسبيا جيدا بالمقارنة مع باقي البورصات العربية التي شهدت في مجملها انخفاضاً، إذ ارتفعت القيمة السوقية فيها بنحو 1.6%، وارتبط هذا الأداء للبورصة بالأداء المتميز

للاقتصاد القطري خلال العام نفسه، والذي عرف توسع كبير في المشروعات الاستثمارية، أين سجل الاقتصاد القطري معدل نمو حقيقي بلغ نحو 19%<sup>1</sup>، وتجدر الإشارة إلى أن بورصة قطر خلال العام 2012، كانت أكثر البورصات العربية تأثراً بخروج المستثمر الأجنبي، واحتلت بذلك المرتبة الأخيرة من حيث حجم التدفقات الأجنبية التي استقطبتها البورصات خلال هذا العام<sup>2</sup>، ولكن بمجرد الاعلان عن ترقيتها إلى مصاف الأسواق الناشئة من قبل MSCI في 2013، شهدت البورصة تحسناً لافتاً في حجم تدفق استثمارات المحفظة الأجنبية والتي بلغت ذروتها في 2014، الذي تزامن مع تأكيد تصنيف البورصة ضمن مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، وخلال هذا العام وصل صافي شراء الأجانب نحو 998 مليون ودولار، واحتلت بذلك المرتبة الثانية بعد سوق دبي المالي من حيث صافي استثمارات الأجانب في البورصات العربية<sup>3</sup>، كما احتلت أيضاً المرتبة الثانية بعد سوق أبو ظبي من حيث صافي استثمارات الأجانب في البورصات العربية خلال العام 2016<sup>4</sup>، وانخفضت بعد ذلك حجم استثمارات المحفظة الأجنبية في البورصة بشكل كبير في العام 2017 على الرغم من تثبيت وضع البورصة في مصاف الأسواق الناشئة وفق مؤشر FTSE Russell بسبب الأزمة التي شهدتها البورصة في النصف الثاني من العام.

#### ثانياً/ أداء استثمارات المحفظة الأجنبية في بورصة قطر في ظل الأزمة الخليجية

لقد شهدت دولة قطر خلال النصف الثاني من العام 2017 أزمة سياسية ألفت بظلالها على البورصة، والتي عرفت نزوح جزء كبير من تدفقات المحفظة عند بداية اندلاع هذه الأزمة، وقد بلغت قيمة الاستثمارات الأجنبية الصافية الناتجة عن المؤسسات غير القطرية (الأجنبية والخليجية) في بورصة قطر خلال العام 2017 نحو 16.1 مليار ريال، وذلك عبر تحقيقها صافي شراء خلال شهور العام التي عرفت تبايناً ما بين تحقيق صافي شراء أو صافي بيع سلبى في محصلة كل شهر، تبعاً للمتغيرات التي تنوعت ما بين الفنية أو الجيوسياسية أو النفسية في أحيان أخرى، وفي المحصلة قامت تلك المؤسسات بتحقيق صافي شراء في 8 أشهر، بينما قامت بتسجيل صافي بيع خلال 4 أشهر فقط، حيث قامت المؤسسات غير القطرية خلال شهر مارس 2017 بضخ أكبر كمية من الاستثمارات الصافية عبر تحقيق صافي شراء بقيمة 1.49 مليار ريال، والسبب في ذلك راجع إلى رفع وزن بورصة قطر في مؤشر FTSE Russell وتنفيذ الشريحة الثانية من الترقية التي تقدر بـ 50%، وتبعه من حيث القيمة شهر فبراير بنحو 463 مليون ريال، ثم شهر يناير بنحو 351 مليون ريال، واربعا شهر ديسمبر بنحو 345 مليون ريال، وعلى صعيد أضعف الشهور أداء من حيث قيمة الاستثمارات، فقد جاء شهر جوان 2017

<sup>1</sup> التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2012، ص 153.

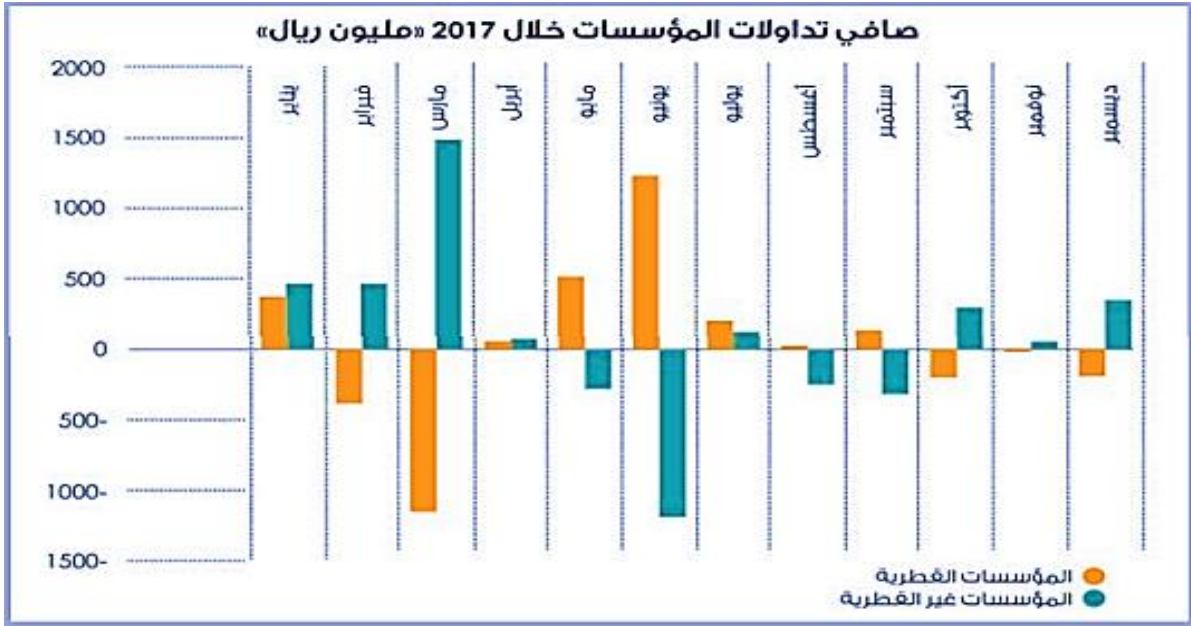
<sup>2</sup> التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2013، ص 157.

<sup>3</sup> التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2015، ص 184.

<sup>4</sup> التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2016، ص 136.

الذي انطلقت فيه الازمة على رأس تلك الشهور، بعد أن بلغ صافي بيع المؤسسات الغير قطرية نحو 2.1 مليار ريال الجانب الأكبر منها جاء عبر المؤسسات الخليجية، وتلاه شهر ماي بنحو 281 مليون ريال وشهر جويلية بنحو 249 مليون ريال<sup>1</sup>:

الشكل رقم (4-11): تعاملات المؤسسات غير القطرية في بورصة قطر خلال الحصار طيلة العام 2017



المصدر: «القطرية» تضخ 581 مليون ريال ضمن الأسهم المدرجة: 16.1 مليار ريال صافي شراء المؤسسات غير القطرية، جريدة لوسيل العدد 610، الصادرة في 1 يناير 2018، قطر، ص 11.

في حين تشير البيانات المجمعة لتداولات بورصة قطر منذ 5 جوان أي منذ بداية الازمة والى غاية 21 ديسمبر 2017، أي خلال 133 جلسة تداول، أن المؤسسات الأجنبية سجلت صافي شراء بقيمة 184.2 مليون ريال خلال تلك الفترة، بينما قامت المؤسسات الخليجية بتسجيل صافي بيع بقيمة 1.15 مليار ريال، منها 844 مليون ريال خلال الشهر الأول من الازمة، وشهدت هذه الفترة تداولات قيمتها 31.2 مليار ريال، عبر تداول 1.31 مليار سهم وتنفيذ نحو 419 ألف صفقة، وبذلك بلغ متوسط التداولات خلال الجلسة الواحدة 235 مليون ريال على 9.8 مليون سهم، في حين بلغ متوسط عدد الصفقات خلال الجلسة 3150 صفقة، وسجلت جلسات الفترة من 5 - 22 جوان 2017 أعلى مستوى للسيولة بواقع 6.37 مليار ريال على 242.5 مليون سهم، بينما سجل شهر أكتوبر أقل مستوى للسيولة بواقع 3.6 مليار ريال على 167 مليون سهم<sup>2</sup>؛

<sup>1</sup> «القطرية» تضخ 581 مليون ريال ضمن الأسهم المدرجة: 16.1 مليار ريال صافي شراء المؤسسات غير القطرية، جريدة لوسيل، العدد 610، الصادرة في 1 يناير 2018، ص 11.

<sup>2</sup> محمد السقا، «لوسيل» ترصد بالأرقام أداء المؤسسات في 133 جلسة تداول: 1.2 مليار ريال صافي شراء المؤسسات القطرية منذ 5 يونيو، جريدة لوسيل، العدد، الصادرة في 24 ديسمبر 2017، قطر، ص 22.

وبلغ إجمالي صافي شراء المؤسسات الغير قطرية (الأجنبية والخليجية) بالأسهم المدرجة من تاريخ 4 جوان 2017 إلى 4 جوان 2018 أي بعد مضي عام على الأزمة (نحو 250 جلسة تداول)، نحو 3.4 مليار ريال، نتج عنها ارتفاع نسبة تملك المساهمين الأجانب في 32 شركة، بينما تراجع في 13 شركة مدرجة، وعلى صعيد المؤسسات الأجنبية فقط فقد قامت برفع نسب تملكها في 28 شركة مدرجة، بينما بقيت نسب تملكها على حالها في 4 شركات وتراجعت في 13 شركة أخرى، أما من ناحية إجمالي قيم التداول خلال عام من الأزمة، فقد بلغ 66 مليار ريال على نحو 2.54 مليار سهم، وتنفيذ 875 ألف صفقة خلال تلك الفترة، وكانت البورصة قد سجلت خلال جلسة 31 ماي 2018 أعلى مستوى لها في التداولات منذ جلسة 29 ماي 2014، بعد أن بلغت 3.51 مليار ريال، ويرجع هذا الارتفاع إلى تنفيذ المراجعة نصف السنوية لمؤشر MSCI<sup>1</sup>، ولقد شهد العام 2018 استقطاب بورصة قطر لأعلى صافي شراء مسجل من قبل المؤسسات الأجنبية، والذي بلغت قيمته 9.1 مليار ريال أي ما يعادل 2.5 مليار دولار، وبهذا بلغ إجمالي استثمارات المحفظة الأجنبية التي تم ضخها في بورصة قطر عبر المؤسسات الأجنبية فقط خلال عامين من الحصار أي من جوان 2017 إلى غاية 03 جوان 2019 نحو 13.1 مليار ريال (تعادل 3.6 مليار دولار)، وتوزعت ما بين 217 مليون ريال خلال الشهور السبعة الأخيرة من العام 2017 ونحو 9.1 مليار ريال خلال العام 2018 و3.8 مليار ريال منذ بداية العام 2019 (إلى غاية 03 جوان 2019)، وبمقارنة نسب تملك المؤسسات الأجنبية في الشركات المدرجة بنهاية جلسة 4 جوان 2017 مع اغلاق جلسة 3 جوان 2019، فقد ارتفعت مساهمتها في 29 شركة مدرجة، بينما تراجعت في 15 شركة أخرى<sup>2</sup>.

### المطلب الرابع/ إنجازات بورصة قطر بعد الترقية

بعد ترقية بورصة قطر إلى مصاف الأسواق الناشئة على مختلف المؤشرات العالمية، تعمل البورصة على إطلاق المزيد من الحوافز الاستثمارية الجديدة وتطوير أنظمتها، بما يجعلها منصة جاذبة للاستثمارات المحلية والدولية.

#### أولا/ إطلاق صناديق المؤشرات المتداولة

من أجل تنويع الادوات الاستثمارية في بورصة قطر، وزيادة عمقها، لجأت البورصة إلى إطلاق صندوقين استثماريين متداولين للمرة الأولى في تاريخها، حيث في 05 مارس 2018، تم تداول أول صندوق مؤشرات مؤسس من قبل بنك الدوحة، والذي يحمل اسم «صندوق مؤشر بورصة قطر المتداول» تحت رمز QETF، والذي يتبع في أدائه مؤشر بورصة قطر، الذي يضم ويقيس الأداء السعري لـ 20 شركة قطرية مدرجة وأكثرها سيولة في البورصة، ويعد الصندوق الأكبر على مستوى دول الخليج، وتتولى إدارة هذا الصندوق

<sup>1</sup> محمد السقا، تركزت بأسهم قطاعي البنوك والصناعة. «لوسيل» ترصد: 3,4 مليار ريال صافي شراء المؤسسات الأجنبية بالبورصة خلال عام من الحصار، جريدة لوسيل، العدد 765، الصادرة في 05 جوان 2018، قطر، ص 11.

<sup>2</sup> 13 مليار ريال استثمارات صافية خلال عامين من الحصار: المؤسسات الأجنبية ترفع تملكها في 29 شركة مدرجة، جريدة لوسيل، العدد 1134، الصادرة بتاريخ 09 جوان 2019، قطر، ص 12.

شركة أموال، ويعتبر الصندوق من بين الصناديق التي تتمتع بأدنى معدلات نفقات ورسوم إدارية على مستوى الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ويقوم صندوق QETF بتوزيع أرباح سنوية على أصحاب الوحدات على أساس الدخل المستلم من الأوراق المالية الأساسية، ويقوم بنك ستاندرد تشارترد بدور أمين الحفظ للصندوق، بينما تقوم شركة المجموعة لأوراق المالية بأداء دور مزود السيولة على الصندوق عن طريق إيجاد تسعير تنافسي ذي اتجاهين، ما يسمح للمستثمرين بالتداول على الصندوق بسهولة، وستضمن شركة المجموعة استمرار عرض وحدات الصندوق وضمان أن سعر الصندوق المتداول يتناسب مع قيمة محفظة أسهم المؤشر الذي يتبعه<sup>1</sup>؛

كما شهدت البورصة في 21 مارس 2018، إدراج «صندوق الريان قطر المتداول» والذي يتبع بنك الريان، ويتم تداوله تحت الرمز QATR، ويتبع الصندوق في أدائه مؤشر بورصة قطر الريان الإسلامي السعري، الذي يتألف من شركات قطرية مدرجة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويتكون الصندوق من 13 شركة مدرجة في البورصة بأوزان مختلفة، كما أن هذه الشركات يتم مراجعتها مرتين في العام، ويعتبر هذا الصندوق من أكبر الصناديق الإسلامية المتداولة في الشرق الأوسط والدول الناشئة وثاني أكبر صندوق إسلامي في العالم، فضلاً على أنه يعد أكبر صندوق استثماري إسلامي متداول مدرج في دولة واحدة، وتتجاوز أصوله الأولية 120 مليون دولار، ويقوم بنك HSBC بدور آمن الحفظ ومدير الصندوق، بينما تقوم شركة المجموعة للأوراق المالية بأداء دور مزود السيولة من خلال تقديم عروض أسعار مستمرة بما يتماشى مع قيمة أصول الصندوق، ويقوم الصندوق بتوزيع أرباح على الأقل مرة واحدة في العام بعد خصم المصروفات والتطهير، وستكون نسبة المصروفات الإجمالية للصندوق 0,5%، وفي أول جلسة تداول على الصندوق أغلق على ارتفاع بنسبة 3.3% راجحاً 0.76 ريال ليغلق عند مستوى 23.80 ريال، مقارنة بسعر الافتتاح الذي بلغ 23.04 ريال للسهم<sup>2</sup>؛

وبلغ إجمالي التداولات على صناديق المؤشرات المتداولة منذ إدراجهما في البورصة وإلى غاية ماي 2018 حوالي 261.7 مليون ريال قطري، بواقع 185.4 مليون ريال على صندوق «الريان الإسلامي» ونحو 76.3 مليون ريال على صندوق «مؤشر بورصة قطر»، حيث شهد شهر أبريل تداولات بقيمة 148 مليون ريال، بينما بلغت قيمة التداولات خلال شهر مارس 114 مليون ريال، وجاءت جلسة يوم 21 مارس 2018 كأعلى جلسة من حيث قيمة التداولات على صندوق الريان بقيمة 56.4 مليون ريال، بينما سجل صندوق مؤشر بورصة قطر أعلى قيمة تداولات خلال جلسة يوم 23 أبريل 2018 بنحو 10.3 مليون ريال<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمد السقا، أكبر صندوق استثماري على مستوى الخليج: إدراج أول صندوق مؤشرات متداول في بورصة قطر، جريدة لوسيل، العدد 674، الصادرة بتاريخ 06 مارس 2018، قطر، ص 15.

<sup>2</sup> محمد السقا، مليون دولار أصوله الأولية.. وإقبال كبير في اليوم الأول: إدراج صندوق مؤشر «الريان قطر» الإسلامي، جريدة لوسيل، العدد 690، الصادرة بتاريخ 22 مارس 2018، قطر، ص 10.

<sup>3</sup> محمد السقا، 262 مليون ريال التداولات على صناديق المؤشرات، جريدة لوسيل، العدد 730، الصادرة بتاريخ 01 ماي 2018، قطر، ص 15.

ثانيا/ رفع سقف ملكية الأجانب

في إطار تعزيز جاذبية الاستثمار في البورصة، فقد حثت بورصة قطر الشركات المدرجة على رفع نسبة تملك الأجانب في أسهمها لتصل إلى 49% بدلا عن 25%، وهو الأمر الذي استجابت له العديد من كبريات الشركات وعلى رأسها الشركات التابعة لقطر للبترول، حيث أعلنت في نهاية شهر مارس 2018 عن الموافقة على رفع نسبة تملك الأجانب في أسهم شركات قطاع الطاقة التابعة لها والمدرجة في البورصة إلى 49%، وكذلك رفع نسبة تملك المساهم بتلك الشركات إلى نسب لا تزيد على 2% بحد أقصى<sup>1</sup>:

الشكل رقم (4-12): معلومات عن شركات الطاقة المدرجة بالبورصة التابعة لشركة قطر للبترول

اسم الشركة	مستلعييد	الكهرباء والماء	وقود	الخليج الدولية
نسبة التملك السابقة والحالية	تغير نسبة تملك الأجانب من 15% إلى 49%	تغير نسبة تملك الأجانب من 25% إلى 49%	تغير نسبة تملك الأجانب من 25% إلى 49%	تغير نسبة تملك الأجانب من 25% إلى 49%
النسبة الحالية لتملك الأجانب	0.6%	10.9%	3.9%	8.8%
عدد أسهم الشركة	1.256 مليار سهم عدد الأسهم	110 ملايين سهم عدد الأسهم	99.4 مليون سهم عدد الأسهم	185.84 مليون سهم عدد الأسهم
عدد الأسهم القابلة لتداول	323.9 مليون سهم قابل للتداول	65.75 مليون سهم قابل للتداول	79.52 مليون سهم قابل للتداول	166.95 مليون سهم قابل للتداول
القيمة السوقية لشركة بتاريخ 29 مارس 2018	18.38 مليار ريال قيمة سوقية	20.36 مليار ريال قيمة سوقية	10.9 مليار ريال قيمة سوقية	3.44 مليار ريال قيمة سوقية

المصدر: جريدة لوسيل، العدد 700، الصادرة بتاريخ 01 أبريل 2018، قطر، ص 13.

وتعتبر شركات قطاع الطاقة من الشركات التي تتمتع بأوزان جيدة في بورصة قطر، كما أن قرار رفع حد التملك الغير القطريين فيها، جاء في الوقت المناسب من حيث النمو الاقتصادي الذي تشهده قطر، إضافة إلى التوسع في الأنشطة الاقتصادية في مجالات الزراعة والصناعة وغيرها، كما أن هذه الخطوة جاءت في ظل تزايد قوة ومتانة الاقتصاد القطري الذي تلعب فيه صناعة الطاقة دورا أساسيا، ومن ضمن 45 شركة مدرجة في البورصة، تسمح 3 شركات بتملك الأجانب بنسبة 100%، والتي تتمثل في شركات Ooredoo وبنك قطر

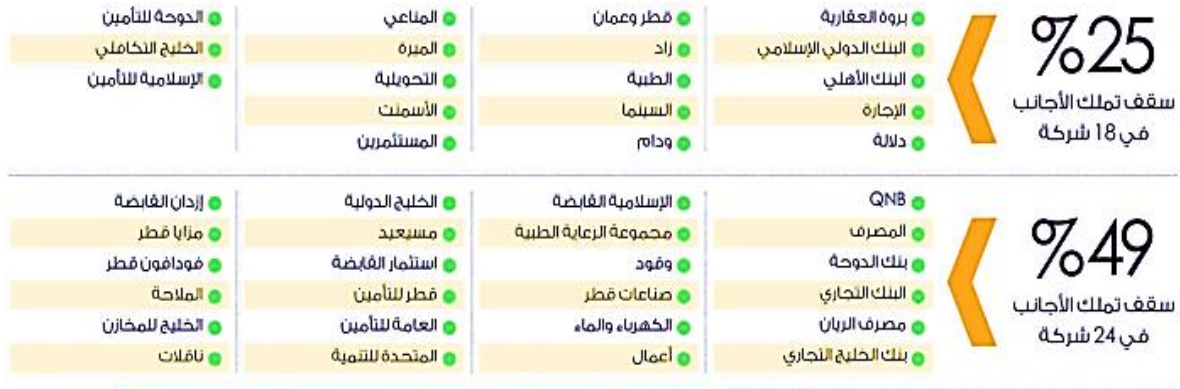
<sup>1</sup>محمد السقا، تملك المساهم لا يزيد عن 2%: «قطر للبترول» ترفع نسب تملك الأجانب في 4 شركات مدرجة بالبورصة، جريدة لوسيل، العدد 700، الصادرة بتاريخ 01 أبريل 2018، قطر، ص 14.

## الفصل الرابع أداء استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية في

### ظل ترقيتها لناشئة

الأول وشركة السلام العالمية، في حين توجد 24 شركة تسمح بتملك الأجانب لنسبة 49% من أسهمها منها الشركات التي أعلنت إدارتها عن رفع النسب ويتبقى إقرار الجمعية العمومية لذلك، في حين تبقى 18 شركة يبقى سقف تملك الأجانب بها عند 25%:

الشكل رقم (4-13): قائمة الشركات المدرجة في بورصة قطر حسب نسبة تملك الأجانب



المصدر: جريدة لوسيل، العدد 700، الصادرة بتاريخ 01 أبريل 2018، قطر، ص 15.

### ثالثا/ زيادة عدد الشركات المدرجة

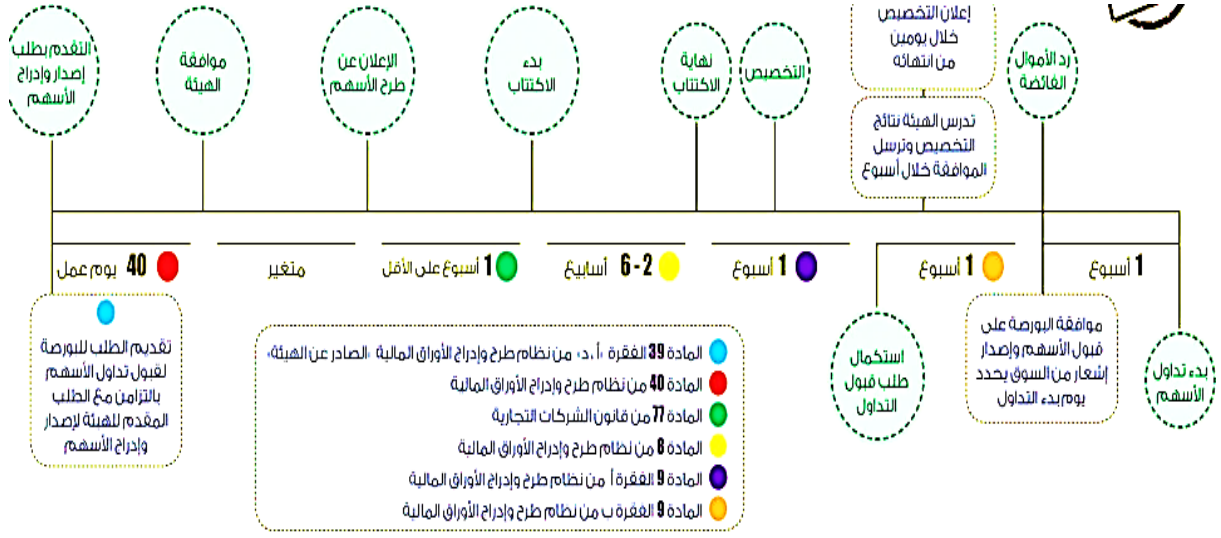
من أجل تمثيل بورصة قطر بأكثر عدد ممكن من الشركات، تخطط البورصة لإطلاق سوق لتداول أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة، وفي هذا الإطار عمدت إدارة البورصة لعقد العديد من الندوات بهدف زيادة الوعي بأهمية تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة، بما يصب في مصلحة تلك الشركات والاقتصاد الوطني، وبالتالي ستتيح هذه السوق فرصة جيدة لإدراج تلك النوعية من الشركات، وهو ما سيعمل على ضخ رؤوس أموال جديدة للاستثمار في البورصة عبر التداول على أسهمها، حيث تمثل الشركات الخاصة والعائلية حوالي 90% من الشركات القطرية<sup>1</sup>، كما لم تدخر هيئة أسواق الأوراق المالية أي جهود في تشجيع المزيد من الشركات للإدراج في البورصة، حيث قامت بدعم خطط الشركات الراغبة في الإدراج، خاصة تلك التي تهدف إلى توفير فرص استثمارية جديدة للمستثمرين والشركات التي تحتضنها الدولة والتي تتمتع باستثمار آمن وعوائد مجزية، حيث أعلنت قطر للبترول في ماي 2018، أنها ستطرح 49% من أسهمها في شركة ألومنيوم قطر للاكتتاب العام، ويشكل هذا الطرح خطوة هامة في تنفيذ أهداف رؤية قطر الوطنية 2030، في تطوير اقتصاد وطني متنوع وتنافسي قادر على تأمين مستوى معيشي مرتفع، وضمن خطة الدولة لزيادة مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، إضافة إلى دعم المناخ الاستثماري القادر على جذب رؤوس الأموال<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> أحواف استثمارية جديدة ومنصة جاذبة للمحافظ المحلية والعالمية ببورصة قطر: إطلاق سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة في النصف الثاني 2018، جريدة لوسيل، العدد 781، الصادرة بتاريخ 21 جوان 2018، قطر، ص 07.

<sup>2</sup> محمد السقا، بناء على توجيهات صاحب السمو: قطر للبترول تطرح 49% من أسهمها في «ألومنيوم قطر» للاكتتاب العام، جريدة لوسيل، العدد 736، الصادرة بتاريخ 07 ماي 2018، قطر، ص 03.



الشكل رقم (4-14): مراحل وشروط الإدراج في بورصة قطر



المصدر: محمد السقا، نشاط استثنائي متوقع خلال 2018-2019 مصدر مالي للوسيل: 4 شركات تدرس طرح أسهمها للاكتتاب العام، جريدة لوسيل، العدد 624، الصادرة بتاريخ 15 جانفي 2018، قطر، ص 05.

وحول مستقبل الإدراجات، أوضح الرئيس التنفيذي للبورصة أنه يتمنى أن تشهد بورصة قطر سنويا إدراج ما بين 4-6 شركات سواء عبر خصخصة الشركات الحكومية أو إدراج الشركات العائلية، فبورصة قطر قادرة على استيعاب ضعف هذا الرقم، كما تعتبر قادرة على استيعاب ادراج شركة كل شهر لما تمتلكه من أدوات فنية وتقنية عالية وقدرات بشرية قادرة على مواكبة الطفرة الكبيرة التي تنتظرها، ومن المنتظر أن يصل عدد الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال السنوات الخمس المقبلة (ابتداء من العام 2018) إلى 80 شركة مدرجة<sup>1</sup>، إذ تم اعداد قائمة تضم 35 شركة موزعة على عدة قطاعات يجري العمل على ادراجها في البورصة، وتجدر الاشارة إلى أن بورصة قطر ممثلة بسبعة قطاعات تتمثل في قطاع البنوك والمؤسسات المالية، قطاع الخدمات، قطاع الصناعة، قطاع التأمين، قطاع العقارات، قطاع الاتصالات وقطاع النقل، في حين تعتبر قطاعات<sup>2</sup> مثل التعليم، السياحة، الاغذية، الزراعة والرياضة من القطاعات الغائبة عن البورصة؛

وتجدر الاشارة إلى أن البورصة تعمل بشكل عام على تطوير الخدمات والقوانين وتفعيل آلية النافذة الواحدة للإدراج من أجل تقليص مدة الاكتتاب والادراج إلى أقصر مدة ممكنة، كما تعمل أيضا على تطوير آلية الترخيص للوسطاء بالتعاون مع هيئة قطر للأسواق المالية، وتحاول أيضا أن تطور الخدمات كي تكون هناك محطة واحدة يصل إليها المستثمر ويحصل على خدمته في ثوان أو توصيلها عبر الوسائط التكنولوجية

<sup>1</sup> محمد السقا، توقع ادراج 4-6 شركات سنويا...راشد المنصوري للوسيل: نظمح للوصول إلى 80 شركة مدرجة خلال 5 سنوات، جريدة لوسيل، العدد 736، الصادرة بتاريخ 07 ماي 2018، قطر، ص 03.

<sup>2</sup> محمد السقا، نشاط استثنائي متوقع خلال 2018-2019 مصدر مالي للوسيل: 4 شركات تدرس طرح أسهمها للاكتتاب العام، جريدة لوسيل، العدد 624، الصادرة بتاريخ 15 جانفي 2018، قطر، ص 01.

الحديثة، علاوة على سعيها لتوفير كافة الخدمات عبر الإنترنت<sup>1</sup>، كما وافقت هيئة قطر للأسواق المالية على إصدار قواعد وإجراءات الأوامر المجمعة والتي بموجبها تنشأ حسابات مجمعة يتم من خلالها تنفيذ أوامر مجموعة من العملاء المرتبطة حساباتهم في أمر واحد، وبعد انتهاء التداول يتم تخصيص وتوزيع الأسهم المشتراة أو المباعة على الحسابات الخاصة بهم، وأكدت الهيئة أنها تسعى من خلال إصدار مثل هذه القواعد والإجراءات إلى زيادة جاذبية سوق رأس المال القطري سواء للمستثمر المحلي أو الأجنبي، من خال فتح المجال لتقديم خدمات مالية متنوعة ومناسبة لاحتياجات السوق، ولتسهيل أداء مهام مدراء الاستثمار المحليين والدوليين في البورصة، كما توفر هذه الإجراءات قدرا عاليا من الشفافية والوضوح المطلوبين لمعرفة المصدر الذي يقوم بأمر الشراء أو البيع ومصدر الأموال وأحجام السيولة<sup>2</sup>.

#### رابعا/ زيادة عدد الأسهم الحرة المتاحة لتداول

تعتبر الأسهم الحرة المتاحة لتداول من العوامل المهمة التي يأخذها مؤشر MSCI وغيره من المؤشرات بعين الاعتبار عند زيادة الوزن النسبي لأي سوق داخل مؤشراته، ومن أجل هذا الأمر، أعلنت هيئة قطر للأسواق المالية عن وضع الإجراءات اللازمة لتجزئة القيمة الاسمية لأسهم الشركات المدرجة، ويأتي هذا القرار بعد مبادرة قدمتها البورصة، وتجدر الإشارة إلى أن بورصة قطر تتواجد بها 46 شركة مدرجة أصدرت حوالي 13 مليار سهم، ومن المتوقع أن يصبح عدد الأسهم المتاحة لتداول بعد التجزئة 131,6 مليار سهم، القيمة الاسمية لكل سهم 1 ريال قطري، وقد قامت البورصة بتنفيذ قرار تجزئة الأسهم بدءا من جلسة 9 جوان إلى غاية 07 جويلية من العام 2019، أي على امتداد 21 جلسة تداول، بمعدل تجزئة أسهم من شركتين إلى ثلاث شركات خلال كل جلسة\*، والتي انتهت عملية تجزئة 46 شركة في 4 جويلية مع تخصيص يوم 7 جويلية لتجزئة وحدات صندوق المؤشرات المتداولة المدرجة في البورصة، وتهدف البورصة من خلال هذه العملية إلى دعم التداول وزيادة عمق وكفاءة السوق، بالإضافة إلى جذب شرائح جديدة من المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب ممن يملكون قدرات مالية أقل، كما تهدف أيضا إلى جذب سيولة جديدة من المؤسسات الأجنبية، كما ستعكس بالإيجاب على البورصة من خلال رفع الوزن النسبي لها ضمن مؤشر MSCI وفوتسي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> حوافز استثمارية جديدة ومنصة جاذبة للمحافظ المحلية والعالمية ببورصة قطر، جريدة لوسيل، مرجع سابق، ص 07.

<sup>2</sup> قطر للأسواق المالية توافق على إصدار قواعد وإجراءات الأوامر المجمعة، جريدة لوسيل، العدد 837، الصادرة بتاريخ 16 أوت 2018، قطر، ص 12. \* لقد تم اختيار الشركات التي يتم تجزئتها وتوزيعها على الجلسات تبعاً لعدد المساهمين في كل شركة، حتى لا يكون هناك ضغط كبير على أنظمة شركة قطر لإيداع المركزي، حيث تم وضع شركة من لديها عدد كبير من المساهمين مع شركة متوسطة أو شركتين لديهما عدد أقل من المساهمين، وذلك لضمان انسيابية عملية التجزئة وعدم تأثيرها على التداول في البورصة، أنظر في ذلك: محمد السقا، التطبيق يمتد حتى 7 يوليو 2019، هيئة قطر للأسواق المالية: بدء تنفيذ تجزئة الأسهم 9 يونيو المقبل، جريدة لوسيل، العدد 1073، الصادرة بتاريخ 09 أبريل 2019، قطر، ص 12.

<sup>3</sup> محمد السقا، هيئة قطر للأسواق المالية بصدد وضع الإجراءات اللازمة: تجزئة القيمة الاسمية للشركات المدرجة إلى ريال واحد، جريدة لوسيل، العدد 768، الصادرة بتاريخ 08 جوان 2018، قطر، ص 09.

## المبحث الثالث/ واقع استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الإمارات العربية المتحدة

يعتبر معرض EXPO العالمي 2020 أحدث وأفضل مثال على مواصلة تركيز الإمارات على تنويع الاقتصاد وتشجيع الأجانب على الاستثمار فيها، ويعد هذا المعرض من أكبر التظاهرات العالمية بعد الألعاب الأولمبية وبطولة كأس العالم لكرة القدم، وبخلاف هذين الحدثين هناك أدلة قوية تشير إلى أن احتضان الإمارات لمعرض الأكسبو سيكون له تأثير ملموس على مستويات الإنفاق، والنقل، والانشاءات والسياحة في الدولة، حيث يترتب على هذا الفوز البدء في تنفيذ المزيد من مشاريع التنمية اللازمة لاستيعاب الوفود المشاركة في الحدث، الأمر الذي سينعكس على الشركات المحلية التي ستتولى تنفيذ هذه المشاريع، ومن ثم سترداد إيراداتها وأرباحها، وينعكس ذلك إيجاباً على أسواق الأسهم المحلية، واستناداً إلى مؤشر جاذبية استثمارات الصادر عن المؤسسة العربية لضمان الاستثمار والائتمان الصادرات، فالإمارات تصدر قائمة أكثر الوجهات الاستثمارية الجذابة في الشرق الأوسط، وتجدر الإشارة إلى أن الإمارات جنباً إلى جنب مع المملكة العربية السعودية تمتلك حصة الأسد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، بالإضافة إلى سعي السلطات الرسمية المستمر في التسويق للإمارات كوجهة جاذبة للاستثمارات، ولقد ترجم هذا الأمر في تقدم الإمارات على مختلف مؤشرات التنافسية، ما شجعها على التركيز على إحراز المزيد من التقدم وتحرير أسواقها المالية، والمواءمة مع المعايير الدولية وأفضل الممارسات، وبالتالي الظفر بالتصنيف في المؤشرات العالمية، ما يمكن أسواقها من الحصول على تدفقات مالية أجنبية أكثر استقراراً وطويلة الأمد من مؤسسات استثمارية عالمية تتابع هذه المؤشرات.

## المطلب الأول/ التعريف بأسواق الإمارات العربية المتحدة

تعتبر الإمارات العربية المتحدة الدولة الخليجية الوحيدة التي تمتلك سوقين ماليين منفصلين، ويخضعان لإشراف هيئة واحدة تتمثل في هيئة الأوراق المالية والسلع، ويمتاز كل سوق بخصائص تميزه عن السوق الثاني.

## أولاً/ نبذة عن سوق دبي المالي

تم تأسيس سوق دبي المالي كشركة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، ويتم التعامل فيها بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي، وبدأ السوق مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل السوق إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليار درهم مقسمة إلى 8 مليار سهم، وتم طرح نسبة 20% من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام، ولقد شهد الاكتتاب إقبالا كبيرا وامتيزا فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم، وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق

بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM)، ويعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص الشركات الحكومية في المنطقة، كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم، ويخضع تنظيمها لهيئة الأوراق المالية والسلع والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل إدارة السوق، ويتعاون سوق دبي المالي بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول عبر مبادرات عديدة مثل التداول بالهامش وآلية التسليم مقابل الدفع (DVP)، كما أنجز سوق دبي المالي بنجاح في العام 2010، تكامل العمليات مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حيوية في أسواق رأس المال بالمنطقة، وقد سهلت تلك العملية وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد مما يتيح للمستثمرين التداول بسلاسة عبر البورصتين، وبالرغم من ذلك تعمل البورصتان تحت مظلتين تنظيميتين مختلفتين، إذ يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع، وناسداك دبي لسلطة دبي للخدمات المالية، ويعتبر أول سوق مالي بالمنطقة يتحول لنظام التداول المتطور EXTREAM في العام 2009، الذي يعتبر أحد أفضل أنظمة التداول المستخدمة في الأسواق المالية العالمية<sup>1</sup>.

#### ثانياً/ نبذة عن سوق أبو ظبي للأوراق المالية

تأسس سوق أبو ظبي للأوراق المالية في 15 نوفمبر 2000 ليصبح السوق المالي الرسمي لإمارة أبو ظبي بموجب القانون المحلي رقم (3) لعام 2000، والذي يجعل أحكامه من السوق كيانا قانونياً يتمتع بالاستقلال المالي والإداري، ويمنح السوق السلطة الاشرافية والتنفيذية اللازمة لممارسة وظائفه، وعلاوة على ذلك، يملك سوق أبو ظبي للأوراق المالية السلطة لإنشاء المراكز والفروع خارج إمارة أبو ظبي، ولقد قام السوق حتى الآن بذلك في مدن العين والفجيرة ورأس الخيمة والشارقة ومدينة زايد، ويتألف مجلس إدارة السوق من سبعة أعضاء يتم تعيينهم بموجب مرسوم أميري لمدة ثلاث سنوات، كما أطلق السوق في 25 مارس 2010، منصة تداول صناديق الاستثمار المتداولة بإدراج صندوق NBAD One Share Dow Jones لدولة الإمارات، ليصبح أول سوق في المنطقة يقوم بتأسيس وإطلاق البنية الأساسية اللازمة لإدراج صناديق الاستثمار المتداولة، ويهدف السوق إلى إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية لصالح الاقتصاد الوطني، من خلال ضمان سلامة ودقة المعاملات وضمان التفاعل بين العرض والطلب لأجل تحديد الأسعار، والعمل على تطوير طرق تجارية لتعزيز السيولة واستقرار أسعار الأوراق المالية المطروحة في السوق<sup>2</sup>، وبنهاية العام 2017، يتواجد بسوق أكثر من 950 ألف مستثمر وأكثر من 160 جنسية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> سوق دبي المالي، من الرابط <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>

<sup>2</sup> سوق أبو ظبي للأوراق المالية، من الرابط: <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutUs/Whoware/default.aspx>

<sup>3</sup> سوق أبو ظبي للأوراق المالية، من الرابط: <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutUs/Whoware/Departments/CSD/default.aspx>

### ثالثاً/ الفرق بين أسواق الإمارات العربية المتحدة

إن تواجد سوقين في دولة الإمارات العربية المتحدة لم ينتج عنه أي سلبيات، بل على العكس ساهم التنافس بين السوقين في تقديم أفضل الخدمات للمستثمرين سواء من حيث تحسين البنية التنظيمية للأسواق أو تنوع الأدوات المالية المتاحة في السوق، حيث حاولت إدارة كل سوق على حدى جذب وتحفيز المزيد من الشركات للإدراج ضمنها، فحسب البيانات حتى نهاية العام 2017، يبلغ عدد شركات المساهمة العامة المحلية المسجلة بهيئة الأوراق المالية والسلع 169 شركة، والتي تتنوع بين شركات غير حكومية ويبلغ عددها 112 شركة، شركات مملوكة بالكامل للحكومة ويبلغ عددها 48 شركة وشركات مملوكة جزئياً من الحكومة والبالغ عددها تسع شركات، وتحتل إمارات أبو ظبي ودبي الصدارة من ناحية عدد الشركات القائمة فيها بـ 84 و 41 شركة على التوالي، ثم إمارة رأس الخيمة بعدد 13 شركة ثم تأتي باقي الإمارات (هذه الشركات موزعة ما بين شركات مدرجة وأخرى غير مدرجة)، ولقد احتلت إمارة أبوظبي الصدارة من ناحية عدد الشركات الحكومية المسجلة بالهيئة بإجمالي 46 شركة مساهمة عامة، بينما تمتلك إمارة دبي العدد الأكبر من الشركات غير الحكومية بإجمالي 50 شركة مساهمة عامة، ويحتل قطاع التأمين المركز الأول من ناحية عدد الشركات المسجلة بالهيئة بـ 35 شركة والتي تعتبر كلها أي 34 شركة غير حكومية، يليه قطاع الخدمات بعدد 29 شركة منها 20 شركة حكومية، ثم قطاع البنوك بعدد 26 بنك منها 24 بنك خاص، وقطاع الصناعة بعدد 19 شركة، وقطاع الطاقة بـ 16 شركة منها 14 شركة حكومية، ثم تأتي باقي القطاعات<sup>1</sup>؛

وتتوزع هذه الشركات -169 شركة- ما بين 113 شركة مدرجة و 56 شركة غير مدرجة، وتشكل شركات قطاع الخدمات والطاقة حصة الأسد من الشركات الغير مدرجة بـ 20 و 13 شركة على التوالي، ويستحوذ سوق أبوظبي للأوراق المالية على النصيب الأكبر من الشركات المدرجة بـ 64 شركة و 49 شركة في سوق دبي المالي، موزعة على عشرة قطاعات، اذ يهمن القطاع العقاري على الشركات المدرجة في سوق دبي المالي بإجمالي رؤوس أموال تقدر بأكثر من 42 مليار درهم إماراتي، ثم يليه قطاع البنوك بإجمالي رؤوس أموال تقدر بأكثر من 23 مليار درهم إماراتي، كما تعد شركات الطاقة من القطاعات الغائبة عن سوق دبي المالي، في حين يتميز سوق أبوظبي للأوراق المالية بهيمنة قطاع البنوك وشركات الطاقة على الشركات المدرجة فيه برؤوس أموال تقدر بـ 36 و 14 مليار درهم إماراتي على التوالي، في حين يتميز بانعدام شركات النقل على مستواه، وعلى الرغم من أن العدد الأكبر من الشركات المحلية مدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية، إلا أن 27% من إجمالي رؤوس أموال الشركات المحلية المدرجة متواجدة في سوق دبي المالي، في حين يستحوذ سوق أبوظبي على 22% فقط من رؤوس الأموال المدرجة، إلا أن الجزء الأكبر من رؤوس أموال الشركات

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2017، الإمارات العربية المتحدة، ص 36-38.

## الفصل الرابع أداء استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية في

### ظل ترقيتها لناشئة

تقع خارج هذه الأسواق والتي تقدر بأكثر من 208 مليار درهم بنسبة 51%، ويستحوذ قطاع الاستثمار والخدمات المالية على الجزء الأكبر من رؤوس الأموال الغير مدرجة بواقع 130 مليار درهم إماراتي، وتحتل إمارة أبو ظبي الصدارة في عدد الشركات الغير مدرجة بواقع 49 شركة تليها إمارة دبي بـ 5 شركات، ويبلغ إجمالي رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة المحلية المسجلة بالهيئة مبلغ 410.3 مليار درهم منها مبلغ 187.8 مليار درهم تمثل رؤوس أموال الشركات الحكومية، ومبلغ 222 مليار درهم رؤوس أموال الشركات غير الحكومية<sup>1</sup>:

الجدول رقم (4-4): توزيع القطاعي لشركات المحلية المدرجة في أسواق الإمارات العربية المتحدة

سوق أبو ظبي للأوراق المالية		سوق دبي المالي		القطاع
عدد الشركات	رؤوس الاموال (درهم إماراتي)	عدد الشركات	رؤوس اموال (درهم إماراتي)	
5	2,534,389,687	4	15,658,268,776	الاستثمار والخدمات المالية
14	36,951,421,295	8	23,758,750,181	البنوك
3	12,266,530,689	9	42,862,566,763	العقار
0	0	3	6,682,466,666	النقل
5	3,163,889,694	4	5,815,529,124	الخدمات
3	14,042,923,422	0	0	الطاقة
17	3,150,439,180	13	3,747,076,237	التأمين
1	8,696,754,000	1	4,532,905,988	الاتصالات
3	1,296,400,000	6	8,712,531,170	السلع الاستهلاكية
13	7,894,968,387	1	358,800,000	الصناعة
<b>64</b>	<b>89,997,716,354</b>	<b>49</b>	<b>112,128,894,905</b>	<b>إجمالي الشركات المحلية</b>

المصدر: هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2017، الإمارات العربية المتحدة، ص 37-41.

كما سعت الهيئة منذ تأسيسها إلى توقيع العديد من اتفاقيات الإدراج المشترك التي تسمح من خلالها لشركات الأجنبية بالإدراج في أسواقها المالية المحلية، من أجل زيادة وتنوع الأوراق المالية المدرجة بأسواقها، إذ يبلغ عدد الشركات الأجنبية المدرجة في أسواق الدولة مع نهاية العام 2017 عدد 17 شركة منها شركتين أجنبيتين فقط بسوق أبو ظبي للأوراق المالية (شركة سودانية وأخرى قطرية)، في حين بقية الشركات الأجنبية تتواجد في سوق دبي المالي منها 10 شركات كويتية، أربعة شركات بحرينية وشركة سودانية، وبهذا يرتفع العدد الإجمالي لشركات المدرجة في أسواق الإمارات إلى 130 شركة محلية وأجنبية منها 66 شركة متواجدة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية و 64 شركة متواجدة في سوق دبي المالي<sup>2</sup>؛

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2017، الإمارات العربية المتحدة، ص 39-40.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 44.

إذن فمن خلال الجدول السابق، نلاحظ أن هناك فرق كبير بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي، من ناحية الشركات والقطاعات المكونة لكل سوق، وهذا الاختلاف انعكس بدوره على تركيبة مؤشر كل سوق، ويعود السبب في ذلك بشكل كبير إلى وزن الشركات المدرجة، حيث يشهد سوق دبي المالي تواجدا كبيرا للبنوك وشركات القطاع العقاري في مؤشره، بينما مؤشر سوق أبو ظبي فيمتاز بتنوع الشركات الداخلة في تركيبه، كما أن ملكية سوق أبو ظبي تعود للحكومة، في حين يعتبر سوق دبي المالي شركة خاصة ومدرجة في السوق، وبصفة عامة يمكن القول أن البنوك وشركات التأمين والشركات العقارية تحتل الجزء الأكبر من عدد الشركات المدرجة في السوقين، حيث تمثل أكثر من نصف أعداد الشركات المدرجة، وهناك بعض القطاعات في السوقين ممثلة بعدد ضئيل من الشركات كقطاع الطاقة والاتصالات والنقل، فكما تمت الإشارة إليه سابقا، فمعظم شركات الطاقة تعتبر غير مدرجة ومملوكة للحكومة.

### المطلب الثاني/ الإنجازات المحققة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع بغية الترقية لناشئة

إن ترقية أسواق الإمارات العربية المتحدة لفئة الأسواق الناشئة لم تكن وليدة لحظتها، بل كانت نتيجة جهود كبيرة ومتواصلة في تطوير البنية التحتية للأسواق.

#### أولا/ تطوير نظام التسليم مقابل الدفع والأنظمة المرافقة له

إن افتقاد السوق لآلية التسليم مقابل الدفع كانت إحدى أهم الملاحظات المطلوبة لترقية أسواق الإمارات إلى فئة الأسواق الناشئة ضمن مؤشر MSCI لدى مراجعة التصنيف في العام 2010، ولذا قامت الهيئة بتسوية أبرز النقاط العالقة مع MSCI المتمثلة في جزئية البيع الإجمالي ضمن آلية التسليم مقابل الدفع، وخصوصا ما يتصل منها بتحميل خسارة عدم نجاح صفقة التداول على المؤسسة الاستثمارية، حيث تم تعديل النظام بحيث يتم تسليم الأسهم في نفس الوقت الذي يتم فيه دفع قيمة العملية، مما يعني أن أيا من البائع أو المشتري لن يكونا عرضة لمخاطر عدم التزام الطرف الآخر بالسداد أو التسليم المطلوب، كما سمح النظام بالتعويض النقدي للمشتري، وهو ما تعتبره MSCI أحد أهم العوامل لتصنيف أي سوق على أنها ناشئة، وأثبتت التجربة على مدى الأشهر التي سبقت عملية التصنيف، فاعلية ونجاح تطبيق هذا النظام، بحيث أصبح النظام يولي أهمية بالغة لحماية حقوق المستثمرين، وأصبح بمقدور المستثمر الذي يتعامل من خلال الحافظ الأمين، رفض صفقة البيع أو الشراء في حال لم تتوافق مع الأمر الصادر عنه، (أي تتيح هذه الآلية للمستثمر الاعتراض على تسوية صفقات الشراء أو البيع المنفذة بدون تعليمات منه أو بطريقة تخالف تعليماته بما يعفيه من الالتزام بالسداد أو بنقل ملكية الأوراق المالية)، وهو ما يعني أن آليات تطبيقه نجحت ليس فقط في ضمان انتقال ملكية الأسهم المباعه تزامنا مع تلقي قيمة تلك الأسهم والعكس بالعكس، بل الحد أيضا من المخاطر المرتبطة بتنفيذ الصفقات، كما أنها تتيح لمؤسسات الحفظ الأمين المحلية القدرة على رفض تسوية صفقات البيع أو الشراء، الأمر الذي يضمن

وجود الأوراق المالية تحت السيطرة التامة لتلك المؤسسات ليصبح من غير الضروري العمل وفق حسابات مزدوجة، كما أن تبني هذه الآلية في أسواق الإمارات لم يلغي الحاجة إلى ضرورة التحقق المسبق من وجود الأوراق المالية المراد بيعها في حساب التداول الخاص بالعميل<sup>1</sup>؛

وكان سوقين قد أنجزا بالتنسيق مع الهيئة مختلف الترتيبات والاختبارات اللازمة للنظم التقنية، إضافة إلى صياغة الإجراءات التشغيلية المعتمدة لتطبيق هذه الآلية منذ بداية العام 2011، كما تم عقد مجموعة من ورش العمل التجريبية على النظام والإجراءات المتبعة بالنسبة لمصارف الحفظ الأمين والوسطاء، حيث وفر سوق دبي المالي في ماي 2012 نظام التعويض النقدي للمشتري، الذي يهدف إلى معالجة مسألة عدم توافر الأوراق المالية للتسليم في يوم التسوية من جانب السوق، نتيجة احتمالية رفض تسوية صفقة البيع من جانب المستثمر البائع الذي يعتمد على إحدى مؤسسات الحفظ الأمين المحلية<sup>2</sup>، وتطبيق إجراءات تصحيح الصفقات، وتوفير خدمة وكيل الدفع نيابة عن الشركات المدرجة، وإعادة صياغة إجراءات العمل بما يتلاءم مع تحديثات البنية الأساسية للسوق، كما قام سوق أبو ظبي للأوراق المالية بتطوير العديد من الأنظمة مثل دليل التداولات ونظام المقاصة، ونظام الرقابة الآمن، وعمل على رفع مهارات الوسطاء في السوق، وبالموازاة مع ذلك اتخذت إدارات الأسواق إجراءات إضافية لتحقيق الهدف المطلوب، من خلال عقد سلسلة من الاجتماعات في عواصم المال العالمية مع مسؤولي الحفظ الأمين والمؤسسات الاستثمارية العالمية بهدف شرح الخطوات التي تم اتخاذها أولاً بأول والاستماع إلى ملاحظاتهم وأخذها بعين الاعتبار من أجل تطوير وتطبيق نظام التسليم مقابل الدفع<sup>3</sup>؛

وبالإضافة إلى هذا، ومن أجل جعل بيئة التداول في الأسواق أكثر مرونة وتتماشى مع تطلعات المستثمر المحلي والعالمي على حد سواء، أصدرت الهيئة مجموعة من النظم التي من شأنها تسهيل عملية التداول في الأسواق، كإصدار نظام الحفظ الأمين في 2010 أين كان العمل به اختياريًا وأصبح إلزاميًا في 2011، ونظام التداول بالهامش في 2008، وأما بخصوص الأنظمة التي تدعم الاستثمار المؤسسي، فقد عمدت الهيئة إلى إصدار خمسة أنظمة وفي مقدمتها نظام صناديق الاستثمار ونظام صانع السوق في 2012، وترافق مع هذا النظام إصدار أنظمة أخرى داعمة له منها البيع على المكشوف، إقراض واقتراض الأوراق المالية، ونظام مزود السيولة الذي أجاز للشركة المدرجة التعاقد مع أحد صناع السوق المرخصين للقيام بدور صانع السوق على الورقة المالية

<sup>1</sup> انظر في ذلك: عبير أبو شمالة وآخرون، مرجع سابق.

<sup>2</sup> -أسواق الإمارات تطبق آلية «التسليم مقابل الدفع»، مجلة أوراق مالية، العدد السادس، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2011، ص 47.

<sup>3</sup> ناصر عارف، الرئيس التنفيذي لسوق دبي المالي لـ «البيان الاقتصادي»، ترقية أسواق الإمارات اعتراف عالمي بإنجازاتها، جريدة البيان الاقتصادي، الإمارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ: 15 جويلية 2013، من الرابط:

<http://www.albayan.ae/economy/discussion/2013-07-15-1.1922819>

<sup>3</sup> عبير أبو شمالة وآخرون، مرجع سابق.



الخاصة بتلك الشركة وذلك للعمل على تحسين سيولتها في السوق، وذلك بموجب اتفاقية تسمى اتفاقية توفير السيولة والتي أوجبه النظام ووضع حدا أدنى لضمان الحقوق والالتزامات التي يجب على طرفيها تحديدها، بالإضافة إلى تحديد نظام للإفصاح المتعلق بمصدر الورقة المالية والالتزامات التي تقع على عاتق موفر السيولة والالتزامات المتبادلة، وحدد النظام المهام الرقابية للسوق في هذا الشأن، كما حدد حق الهيئة في الرقابة وتوقيع الجزاء بشأن المخالفات التي تقع من موفري السيولة<sup>1</sup>، وأصدرت خلال العام 2013 نظام حقوق الاكتتاب والذي من شأنه السماح بتداول أوراق مالية جديدة بما يحقق مزيداً من العمق للأسواق من جهة، والتسهيل على المساهمين بالشركات المدرجة لتداول حقهم في الأولوية في الاكتتاب بزيادة رأس المال من جهة أخرى، وبما يتوافق مع أفضل الممارسات العالمية في هذا المجال، وقد أتاح النظام للمساهم الذي لا يرغب في الاكتتاب في أسهم الزيادة أو لا يستطيع ذلك، أن يقوم ببيع هذا الحق والاستفادة من قيمته المالية، وهو ما يشكل ميزة له، فضلاً عن أن توفر هذه الأداة المالية الجديدة يعتبر إضافة للأسواق وتنشيطاً للتداولات التي تتم فيها<sup>2</sup>، كما قامت كذلك بإجراء تعديلات على نظام الوسطاء، ونظام حوكمة الشركات، ونظام ادراج الأوراق المالية العديد من المرات لجعلها متناسب وتتماشى مع التطورات التي تشهدها الأسواق العالمية.

#### ثانياً/ إعادة هيكلة الأسواق

قامت الهيئة بتوحيد التصنيف القطاعي للشركات المدرجة في أسواقها المالية في 2011، وإعادة توزيع الشركات على تلك القطاعات بما يتماشى مع أفضل الممارسات العالمية المعتمدة من قبل مؤسسات التصنيف الدولية الكبرى، وذلك بهدف تعزيز إجراء البحوث والتحليلات اللازمة لتحديد أداء تلك القطاعات الاقتصادية، وأصبحت الأسواق تمثل بعشرة قطاعات بدل القطاعات الأربعة السابقة، وتمثل القطاعات الجديدة في قطاع البنوك، الاتصالات، العقار، التأمين، الاستثمار والخدمات المالية، الطاقة، الصناعة، الخدمات، النقل، وقطاع السلع الاستهلاكية، ومن أجل الحصول على أفضل قياس لأداء السوق، تبنّت الهيئة مؤشر جديد لسوق الإمارات للأوراق المالية مع بداية شهر ماي 2011 مكون من كافة القطاعات الجديدة<sup>3</sup>، كما اعتمد سوق أبو ظبي للأوراق المالية ابتداء من العام 2013، آلية جديدة والتي تتمثل في آلية المزايدة\* لاحتساب أسعار

<sup>1</sup> اعتمد أنظمة إقراض واقراض الأوراق المالية والبيع على المكشوف وتوفير السيولة. مجلس إدارة الهيئة يقر نظام صانع السوق، مجلة أوراق مالية، العدد التاسع، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2012، ص 05-07.

<sup>2</sup> مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع يقر نظام حقوق الاكتتاب، مجلة أوراق مالية، العدد العاشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2013، ص 06.

<sup>3</sup> إطلاق المؤشر الجديد لسوق الإمارات للأوراق المالية وفقاً للتصنيف القطاعي الموحد للشركات المدرجة بالأسواق المحلية، مجلة أوراق مالية، العدد السادس، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2011، ص 44.

\* استناداً لهذه الآلية تم استحداث مرحلة جديدة من مراحل التداول لم تكون موجودة بسوق أبو ظبي للأوراق المالية، تتمثل في "مرحلة ما قبل الإغلاق" تكون مدتها عشرة دقائق قبل انتهاء جلسة التداول، يتم فيها السماح لجميع الوسطاء بإدخال الأوامر إلى نظام التداول الإلكتروني وتعديلها

الإغلاق ومؤشر السوق، ووفقاً للآلية الجديدة يتم احتساب المؤشر على أساس الأسهم الحرة المتاحة للتداول، أي أن وزن كل شركة مدرجة في المؤشر يعتمد على عدد الأسهم المتاحة للتداول فقط واستبعاد آثار الأسهم غير الحرة التي تم تحديدها بأنها الأسهم المملوكة من قبل الجهات الحكومية وأسهم المؤسسين خلال فترة حظر تداولها والملكيات التي تبلغ 10% أو أكثر من رأسمال الشركة المدرجة والأسهم غير المودعة، كما تقرر تعديل حدود تغير الأسعار المسموح بها لتكون 15% من سعر الإغلاق السابق كحد أقصى ارتفاعاً، والإبقاء على نسبة 10% من سعر الإغلاق السابق كحد أدنى انخفاضاً<sup>1</sup>، كما تبني سوق دبي المالي جلسة ما قبل الإغلاق لتحديد أسعار إغلاق الأوراق المالية المدرجة في السوق ابتداءً من 14 ماي 2014؛

وقامت الهيئة في 2010 بترقيم جميع الأسهم الخاصة بالشركات المساهمة العامة المحلية المدرجة في سوق دبي المالي وأبوظبي للأوراق المالية، أين تم إصدار 109 رقم بهذا الصدد لإجمالي الشركات المدرجة، وكانت الهيئة قد انضمت إلى منظمة التقييم الدولية كعضو أواخر العام 2009، وبموجب هذه العضوية تولت مهام ترقيم كافة الأوراق المالية والسلع المحلية المصدرة في الدولة برقم دولي موحد \*ISIN، وتهدف هذه العملية إلى إعطاء كل ورقة مالية رقم دولي واحد يتم التعامل به في التداولات المحلية والأجنبية، ويربط رقم ISIN كافة الأوراق المالية الصادرة عن نفس الجهة ببعضها البعض عن طريق رقم مصدر الورقة المالية<sup>2</sup>؛

كما أصدرت الهيئة قرار بضرورة تسليم المستثمرين لأرقام حساباتهم المصرفية لأسواق المال المحلية، وهذا لتفادي الصعوبات التي تصاحب عملية تسليم الأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين، لعدم معرفة العنوان المدون لدى السوق أو عدم صحته وارتداد الشيكات المرسله والتكلفة المادية المصاحبة لعملية الإرسال بالبريد، فضلاً عن سرعة وسهولة دخول الأرباح في حساب المساهم<sup>3</sup>؛

دون تنفيذ، حيث يقوم النظام عند انتهاء جلسة التداول باحتساب سعر الإغلاق وفقاً لنفس المعايير المتبعة لاحتساب سعر الافتتاح وتنفيذ كافة أوامر البيع والشراء القابلة للتنفيذ على هذا السعر بشكل تلقائي، انظر:

تنفيذ الآلية الجديدة بداية 2013: اعتماد آلية جديدة لأسعار الإغلاق واحتساب مؤشر سوق أبوظبي، مجلة أوراق مالية، العدد التاسع، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2012، ص 14.

<sup>1</sup> بهدف تعزيز إجراء الدراسات اللازمة لتحديد أداء القطاعات الاقتصادية: «لأوراق المالية والسلع» تواصل تطوير مؤشر البورصة، مجلة أوراق مالية، العدد الحادي عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جانفي 2014، ص 30.

\* International Securities Identification Number والذي يعنى الرقم الدولي التعريفي للأوراق المالية وتتمثل في أرقام تعريفية فريدة للأدوات والأوراق المالية، تساهم في تسهيل وتنظيم عمليات المقاصة والتسوية على مستوى العالم.

<sup>2</sup> الهيئة تنجز ترقيم الشركات المحلية المدرجة بالسوقين، مجلة أوراق مالية، العدد الخامس، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، نوفمبر 2010، ص 15.

<sup>3</sup> ضمن إنجازاتها في 2010 والتي تضمنها التقرير السنوي: الهيئة تفوز بجائزتين من برنامج الشيخ خليفة للتميز الحكومي، مجلة أوراق مالية، العدد السادس، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2011، ص 11.

#### ثالثا/ مبادرات أخرى

قامت الهيئة باتخاذ عدد من الإجراءات لتسهيل عمليات إصدار الأوراق المالية والاكتتاب بها، وهذا من خلال تبني الآليات المتعارف عليها دوليا مثل آلية البناء السعري، ورخصت لعدة جهات لتقديم خدمات الحفظ الأمين، والتداول بالهامش، وعملت على توفير الآليات والأدوات التي تمكن من دعم الاستثمار وتقليل المخاطر، كما سعت إلى إيجاد آلية لزيادة نسبة استثمارات الأجانب في الشركات المساهمة العامة، وفق أفضل الممارسات العالمية ومتطلبات الهيئات الدولية، والتطبيق الدقيق لقوانين الدولة فيما يخص غسيل الأموال، وواصلت مبادراتها لتطوير أداء العاملين بشركات الوساطة وتأهيلهم مهنيا ورفع مهاراتهم، واتخاذ التدابير التي من شأنها تسهيل تسجيل المستثمرين لدى شركات الوساطة، وتطبيق مبدأ اعرف عميلك، وعلى الصعيد الإجرائي أيضا، شكلت الهيئة مجموعات عمل ونظمت اجتماعات عديدة للتنسيق والتشاور مع سوقي أبوظبي للأوراق المالية ودبي المالي وسلطة دبي للخدمات المالية ومركز دبي المالي العالمي، كما عقدت لقاءات عدة مع الشركات المدرجة ضمن مؤشر MSCI الإمارات، وواصلت الهيئة متابعتها المستمرة مع هذه الشركات وأمناء الحفظ في هذا الإطار، وفي الوقت نفسه عقدت اجتماعات دورية مع مكتب مورغان ستانلي الإقليمي لموافاته بأحدث التطورات والمستجدات وظروف الأسواق والحصول على التغذية الراجعة فيما يخص مجالات التحسين، وشاركت الهيئة في تقديم عروض تعريفية لكبار المستثمرين الأجانب، وفي الوقت نفسه عمل مجلس إدارة الهيئة على تجنب إصدار أي قرارات من شأنها أن تفسر لدى جهات التصنيف الدولية على أنها قد تسهم في وضع قيود على حركة الاستثمار<sup>1</sup>، وبالنسبة لمتطلب الملكية، فقد قامت الهيئة والأسواق بتشجيع الشركات المساهمة العامة على فتح باب التملك أمام المستثمرين الأجانب\*، وهو ما زاد من عدد الشركات التي تفتح باب التملك أمام الأجانب وفقا لقانون الشركات؛

كما عملت الهيئة وأسواق الأوراق المالية على توفير جميع الإفصاحات الصادرة عن الشركات سواء ما تعلق بالتقارير المالية الدورية والتي وصلت نسبة الإفصاح فيها إلى 97,5% أو القرارات الجوهرية الهامة التي تؤثر على سعر وحركة أي سهم، وكذلك المعلومات المتعلقة بتطبيق الشركات لضوابط الحوكمة، والتي كانت أسواق الإمارات السبابة في تطبيقها إلزاميا في المنطقة، واستلزم ذلك مهلة من الوقت لتمكن الشركات من تحقيق الامتثال الكامل للقرار<sup>2</sup>؛

<sup>1</sup> عبير أبو شمالة وآخرون، مرجع سابق.

\* نسب التملك الأجانب في الشركات الإمارات تصل في الحد الأقصى إلى 49%، وفي الحد الأدنى إلى 15%.

<sup>2</sup> مصطفى عبد العظيم، الرئيس التنفيذي لهيئة الأوراق المالية والسلع عبد الله الطريقي: آن الأوان لوجود سوق مالية واحدة في الإمارات: «الأوراق المالية» تخطط لانضمام الإمارات إلى مؤشر الأسواق المتقدمة خلال 4 سنوات، جريدة الاتحاد الاقتصادي، الإمارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ: 20 جوان 2013، من الرابط:

#### المطلب الثالث/ أداء استثمارات المحفظة الأجنبية في ظل ترقية أسواق الإمارات العربية المتحدة

إن قرار ترقية أي سوق مالي من شأنه أن يجذب المزيد من المستثمرين المحليين والأجانب، الأمر الذي يتوقع معه ارتفاع السيولة الداخلة للسوق، وتعزيز الثقة في تعاملاته، وزيادة عمقه في المدينين القريب والبعيد، ومنحه المزيد من القوة، ورفع تنافسيته على المستوى العالمي.

#### أولاً/ تطور تدفقات الاستثمارات الأجنبية بسوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية

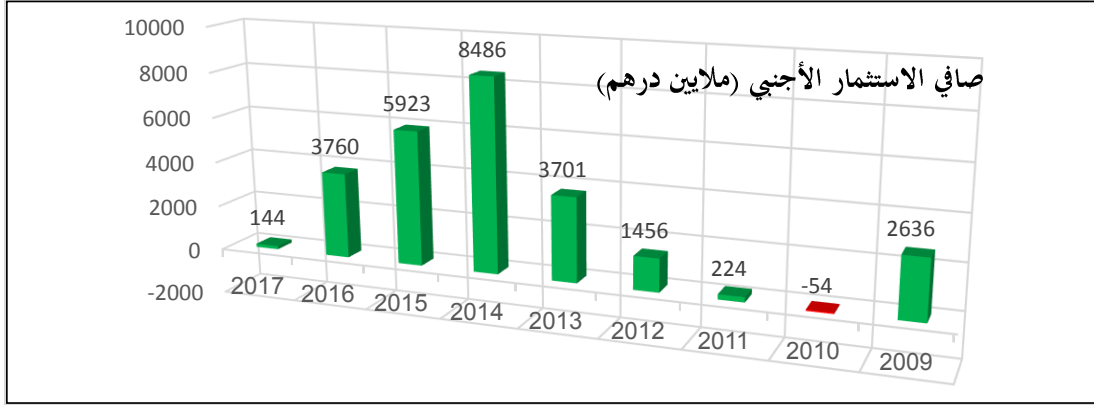
لقد كانت المراجعة التي مرت بها الأسواق من قبل مؤشر MSCI في 2012، وكذلك التطورات الإيجابية التي عرفتتها من تحسن لنظام التسليم مقابل الدفع والانظمة المرافقة له، ذات أثر كبير وإيجابي على تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية، أين نمت في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي بنسبة 586% خلال العام 2012 لتصل إلى نحو مليار و538 مليون درهم، مقارنة مع 224 مليون درهم في العام 2011، واستقطب سوق دبي المالي ما يقارب 461 مليون درهم، فيما استقطب سوق ابوظبيي 1077 مليون درهم، وشهد الربع الثاني أعلى قيمة لتدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية في سوق دبي المالي حيث بلغت ما يعادل 236 مليون درهم، في حين شهد الربع الثالث أعلى قيمة لهذه التدفقات في سوق أبو ظبي بما يعادل 691 مليون درهم، وتصدرت الأسواق الإماراتية بورصات دول مجلس التعاون الخليجي بنهاية تداولات العام 2012 كأفضل الأسواق اداءا خلال العام، بمكاسب بلغت قيمتها 33 مليار درهم، وحقق مؤشر سوق الإمارات المالي أكبر نسبة ارتفاع بنسبة 9,39% وتصدر سوق دبي المالي القائمة، كأفضل الأسواق ارتفاعا بنسبة 19,9% مقارنة مع انخفاض نسبته 17% خلال العام 2011 يليه سوق أبوظبيي في المرتبة الثانية بارتفاع نسبته 9,5% مقارنة مع انخفاض نسبته 11,6% عام 2011<sup>1</sup>، ونظرا لمرور أسواق الإمارات العربية المتحدة بالعديد من المراجعات السنوية من قبل MSCI تحسبا لإعادة تصنيفها كسوق ناشئة قبل 2012، تفاعل المستثمرون الدوليون مع قرار تأجيل رفع تصنيفها، حيث شهدت تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية تذبذبا وانخفاضا محسوسا منذ ضم الأسواق إلى قائمة المراقبة في 2009، أين شهدت صافي تدفق سالب للاستثمارات في 2010، بعد فشل أسواق الإمارات في الترقية لناشئة على مستوى مؤشر MSCI، وانخفض المؤشر العام لسوق الإمارات للأوراق المالية بنسبة 4.19% خلال عام 2010 ليبلغ مستوى 2655.32 نقطة<sup>2</sup>، على الرغم من حصول هذه الأسواق على ترقية لفئة الأسواق الناشئة الثانوية على مؤشر فوتسي في 2010، كما عرفت الأسواق تراجعاً ملحوظاً في مستويات التداول، إذ بلغ إجمالي حجم التداول خلال عام 2010 حوالي 56 مليار سهم بقيمة 103.80 مليار درهم تقريبا

<sup>1</sup>بنمو نسبته 586%: 1,53 مليار درهم الاستثمارات الأجنبية في الأسهم المحلية خلال 2012، مجلة أوراق مالية، العدد التاسع، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2012، ص 20.

<sup>2</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2010، الإمارات العربية المتحدة، ص 04.

مقارنة بـ 148.3 مليار سهم بقيمة 243.49 مليار درهم تم تداولها خلال العام 2009، وقد بلغت نسبة التراجع في حجم وقيمة التداول 62.24% و 57.37% على التوالي<sup>1</sup>، ويمكن أن يعزى جزء من هذا الانخفاض إلى أزمة ديون دبي العالمية، ويمكن توضيح التدفقات التي شهدتها أسواق الإمارات من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-15): تطور صافي تدفق استثمارات المحفظة الأجنبية في أسواق الإمارات العربية المتحدة



المصدر: هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2015، الإمارات العربية المتحدة، ص 22  
هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2017، الإمارات العربية المتحدة، ص 60.

ولقد شهدت الأشهر الأولى قبل وبعد تفعيل ترقية الأسواق على مؤشر MSCI في جوان 2014، سيطرة المستثمرين الخليجيين على تداولات الأسواق مقارنة بباقي المستثمرين الأجانب المتواجدين في السوق، حيث ارتفعت قيمة تداولات المستثمرين الخليجيين بنسبة 185.7% خلال الأشهر العشرة الأولى من العام 2014 لتصل إلى حوالي 9 مليار درهم، مقارنة مع 3.15 مليار درهم للفترة نفسها من العام 2013، ولقد نفذ هؤلاء المستثمرين صفقات بقيمة 6.45 مليار درهم في سوق دبي المالي يبعاً وشراء منذ بداية العام 2014 وحتى نهاية شهر أكتوبر، في حين وصلت قيمة تداولاتهم في الفترة ذاتها 2.5 مليار درهم في سوق أبوظبي للأوراق المالية، ونظراً لضخامة السيولة التي تم ضخها في الأسواق، تم رفع معدل التداول اليومي إلى 3 مليار درهم منذ بداية العام 2014 مقارنة مع 1.5 مليار درهم في العام 2013، ولقد جاء المستثمرون الكويتيون والقطريون في المرتبة الثانية في سوق أبوظبي بعد الإماراتيين من حيث عدد الأسهم المودعة في مقاصة السوق خلال العام 2013، في حين حل السعوديون في المرتبة الخامسة بما يزيد عن 1.4 مليار درهم، أما في سوق دبي المالي فقد حل الخليجيون في المرتبة الثانية من إجمالي قيم الشراء وقيم البيع بعد العرب الآخرين في نفس الفترة، وشكل المستثمرون الإماراتيون 61% من إجمالي عدد المستثمرين في السوق خلال العام 2013، في حين شكل المستثمرون الخليجيون 29% والعرب 6% والجنسيات الأخرى 4%<sup>2</sup>، وقد شكلت نسبة المستثمرين الأجانب ما نسبته 42.24% من

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2010، الإمارات العربية المتحدة، ص 04.

<sup>2</sup> بسيولة قيمتها 90 مليار درهم: تداولات الخليجيين في أسواق الإمارات ترتفع 185.7% خلال 10 أشهر، مجلة أوراق مالية، العدد الثالث عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، يناير 2015، ص 26.

إجمالي قيمة التداولات في عام 2014<sup>1</sup> ، وتزامنا مع تفعيل تصنيف الإمارات على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، قامت 06 شركات مدرجة في النصف الأول من العام 2014، برفع نسبة تملك الأجانب في رؤوس أموالها، وضمت قائمة الشركات المدرجة في سوق دبي المالي كل من شركة ديار لتطوير العقاري، التي كانت تقتصر تداولاتها فقط على المستثمرين الخليجيين، حيث قررت السماح للأجانب بتملك 25% من أسهمها، بنك دبي الإسلامي الذي قرر رفع نسبة تملك الأجانب من 15% إلى 25%، وشركة دبي للاستثمار التي رفعت النسبة من 20% إلى 35%، أما شركة الاتحاد العقارية فقد تم رفع النسبة من 15% إلى 25%، ورفع بنك المشرق النسبة من 20% إلى 49%، وفي سوق أبوظبي، أعلن بنك رأس الخيمة الوطني رفع نسبة التملك إلى 40%<sup>2</sup>، وتجدر الإشارة إلى أن سوق دبي المالي اعتبر من بين أفضل الأسواق العالمية أداء منذ بداية العام 2014، حيث ارتفع المؤشر العام للسوق بنسبة تقارب 50%، كما ارتفع المتوسط اليومي لقيمة التداولات بنسبة 67% إلى 460 مليون درهم منذ بداية العام 2013 مقابل 278.2 مليون درهم في الفترة المماثلة من العام 2012<sup>3</sup>؛

ونتيجة لهذه الترقية ارتفع المؤشر العام لسوق الإمارات للأوراق المالية بنسبة 6.18% خلال العام 2014 ليبلغ 4580.13 نقطة مقابل 4313,56 نقطة في 2013، حيث سجل المؤشر خلال العام 5535.33 كأعلى نقطة و3881.58 كأدنى نقطة، وبلغت القيمة السوقية لأسهم الشركات المحلية المدرجة ما يقارب الـ 728 مليار درهم مع نهاية العام 2014 بارتفاع قدره 12.7% مقارنة بإغلاق نهاية عام 2013، وبلغ إجمالي حجم التداول خلال عام 2014 حوالي 217.9 مليار سهم بقيمة 525.96 مليار درهم تقريبا مقارنة بحوالي 178.6 مليار سهم بقيمة 244.5 مليار درهم تم تداولها خلال العام 2013، وقد بلغت نسبة الارتفاع في حجم وقيمة التداول 21.95% و115.11% على التوالي<sup>4</sup>، وكان الربع الثاني للعام 2014 الذي يسبق تفعيل قرار الترقية الأكثر نشاطا، حيث تم تداول فيه أكثر من 60 مليار سهم بقيمة 180 مليار درهم إماراتي تم تنفيذها من خلال مليون صفقة<sup>5</sup>، ولقد ضحك من خلالها المستثمرين الأجانب في هذا الربع فقط ما يقارب 6,4 مليار درهم، وقد حقق الاستثمار الأجنبي في سوق أبوظبي صافي شراء كبير بنحو 3.03 مليار درهم مقابل صافي شراء بنحو 135 مليون درهم عن الربع الذي سبق، كما سجل الاستثمار الأجنبي في سوق دبي المالي صافي شراء بلغ حوالي 3.36 مليار درهم خلال ذات الفترة، مقابل صافي شراء عن الربع الأول من العام 2014 بنحو 916 مليون درهم<sup>6</sup>؛

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2014، الإمارات العربية المتحدة، ص 06.

<sup>2</sup> شركات وطنية ترفع نسبة التملك الأجنبي سعيا وراء العالمية، مجلة أوراق مالية، العدد الثالث عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، يناير 2015، ص 36.

<sup>3</sup> عبير أبو شمالة وآخرون، مرجع سابق.

<sup>4</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2014، الإمارات العربية المتحدة، ص 03.

<sup>5</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 03.

<sup>6</sup> أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية لربع الثاني، العدد السابع والسبعون، صندوق النقد العربي، 2014، ص 65.

وشهد الربع الثالث من العام 2014، استمرار وتيرة الشراء من قبل الأجانب ولكن بدرجة أقل، حيث سجلت صافي تعاملات الأجانب في السوقين مجتمعين صافي تدفق موجب بنحو 2,32 مليار درهم، منها 851 مليون درهم صافي شراء سجلت في سوق أبو ظبي في حين سجل سوق دبي المالي صافي شراء يقدر بـ 1,46 مليار درهم<sup>1</sup>، في حين شهد الربع الرابع من العام 2014، تباينا في سلوك المستثمر الأجنبي، إذ حقق سوق أبو ظبي صافي بيع بنحو 421 مليون درهم، في حين سجل سوق دبي المالي صافي تدفق موجب بنحو 916,1 مليون درهم<sup>2</sup>، ونظرا لأن معظم الشركات التي تم اختيارها من قبل مؤشر MSCI تنتمي لقطاع البنوك والعقارات، تصدر مؤشر قطاع البنوك في العام 2014 المرتبة الأولى مقارنة بالمؤشرات الأخرى محققا نسبة ارتفاع عن نهاية العام 2013 بلغت 19.62% ليستقر على مستوى 3483.67 نقطة مقارنة مع 2912.22 نقطة، تلاه مؤشر قطاع العقار محققا نسبة ارتفاع عن نهاية العام 2013 بلغت 10% ليستقر على مستوى 5819.32 نقطة<sup>3</sup>؛

وبعد ذلك عرفت تدفقات الأجانب الموجه لأسواق الإمارات انخفاضا محسوسا، أين بلغ إجمالي قيمة الشراء للأجانب في عام 2015 حوالي 103.90 مليار درهم، في حين بلغ إجمالي قيمة المبيعات حوالي 97.97 مليار درهم، وشكلت نسبة المستثمرين الأجانب ما نسبته 46.75% من إجمالي قيمة التداولات في هذا العام، وقد لوحظ خلال هذا العام أيضا دخول مستثمرين من دول مجلس التعاون الخليجي ودول أخرى إلى أسواق الأوراق المالية المحلية، ولقد تميزت الأعوام 2015، 2016 و2017 بارتفاع صافي الاستثمار الأجنبي في سوق أبو ظبي للأوراق المالية بشكل واضح مقارنة بالعام 2014، وقد احتل بذلك المرتبة الأولى من حيث صافي استثمارات الأجانب في البورصات العربية خلال العامين 2015 و2016، في حين احتل المرتبة الثانية في العام 2017، ويمكن تفسير جزء من هذا ارتفاع بصعود قرار خلال العام 2015 يتيح للمستثمرين من المؤسسات الأجنبية وغير المواطنين بتملك أسهم إحدى الشركات الكبرى في السوق المالي-شركة اتصالات الإمارات-، وفي المقابل انخفض صافي الاستثمار الأجنبي بسوق دبي المالي مقارنة بمثيله من العام 2014، كما شهد العام 2017 خروج كبير لتدفقات المحفظة الأجنبية منه أين سجل صافي بيع بنحو مليار و613 مليون درهم<sup>4</sup>؛

<sup>1</sup> أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية لربع الثالث، العدد الثامن والسبعون، صندوق النقد العربي، 2014، ص 65.

<sup>2</sup> أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية لربع الرابع، العدد التاسع والسبعون، صندوق النقد العربي، 2014، ص 65.

<sup>3</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2014، الإمارات العربية المتحدة، ص 03.

<sup>4</sup> انظر في ذلك:

-هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2015، الإمارات العربية المتحدة، ص 20.

-التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2016، ص 137.

-هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2017، الإمارات العربية المتحدة، ص 60.

ثانيا/ تطور عدد الصناديق الأجنبية المسجلة بأسواق الإمارات العربية المتحدة

لقد كان إصدار نظامي صناديق الاستثمار وإدارة الاستثمار نقطة تحول مهمة في جلب المستثمر المؤسسي لأسواق الإمارات، حيث أثمرت عن زيادة ملحوظة في عدد الصناديق الاستثمارية المرخصة والمسجلة في الدولة التي بلغت بنهاية العام 2017 عدد 292 صندوق استثمار أجنبي، وتحتل الصناديق المنشأة في لوكسمبورغ المركز الأول بـ 207 صندوق تليها إيرلندا بـ 36 صندوق، ثم الهند بـ 24 صندوق، وجزر كايمان بـ 06 صناديق، وتتنوع الصناديق الأخرى على جنسيات مختلفة أخرى كفرنسا والمملكة المتحدة ومملكة البحرين وغيرها<sup>1</sup>، وقد عرفت صناديق الاستثمار المسجلة بالهيئة تطورا ملحوظا، وقد تضاعف عدد الصناديق المسجلة لضعف في عام 2013 والذي تزامن مع اعلان عن ترقية أسواق الإمارات لفئة الأسواق ناشئة وفق مؤشر MSCI، ليبلغ 498 صندوق مقابل 218 صندوق في 2012، حيث شهد العام أكبر طلب لتسجيل صناديق الاستثمار الأجنبية بـ 288 طلب، في حين تم تسجيل 46 و77 طلب في العامين 2014 و2015 على التوالي، ويمكن توضيح تطور عدد الصناديق المسجلة من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-5): تطور عدد صناديق الاستثمار الأجنبية المسجلة بهيئة الأوراق المالية والسلع

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
-	41	77	46	288	93	125	طلب تسجيل
-	(7)	(6)	(16)	(8)	0	0	طلب الغاء
292	633	599	528	498	218	125	المجموع

المصدر: هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2016، ص 42- هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2017، ص 50.

كما بلغ عدد الموافقات التي منحتها الهيئة لترويج لصناديق استثمار أجنبية في أسواق الدولة 789 موافقة خلال العام 2017 لصالح 19 مروج محلي، حيث احتل بنك أبوظبي التجاري المركز الأول بإجمالي 162 موافقة ثم بنك المشرق بعدد 151 موافقة<sup>2</sup> ثم سيتي بنك بعدد 144 موافقة<sup>2</sup>، مقابل 79 و156 طلب في 2014 و2015 على التوالي<sup>3</sup>، كما يوجد على مستوى الهيئة 22 صندوق استثمار محلي حسب نهاية العام 2017، ويملك بنك أبوظبي الأول منها 06 صناديق استثمار، يليه مؤسسة المال كابيتال بـ 05 صناديق، ويملك بنك أبوظبي التجاري ومصرف الهلال ثلاثة صناديق استثمارية، ويملك كل من بنك الاتحاد الوطني ومؤسسة انفسست ايه دي صندوقين استثماريين في حين يعود صندوق الاستثمار المتبقي لشركة المستثمر الوطني<sup>4</sup>، ويبلغ اجمالي

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2017، الإمارات العربية المتحدة، ص 52.

<sup>2</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2017، الإمارات العربية المتحدة، ص 53.

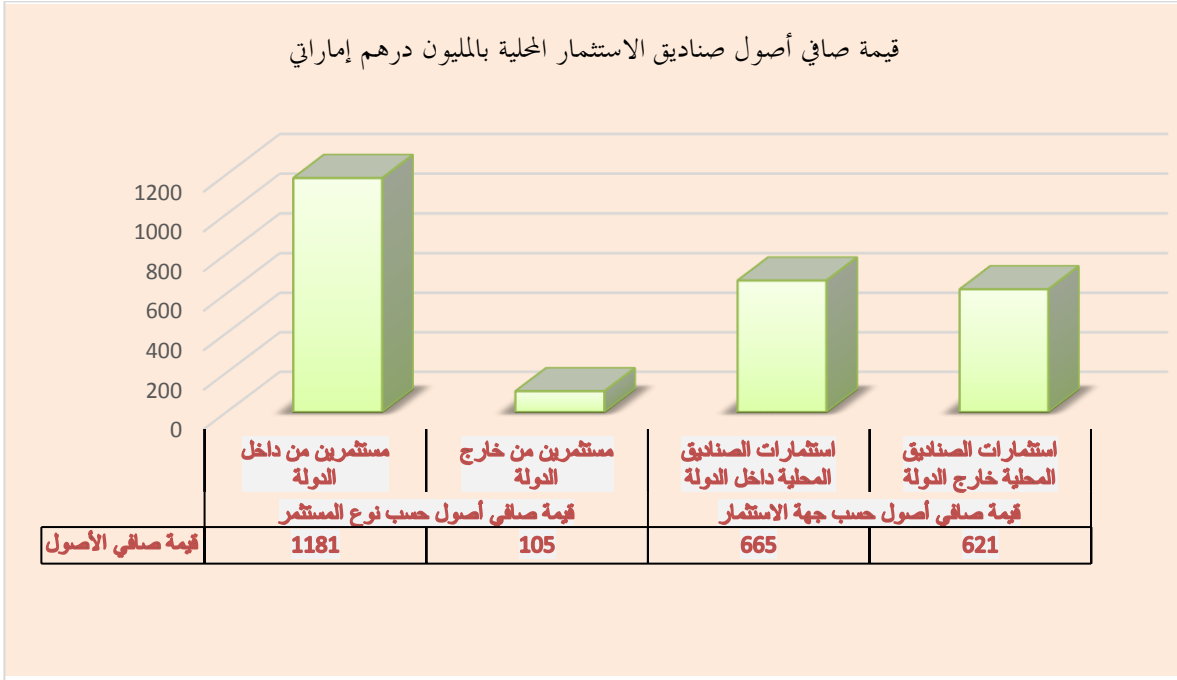
<sup>3</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2015، الإمارات العربية المتحدة، ص 48.

<sup>4</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2017، الإمارات العربية المتحدة، ص 46.



قيمة صافي أصول الصناديق المحلية ما يقارب 1,286 مليون درهم، 54% من هذه الأصول تعود لصناديق التابعة لبنك أبو ظبي الأول، وتسعى هذه الصناديق إلى اجتذاب مستثمرين محليين وأجانب، كما تعمل على توظيف صناديقها داخل وخارج دولة الإمارات، والشكل الموالي يوضح قيمة صافي أصول الصناديق المحلية حسب جهة الاستثمار ونوع المستثمر:

الشكل رقم (4-16): صافي أصول صناديق الاستثمار المحلية حسب جهة الاستثمار ونوع المستثمر



المصدر: هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي لعام 2017، الإمارات العربية المتحدة، ص 48.

### المطلب الرابع/ إنجازات أسواق الإمارات العربية المتحدة بعد الترقية

شكلت هيئة الأوراق المالية والسلع لجنة خاصة للتخطيط لترقية أسواق الإمارات إلى قائمة الأسواق المتقدمة مستقبلاً، وستعمل هذه اللجنة على بحث عن الآليات والأنظمة والتشريعات اللازمة للوصول إلى هذا الهدف.

#### أولاً/ إطلاق السوق الثانية

من أجل تعميق الأسواق وإتاحة المزيد من الخيارات الاستثمارية للمستثمرين بالإضافة للتي تتواجد في السوق الثانوي الرسمية المخصصة لتداول أسهم الشركات المساهمة العامة، وإدراج عدد أكبر من الشركات التي تمثل الاقتصاد الإماراتي، قامت هيئة الأوراق المالية والسلع في سبتمبر 2014، بتدشين التداول على سهمي شركتنا منازل العقارية والمستثمر الوطني، أولى الشركات المدرج أسهمها في السوق الثانية والمخصصة لشركات المساهمة الخاصة فقط، كما تعمل الهيئة على صياغة قوانين وتشريعات جديدة تمكن من خلالها الشركات الصغيرة والمتوسطة المحلية على الإدراج في هذا السوق، كما تهدف إلى أن تكون هذه السوق بمثابة منصة

إقليمية لإدراج الشركات المماثلة من دول مجلس التعاون الخليجي والدول العربية مستقبلا، مما سيكون له انعكاسات إيجابية على الاقتصاد الإماراتي، وبهذا ستساعد السوق الثانية الشركات المساهمة الخاصة على تهيئة أوضاعها بما يتماشى مع معايير أسواق الأوراق المالية تدريجيا من حيث الميزانيات والشفافية والحوكمة والافصاح، تمهيدا للانتقال إلى السوق الأولى في حال رغبت في ذلك مستقبلا، كما سيتمنح الفرصة للمساهمين في الشركات الخاصة لتداول أسهمهم والاستفادة منها في تحقيق مكاسب بدلا من انتظار التوزيعات السنوية فقط، وتعمل الهيئة على لإنشاء منصة أخرى للشركات الجديدة التي تؤسس من الصفر وأخرى للشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم، كما أن مجلس إدارة الهيئة يدرس إصدار تشريع يلزم الشركات التي يتم تداول أسهمها خارج الأسواق بالإدراج في أسواق الأوراق المالية سواء الأولى أو الثانية، بعد إعطائها مهلة معينة<sup>1</sup>؛

### تانيا/ إطلاق نظام الحساب التجميعي

لأغراض تنشيط الأسواق وتنويع التداولات التي تتم فيه وزيادة السيولة، واستقطاب أكبر عدد ممكن من المؤسسات الأجنبية، أقرت الهيئة نظام جديدا يتمثل في نظام الحساب التجميعي Allocation Account، والذي يتميز بأن آليات وضوابط تطبيقه تتيح للهيئة والأسواق إمكانية الرقابة على التداولات التي تتم من خلال هذا النظام وضبط مختلف المخالفات التي تقع، فنظام الحساب التجميعي حساب مجمع يصدره السوق لصالح شركات الوساطة وذلك وفقا للإجراءات المعتمدة في هذا الشأن، وهو حساب اختياري مخصص لتداولات المستثمرين المؤسساتيين فقط، حيث تقوم شركة الوساطة بالتداول لصالح عملائها المؤسساتيين فقط من خلال هذا الحساب ووفقا لأوامرهم، وفي نهاية جلسة التداول تلتزم شركة الوساطة بتوزيع كافة الأسهم التي تم شراؤها من خلال الحساب المجمع إلى الحسابات الخاصة بالمستثمرين المسجلة لدى المقاصة، ولهذا ففائدة الحساب التجميعي تتمثل في تسهيل إدارة عمليات الشراء المتعددة للمؤسسات المالية ذات الحاجة لمثل هذا النوع من الحسابات، كما يزيد من كفاءة العمليات الإدارية المرتبط فيه، سواء على صعيد سرعة الإنجاز أو مرونة عملية التنفيذ، وذلك علاوة على أنه يمكن من خلال النظام إدارة الأوامر ودخول السيولة إلى الأسواق المحلية بكل سهولة ويسر<sup>2</sup>؛

<sup>1</sup> تنفيذًا لتوجيهات صاحب السمو الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم: تدشين التداول على أسهم الشركات المدرجة بالسوق الثانية، مجلة أوراق مالية، العدد الثالث عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، يناير 2015، ص ص 02-03.

<sup>2</sup> المجلس يطلع على تقرير أبرز مؤشرات أداء الهيئة عن العام في ضوء خطتها الاستراتيجية: اختيار هيئة الأوراق المالية والسلع ضمن أفضل 30 ممارسة عالمية، مجلة أوراق مالية، العدد الثالث عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، يناير 2015، ص 06.

#### ثالثا/ ادراج أدوات مالية جديدة

تواصل هيئة الأوراق المالية والسلع جهودها الرامية إلى تنويع أدوات الاستثمار في أسواق المال المحلية، وبالتالي إيجاد المزيد من الفرص الاستثمارية للمتعاملين، وعلى وجه الخصوص المؤسسات الاستثمارية، التي لها دور مهم في تعزيز استقرار الأسواق، وفي هذا الصدد قامت بإطلاق مجموعة من الأنظمة في 2014، منها نظام الأذون المغطاة التي تتمثل في أوراق مالية متساوية القيمة وقابلة للتداول تعطي لحاملها الحق دون التزام في شراء أو بيع عدد محدد من الأصول محل الأذون بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة، ولا يجوز لأي جهة إصدار هذه الأداة ما لم تكن مرخصة من الهيئة، ويكون طالب الترخيص مصرفا تجاريا أو استثماريا أو مؤسسة مالية أو فرعاً لمصرف أجنبي مرخص من قبل المصرف المركزي وحاصل على موافقته لمزاولة نشاط إصدار اذون المغطاة، أو شركة مرخصا لها من الهيئة للعمل في مجال الأوراق المالية<sup>1</sup>، كما قامت بتحديث نظامي ادراج السندات والصكوك ليشمل جميع المراحل من الترويج، والإصدار، والإدراج، والتداول، حيث شدد نظام اصدار السندات على أنه باستثناء السندات الحكومية، لا يجوز إصدار سندات دين في الدولة وطرحها للاكتتاب العام إلا بعد موافقة الهيئة، ويجب إدراجها بالسوق، كما أوجب نظام الصكوك على الملتزم ضمان عدم استخدام العائدات التي يتم الحصول عليها من إصدار الصكوك إلا لأغراض متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويتم إثبات ذلك بموافقة اللجنة الشرعية، ومن أجل اعطاء مرونة أكبر لشركات الوساطة وصناديق الاستثمار أطلقت الهيئة أيضا نظام إدارة الاستثمار<sup>2</sup>؛

#### رابعا/ مبادرة لدمج سوقي الإمارات

تعمل هيئة الأوراق المالية والسلع على اعداد دراسة تبحث من خلالها جدوى اندماج أسواق الأوراق المالية المتواجدة في الإمارات لتصبح سوق واحدة تتمثل في "بورصة الإمارات" والتي ستصبح ثاني أكبر أسواق المنطقة بعد السوق المالي السعودي، حيث صرح أحد المسؤولين بالهيئة وقال: " إن الجميع يرغب في أن يرى سوق الإمارات الموحدة أو بورصة الإمارات، وقد آن الأوان لأن نرى سوقا مالية واحدة لدولة الإمارات في أقرب وقت ممكن، تعكس واقع النمو والازدهار الذي تشهده الدولة"<sup>3</sup>، وفي حال اندماج السوقين معا في سوق موحدة فإن هذا الأمر ستكون له إيجابيات عدة، وتجدر الإشارة إلى أن وجود سوقين لم ينتج عنه أي

<sup>1</sup> أكدوا أنه يسهم في استقطاب المحافظ والمؤسسات الأجنبية: خبراء: تنويع «الهيئة» للأدوات الاستثمارية يعزز البيئة الاستثمارية للأسواق، مجلة أوراق مالية، العدد الحادي عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، يناير 2014، ص 24.

<sup>2</sup> ضمت «الاذونات المغطاة» و«إدارة الاستثمار» و«الصكوك» و«سندات الدين»: هيئة الأوراق المالية والسلع تعتمد 4 أنظمة جديدة خلال 6 أشهر، مجلة أوراق مالية، العدد الثاني عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جويلية 2014، ص 03-04.

<sup>3</sup> مصطفى عبد العظيم، مرجع سابق.

سلبيات، بل على العكس ساهم التنافس بين السوقين في تقديم أفضل الخدمات للمستثمرين، وهناك ترتيبات فنية وإدارية ولوجستية يجب تنفيذها لإتمام عملية الدمج، منها الشكل القانوني لكل سوق، فسوق أبو ظبي مؤسسة حكومية مملوكة لحكومة أبو ظبي، بينما جرى تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة عام 2007 مدرجة في سوق ذاتها، وتملك حكومة دبي ما نسبته 80% من رأسمالها فيما يملك المساهمون 20%، وسيختصر هذا الاندماج الكثير من الإجراءات ويوحد القوانين والأنظمة والتعليمات، وسيصبح للمستثمر رقم واحدا بدلا من رقمين وحساب بدلا من حسابين، بالإضافة إلى تأسيس مؤشر ومقاصة موحدتين، وسيساهم هذا الاندماج في إيجاد كيان مالي واستثماري واقتصادي قوي يلعب دورا مهما في تعزيز أداء الاقتصاد الوطني، وسيعكس قوة هذا الاقتصاد بكل قطاعاته، وسيساهم في استقطاب الاستثمارات المؤسسية الإقليمية والعالمية، كما أن توحيد السواق الإماراتية في سوق مالي واحد من شأنه أن يؤدي إلى زيادة السيولة ورفع أحجام التداول من خلال جذب فئة جديدة من المستثمرين وإعادة تخصيص المحافظ الاستثمارية وخفض تكاليف التداول، ومن شأنه أن يؤدي إلى إتاحة مجموعة واسعة من الأوراق المالية أمام المستثمرين وأكثر تنوعا، كما من شأنه تحسين وتسهيل إجراءات وصول المستثمرين الحاليين بسوق، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين المحتملين؛

كما أن الهيئة بصدد إجراء تعديلات جديدة على القانون الخاص بها، ومن أبرزها سن عقوبات شديدة على المخالفين لقانون الهيئة لتحقيق صفة الردع، وسيتم تشديد العقوبات اعتمادا على منهجية علمية تتبع المعايير العالمية في هذا الجانب، كما أنها تعمل على خطة استشرافية لمستقبل أسواق الأوراق المالية بدولة الإمارات، تمتد لـ 31 عاما حتى 2048، تعمل فيها الهيئة على مناقشة كل تفاصيلها مع جميع الشركاء في منظومة أسواق الأوراق المالية، إذ تم عرضها وإقرارها على مجلس الإدارة، ويتم الاستماع لشركاء الاستراتيجيين من خلال البدء مع العاملين في القطاع الصناعي، باعتباره من أهم القطاعات التي يعتمد عليها في توسع نشاط أسواق الأوراق المالية بالدولة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>مدحت السويدي، توقعت إدراج شركتين بالسوق قبل نهاية 2017: «الأوراق المالية»: تعديلات على قانون «الهيئة» لتغليظ العقوبات للمخالفين، جريدة الإمارات اليوم، الإمارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ 11 أكتوبر 2017، من الرابط:

<http://www.emaratyoom.com/business/local/2017-10-11-1.1034303>

## الخلاصة:

لقد أسفرت الجهود التي بذلتها هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية وهيئة قطر للأسواق المالية عن تأهيل أسواقها إلى مصاف الأسواق الناشئة على مؤشرات MSCI وفوتسي وغيرها من المؤشرات، ونظرا للحجم الذي كانت تشغله هذه الأسواق في مؤشر MSCI للأسواق الحدودية، فقد تركت تأثيرا بارزا نتيجة انتقالها دفعة واحدة لمصاف الأسواق الناشئة، ولكن نظرا لصغر الوزن الذي مثلت به، الذي يعتبر جد ضئيل بالمقارنة مع بقية الأسواق، فقد كان تأثيرها محدودا على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، ولقد اعتبرت أسواق الإمارات الوحيدة بين دول مجلس التعاون الخليجي التي تم تأهيلها ضمن مؤشرات Russell Investments و FTSE للأسواق الناشئة في 2010، وقد اتخذت هيئة الأوراق المالية والسلع عدة إجراءات وخطوات ضمن سعيها لتأهيل أسواق الإمارات لمؤشر مورغان ستانلي، فقد قامت بداية بدراسة معايير التصنيف الخاصة بالمؤشر، وتقديم كافة المعلومات المطلوبة، وشرحها خلال الاجتماعات واللقاءات المتكررة التي تمت بين الجانبين، وبشكل متواصل وفق منهج علمي من أجل استيفاء كل متطلبات الترقية، مثل معيار استقرار الإطار المؤسسي للأسواق، حيث تمكنت الهيئة من توفير بيئة استثمارية وتشريعية متطورة تتضمن أنظمة من شأنها الحفاظ على حقوق المستثمرين وتبلي طلبات المستثمرين في مختلف دول العالم، والأمر نفسه ينطبق على معيار تنظيم السوق الذي يتضمن التشريعات والأطر التنافسية وتدفق المعلومات، وأرجع مؤشر MSCI أن التأخير في قرار إعادة تصنيف دولة الإمارات العربية المتحدة كان بسبب تحليل استجابة المشاركين في السوق لآلية DVP الجديدة، ولقد سعت بورصة قطر بدورها إلى تشجيع الاستثمار بكل أشكاله من خلال تحويل البورصة إلى سوق من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزا ماليا إقليميا، ولهذا سعت دوما على استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة، وتعزيز الإمكانيات التكنولوجية وزيادة إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليه، ومن أجل تسريع عملية الانضمام للمؤشرات العالمية، قامت برفع مستوى الملكية الأجنبية في شركاتها من 25% إلى 49%، ولقد كان لعملية الترقية تأثير ملموس على العوائد والتقلبات في هذه الأسواق سواء عند الإعلان عن قرار الترقية، أو عند تاريخ تنفيذ القرار، أين شهدت هذه الأسواق دخول معتبر للمستثمرين الأجانب ساهموا في رفع من مستويات التداول فيها، كما أن السلطات المنظمة لعمل بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة تطمح لرفع من أداء أسواقها إلى مصاف الأسواق المتقدمة، لذلك عملت على استحداث وتطوير العديد من الخدمات والأدوات في أسواقها، لتكون أكثر جاذبية للمستثمر الأجنبي.

## الخاتمة:

1. اختبار الفرضيات
2. النتائج المتوصل اليها
3. المقترحات
4. الدراسات المستقبلية

وفي الأخير، لقد تم التطرق من خلال هذا البحث إلى دور ترقية أسواق الأوراق المالية على استقطاب استثمارات المحفظة الأجنبية خاصة الناشئة منها، فنظرا لتعدد احتياجات المستثمرين العالمية، فقد برزت الحاجة إلى تقسيم أسواق الأوراق المالية إلى عدة فئات، بناء على درجة نضجها ومدى سهولة اجراءات دخول وتسجيل المستثمرين الأجانب فيها، وهذه الفئات، يعتمد عليها المستثمرون لتوزيع رؤوس أموالهم فيما بينها، بناء على المعلومات التي توفرها هذه المؤشرات، وبالتالي تدعم المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ومن بين أهم المؤشرات العالمية الخاصة بتصنيف أسواق الأوراق المالية، نجد مؤشر شركة مورغان ستانلي كايبتال إنترناشيونال MSCI، الذي يهدف إلى إبراز آراء وممارسات مجتمع الاستثمار الدولي، مع تحقيق التوازن بين التنمية الاقتصادية للبلد وإمكانية الوصول إلى أسواقه، ولذا يركز في إطار تصنيفه للأسواق المالية على معايير محددة، كالتنمية الاقتصادية والاستقرار السياسي، مدى اتساع وعمق السوق وسيولته، وإجراءات وعمليات التداول والتسوية، السماح بتملك الأجانب للأسهم، سهولة دخول وخروج رؤوس الأموال، كفاءة الإطار التشغيلي لسوق وغيرها من المعايير، ويصنف MSCI أسواق الأوراق المالية العالمية إلى ثلاث فئات كبرى، تتمثل في الأسواق الحدودية، الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة، أما مؤشر FTSE Russell فيعتمد في تصنيفه للأسواق المالية على مصفوفة جودة الأسواق التي تعتبر محور عملية التقييم، والتي تتضمن لنصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي حسب البنك الدولي، مستويات التصنيف الائتماني للبلدان، ومعايير تتعلق بتطور السوق وتنظيمه، حرية وتطور سوق الصرف الأجنبي، بساطة اجراءات تسجيل المستثمرين الأجانب، وتعتبر بعض هذه المعايير حكرا على فئة الأسواق المتقدمة دون باقي الفئات، كوجود سوق للمشتقات متطورة، والسماح بوجود آلية البيع القصير واقراض الأسهم، في حين يقوم مؤشر S&P DJI بتصنيف أسواق الأوراق المالية وفق مرحلتين، تمس المرحلة الأولى مجموعة من البيانات الكمية كتقييم أولي والتي يجب عليها استيفاء الحد الأدنى من متطلبات حجم السوق، تأهلها للحصول على مرتبة الأسواق المتقدمة، الناشئة أو الحدودية، وعندما يكون هناك تغيير ممكن للتصنيف، يتم اجراء المزيد من الدراسات حول السوق، والتي تشمل المجالات الكمية والنوعية والتي تتعلق بفترة تسوية الأوراق المالية، تصنيف الديون السيادية، التضخم المفرط، القيود المفروضة على الملكية الأجنبية وإمكانية الوصول للسوق الصرف الأجنبي، والتي تعتبر ضرورية عند التصنيف في حالة السوق الناشئة، والتي تأخذ هذه المعايير التكميلية حنبا إلى جنب مع معايير الابتدائية من أجل أخذ القرار بشأن تغيير وضع السوق؛

واستنادا إلى هذه المعايير المتنوعة، تعتبر الأسواق المتقدمة الأكثر سهولة وميسرة للمستثمرين الأجانب، على نقيض الأسواق الناشئة التي تمتلك إمكانية وصول المستثمرين الأجانب إليها أقل مقارنة بالأسواق المتقدمة ولكنها لا تزال تظهر درجة من الانفتاح، في حين أن أسواق الحدودية عادة ما تكون أقل وصولا إلى المستثمرين الأجانب، والتي تفرض بيئاتها التنظيمية والتشغيلية قيودا على مستثمرين الأجانب، لذا فعملية التصنيف التي تجربها هذه المؤشرات (سواء ترقية أو التخفيض) تكون متبوعة و/أو تصاحبها إصلاحات في

السياسات الاقتصادية والمالية لدولة، بما في ذلك إدخال تحسينات على الهياكل الأساسية للسوق، والتي من شأنها استقطاب المستثمرين الأجانب وكذلك تعزيز ثقة المستثمرين المحليين، وتعتبر عملية ترقية أسواق الأوراق المالية لفئة أعلى من الفئة التي كانت فيها، كأفضل إشارة تؤكد على صحة الإصلاحات الاقتصادية والتغييرات الهيكلية التي مست السوق، كما أن التحسن النسبي في أداء الأسواق وزيادة تدفقات استثمارات المحفظة الأجنبية تنسب إلى عملية التصنيف التي مست السوق، في حين أن هناك من يعتبر أن هذا التحسن جاء نتيجة التغييرات التي مست السوق وتحسين البنية التحتية لها؛

ولقد ركز هذا البحث بالضبط على دراسة أسواق الأوراق المالية العربية التي تم ترفيتها لفئة الأسواق الناشئة في جوان 2014، والتي تتمثل في بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة، فرفع تصنيف هذه الأسواق من قبل هذه المؤشرات من فئة الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة، يأتي بمثابة دلالة واضحة على التقدم الملحوظ الذي شهدته أسواق الأوراق المالية في كلتا الدولتين، ومدى تحسن البيئة التشريعية فيهما بما من شأنه الارتقاء بها إلى أفضل المعايير العالمية، وخاصة من حيث مستويات الشفافية والحوكمة المؤسسية، وترقية هذه الأسواق كان له مردود إيجابي على أدائها، أين شهدت طفرات في مستويات التداول والسيولة في أسواقها، خاصة في العام الذي تم فيه تثبيت ترفيتها كأسواق ناشئة، ولم يتوقف الأمر عند هذا الحد بل امتد الأثر إلى غاية الأسواق العربية المتواجدة في المنطقة ككل، والتي عرفت بدورها ترفيات مماثلة، فإدراج هذه الأسواق في المؤشرات العالمية سيدخل المستثمر الأجنبي إلى المنطقة العربية على صعيد المؤسسات والأفراد، مع إمكانية انتقال هذا الاستثمار من بلد إلى آخر في المراحل المقبلة، وبالتالي يمكن القول أن الإدراج في المؤشرات العالمية يعتبر كتحفيز غير مباشر للقيام بإصلاحات تمس مناخ الاستثمار في الدولة.

### اختبار الفرضيات:

1. لقد واكب تطور أي سوق مالي وجود هيئة تعمل على تنظيم العمليات فيه وحماية المستثمرين من أي تلاعبات قد تحدث داخل هذه الأسواق، ولذا سعت الهيئات المنظمة لعمل أسواق الأوراق المالية على السهر من أجل توفير أفضل الشروط وأحسن الخدمات للمستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء، خاصة فيما يتعلق بانفتاح الأسواق على المستثمرين الأجانب، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى، كما يتطلب الأجانب أيضا توفر شروط أخرى حتى يقبلوا على استثمار في سوق معين، مثل توفر الاستقرار السياسي، وارتفاع معدلات الفائدة، وانخفاض معدلات الضرائب وغيرها من الشروط التي تتعلق بالظروف العامة للاقتصاد المضيف؛

2. ينقسم المستثمرين في أسواق الأوراق المالية حسب طبيعة الإدارة إلى نوعين من المستثمرين: هما مستثمري الإدارة النشطة ومستثمري الإدارة السلبية، ولذلك، ففي الفترة الممتدة ما بين يوم الإعلان الأساسي ويوم تنفيذ قرار ترقية السوق، يقوم مستثمري الإدارة النشطة الأجانب إلى جانب المستثمرين الأفراد المحليين بشراء الأسهم



المزعم ادراجها في المؤشرات القياسية، ما يخلق طلبا على هذه الأسهم وترتفع أسعارها، في حين تفضل صناديق الإدارة السلبية التي تتخذ مؤشر الأسواق الناشئة مرجعا لها الدخول إلى هذه الأسواق اعتبارا من اليوم الترقية الفعلي لسوق، وبالتالي، فعند تنفيذ قرار ترقية هذه الأسواق، يقوم مدراء الإدارة النشطة ببيع أسهمهم من أجل الحصول على الأرباح، وهذا لأنهم يعتقدون أن قيمة الأسهم أصبحت مرتفعة نسبيا، كما يقوم أيضا مدراء صناديق الإدارة السلبية التي تتخذ مؤشر الأسواق الحدودية مرجعا لها بتخلص كذلك من الأسهم التي كانت بحوزتها، ما يخلق ضغوطات على الأسعار وبالتالي ازاحتها نحو الانخفاض، وهذا معناه أن الأسواق التي تمت ترقيتها تشهد ارتفاعا في العوائد عند بداية قرار ترقيتها، وبعد ذلك تبدأ الأسعار في الانخفاض والعودة إلى مستوياتها الطبيعية، وهذا ما يدل على أن الفرضية الثانية صحيحة بشكل جزئي؛

3. من أجل تحقيق أداء يتماشى مع أداء الأسواق بصفة عامة، توجهت بعض الصناديق الاستثمارية إلى تبني أسلوب المحاكاة لبعض المؤشرات عند اتخاذها لقرار الاستثمار، من خلال شراء الأوراق المالية المكونة لهذه المؤشرات وبيعها عندما يتم ازلتها منها، وبالتالي، فعند الاعلان عن قرار ترقية أي سوق تنتظر هذه الصناديق إلى غاية تفعيل تصنيف الأسواق وتبدأ بعملية الشراء، في حين أن هناك نوع آخر من الصناديق والتي تتبع أسلوبا نشطا في إدارتها، تقوم باستثمار في هذه الأسواق بغض النظر عن وضعيتها، وبالتالي، فعند الإعلان عن ترقية هذه الأسواق تقوم بالشراء في الأيام الأولى للقرار من أجل اغتنام فرصة تدني الأسعار، والبيع في ما بعد عند ارتفاع الطلب عليها خصوصا بعد دخول مستثمري الإدارة السلبية، وهذا ما يدل أيضا على أن الفرضية الثالثة صحيحة بشكل جزئي؛

4. لقد أدت ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة إلى فئة الأسواق الناشئة إلى تزايد حجم نشاط أسواق الأسهم خلال الأشهر القليلة التي تلت عملية الترقية، من خلال الارتفاع القياسي في مستويات وأحجام التداول خاصة في العام الذي شهد فيه ترقية هذه الأسواق، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأخيرة، ولكن ما تم ملاحظته في هذه الأسواق أن هناك أسهم أكثر استفادة من أسهم أخرى من حيث التداولات عليها، لاسيما أسهم البنوك والعقارات، وهذا لأنها كانت تمثل حصة الأسد في المؤشرات القياسية لهذه الأسواق من جهة، كما أن الصناديق ذات الإدارة السلبية لن تستثمر في كل الأسهم المحلية، بل ستستثمر فقط في الأسهم التي تم ادراجها في المؤشرات القياسية لهذه الأسواق من جهة أخرى، وبالإضافة إلى هذين السببين، فالمؤسسات الأجنبية والمحافظ الدولية تفضل الأسهم السائلة، أي التي يسهل تسيلها (حتى وإن كان الدخول للاستثمار على المدى الزمني الطويل) مع مراعاة عوامل أخرى، مثل نسبة الملكية المتاحة للأجانب، وأداء الشركة المصدرة والقيمة السوقية للأسهم.

**النتائج المتوصل إليها:** ولقد تم التوصل من خلال هذا البحث إلى مجموعة من النتائج، نذكر منها:

1. تعتبر فئة الأسواق الحدودية، بمثابة الخطوة التمهيديّة لدخول الأسواق الناشئة، وهذا لأن شروط الإدراج في هذه الفئة تتميز بالسهولة واليسر بالمقارنة مع شروط التي تؤهلها لفئة الأسواق الناشئة؛
2. تعتبر نسبة ملكية الأجانب من بين أهم المحددات التي تلعب دورا مهما في ترقية سوق مالي ما لفئة الأسواق الناشئة، والتي تفشل معظم الأسواق في تجاوزه؛
3. يتطلب المستثمر الأجنبي عند وجوده في أي سوق، توافر بيئة استثمارية جيدة من تنظيم السوق وتنوع الأدوات المالية والشفافية وغيرها، حتى يستطيع القيام بالاستثمار بكل راحة؛
4. إن عملية تصنيف سوق مالي ما لفئة الأسواق الناشئة، تكون مصحوبة بإصلاحات شاملة تمس السوق وكذلك الاقتصاد الذي تنشط ضمنه على حد سواء، والتي من شأنها تأثير على المناخ العام للاستثمار في الدولة؛
5. يعتبر الوزن النسبي الذي يحظى به السوق عند ترقيته، من بين المحددات التي يضعها المستثمرون الدوليون بعين الاعتبار عند تخصيصهم جزءا لاستثماراتهم لذلك السوق؛
6. تعتبر أسواق الإمارات العربية المتحدة وبورصة قطر ذات تأثير محدود على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، وذلك بسبب الوزن النسبي الذي حظيت به والذي لم يتعدى 1% لكل سوق، وهذا بعد أن كانت تشغل حيزا كبيرا على مؤشر الأسواق الحدودية؛
7. إن ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة على مختلف المؤشرات الدولية، جذب انتباه المستثمرين الأجانب إلى باقي الأسواق العربية، ما أدى إلى قيام الهيئات المنظمة فيها إلى الشروع في عمليات إصلاحها؛
8. إن بلوغ أسواق الأوراق المالية مرحلة الأسواق المتقدمة، يؤدي بها إلى خسارة جزء مهم من بعض السيولة الأجنبية، نتيجة تصنيفها ضمن مؤشر ذو سيولة منخفضة بالمقارنة مع حجم الاستثمارات الأجنبية الموجهة للأسواق الناشئة؛
9. إن الإدراج في فئة الأسواق المتقدمة لن يكون مجديا ما لم يتزامن هذا الأمر مع زيادة تمثيل هذا السوق في فئة الأسواق المتقدمة.

**المقترحات:** لقد توصلت أبحاث كل من السعيد (2014) وبنانا أبو زايد (2016) أن إعلان MSCI ترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة يعتبر كإشارة إيجابية وبداية دخول المستثمرين من المؤسسات الأجنبية من خارج المنطقة، إلا أن هذه الترقية تمثل بداية خطوة نحو رحلة طويلة من التطورات الهيكلية في هذه الأسواق، فدخول المستثمرين الأجانب ليس حلا سحريا لتطور السوق وزيادة معدلات السيولة فيه، حيث لا تزال تعتبر المضاربة جزءا هاما في هذه الأسواق، ولذلك، فعلى المنظمين لهذه الأسواق وصناع القرار أن يقوموا

بإصلاحات هيكلية إضافية يمكن أن تحفز تدفق المزيد من استثمارات المحفظة الأجنبية وتحقيق الاستقرار في هذه الأسواق، وفي هذا السياق وبناء على ما سبق، وعلى ضوء النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذا البحث والأبحاث السابقة، يمكن تقديم بعض المقترحات، التي من شأنها أن تساعد بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة من الحفاظ على تصنيفها الحالي، وزيادة تمثيلها في مؤشرات الأسواق الناشئة، بغية استقطاب أكبر قدر ممكن من استثمارات المحفظة الأجنبية:

1. رفع نسبة تملك الأجانب في الشركات المدرجة، من أجل أن يكون لهذا تأثير على زيادة الوزن النسبي لهذه الأسواق في المؤشر، وبالتالي تخصيص جزء أكبر من الاستثمارات الأجنبية لهذه الأسواق؛
2. الاهتمام بالحد الأدنى لشركات التي تستوفي شروط الحجم والسيولة التي تطلبها المؤشرات لفئة الأسواق الناشئة، حتى لا تتعرض لتخفيض تصنيفها من فئة الأسواق الناشئة، بالرغم من توفرها على كافة متطلبات الأسواق الناشئة الأخرى؛
3. زيادة تأهيل عدد الشركات التي تستوفي الإدراج ضمن مؤشر الأسواق الناشئة، حتى تنعكس على زيادة تمثيل الأسواق في المؤشر، وهذا يتأتى من خلال تحسين نسبة الأسهم الحرة المتاحة لتداول؛
4. توعية الشركات المحلية وخاصة تلك التي تتواجد ضمن مؤشرات القياسية للأسواق، بضرورة التقيّد بمعايير الإفصاح الدولية عند إعداد قوائمها المالية، والإفصاح الدوري عن مشاريعها المستقبلية، باعتبارها الوجهة الأولى للمستثمر الأجنبي لدى دخوله لسوق؛
5. تشجيع الشركات الكبيرة على الإدراج في البورصة، والتي من شأنها تحفيز المستثمرين الأجانب على تخصيص جزء من سيولتهم للاستثمار في تلك الشركة، وهذا الأمر من شأنه أن ينعكس بالإيجاب على أداء السوق وزيادة تمثيل السوق في مؤشر الأسواق الناشئة؛
6. العمل على تشجيع القطاع الخاص العائلي لتوجه للإكتتاب العام، والرفع من أداء هذه الشركات لتصل إلى نفس المستوى الشركات المحلية المدرجة في البورصة، وبالتالي تحفيز الاستثمار الأجنبي الذي يبحث عن فرص جذابة للاستثمار في الشركات العاملة في قطاعات سريعة النمو في الاقتصاد، ونتيجة لذلك فإنها ستكون مؤهلة للإدراج في أسواق الأسهم الرئيسية المحلية؛
7. الاتصال المستمر بالمؤشرات الدولية، والشرح لها كل التعديلات التي طرأت على الأسواق من أجل تفادي أي تغييرات يمكن لها أن تعيق دخول المستثمر الأجنبي، وبالتالي تنعكس سلباً على التصنيف الحالي؛
8. العمل على إدراج أدوات مالية جديدة، والتي تساعد المستثمرين على تنويع استثماراتهم وتكون كبديل عن فئات الأصول التقليدية التي سيطرت على الأسواق في الماضي، وهذه الخطوة تتطلب إجراء استعراض شامل للقوانين والتشريعات التي تحكم هذه الأسواق، والعمل على سن القوانين التي تكفل إدراج هذه الأدوات الجديدة.

وعليه، فعلى الرغم من حداثة تأسيس أسواق الإمارات العربية المتحدة (2000) وبورصة قطر (1997)، إلا أنها استطاعت استقطاب اهتمام المستثمر العالمي والإدراج ضمن أهم المؤشرات العالية التي يتتبعها معظم المستثمرين العالميين، وبالتالي الظفر بجزء من السيولة المتواجدة ضمن هذه المؤشرات، كما أن نشأة بورصة الجزائر تزامنت أيضا مع نشأة هذه البورصات (1999)، إلا أن البورصة الجزائرية تتميز بأنها غير السائلة تماما، حيث وبعد أكثر من 15 عاما منذ انطلاقة البورصة إلا أنه لا يوجد فيها سوى خمس شركات يتم تداول أسهمها، في حين أن باقي الشركات التي لجأت للبورصة، فضلت طرح سندات بدل الأسهم، وتمكنت من خلالها من جذب بضعة آلاف من المساهمين، والمؤسسات الاقتصادية العامة التي تم فتحها على الجمهور في عام 1999، لا تزال تسيطر عليها الدولة بنسبة 80٪، كما أن نظام التسعير والقواعد الخاصة بسير السوق لا تقدم مستوى الشفافية والسيولة والحرية المطلوبة للحصول على الحد الأدنى من السيولة، واستنادا للتجارب والمنهج الذي اتخذته كل من بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة منذ نشأتها إلى غاية الاعلان عن ترقيتها لمصاف الأسواق الناشئة، يمكن تقديم بعض الاقتراحات التي من شأنها أن تساهم في تطوير بورصة الجزائر:

1. تحسين سعر صرف الدينار الجزائري، وهذا من أجل أن يكون له تأثير إيجابي على مستويات السيولة ونسبة الأسهم الحرة المتاحة لتداول؛
2. وضع حدود سعرية لأسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، وهذا من أجل تفادي انخفاضها أو ارتفاعها المفرط، مع تنظيم عمليات الاستقرار السعري لأسهم الشركات حديثة الإدراج في السوق، وذلك بعد الطرح الأولي؛
3. زيادة عدد الأسهم المتاحة لتداول من خلال تشجيع شركات المدرجة على توزيع أسهم المنحة أو القيام بعملية تجزئة الأسهم؛
4. التمهيد التدريجي لانفتاح بورصة الجزائر؛
5. إدراج المؤسسات الكبيرة التي من الممكن أن تحفز المستثمرين على شراء وبيع أوراقها المالية؛
6. عقد ندوات وورشات مع هيئات الأوراق المالية العربية والأجنبية، من أجل الاستفادة من تجاربها في تطوير أسواقها المالية، ومحاولة تطبيق التجارب التي تتماشى مع بورصة الجزائر من جهة وطبيعة المستثمر الجزائري من جهة أخرى؛
7. إلزام الشركات المسعرة في البورصة بإيداع المعلومات الدورية لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ولدى شركة تسيير بورصة القيم، مع القيام بنشرها في وسائل الإعلام الأكثر استعمالا وانتشارا من طرف الجزائريين كالصحف، مع إلزام الشركات المدرجة بإفصاح الدوري عن المشروعات التي بصدد القيام بها؛
8. إطلاق صانع السوق، حيث تعاني بورصة الجزائر من خمول الأسهم المدرجة على مستواها، وتشجيع المؤسسات المدرجة فيها على اتفاق مع صانعي السوق من أجل خلق سوق نشط لأسهمها؛

**9.** العمل على تحفيز الوسطاء في عمليات البورصة على تقديم خدمات أكثر تميزاً للمستثمرين؛

**10.** نقل صلاحيات تسجيل وتأسيس الشركات الجديدة من مركز السجل التجاري إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة، أو انشاء اتفاقية مع مركز السجل التجاري تهدف من خلالها إلى العمل سوياً من أجل تشجيع الشركات على زيادة الوعي بأهمية الإدراج في البورصة من خلال الطرح للاكتتاب العام كمصدر تمويلي هام.

**الدراسات المستقبلية:** لقد فتح هذا البحث مجالاً من أجل القيام بدراسة بعض النقاط التي تعتبر كتكميل للبحث، يمكن ايجاز البعض منها فيما يلي:

- 1.** مدى تأثير أسواق الأوراق المالية العربية الأخرى بترقية بورصة قطر وأسواق الإمارات العربية المتحدة؛
- 2.** تأثير توحيد أسواق الأوراق المالية الامارتية على امكانية تصنيفها كمتقدمة؛
- 3.** مدى استجابة أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة ضمن مؤشر الأسواق الحدودية لمتطلبات الأسواق الناشئة، حسب كل مؤشر؛
- 4.** قياس أداء السوق المالي السعودي بعد ترقيته على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، خلال الفترة الممتدة من جوان 2017 إلى غاية جوان 2020.

# المراجع:

1. باللغة العربية

2. باللغة الأجنبية

1. أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع للطباعة، عمان، الأردن، 2004.
2. إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العملات الأجنبية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
3. أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة- تركيا، كوريا الجنوبية ومصر، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2004-2005.
4. حسن محروس، الاسواق المالية والاستثمارات المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، القاهرة، مصر، 1993.
5. دريد محمود السامرائي، الاستثمار الاجنبي: المعوقات والضمانات القانونية، الطبعة الاولى، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، 2006.
6. سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، مؤسسات شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
7. شوقي ناجي جواد وهيثم علي حجازي، ادارة الاعمال الدولية، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2011.
8. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
9. عبد السلام أبو قحف، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2001.
10. عصران جلال، الاستثمار غير المباشر في محافظ الاوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2010.
11. علي عباس، إدارة الأعمال الدولية (الإطار العام)، الطبعة الاولى، دار الحامد لنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2007.
12. فريد النجار، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2000.
13. ماجد أحمد عطا الله، ادارة الاستثمار، الطبعة الاولى، دار اسامة لنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2011.
14. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007.
15. محمد حامد محمد، تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها، القاهرة، بدون ناشر، 1997.
16. محمد غانم، الاستثمار في الاقتصاد السياسي والإسلامي وتشريعات واتفاقيات الاستثمار، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2011.
17. محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
18. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأسمال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993.
19. منير إبراهيم هندي، ادارة الاسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002.
20. نزيه عبد المقصود مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الاجنبية، الطبعة الاولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007.
21. نوزاد عبد الرحمن الهيبي ومنجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، الطبعة الاولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
22. هزاع مفلح، التمويل الدولي، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، منشورات جامعة حلب، كلية الاقتصاد، 2007.

### ثانيا/ المجلات والدوريات العلمية:

1. فلاق علي وياصور محمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد الثالث، جامعة يحي فارس، المدينة، الجزائر، أفريل 2015.
2. إياد طاهر محمد وصلاح حسن أحمد، الاستثمار الاجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق 2013.
3. صابر عباسي، جدل حول أثر الضريبة على الأسواق المالية في إطار العولمة-دراسة تجربة الاتحاد الأوروبي، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد الرابع، جامعة الجزائر3، 2013.
4. صالح مفتاح وعلي بو عبد الله، واقع الاستثمار الاجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة بحاث اقتصادية وادارية، العدد الرابع عشر، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر ديسمبر 2013.

5. علا عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 63 و64، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، صيف وخريف 2013.
6. محمد كمال ابو عمشة، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية دراسة حالة بورصة قطر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 61 و62، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، شتاء وربيع 2013.
7. بسيولة قيمتها 90 مليار درهم: تداولات الخليجيين في أسواق الإمارات ترتفع 185.7% خلال 10 أشهر، مجلة أوراق مالية، العدد الثالث عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جانفي 2015.
8. تنفيذًا لتوجيهات صاحب السمو الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم: تدشين التداول على أسهم الشركات المدرجة بالسوق الثانية، مجلة أوراق مالية، العدد الثالث عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جانفي 2015.
9. شركات وطنية ترفع نسبة التملك الأجنبي سعيًا وراء العالمية، مجلة أوراق مالية، العدد الثالث عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جانفي 2015.
10. المجلس يطلع على تقرير أبرز مؤشرات أداء الهيئة عن العام في ضوء خطتها الاستراتيجية: اختيار هيئة الأوراق المالية والسلع ضمن أفضل 30 ممارسة عالمية، مجلة أوراق مالية، العدد الثالث عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جانفي 2015.
11. ضمت «الاذونات المغطاة» و«إدارة الاستثمار» و«الصكوك» و«سندات الدين»: هيئة الأوراق المالية والسلع تعتمد 4 أنظمة جديدة خلال 6 أشهر، مجلة أوراق مالية، العدد الثاني عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جويلية 2014.
12. أكدوا أنه يسهم في استقطاب المحافظ والمؤسسات الأجنبية: خبراء: تنوع «الهيئة» للأدوات الاستثمارية يعزز البيئة الاستثمارية للأسواق، مجلة أوراق مالية، العدد الحادي عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جانفي 2014.
13. بهدف تعزيز إجراء الدراسات اللازمة لتحديد أداء القطاعات الاقتصادية: «الأوراق المالية والسلع» تواصل تطوير مؤشر البورصة، مجلة أوراق مالية، العدد الحادي عشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جانفي 2014.
14. حددت مايو المقبل لتفعيل القرار: أسواق الإمارات على مؤشر «مورجان ستانلي» للأسواق العالمية الناشئة، مجلة أوراق مالية، العدد العاشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2013.
15. مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع يقر نظام حقوق الاكتتاب، مجلة أوراق مالية، العدد العاشر، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2013.
16. اعتمدت أنظمة إقراض واقتراض الأوراق المالية والبيع على المكشوف وتوفير السيولة: مجلس إدارة الهيئة يقر نظام صانع السوق، مجلة أوراق مالية، العدد التاسع، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2012.
17. بنمو نسبته 586%: 1,53 مليار درهم الاستثمارات الأجنبية في الأسهم المحلية خلال 2012، مجلة أوراق مالية، العدد التاسع، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2012.
18. تبوأ مراكز الصدارة في العديد من مؤشرات 2012: الإمارات ترسخ موقعها على خارطة التنافسية العالمية، مجلة أوراق مالية، العدد التاسع، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2012.
19. تنفيذ الآلية الجديدة بداية 2013: اعتماد آلية جديدة لأسعار الإغلاق واحتساب مؤشر سوق أبو ظبي، مجلة أوراق مالية، العدد التاسع، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2012.
20. يرفع درجات الأمان ويقلل المخاطر: «التسليم مقابل الدفع» يعزز ثقة المستثمرين في الأسواق، مجلة أوراق مالية، العدد الثامن، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2012.
21. أسواق الإمارات تطبق آلية «التسليم مقابل الدفع»، مجلة أوراق مالية، العدد السادس، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2011.



22. إطلاق المؤشر الجديد لسوق الإمارات للأوراق المالية وفقا لتصنيف القطاعي الموحد للشركات المدرجة بالأسواق المحلية، مجلة أوراق مالية، العدد السادس، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2011.
23. ضمن إنجازاتها في 2010 والتي تضمنها التقرير السنوي: الهيئة تفوز بجائزتين من برنامج الشيخ خليفة للتميز الحكومي، مجلة أوراق مالية، العدد السادس، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2011.
24. الهيئة تنجز ترقيم الشركات المحلية المدرجة بالسوقين، مجلة أوراق مالية، العدد الخامس، مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، نوفمبر 2010.

### ثالثا/ الاطروحات والرسائل:

1. علي بو عبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خضير، بسكرة، الجزائر، 2013-2014.
2. جمال الدين سحنون، شروط بروز اسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، جوان 2008.
3. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
4. سامية زيطاري، أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.
5. فارس فضيل، أهمية الاستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر والمملكة العربية السعودية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.
6. صلاح حسن أحمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر ودوره في الأسهم العادية للقطاع المصرفي العراقي، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل درجة ماجستير علوم في ادارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة السليمانية، العراق، 2013.
7. عمار صايغي، محددات الاستثمار المحفظي واثاره على اسواق الاوراق المالية دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009.

### رابعا/ المؤتمرات والملتقيات:

1. أحمد مداني، متطلبات تحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق مالي ناشئة، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، يومي 17-18 نوفمبر، 2015.
2. بن علي بلعزوز وأحمد مداني، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها: دراسة وضعية وشرعية، مداخلة مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع بالكويت حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، الكويت، يومي 15 و16 ديسمبر 2010.
3. عاطف علاونة، الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي السادس حول المؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، سوريا، يومي 17 و18 نوفمبر 2008.
4. هشام محمد فرج، المضاربة الأجنبية في الأسواق المالية الناشئة دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري، بحث مقدم الى مؤتمر اسواق الاوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 2007.

### خامسا/ التقارير السنوية:

1. التقرير السنوي لبورصة قطر، أعداد مختلفة، من الرابط: <https://www.qe.com.qa/ar/annual-report>
2. التقرير السنوي لهيئة قطر للأسواق المالية، أعداد مختلفة، من الرابط: <https://www.qfma.org.qa/Arabic/MediaCenter/Pages/AnnualReports.aspx>
3. التقرير السنوي لشركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية، أعداد مختلفة، من الرابط:

<https://www.qcsd.gov.qa/ar/qcsd/publications/annual-reports>

4. التقرير السنوي لمصرف قطر المركزي، أعداد مختلفة، من الرابط:

<http://www.qcb.gov.qa/English/Publications/ReportsAndStatements/Pages/AnnualReports.aspx>

5. التقرير السنوي هيئة الأوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة، أعداد مختلفة، من الرابط:

<https://www.sca.gov.ae/Arabic/Opendata/Pages/AnnualReports.aspx>

6. النشرة الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية، صندوق النقد العربي، أعداد مختلفة، من الرابط:

<https://www.amf.org.ae/ar/amdbqtrtm>

7. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، صندوق النقد العربي، أعداد مختلفة، من الرابط:

<https://www.amf.org.ae/ar/jointrep>

## سادسا/ الجرائد الكترونية:

1. بعد الترقية لـ "MSCI" .. كم تبلغ التدفقات النقدية المتوقعة بالسوق السعودية؟، صحيفة أموال، الامارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ: 21 جوان 2018، من الرابط:

<http://amwal-mag.com/-كم-تبلغ-التدفقات-النقد-بعد-الترقية-ل-msci/>

2. تيم فوكس، ضعف الأسواق الناشئة، جريدة الخليج الاقتصادي، الامارات العربية المتحدة، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ 03 جوان 2018، من الرابط:

<http://www.alkhaleej.ae/analyzesandopinions/page/67ab39bf-cdce-4fca-bcfb-a5fa65234acd#sthash.j5DL8oH6.dpuf>

3. الطريق الى الأسواق المتقدمة... الموعد 2020، جريدة البيان الاقتصادي، الامارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ 25 فيفري 2018، العدد 13766.

4. الأسواق الناشئة نجمة الطروحات الأولية في 2017: صناديق الثروة السيادية تماقت عليها، جريدة الشرق الاوسط، المملكة العربية السعودية، مقال نشر بتاريخ 13 فبراير 2018، من الرابط:

<https://aawsat.com/.../الأسواق-الناشئة-نجمة-الطروحات-الأولية-في-2017>

5. مدحت السويقي، توقعت إدراج شركتين بالسوق قبل نهاية 2017: «الأوراق المالية»: تعديلات على قانون «الهيئة» لتغليظ العقوبات للمخالفين، جريدة الامارات اليوم، الامارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ 11 أكتوبر 2017، من الرابط:

<http://www.emaratalyoum.com/business/local/2017-10-11-1.1034303>

6. المملكة تشكل نصف القيمة السوقية لأسواق مجلس التعاون البالغة 1.06 تريليون دولار أمريكي، مركز الرياض للمعلومات والدراسات الاستشارية، جريدة الرياض، العدد 16931، المملكة العربية السعودية، الصادرة في 01 نوفمبر 2014، من الرابط:

<http://www.alriyadh.com/990182>

7. ناصر عارف، الرئيس التنفيذي لسوق دبي المالي لـ «البيان الاقتصادي»، ترقية أسواق الإمارات اعتراف عالمي بإنجازاتها، جريدة البيان الاقتصادي، الامارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ: 15 جويلية 2013، من الرابط:

<http://www.albayan.ae/economy/discussion/2013-07-15-1.1922819>

8. مصطفى عبد العظيم، الرئيس التنفيذي هيئة الأوراق المالية والسلع عبد الله الطريقي: آ ن الأوان لوجود سوق مالية واحدة في الإمارات: «الأوراق المالية» تخطط لانضمام الإمارات إلى مؤشر الأسواق المتقدمة خلال 4 سنوات، جريدة الاتحاد الاقتصادي، الامارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ: 20 جوان 2013، من الرابط:

<http://www.alittihad.ae/details.php?id=59419&y=2013&article=full>

9. حسام عبد النبي، تعزيز الثقة بتعاملاتها وتحقيق التوازن بين استثمارات الأفراد والمؤسسات أهم المكاسب: أسواق الإمارات مرشحة لجذب 7.3 مليارات درهم بعد ترقية مورغان ستانلي، جريدة الامارات اليوم، الامارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ 13 جوان 2013، من الرابط:

<http://www.emaratalyoum.com/business/local/2013-06-13-1.583221>

10. عبير أبو شمالة، علي أسعد ومحمد هيبية، مسؤولون وخبراء يشيدون بقرار الترقية: الإمارات تثبت مكانتها على خريطة الأسهم العالمية باعتراف "مورغان ستانلي"، جريدة الخليج الاقتصادي، الامارات العربية المتحدة، مقال نشر بتاريخ: 13 جوان 2013، من الرابط:

<http://www.alkhaleej.ae/economics/page/537c66f4-063e-4b04-b7f3-d8b27d8e571e>

- 13.11 مليار ريال استثمارات صافية خلال عامين من الحصار: المؤسسات الأجنبية ترفع تملكها في 29 شركة مدرجة، جريدة لوسيل، العدد 1134، الصادرة بتاريخ 09 جوان 2019، قطر.
12. محمد السقا، التطبيق يمتد حتى 7 يوليو 2019، هيئة قطر للأسواق المالية: بدء تنفيذ تجزئة الأسهم 9 يونيو المقبل، جريدة لوسيل، العدد 1073، الصادرة بتاريخ 09 أبريل 2019، قطر.
13. محمد السقا، 1302 نقطة مكاسب المؤشر العام في 7 شهور: رسملة البورصة تتخطى الحصار بـ 7.4 مليار ريال، جريدة لوسيل، العدد 822، الصادرة بتاريخ 01 أوت 2018، قطر.
14. حوافز استثمارية جديدة ومنصة جاذبة للمحافظ المحلية والعالمية ببورصة قطر: إطلاق سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة في النصف الثاني 2018، جريدة لوسيل، العدد 781، الصادرة بتاريخ 21 جوان 2018، قطر.
15. محمد السقا، هيئة قطر للأسواق المالية بصدد وضع الإجراءات اللازمة: تجزئة القيمة الاسمية للشركات المدرجة إلى ريال واحد، جريدة لوسيل، العدد 768، الصادرة بتاريخ 08 جوان 2018، قطر.
16. محمد السقا، تركزت بأسهم قطاعي البنوك والصناعة.. «لوسيل» ترصد: 3,4 مليار ريال صافي شراء المؤسسات الأجنبية بالبورصة خلال عام من الحصار، جريدة لوسيل، العدد 765، الصادرة في 05 جوان 2018، قطر.
17. محمد السقا، بناء على توجيهات صاحب السمو: قطر للبتروك ت طرح 49% من أسهمها في «النيوم قطر» للاكتتاب العام، جريدة لوسيل، العدد 736، الصادرة بتاريخ 07 ماي 2018، قطر.
18. محمد السقا، توقع ادراج 4-6 شركات سنويا... راشد المنصوري للوسيل: نطمح للوصول الى 80 شركة مدرجة خلال 5 سنوات، جريدة لوسيل، العدد 736، الصادرة بتاريخ 07 ماي 2018، قطر.
19. محمد السقا، 262 مليون ريال التداولات على صندوق المؤشرات، جريدة لوسيل، العدد 730، الصادرة بتاريخ 01 ماي 2018، قطر.
20. محمد السقا، تملك المساهم لا يزيد عن 2%: «قطر للبتروك» ترفع نسب تملك الأجانب في 4 شركات مدرجة بالبورصة، جريدة لوسيل، العدد 700، الصادرة بتاريخ 01 أبريل 2018، قطر.
21. محمد السقا، مليون دولار أصوله الأولية.. وإقبال كبير في اليوم الأول: إدراج صندوق مؤشر «الريان قطر» الإسلامي، جريدة لوسيل، العدد 690، الصادرة بتاريخ 22 مارس 2018، قطر.
22. محمد السقا، أكبر صندوق استثماري على مستوى الخليج: إدراج أول صندوق مؤشرات متداول في بورصة قطر، جريدة لوسيل، العدد 674، الصادرة بتاريخ 06 مارس 2018، قطر.
23. محمد السقا، نشاط استثنائي متوقع خلال 2018-2019 مصدر مالي للوسيل: 4 شركات تدرس طرح أسهمها للاكتتاب العام، جريدة لوسيل، العدد 624، الصادرة بتاريخ 15 جانفي 2018، قطر.
24. «القطرية» تضخ 581 مليون ريال ضمن الأسهم المدرجة: 16.1 مليار ريال صافي شراء المؤسسات غير القطرية، جريدة لوسيل، العدد 610، الصادرة في 1 جانفي 2018، قطر.
25. محمد السقا، «لوسيل» ترصد بالأرقام أداء المؤسسات في 133 جلسة تداول: 1.2 مليار ريال صافي شراء المؤسسات القطرية منذ 5 يونيو، جريدة لوسيل، العدد، الصادرة في 24 ديسمبر 2017، قطر.
26. محمد السقا، 615 مليون دولار حجم الشريحة الثانية: «فوتسي» يضاعف الوزن الاستثماري لـ 20 شركة قطرية، جريدة لوسيل، العدد 322، الصادرة في 03 و04 مارس 2017، قطر.
27. محمد حمدان، جار إعدادها حاليا وستزيد كفاءة السوق: معايير جديدة للإفصاح والشفافية بالبورصة، جريدة الوطن الاقتصادي، العدد 3524، السنة 23، الصادرة في 27 فبراير 2017، قطر.

### سابعا/ مقالات من الانترنت:

1. مايا جريديني، كيف أصبحت الأسهم الصينية بعد 13 عاما من دخول الأجانب؟ الموقع الاخباري العربية، مقال نشر بتاريخ 15 جوان 2015، من الرابط:

<https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/financial-markets/2015/06/15/>

2. نظرة على أداء الأسواق العالمية لعام 2018: أهم الأحداث التي أثرت على المؤشرات العالمية والأكثر انخفاضا وارتفاعا، الموقع الاخباري أرقام- موقع متخصص في متابعة سوق الأسهم السعودي تداول، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ 03 جانفي 2019، من الرابط:  
<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/588174>
3. مستثمرون يتجهون للأسواق الناشئة بعد تراجع حاد بـ 2018: الحرب التجارية بين واشنطن وبكين من أكثر الأمور تأثيرا في الأسواق، الموقع الاخباري العربية، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ 01 جانفي 2019، من الرابط:  
<https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/economy/2019/01/01>
4. الأسهم السعودية تنضم لمؤشر "MSCI" للأسواق الناشئة، الموقع الاخباري CNBC Arabia، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ: 21 جوان 2018، من الرابط:  
<https://www.cnbcarabia.com/news/view/42015/>
5. معضلة التغلب على السوق.. إدارة الاستثمار بين النهجين النشط والسلمي، موقع أرقام، موقع متخصص في متابعة سوق الأسهم السعودي تداول، مقال من الانترنت، نشر بتاريخ: 31 مارس 2018، من الرابط:  
<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/538589>
6. السوق المالية السعودية تنضم إلى قائمة مؤشر "فوتسي راسل" ضمن تصنيف الأسواق الناشئة، هيئة المالية السعودية، مقال نشر بتاريخ: 28 مارس 2018، من الرابط:  
<https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/FTSERussell.aspx>
7. المستثمرون الأجانب ضخوا 235 مليار دولار في الأسواق الناشئة في 2017، وكالة الاخبار CNBC Arabia، مقال نشر بتاريخ: 08 جانفي 2018، من الرابط:  
<https://www.cnbcarabia.com/.../المستثمرون-الأجانب-ضخوا-235-مل>
8. عبد الله المقبل، محمد المزيني وصلاح اليحيان، فوائد انضمام السوق المالية السعودية الى مؤشرات الأسواق العالمية، هيئة السوق المالية السعودية، أبريل 2017، من الرابط:  
[https://cma.org.sa/Market/Documents/CMA\\_Market\\_Benefits.pdf](https://cma.org.sa/Market/Documents/CMA_Market_Benefits.pdf)
9. أهمية الانضمام للمؤشرات العالمية، الموقع الاخباري العربية، مقال نشر بتاريخ 28 أبريل 2015، من الرابط:  
<http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2015/04/28/>
10. الاستثمار النشط والاستثمار الحامد، شركة نيتو تريد للوساطة والاستثمار، الامارات العربية المتحدة، من الرابط:  
<https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/forex-trading-basics/difference-between-active-and-passive-investing>

### **1\ Journal:**

1. Bana Abuzayed & Nedal Al-Fayoumi, **are investors concerned with stock market upgrades? evidence from multivariate framework analysis**, emerging markets finance and trade journal, 2016.
2. Claudio Raddatz, Sergio L. Schmukler & Tomas Williams, **international asset allocations and capital flows: the benchmark effect**, journal of international economics, volume 108, September 2017.
3. Guluzar Kurt Gumus, Atakan Duru, Bener Gungor, **the relationship between foreign portfolio investment and macroeconomic variables**, European scientific journal, edition vol.9, no.34, December 2013.
4. Nasser Saidi, **liberalization, re-classification and opening up: new life for gcc markets?** framework journal, first issue, Thomson Reuters Middle East, Dubai Media City, U.A.E.
5. Tomasz Miziolek, **index providers in the global financial market**, folia oeconomica, acta universitatis lodziensis, Poland, 2018.

### **2\ Thesis:**

1. Adnan Sardouk & Cedric Dorant, **market challenges faced by multinational corporations in frontier markets: the case of lebanon**, final assignment for master degree in business administration level, Gävle University, Sweden, June 2015.
2. Nagwa Abdallah Samak and Omneia Amin Helmy, **foreign portfolio equity investment in egypt: an analytical overview**, economics department, faculty of economic and political science, Cairo University, Egypt, 2000.
3. Yanitsa Sergeeva Kazantseva, **franchising in frontier markets. case study: Bulgaria**, Master thesis, Wien University, Austria, 2013.

### **3\ Conference:**

1. Aziz Sunje, Emin Çivi, **emerging markets: a review of conceptual frameworks**, proceedings of 1st international joint symposium on business administrator: challenges for business administrators in the new millennium, Cana kale onsekiz mart university, Silesian university, gokceade Cana kale, turkey, 2008.
2. Evans, Kimberly, **Foreign Portfolio and Direct Investment Complementarity, Differences and Integration**, International Economist, Office Of International Investment ,US. Department of The Treasury, Shanghai, 5&6 December 2002.
3. Pal Parthaprathim, **foreign portfolio investment, stock market and economic development: a case study of India**, draft paper submitted for the annual conference on development and change mission: promoting development in a globalized world, Sao Paulo, Brazil, November 18 – 20, 2006.

### **4\ Working Papers:**

4. A staff paper prepared by the UNCTAD secretariat, **Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)**, 23 June 1999.
5. **Active and passive investing, what you need to know?** Vanguard Asset Management, the Financial Conduct Authority, UK, 2017
6. Adi Hachmon, **Impact of Israel's Market Reclassification**, Koret-Milken Institute Fellows Program, No. 32, July 2009.
7. Alan Taylor, **The Pathway from Frontier to Emerging: Middle East Markets**, J. P. Morgan, Investor Services, October 2013.
8. Andrew Howell and Erik Hegedus, **Investing in Frontier Markets**, Citi Investment Research, Citigroup Global Markets Inc, September 2008
9. Asha Mehta, **China A-Shares: welcome to the emerging markets index**, Acadian Asset Management, may 2018.
10. B. Todd Stewart, Bob Noll, **A Fiduciary's Guide to Passive Fund Benchmark Selection**, Sage View Advisory Group, August 2017.

11. Claudio Raddatz, Sergio L. Schmukler & Tomas Williams, **International Asset Allocations and Capital Flows: The Benchmark Effect**, Institute for International Economic Policy Working Paper Series, Elliott School of International Affairs, The George Washington University, February 2014
12. Claudio Raddatz, Sergio L. Schmukler & Tomas Williams, **International Asset Allocations and Capital Flows: The Benchmark Effect**, Institute for International Economic Policy Working Paper Series, Elliott School of International Affairs, The George Washington University, November 2012
13. Gülen Tuncer, **Emerging Markets' Rising Importance in the Global Economy**, Asset Management Viewpoint, Conning, Central Bank of Ireland, volume 16, juin 2012.
14. James Kee, **benefits, risks and current event of International and alternative investment**, South Texas Money Management® Ltd, October, 2015
15. Kim Tilley, **Mind the Gap: The Risks of Going Passive in EM**, Lazard Asset Management LLC, Published on January 26, 2018
16. Marcin Humanicki, Robert Kelm and Krzysztof Olszewski, **Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment in the contemporary globalized world: should they be still treated separately?** NBP Working Paper No. 167, Economic Institute, Warsaw, Poland, 2013.
17. Marlene Hassine, **Active funds Vs. Benchmark performance comparison**, LYXOR ETF research. 2016
18. **MSCI Emerging Markets Index Adjustments**, Market Update, Lazard Asset Management LLC, Juliet 2017
19. Mustafa Sakr and Andre Jordaan, **emerging multinational corporations: theoretical and conceptual framework**, ersa working paper 574, south Africa, January 2016.
20. Nasser Saidi, Aathira Prasad and Vineeth Naik, **From Frontier to Emerging: Does Market Reclassification Matter?** Dubai international financial center, Dubai, UAE, January 2012.
21. **Not Your Parents' Emerging Markets Index**, Acadian Asset Management, December 2018.
22. **Pakistan To Return to Emerging Markets**, Acadian Asset Management LLC, London, JULY 2016.
23. Rahwa Senay, **Introduction to Frontier Markets**, Investment Research, Lazard Asset Management LLC, September 2015.
24. Simon Kitchen and Mohamad Al Hajj, **MSCI upgrade: less-liquid Qatari market is a better play on passive GEM Flows**, Strategy note, MENA strategy, EFG Hermes Holding, Published on January 15, 2014
25. Stephen Casciano, **UAE and Qatar enter the MSCI emerging markets index: a guide to the rebalance trade, benchmark changes and trading environment**, Credit Suisse Index Analysis, may 2014.
26. Susan McDermott, **what defines an emerging market ?** Pavilion Advisory Group, 2012.
27. Terence C. Burnham, Harry Gakidis & Jeffrey Wurgler, **investing in the presence of massive flows: the case of MSCI country reclassifications**, working papers of national bureau of economic research, Cambridge, June 2017.
28. The World Bank, **Foreign Institutional Investors and Corporate Governance in Emerging Markets**, International Bank for Reconstruction and Development, May, 2016
29. **Three decades of investing in Emerging Markets Equities – From niche to mainstream**, Quarterly Report Altis Investment Management, Volume 4 no 2, December 2016
30. **Transition Strategies Around MSCI Country Reclassifications**, Acadian Asset Management, December 2015.
31. Tim Atwill, **Frontier Markets: Concentrated and Misunderstood**, Parametric Portfolio Associates LLC, March 2015.
32. **Understanding Chinese Security Share Classes**, Charles Schwab Investment Management, Inc, 2018
33. Walid Mourad, **Saudi Arabia Could be Emerging Markets' Next Rising Star**, Lazard Asset Management, Published on February 5, 2018.

## **5\ Publication:**

- 1.Christopher Woods, **Classifying South Korea as a Developed Market**, white paper report, FTSE publications, January 2013
- 2.FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, September 2019.
- 3.FTSE Russell, **FTSE annual Country Classification review**, September 2017
- 4.FTSE RUSSEL, **Industry Classification Benchmark: Structural enhancements to the industry categorization framework**, Insights, September 2017.
- 5.FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March 2017.
- 6.FTSE RUSSELL, **Frontier Markets: Accessing the next frontier**, September 2014
- 7.FTSE Russell, **Your global index partner: Guide to products and services**.
- 8.MSCI, **A Leader in Equity Indexes**, fact sheet, may 2019.
- 9.MSCI, **Emerging Markets Index**, 31 may 2019.
- 10.MSCI, **Qatar Index**, 31 May 2019.
- 11.MSCI, **United Arab Emirates Index**, 31 may 2019.
- 12.MSCI, **results of MSCI 2018 market classification review**, press release, New York, June 2018
- 13.MSCI, **results of MSCI 2017 market classification review**, press release, New York, June 2017
- 14.MSCI, **results of MSCI 2016 market classification review**, press release, New York, June 2016
- 15.MSCI, **market classification framework** ,June 2018.
- 16.MSCI, **Consultation on A Market Reclassification Proposal for The MSCI Argentina Index: Potential Reclassification from Frontier to Emerging Markets**, Press Release, New York, March 2018.
- 17.MSCI, **Global Market Accessibility Review**, June,2016.
- 18.MSCI, **market classification framework** ,June 2016.
- 19.MSCI, **Index Definitions: Index Marketing**, February 2015.
- 20.MSCI, **reclassification of MSCI Ukraine index: MSCI to consult on a proposed market reclassification for the MSCI Ukraine index**, press release, New York, April 21, 2015.
- 21.MSCI, **Global Indexes: Delivering the Modern Index Strategy**, reported by Evestment, Morningstar and Bloomberg, September 30,2014.
- 22.MSCI Barra ,**Emerging Markets: A 20-year Perspective**,2008.
- 23.MSCI Barra, **Consultation on the Potential Creation of Frontier Markets Indices**, August 2007.
- 24.S&P Dow Jones Indices, **S&P Global BMI: S&P/IFCI Methodology**, April 2019.
25. **Global Industry Classification Standard**, S&P Global Market Intelligence, 2018
- 26.S&P Dow Jones Indices, **Country Classification Methodology**, October 2016.

## **6\ Site:**

- 1.Dina Ting and Louis Hsu, **Changes to the Emerging Markets Club: China (A Shares), Argentina and Saudi Arabia**, Franklin Templeton Investments, published on August 30, 2019, from the site: <http://emergingmarkets.blog.franklintempleton.com/2019/08/30/changes-to-the-emerging-markets-club-china-a-shares-argentina-and-saudi-arabia/>
- 2.Dominique Riedl, **MSCI Vs FTSE: Which is the best index provider?** Just ETF, published on January 16, 2019, from the site: <https://www.justetf.com/uk/news/etf/msci-vs-ftse-which-etf-provider-is-the-best-index-provider.html>
- 3.Andrew Rymer, **five charts that explain the case for emerging markets**, Schroders Investment Management, published on September 26, 2018, from the site: <https://www.schroders.com/en/insights/economics/five-charts-that-explain-the-case-for-emerging-markets/>
- 4.**Saudi inclusion in MSCI index to have marginal impact on Egypt's stock market: report**, Daily News Egypt , Published on Jun 24, 2018, from the site: <https://dailynewsegyp.com/2018/06/24/saudi-inclusion-in-msci-index-to-have-marginal-impact-on-egypts-stock-market-report/>
- 5.Bassel Khatoun & Salah Shamma, **A New Development in Saudi Arabia's Reform Story as MSCI Delivers Upgrade**, franklin Templeton investments, published on juin 20,2018, from: <http://emergingmarkets.blog.franklintempleton.com/2018/06/20/a-new-development-in-saudis -reform-story-as-msci-delivers-upgrade/>

**6. Gabriel Wang, Active vs. Passive Investments: is the industry engaging in the wrong debate?**

Aite Group report, September 2017, from:

<https://www.aitegroup.com/report/active-vs-passive-investments-industry-engaging-wrong-debate>

**7. Patricia Oey, Fund Fees Paid by Investors Continue to Decline**, Morningstar research, published on May 23, 2017, from the site:

<https://www.morningstar.com/articles/810017/fund-fees-paid-by-investors-continue-to-decline.html>

**8. Index provider MSCI removes Bulgaria from Frontier benchmark**, Reuters, published on June 30, 2016, from the site: <https://uk.reuters.com/article/bulgaria-index-msci-idUKL9N13602B>

**9. Andrew Torchia, MSCI details weights of Arab markets in indexes**, Reuters, published on June 12, 2013 from the site: <https://www.reuters.com/article/msci-gulf-markets/msci-details-weights-of-arab-markets-in-indexes-idUSL5N0 EO0QI20130612>

**10. Barry B. Burr, MSCI drops Greece down to emerging market status**, Pensions & Investments, published on June 12, 2013, from the site:

<http://www.pionline.com/article/20130612/ONLINE/130619957/msci-drops-greece-down-to-emerging-market-status>

**11. Investment Philosophy**, Cardiff Park Advisors LLC, from the site:

<http://www.cardiffpark.com/investment-philosophy/passive-investing>

<https://www.msci.com/indexes>

<https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>

<https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutUs/Whoweare/default.aspx>

<https://www.qfma.org.qa/Arabic/aboutp.aspx?id=40>

<https://www.qcsd.com.qa/Arabic/mission.html>

<https://www.derayah.com/Html/ar/learning/investmentstyle.html>

<http://www.qe.com.qa>

12. مورغان ستانلي كابيتال إنترناشيونال

13. سوق دبي المالي

14. سوق أبوظبي للأوراق المالية

15. هيئة قطر للأسواق المالية

16. شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية

17. موقع دراية، هيئة السوق المالية السعودية

18. بورصة قطر



## الملاحق:

1. الملحق رقم 01: معايير الوصول الى السوق حسب مؤشر MSCI للأسواق الناشئة.
2. الملحق رقم 02: مصفوفة جودة الأسواق الناشئة حسب مؤشر FTSE Russell
3. الملحق رقم 03: أسواق الأوراق المالية الناشئة بعد مرور عقدين من نشأتها
4. الملحق رقم 04: ارتفاع أو انخفاض حجم المؤشر الذي تم وضع فيه السوق بعد تغير تصنيفه

الملحق رقم 01: معايير الوصول الى السوق حسب مؤشر MSCI للأسواق الناشئة حسب جوان 2019

	Americas						EMEA						
	Argentina	Brazil	Chile	Colombia	Mexico	Peru	Czech Republic	Egypt	Greece	Hungary	Poland	Qatar	Russia
Openness to foreign ownership													
Investor qualification requirement	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++
Foreign ownership limit (FOL) level	++	+	++	++	-/?	++	++	+	++	++	-/?	++	++
Foreign room level	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++
Equal rights to foreign investors	+	-/?	+	+	-/?	+	+	+	++	+	+	+	+
Ease of capital inflows / outflows													
Capital flow restriction level	++	++	+	+	++	++	++	+	++	++	++	++	++
Foreign exchange market liberalization level	+	-/?	+	-/?	++	++	++	-/?	++	++	++	++	+
Efficiency of the operational framework													
Market entry													
Investor registration & account set up	+	-/?	-/?	-/?	+	+	+	+	++	++	++	+	-/?
Market organization													
Market regulations	+	+	+	+	++	+	+	+	++	+	+	++	+
Information flow	+	+	+	+	+	+	+	+	++	+	+	++	-/?
Market infrastructure													
Clearing and Settlement	-/?	-/?	++	+	++	-/?	+	+	+	++	+	+	-/?
Custody	++	++	++	+	++	++	++	++	++	++	++	+	++
Registry / Depository	++	++	++	++	++	++	++	++	++	+	++	++	+
Trading	+	++	++	+	++	+	++	+	++	++	++	++	+
Transferability	+	+	-/?	-/?	++	+	++	-/?	-/?	++	+	-/?	++
Stock lending	-/?	++	-/?	+	++	-/?	+	-/?	-/?	+	+	+	-/?
Short selling	-/?	++	-/?	+	+	-/?	+	-/?	-/?	+	+	-/?	-/?
Availability of investment instrument	-/?	-/?	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++
Stability of institutional framework	-/?	+	++	-/?	+	+	++	-/?	++	++	++	+	-/?

++: no issues; +: no major issues, improvements possible; -/? : improvements needed / extent to be assessed

	EMEA				Asia Pacific									
	Saudi Arabia	South Africa	Turkey	United Arab Emirates	China	China A	India	Indonesia	Korea	Malaysia	Pakistan	Philippines	Taiwan	Thailand
Openness to foreign ownership														
Investor qualification requirement	+	++	++	++	++	-/?	+	++	++	++	++	++	+	++
Foreign ownership limit (FOL) level	-/?	++	++	-/?	-/?	-/?	++	+	+	++	-/?	+	-/?	
Foreign room level	-/?	++	++	-/?	++	-/?	++	-/?	++	++	-/?	++	++	
Equal rights to foreign investors	-/?	++	+	+	+	+	+	+	+	++	+	+	-/?	
Ease of capital inflows / outflows														
Capital flow restriction level	++	++	++	++	++	-/?	++	++	++	++	++	++	++	++
Foreign exchange market liberalization level	++	++	+	++	++	+	-/?	-/?	-/?	+	+	-/?	-/?	+
Efficiency of the operational framework														
Market entry														
Investor registration & account set up	+	++	+	+	++	+	-/?	++	-/?	++	+	++	-/?	++
Market organization														
Market regulations	++	++	+	++	+	+	++	++	++	++	+	++	++	++
Information flow	+	++	+	++	++	+	++	+	-/?	++	++	++	+	++
Market infrastructure														
Clearing and Settlement	+	+	+	+	++	-/?	-/?	+	-/?	++	+	+	-/?	+
Custody	+	++	++	+	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++
Registry / Depository	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++
Trading	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++
Transferability	-/?	+	++	+	++	-/?	-/?	+	-/?	+	++	++	+	++
Stock lending	-/?	++	++	-/?	++	-/?	++	+	++	++	-/?	-/?	+	+
Short selling	-/?	++	+	-/?	++	-/?	+	+	++	+	-/?	-/?	+	+
Availability of investment instrument	++	++	-/?	++	++	-/?	-/?	++	-/?	++	++	++	++	++
Stability of institutional framework	+	+	-/?	+	+	+	+	+	+	+	-/?	+	+	+

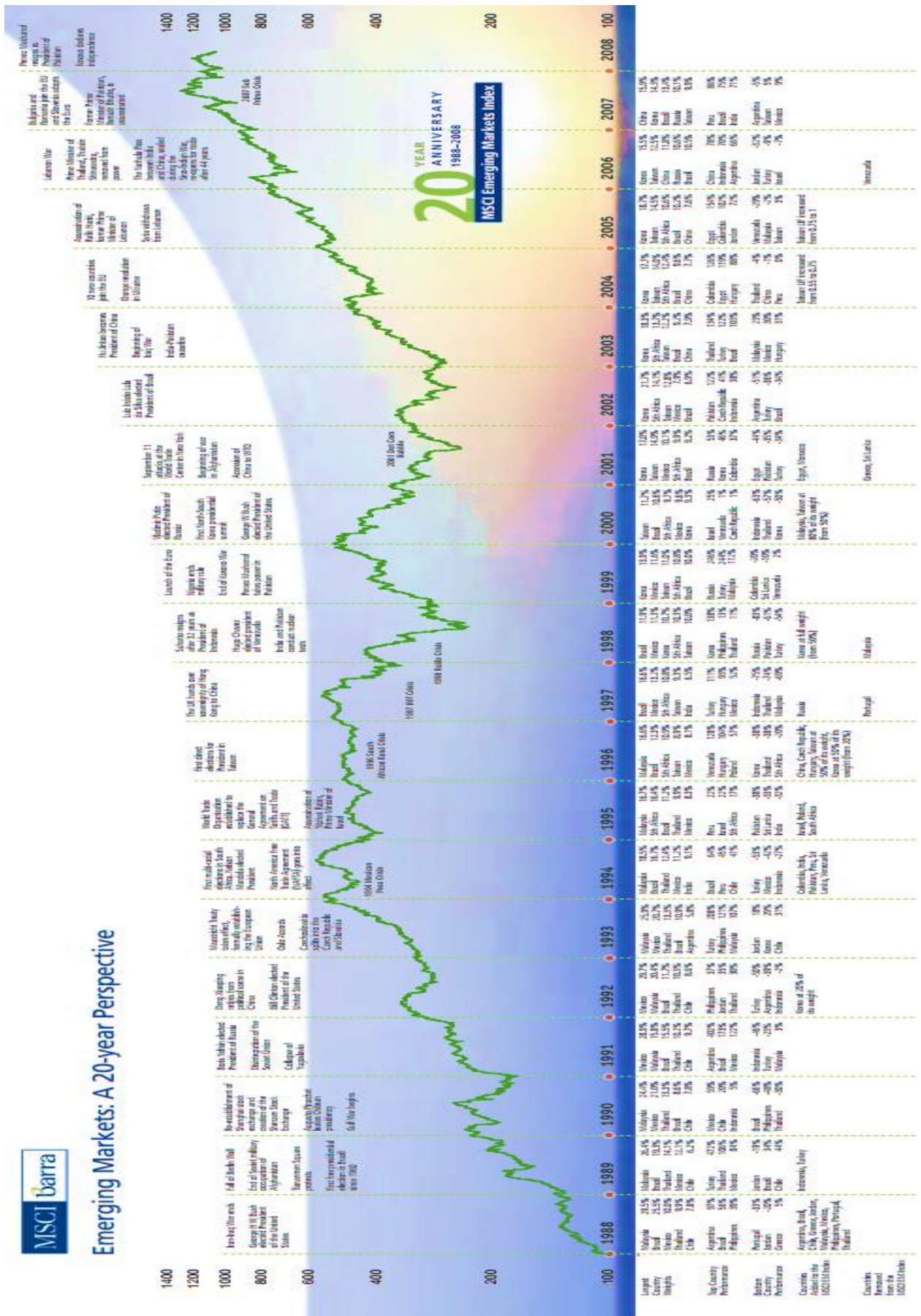
++: no issues; +: no major issues, improvements possible; -/? : improvements needed / extent to be assessed

الملحق رقم 02: مصفوفة جودة الأسواق الناشئة حسب مؤشر FTSE Russell حسب سبتمبر 2019

FTSE QUALITY OF MARKETS CRITERIA (EUROPE Emerging) as at September 2019									
CRITERIA	COUNTRY NAMES								
	DEV	ADV EMG	Czech Republic	Greece	Hungary	Turkey	SEC EMG	Romania*	Russia
World Bank GNI Per Capita Rating, 2018			High	High	High	Upper Middle		Upper Middle	Upper Middle
Credit Worthiness			Investment	Speculative	Investment	Speculative		Investment	Investment
<b>Market and Regulatory Environment</b>									
Formal stock market regulatory authorities actively monitor market (e.g., SEC, FSA, SFC)	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	X	Pass	Pass
Fair and non-prejudicial treatment of minority shareholders	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass		Pass	Pass
No or selective incidence of foreign ownership restrictions	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass		Pass	Pass
No objection to or significant restrictions or penalties applied to the investment of capital or the repatriation of capital and income	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	X	Pass	Pass
Developed equity market	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass		Not Met	Restricted
Developed foreign exchange market	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass		Restricted	Pass
No or simple registration process for foreign investors	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass		Restricted	Restricted
<b>Custody and Settlement</b>									
Settlement - Rare incidence of failed trades	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	X	Pass	Pass
Custody-Sufficient competition to ensure high quality custodian services	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	X	Pass	Pass
Clearing & Settlement - T+2 / T+3	X	X	T+2	T+2	T+2	T+2	X	T+2	T+2
Settlement - Free delivery available	X		Pass	Pass	Pass	Pass		Restricted	Pass
Custody - Omnibus and segregated account facilities available to international investors	X	X	Pass	Restricted	Pass	Restricted		Not Met	Pass
<b>Dealing Landscape</b>									
Brokerage - Sufficient competition to ensure high quality broker services	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	X	Pass	Pass
Liquidity - Sufficient broad market liquidity to support sizeable global investment	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	X	Pass	Pass
Transaction costs - Implicit and explicit costs to be reasonable and competitive	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	X	Pass	Pass
Stock Lending is permitted	X		Restricted	Restricted	Restricted	Pass		Restricted	Restricted
Short sales permitted	X		Restricted	Pass	Pass	Pass		Restricted	Pass
Off-exchange transactions permitted	X		Pass	Restricted	Pass	Pass		Restricted	Pass
Efficient trading mechanism	X		Pass	Pass	Pass	Pass		Pass	Pass
Transparency - market depth information / visibility and timely trade reporting process	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	X	Pass	Pass
<b>Derivatives</b>									
Developed Derivatives Market	X		Not Met	Pass	Pass	Restricted		Restricted	Pass

FTSE QUALITY OF MARKETS CRITERIA (MIDDLE EAST) as at September 2019									
CRITERIA	COUNTRY NAMES								
	DEV	Israel	ADV EMG	SEC EMG	Kuwait	Qatar	Saudi Arabia	UAE	
World Bank GNI Per Capita Rating, 2018		High			High	High	High	High	
Credit Worthiness		Investment			Investment	Investment	Investment	Investment	
<b>Market and Regulatory Environment</b>									
Formal stock market regulatory authorities actively monitor market (e.g., SEC, FSA, SFC)	X	Pass	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	
Fair and non-prejudicial treatment of minority shareholders	X	Pass	X		Pass	Restricted	Restricted	Restricted	
No or selective incidence of foreign ownership restrictions	X	Pass	X		Pass	Restricted	Restricted	Restricted	
No objection to or significant restrictions or penalties applied to the investment of capital or the repatriation of capital and income	X	Pass	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	
Developed equity market	X	Pass	X		Restricted	Pass	Not Met	Pass	
Developed foreign exchange market	X	Pass	X		Restricted	Restricted	Restricted	Restricted	
No or simple registration process for foreign investors	X	Pass	X		Restricted	Restricted	Pass	Restricted	
<b>Custody and Settlement</b>									
Settlement - Rare incidence of failed trades	X	Pass	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	
Custody-Sufficient competition to ensure high quality custodian services	X	Pass	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	
Clearing & Settlement - T+2 / T+3	X	T+2	X	X	T+3	T+3	T+2	T+2	
Settlement - Free delivery available	X	Pass			Restricted	Not Met	Not Met	Not Met	
Custody - Omnibus and segregated account facilities available to international investors	X	Pass	X		Not Met	Not Met	Not Met	Not Met	
<b>Dealing Landscape</b>									
Brokerage - Sufficient competition to ensure high quality broker services	X	Pass	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	
Liquidity - Sufficient broad market liquidity to support sizeable global investment	X	Pass	X	X	Pass	Restricted	Pass	Pass	
Transaction costs - Implicit and explicit costs to be reasonable and competitive	X	Pass	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	
Stock Lending is permitted	X	Pass			Restricted	Not Met	Restricted	Restricted	
Short sales permitted	X	Pass			Restricted	Not Met	Restricted	Restricted	
Off-exchange transactions permitted	X	Pass			Not Met	Restricted	Not Met	Not Met	
Efficient trading mechanism	X	Pass			Pass	Pass	Pass	Pass	
Transparency - market depth information / visibility and timely trade reporting process	X	Pass	X	X	Pass	Pass	Pass	Pass	
<b>Derivatives</b>									
Developed Derivatives Market	X	Pass			Restricted	Not Met	Not Met	Restricted	

# الملحق رقم 03: أسواق الأوراق المالية الناشئة بعد مرور عقدين من نشأتها



الملحق رقم 04: ارتفاع أو انخفاض حجم المؤشر الذي تم وضع فيه السوق بعد تغير تصنيفه

Announcement	Effective	Market	Old Index	New Index	Upgrade	More Benchmarked
June 2013	June 2014	Qatar	FM	EM	Yes	Yes
June 2013	June 2014	United Arab Emirates	FM	EM	Yes	Yes
June 2013	December 2013	Greece	DM	EM	No	Yes
June 2013	December 2013	Morocco	EM	FM	No	No
February 2011	June 2011	Trinidad & Tobago	FM	Standalone	No	No
February 2010	May 2010	Bangladesh	Standalone	FM	Yes	Yes
June 2009	June 2010	Israel	EM	DM	Yes	No
May 2009	June 2009	Trinidad & Tobago	Standalone	FM	Yes	Yes
March 2009	June 2009	Pakistan	Standalone	FM	Yes	Yes
February 2009	June 2009	Argentina	EM	FM	No	No
December 2008	January 2009	Pakistan	EM	Standalone	No	No
June 2008	December 2008	Jordan	EM	FM	No	No
April 2006	June 2006	Venezuela	EM	Standalone	No	No
February 2001	June 2001	Sri Lanka	EM	Standalone	No	No
July 2000	June 2001	Egypt	Standalone	EM	Yes	Yes
July 2000	June 2001	Greece	EM	DM	Yes	No
July 2000	June 2001	Morocco	Standalone	EM	Yes	Yes