

## الأسواق المالية الناشئة : الخصائص وعوامل جذب المستثمرين

### Emerging Financial Markets: Characteristics and Factors that Attract Investors

د/ علي بوعبد الله جامعة بسكرة- الجزائر

د/ شريف بوقصبية جامعة الوادي- الجزائر

#### الملخص:

تهدف هذه الورقة إلى تسليط الضوء على أهم إفرزات العولمة المالية والتحرير المالي ألا وهي الأسواق المالية الناشئة، من خلال توضيح أهم خصائصها مقارنة بالأسواق المتقدمة، وتوضيح أهم العوامل التي أدت إلى تدفقات الاستثمارات الأجنبية للدول الناشئة.

وتوصلنا في نهاية دراستنا هذه إلى جملة من النتائج، حيث توصلنا إلى أنه بالرغم من التطور الكبير للقيمة السوقية والشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة إلا أنها تبقى بعيدة عن الأسواق المتقدمة، وتوصلنا كذلك إلى أن الأسواق المالية الناشئة جذابة للاستثمارات الأجنبية لتوافر عدة عوامل بها كارتفاع العائد عن الأسواق المتقدمة مما أدى إلى نموها، ولكن قد تكون أيضا هذه الاستثمارات كثيرة المخاطر خاصة عند التدفق العكسي لهذه الاستثمارات.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية- أسواق مالية ناشئة- أسواق متقدمة- استثمار أجنبي.

**تصنيف (jel):** G15 , G10, F21 .

#### Abstract :

This paper aims to highlight the most important secretions of financial globalization and financial liberalization, namely emerging financial markets, by clarifying the most important characteristics compared to developed markets, and to clarify the most important factors that led to the inflows of foreign investments of emerging countries.

At the end of this study we reached a number of results . We concluded that despite the significant development of the market value of companies in the emerging financial markets, they remain far from developed markets, we have also concluded that emerging financial markets are attractive to foreign investments for several factors which has led to growth, but these investments may also be very risky, especially when there is a reverse flow of these investments.

**Key words:** Stock Market -Emerging Financial Markets - Developed Markets - Foreign Investment.

**(jel) Classification:** F21,G10,G15

**مقدمة :**

تعتبر أزمة المديونية و إعادة الدول المتقدمة النظر في شروط إقراض الدول النامية وما تزامن مع ذلك من ظهور لحركة التحرير المالي التي أفرزتها العولمة المالية من الدوافع الرئيسية للتغيير في البنية المالية للدول النامية وجعلتها تبحث عن موارد أخرى بعيدا عن الديون، والتوجه بذلك نحو الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمارات الأجنبية في المحفظة.

هذا اللجوء إلى السوق العالمية للاستفادة من التدفقات الخاصة أوجد نوعا جديدا من الأسواق حظيت بقدر كبير من التدفقات الأجنبية واستطاعت أن تقارب الأسواق المتقدمة في نموها، أطلق عليها اصطلاح الأسواق الناشئة للتفريق بينها وبين الأسواق المتقدمة . وعليه فإن التساؤل الرئيس الذي يمكن أن يثار هنا هو:

**ما هي خصائص الأسواق المالية الناشئة ؟ وما هي العوامل التي أدت إلى تدفقات**

**الاستثمارات الأجنبية نحوها ؟**

وللإجابة على هذا التساؤل قسمنا درابتنا على النحو التالي:

أولاً: ماهية الأسواق المالية الناشئة

ثانياً: العوامل التي أدت إلى تدفقات الاستثمارات الأجنبية للدول الناشئة

أولاً: ماهية الأسواق المالية الناشئة

**1- مفهوم الأسواق المالية الناشئة:**

بدأ استخدام مصطلح الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الأدبيات الاقتصادية منذ عام 1981، عندما أعدت مؤسسة التمويل الدولية قاعدة بيانات عن الأسواق المالية في الدول النامية لتكون بمثابة دليل للاستثمار في تلك الأسواق من قبل المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء.

فوفقاً لمؤسسة التمويل الدولية تعرف الأسواق المالية الناشئة على أنها : " تلك الأسواق في الدول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم".<sup>1</sup>

أي هي تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الصناعية الكبرى 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 للأسهم.<sup>2</sup>

ومن الواضح أن أغلبية الأسواق المصنفة حالياً كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة، فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها، حيث في بداية القرن العشرين كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني بينما السوق اليابانية أعدت ناشئة في الستينات والسبعينات.

إن مفهوم الأسواق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي مر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرض هذه المراحل:

أ- **المرحلة الأولى (مرحلة النمو):** تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

- قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار
- ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة
- تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، أي هي بداية استخدام سوق الأوراق المالية كأسلوب تمويل وتدعيم لنمو الاقتصادي للدولة .

ب- **المرحلة الثانية (الانفتاح):** خلال هذه المرحلة تكون سوق الأوراق المالية أكثر نشاطاً، حيث تؤدي الضغوط الخارجية إلى الحصول على تسهيلات للدخول، ومن الداخل إلى تخصيص تكلفة رأس المال و إلى تحرير النظام المالي بصفة عامة، وفي هذه المرحلة تحسن السوق من قوانينها المتعلقة بالاستثمارات وخاصة الأجنبية منها، وأنظمة المقاصة والتسوية بهدف جذب المستثمرين وزيادة حجم الأوراق المتداولة في السوق، ولكنه مع ذلك تبقى هذه الأسواق صغيرة بالنسبة للاقتصاد والدولة، وإن كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل .

ج- **المرحلة الثالثة (مرحلة التطور):** وتتميز هذه المرحلة بـ:

- تقدم هذه السوق عوائد أكثر ارتفاعاً وأقل تذبذباً.
- يحصل المستثمرون بسهولة على الإصدارات الجديدة المتزايدة وبشكل سريع، أي زيادة حركة التداول، الأمر الذي يخلق زيادة من الوساطة الناجحة، كما ظهرت في كثير من هذه الأسواق بعض آليات تغطية المخاطر كالمشتقات والعمليات على المؤشرات.

د- **المرحلة الرابعة (مرحلة النضج):** وهي المرحلة النهائية التي تعبر عن نضج السوق، وتتميز بما يلي:

- ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة من أنشطة المتاجرة.
- استقرار السوق ونموه .
- تكون علاوات المخاطرة تنافسية على المستوى الدولي.
- احترام السوق للمعايير الدولية المعروفة، وتطور استراتيجيات التسويق والاتصال، مما يجعل السوق أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين الدوليين، وفي هذه المرحلة تتميز بحجم يمكن مقارنتها بالأسواق المتقدمة .

## 2- خصائص الأسواق المالية الناشئة:

يمكن تقسيم الخصائص التي تتميز بها الأسواق الناشئة إلى قسمين، وذلك على

النحو التالي:

أ- **معايير درجة تقدم ونضج السوق:** هناك مجموعة من المعايير الرئيسية التي تم الاتفاق عليها ليتم على أساسها قياس درجة تقدم ونضج السوق كحجم السوق، درجة السيولة ودرجة التركيز، وأخرى أقل أهمية كدرجة التقلب وكفاءة تسعير الأصول والهيكل التنظيمي .

- **حجم السوق:** يتم قياس حجم سوق الأوراق المالية من خلال مؤشرين هما:

✓ **معدل رأس المال السوقي:** يقاس من خلال قيمة الأسهم المسجلة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي، ويتمثل الأثر الإيجابي لاتساع حجم السوق في القدرة على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر وتشير مؤشرات الأسواق الناشئة إلى أن بورصة جنوب افريقيا الأولى وبينما تأتي بورصة نيجيريا في المرتبة الأخيرة<sup>3</sup>. ووفقا لمؤشر حجم السوق هناك افتراض قائم بأن حجم السوق من حيث رأس المال السوقي يرتبط ارتباطا طرديا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر .

ووفقا لتقسيم مؤسسة التمويل الدولية بشأن تقسيم الأسواق الناشئة طبقا لرأس المال

فإنه توجد أربعة مجموعات على النحو الآتي:<sup>4</sup>

- **المجموعة الأولى:** يبلغ رأس مالها السوقي أقل من 10 مليار دولار
- **المجموعة الثانية:** يتراوح رأسمالها السوقي ما بين 10 و 100 مليار دولار
- **المجموعة الثالثة:** يتراوح رأسمالها السوقي ما بين 100 مليار و تريليون دولار
- **المجموعة الرابعة:** وهي التي يبلغ رأس مالها السوقي أكثر من تريليون دولار .

الجدول (01): رأس المال السوقي في بعض الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة  
خلال الفترة: 2011-2017

الوحدة: مليار دولار

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
954.71	758.55	490.53	843.89	1020.45	1227.44	1228.93	البرازيل
548.79	432.95	348.79	430.42	354.36	389.75	268.48	تايلندا
520.68	425.76	353.27	422.12	346.67	428.22	390.10	اندونيسيا
8711.26	7320.73	8188.01	6004.94	3949.14	3697.37	3412.10	الصين
227.51	171.76	188.86	219.76	195.74	315.19	197.07	تركيا
787.25	640.42	639.95	752.83	744.41	765.07	598.27	سنغافورة
1771.76	1254.54	1231.19	1212.75	1234.54	1179.41	996.13	كوريا الجنوبية
6222.82	4955.29	4894.91	4377.99	4543.16	3478.83	3325.38	اليابان
32120.7	27352.2	25067.53	26330.58	24034.85	18668.33	15640.7	الو. م. أ
2262.22	1716.04	1715.8	1738.53	1936.1	1486.31	1184.5	ألمانيا

Source: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=BR&view=chart,04/11/2018>.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن الرسملة السوقية قد ازدادت في فترة الدراسة في معظم الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة، وعلى الرغم من التطور المستمر لهذه القيمة في البلدان الناشئة خاصة في الصين التي تجاوزت ألمانيا واليابان، إلا أنها تبقى بعيدة عن الأسواق المتقدمة خاصة الو. م. أ.

✓ الشركات المسجلة : و يتضح عدد الشركات المسجلة بأهم الأسواق المالية الناشئة كالاتي :

الجدول (02): عدد الشركات المسجلة ببعض الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة :

2011-2017

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
335	338	345	351	352	353	366	البرازيل
688	656	639	613	584	558	545	تايلندا
566	537	521	506	483	459	440	اندونيسيا
3485	3052	2827	2613	2489	2494	2342	الصين
374	380	392	226	235	242	263	تركيا

483	479	483	484	479	472	462	سنغافورة
2114	2039	1948	1849	1798	1767	1799	كوريا الجنوبية
3598	3535	3504	3458	3408	2294	2280	اليابان
4336	4331	4381	4369	4180	4102	4171	الوم أ
450	531	555	695	639	665	670	ألمانيا

Source: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=BR&view=chart> , 04 /11/2018.

من الجدول أعلاه نلاحظ تزايد الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة حيث انتقل في الصين من 2342 شركة عام 2011 إلى 3485 شركة في عام 2017، أي أصبح يفوق عدد الشركات في بعض الأسواق المتقدمة كألمانيا، ولكن تبقى الأسواق المتقدمة أكثر إدراجاً للشركات (أي أكبر حجماً) .

- **درجة السيولة:** يقصد بدرجة سيولة السوق القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة ويسر، أي القدرة على الدخول والخروج من وإلى السوق بسهولة وبتكاليف أقل، حيث هناك مؤشرين لقياس درجة السيولة هما:

✓ **معدل التداول:** يقاس بإجمالي قيمة الأسهم المتداولة مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي، ومن ثم فإنه يمثل انعكاساً إيجابياً للسيولة في الاقتصاد بصفة عامة.

الجدول (03): معدل التداول في بعض الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة: 2011-2017

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
31,26	31,28	23,30	26,23	29,91	33,74	31,53	البرازيل
74,59	78,93	67,59	76,26	83,25	60,08	58,05	تايلندا
9,11	9,70	8,72	10,18	10,83	10,02	11,81	اندونيسيا
140,32	163,00	355,42	114,09	80,11	58,73	88,13	الصين
44,33	32,63	40,67	39,58	39,37	41,07	43,37	تركيا
67,80	60,71	65,12	64,39	91,55	89,70	99,54	سنغافورة
131,43	113,15	133,34	90,96	101,86	129,59	160,9	كوريا الجنوبية
118,60	105,68	126,77	99,88	117,99	53,95	70,00	اليابان
205,18	225,89	228,46	223,65	199,19	200,24	264,5	الوم أ
42,38	32,32	42,80	32,62	34,98	35,27	41,88	ألمانيا

Source: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=BR&view=chart> , 04 /11/2018.

نلاحظ من خلال الجدول السابق التطور الكبير لمعدل التداول بمعظم الدول مما يدل على زيادة أهمية السوق المالية في تمويل الاقتصاد، كما نلاحظ تفوق الأسواق المتقدمة على الإطلاق، ما عدا الصين وبصفة أقل كوريا الجنوبية اللذان يحدثان الاستثناء باقترابهما من الو. م. أ وتفوقهما على اليابان وألمانيا.

✓ **معدل الدوران** : يقيس هذا المعدل درجة نشاط السوق و يحسب بقسمة إجمالي الأسهم المتداولة على الرسملة السوقية، فمن الممكن أن تكون السوق صغيرة ولكن معدل الدوران فيها مرتفع، مما يعني وجود كم كبير من التعاملات والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى ازدياد درجة سيولة السوق. و لا يعني أن الأسواق المتقدمة معدل الدوران بها أعلى منه في الأسواق الناشئة فقد نجد العكس، وهو الأمر الذي أكدته مؤسسة التمويل الدولي في كتابها السنوي 1999 حيث كانت سبعة أسواق ناشئة ضمن العشرة أسواق الأولى من حيث أعلى معدل الدوران.<sup>5</sup>

الجدول (04): معدل الدوران في بعض الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة :

2017-2011

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
67.02	73.56	85.62	76.33	72.49	67.75	67.12	البرازيل
61.87	80.92	77.79	72.17	98.74	61.28	80.18	تايلندا
17.77	21.23	21.24	21.49	28.52	21.47	27.04	اندونيسيا
197.12	249.17	480.29	199.16	194.88	135.97	195.60	الصين
165.76	168.6	185.15	168.25	191.19	113.87	183.22	تركيا
27.90	31.93	30.94	26.65	37.44	34.08	45.91	سنغافورة
112.36	126.08	149.75	105.85	107.72	134.36	194.19	كوريا الجنوبية
92.84	105.44	113.82	110.66	133.90	96.19	129.62	اليابان
116.08	94.72	165.15	148.03	138.33	173.29	262.43	الو. م. أ
63.85	74.93	84.19	73.00	67.80	84.10	132.85	ألمانيا

Source: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=BR&view=chart>, 04 /11/2018

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن عدد من الأسواق المالية الناشئة حقق معدلات دوران أعلى من مثيلاتها في الدول المتقدمة كالصين و كوريا الجنوبية مثلا، أي أن أسواقها تتمس بدرجة عالية من السيولة، إلا أن ذلك يرجع إلى أن المستثمر في الأسواق الناشئة هدفه الأول هو المضاربة على أسعار الأسهم و جني الأرباح، بعكس المستثمر في

الأسواق المتقدمة والذي هدفه تملك أسهم الشركات نظرا لتمتع هذه الشركات بمركز مالي قوي وربحية مرتفعة .

- **درجة التركيز** : تقاس درجة التركيز بمدى مساهمة أكبر عشرة شركات في رأس المال السوقي، ويلاحظ أن درجة التركيز كبيرة في الأسواق الناشئة حيث تتميز تلك الأسواق بوجود الكثير من الشركات الحكومية والعائلية المغلقة، ويبلغ متوسط نصيب أكبر عشر شركات من قيمة التداول بالأسواق الناشئة 42% بينما نجدتها في الأسواق المتقدمة تبلغ 12% وذلك عام 1995.<sup>6</sup>

ونجدتها مرتفعة في أسواق أمريكا اللاتينية حيث بلغت في المتوسط 70.5% من إجمالي رأس المال السوقي خلال الفترة (1993-1998)، بينما في آسيا بلغت نحو 61% في أعلى النسبة في أسواق إفريقيا و الشرق الأوسط 43.6%.<sup>7</sup> ويعني الارتفاع في نسبة التركيز ارتفاع نسب المخاطرة المتعلقة بالاستثمار في تلك الأسواق حيث إن التقلبات في أسعار تلك الأسهم تجعل الأسواق عرضة للتقلبات و أنواع المضاربة مما يقلل من كفاءة السوق.

- **درجة التقلب** : يقصد بدرجة التقلبات مدى التذبذبات التي تحدث في أسعار الأسهم بالبورصة، ويتم قياس درجة التذبذب من خلال تقدير الانحراف المعياري لتقلب العوائد في السوق خلال فترة عام، وتعتبر البورصة أكثر تطورا كلما انخفضت درجة التقلبات.

- **كفاءة تسعير الأصول** : يتم قياس كفاءة الأصول من خلال المقارنة بين العائد الفعلي والعائد على الاستثمار على ورقة مالية وفقا لنموذج تسعير الأصول أقل من العائد الفعلي، بمعنى ذلك أن الورقة المالية تباع بسعر أقل من قيمتها الحقيقية.

- **الهيكل التنظيمي** : يعتبر وجود هيكل تنظيمي جيد من العوامل التي تؤدي إلى جذب الاستثمارات وقد وضعت مؤسسة التمويل الدولية عدة مؤشرات تتعلق بالهيكل التنظيمي، نوضحها كالآتي:

- **نشر معلومات عن الشركات المسجلة**: يتم إعطاء درجة واحدة في حالة نشر المعلومات ولا يتم إعطاء أي درجة في حالة عدم نشرها، فنشر المعلومات وإتاحتها أمام الجميع يدل على درجة الشفافية التي تتسم بها السوق، بما يمكن المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري السليم وفقا لمعلومات مؤكدة و صحيحة و متاحة أمام الجميع.

- **المعايير المحاسبية** : تقيم الدول من صفر إلى 2 وفقا لدرجة قبول معايير المحاسبية الدولية.
- **قوانين حماية المستثمر**: تقيم الدول من صفر إلى 2 وفقا لدرجة القبول المحاسبي الدولي.
- **العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رأس المال**: وفقا لهذا المؤشر تمنح الدول درجات انطلاقا من مقدار العقوبات والعوائق التي قد يجدها المستثمر وتحول دون دخوله وخروجه إلى ومن السوق بسهولة ويسر، حيث يتم إعطاء الدولة درجة صفر في حالة وجود عوائق على تدفقات رأس المال، بينما في حالة وجود بعض العوائق على تدفقات رأس المال تعطي درجة واحدة، وفي حالة عدم وجود عوائق على تدفقات رأس المال تمنح الدولة درجتين.
- ب- **الخصائص التي توضح المنافع والمخاطر**:<sup>8</sup> يتعلق الأمر بالمنافع التي تجلبها الاستثمارات في الأسواق الناشئة، ومخاطر وأعباءها المحتملة.
- **المنافع والفوائد**: و يمكن بيان المنافع التي تجلبها الاستثمارات في الأسواق الناشئة على النحو الآتي:
- ✓ **الاستفادة من النمو الاقتصادي في الدول النامية** : يعمل المستثمرون على الاستفادة من معدلات النمو المرتفعة التي تتحقق في الدول الناشئة وذلك استنادا إلى تجربة النمرور الآسيوية حيث حققت معدلات نمو أكبر مما تحقق في الدول المتقدمة. وتشير البيانات المتوفرة عن الأسواق الناشئة والمنشورة من قبل المؤسسات الدولية أنها تحقق أداء أفضل من الأسواق المتقدمة بسبب معدلات النمو الاقتصادي الأعلى، وقد وفرت بعض هذه الأسواق عائدا على الاستثمار أعلى من أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، كما يشير تقرير صندوق النقد الدولي لعام 1998 إلى أن العائد المتوقع على الاستثمار في أسهم الأسواق الناشئة محسوبا عن طريق قسمة السعر على العائد مع الأخذ بعين الاعتبار النمو المتوقع، و هنا العائد تعدى مثيله في الأسواق المتقدمة.
- ✓ **تنويع المحفظة الاستثمارية**: يلجأ المستثمر بصفة عامة إلى تنويع محفظته الاستثمارية بهدف تنويع المخاطر التي قد يتعرض لها في حالة توجيه استثماره في ورقة مالية واحدة، لذا يعتبر التنويع من العناصر الأساسية في إستراتيجية الاستثمار الدولي، إذ أن تنويع الأصول بين الدول على العديد من الأوراق المالية يؤدي إلى

الحد من التقلبات ومن ثم الحد من المخاطر التي قد تتعرض لها استثمارات المحفظة. وقد أشار بعض الاقتصاديين إلى أن المكاسب الناجمة عن تنويع الاستثمار في الأوراق المالية بين الدول المتقدمة تضاعف إلى حد كبير، حيث يرجع ذلك إلى زيادة التكامل والاعتماد المتبادل بين هذه الأسواق، في حين إن درجة الارتباط بين الأسواق الناشئة وأسواق الدول المتقدمة ضعيفة لذا فإن توجيه جزء من موارد المحفظة الاستثمارية إلى الأسواق الناشئة يؤدي إلى الاستفادة من مزايا التنويع الدولي.

- **مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة:** <sup>9</sup> تتعرض الاستثمارات بصفة عامة إلى العديد من المخاطر، إلا أن الاستثمار في الأسواق الناشئة يعرضها بمخاطر كثيرة عما تتعرض له في حالة توجيهها للاستثمار في الأسواق المتقدمة، نوجز أهمها على النحو التالي:

✓ **التقلبات:** يقصد بالتقلبات درجة الانحرافات في عوائد السوق عن التقديرات المعدة لتلك العوائد عن فترة زمنية تقدر باثنتي عشرة شهرا، ويشير الاقتصاديون إلى أن انخفاض درجة التقلبات يعد مؤشرا على درجة نضج السوق وتقدمه، وتعد الأسواق الناشئة أكثر تقلبا بوجه عام عن معظم الأسواق المتقدمة، حيث ترجع التقلبات فيها إلى عدة أسباب، من أهمها:

● افتقار الأسواق الناشئة إلى الآليات المؤسسية المتاحة في الأسواق المتقدمة بهدف الحد من المضاربات.

● ممارسات التداول الداخلي التي يقوم بها العاملون بالبورصات.

● افتقار اقتصاديات الأسواق الناشئة إلى التنويع، فعندما ينخفض الطلب على إحدى السلع أو يتعرض قطاع مسيطر للضغط فمن الممكن أن تتأثر سوق الأوراق المالية بدرجة أكبر مما يكون عليه الحال في اقتصاد يتميز بالتنويع.

✓ **إعادة رأس المال إلى بلده الأصلي:** على الرغم من انفتاح الأسواق الناشئة أمام الاستثمارات الأجنبية إلا أنها مازالت تضع قيودا شديدة على دخول وخروج رأس المال الأجنبي، أو تضع قيودا على حركة النقد الأجنبي مما يخلق صعوبة في تحويل الأموال إلى داخل وخارج الدولة، وقد تناقصت القيود على الاستثمار الأجنبي في كثير من الأسواق، إلا أنه مازال هناك عدد كبير من الدول يحتفظ ببعض القيود كتحديد نسبة الاستثمار الأجنبي في شركة ما.

✓ **المعلومات والتكاليف الإدارية:** يرجع ارتفاع تكاليف الاستثمار في الأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة إلى ارتفاع التكاليف المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية كعمولات السماسرة ورسوم الحفظ والضريبة التي قد تفرض كنسبة من إجمالي قيمة التعامل، إضافة إلى أن عدم تطبيق معايير المحاسبة الدولية واشتراطات الإفصاح والقواعد التنظيمية من الممكن أن يحدث ما يسمى بالمخاطر الإدارية.

✓ **مخاطر السيولة:** يقصد بالسيولة هنا كمية وحجم التداول للأوراق المالية في البورصة، وزيادة حجم التداول يمكن المستثمرين من الحصول على الأوراق المالية المرغوبة وبأسعار عادلة، وفي حالة وجود رغبة في البيع لا يتعرضون للضغوط السعرية. ففي الأسواق الناشئة هناك نسبة كبيرة من الأسهم المسجلة بالبورصة لا تكون في الواقع معروضة للتداول لأنها مملوكة للحكومة أو البنوك أو العائلات، ومن ثم فإن تلك القطاعات المالكة للأسهم قد تحجم عن عرض ما تملك من أسهم بغية الاحتفاظ بالملكية دون وجود مساهمين، وما يترتب على ذلك من وجود حقوق لهم في إدارة المشروع، وهو ما يؤثر في حجم سيولة السوق والتقليل من حجم المعروض من الأوراق المالية المتداولة.

✓ **مخاطر سعر الصرف:** تتضمن تشكيلة المحفظة الاستثمارية في الأسواق الناشئة لأصول مقومة بعملة أجنبية (عملة الدولة المستثمر فيها)، ومن ثم فهي معرضة لمخاطر انخفاض قيمة العملة التي يتم تقويم الاستثمار بها، وبالتالي انخفاض العائد المتولد عن الاستثمار في تلك السوق الناشئة، ومن الممكن أن تأخذ المخاطر اتجاه عكسي بمعنى ارتفاع قيمة العملة الأساسية للمستثمر (عملة الدولة المستثمر فيها) بما يؤدي إلى تولد عوائد غير متوقعة، وترتفع مخاطر تقلبات العملة في كثير من الأسواق الناشئة نتيجة لعدم تمتع الكثير من تلك الدول بالاستقرار الاقتصادي، لاسيما بسبب وجود معدلات من التضخم المحلي مما يؤدي إلى خفض العملة، ومن ثم تتعرض الاستثمارات الأجنبية القائمة لخسارة متوقعة، وذلك الأمر إنطبق بصفة خاصة على أمريكا اللاتينية حين كانت المستويات غير العادلة من التضخم مصحوبة بانخفاض مستمر في قيمة العملة في مواجهة الدولار وغيره من العملات الرئيسية، مما أدى إلى تحقيق الاستثمارات الأجنبية بهاته الأسواق لخسائر نتيجة التخفيضات المتوالية التي تمت على أسعار صرف تلك العملات.

✓ **المخاطر السياسية:** وهي المخاطر التي تنجم عن حدوث الثورات أو الانقلابات العسكرية أو قيام الحكومات في كثير من الأسواق الناشئة بالتدخل في حركة الاقتصاد بوجه عام وفي أسواق رأس المال بوجه خاص، مما يؤثر في الأداء بهاته الأسواق .

**ثانيا: العوامل التي أدت إلى تدفق الاستثمار الأجنبي إلى أسواق رأس المال الناشئة**

تظهر التدفقات الرأسمالية عندما تكون هناك حالة عدم توازن بين الادخار والاستثمار بين الدول، وتتأثر تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى الأسواق الناشئة بمجموعتين رئيسيتين من العوامل (عوامل خارجية و أخرى داخلية )

**1- العوامل الخارجية ( عوامل الدفع ):** ومن أهم هذه العوامل:

أ- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية : <sup>10</sup> بعد الأزمة المالية العالمية 2008 انخفضت أسعار الفائدة قصيرة الأجل في معظم الدول المتقدمة نتيجة للتخفيضات الكبرى في أسعار الخصم التي أجرتها السلطات النقدية في العديد من هذه الدول ( كما حدث في اليابان)،و ذلك بهدف تنشيط الاستثمار ورفع معدل النمو أو المحافظة على بقائه عند مستوى مرتفع دون التأثير بالاتجاهات الانكماشية الناتجة عن الأزمات المالية الدولية.

الجدول (05): أسعار الفائدة على الإيداع في بعض الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة للفترة:

2017-2011

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
8.51	12.45	12.62	10.02	7.81	7.91	10.99	البرازيل
6.52	7.17	8.34	8.75	6.26	5.95	6.93	اندونيسيا
1.5	1.5	1.5	2.75	3	3	3.5	الصين
15.29	14.61	14.92	16.77	15.76	16.35	14.22	تركيا
1.67	1.56	1.81	2.54	2.89	3.70	4.15	كوريا الجنوبية
0.50	0.30	0.41	0.42	0.54	0.48	0.46	اليابان

**Source:** <https://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.DPST?locations=BR&view=chart.2018/11/04>.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ الفارق الكبير بين أسعار الفائدة في الأسواق الناشئة من جهة والأسواق المتقدمة من جهة أخرى، حيث أدى انخفاض العوائد على الاستثمار في الأسواق المتقدمة إلى اتجاه المستثمرين بتلك الدول للتحويل إلى مصادر استثمار بديلة

للحصول على عوائد أعلى، وقد مثلت الأسواق الناشئة مصدر جذب لكثير من هذه الاستثمارات نظرا لما تتمتع به من قدرة على تحقيق مكاسب مرتفعة.

**ب- التغييرات المؤسسية في الدول المتقدمة:** بغرض تشجيع الاستثمار في أسواقها المالية شرعت العديد من الدول في إجراء تعديلات واستحداث تشريعات بهدف تخفيض تكلفة المعاملات في أسواقها ووصول مقترضى الدول النامية إلى أسواقها المالية، مما ترتب عليه حدوث تغييرات في المناخ الاستثماري بأسواق تلك الدول، فقد قامت الدول المتقدمة بتقليل القيود المفروضة على الأوراق المالية المصدرة من طرف الأجانب لجذب المزيد من تلك الاستثمارات، كما تم تبسيط معايير التقييم المتعلقة بإصدار السندات في السوق الياباني، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد تم إصدار المادة (44 أ) التي تسمح لمصدري الأوراق المالية للأجانب بسبل أسهل للوصول إلى أسواق الأوراق المالية الأمريكية، وبالتالي أدى ذلك إلى زيادة استثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة .

**ج . زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية :** ترتب على زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية تقليل درجة المخاطر، حيث تظهر أهمية الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي في محفظة الأوراق المالية خصوصا للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي كصناديق المعاشات و شركات التأمين مثلا، حتى أصبحت تلك المؤسسات تستوعب نصيبا متزايدا من الادخار العالمي، فارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وألمانيا وفرنسا والمملكة المتحدة من حوالي 4.8 % من أصولهم عام 1980 إلى 9.1% من أصولهم عام 1996، وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق رأس المال الناشئة ما يعادل 4.1% من القيمة السوقية لكل أسواق رأس المال الناشئة، حيث يفضل المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لدول الشرق الأقصى في حين يفضل المستثمرون اليابانيون أسواق الأوراق المالية لجنوب شرق آسيا.

## 2- العوامل الداخلية ( عوامل الجذب): وتتمثل هذه العوامل في العنصرين التاليين :

**أ- عوامل الجذب المتعلقة باقتصاديات الدول الناشئة:** تتعلق هذه العوامل بالدور الذي يمارسه الأداء الاقتصادي في التأثير على مستوى النمو المالي وبالتالي على تطور سوق الأوراق المالية ، و المتمثل فيما يلي:

- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: يعتبر تحقيق معدلات مرتفعة من النمو من أهم العوامل التي تشجع على الاستثمار في تلك الدول، ولعل أبرز مثال على ذلك دول جنوب شرق آسيا التي حققت معدلات نمو مرتفعة بلغت في المتوسط 7% خلال فترة الستينيات وحتى الثمانينيات من القرن الماضي، وفي العشر سنوات الأخيرة تباينت الفروق بين الدول المتقدمة والدول الناشئة فيما يخص معدلات النمو الاقتصادي، فقد جاءت لصالح الدول الناشئة ولذا عززت قدراتها في جذب المستثمر الأجنبي .

**الجدول (06) : معدلات النمو في الدول المتقدمة و الناشئة خلال الفترة : 2011- 2016**

التغير السنوي(%)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	
1.7	2.2	2.1	1.3	1.2	1.7	الدول المتقدمة
4.3	4.3	4.7	5.1	5.4	6.4	الدول الناشئة

المصدر: صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي 2017، ص 242 .

مع إنشاء منظمة التجارة العالمية والاتجاه نحو تحرير التجارة الدولية أصبحت الأسواق الناشئة مصدر جذب للاستثمارات الأجنبية نظرا لعدد الاعتبارات كإخفاض تكلفة العمالة بها، مما وفر لها ميزة تنافسية بما يؤدي إلى ارتفاع ربحية الاستثمار فيها، سواء كانت استثمارات مباشرة في شكل إقامة العديد من الشركات الاقتصادية أو استثمارات غير مباشرة عن طريق أسواق رأس المال، وهذا ما يعكس زيادة الثقة في هذه الأسواق ودرجة نشاطها.

- إلتباع سياسة الخصخصة: يعد وجود سوقا للأوراق المالية نشطة من أهم المتطلبات لنجاح وتدعيم أساليب الخصخصة المتبعة، وذلك لجذب المدخرات المحلية والخارجية، كذلك يعتبر الاتجاه نحو القطاع الخاص والعمل على تشجيعه في بعض المجالات من أهم الأدوات التي تعمل على تنشيط سوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن العلاقة بين سياسة الخصخصة ووجود سوقا للأوراق المالية نشطة هي علاقة تبادلية، فالخصخصة أدت إلى اجتذاب حجم هائل من تدفقات المحفظة إلى الأسواق الناشئة، حيث بلغت نسبة المستثمرين الأجانب في الشركات التي تم خصصتها بدول الأسواق الناشئة نحو 19.6% من إجمالي قيمة هذه الشركات خلال الفترة من 1991 حتى 1997.<sup>11</sup>

إن اتجاه دول الأسواق الناشئة إلى انتهاج برامج لخصخصة أصول شركاتها أدى إلى زيادة المعروض في هذه الأسواق وتويعها، وهو ما أتاح فرصا للمستثمرين المحليين

والدوليين لاقتناص الفرص فيها، وبالتالي أدى إلى نمو هذه الأسواق ورفع قيمة التعاملات بها وجعلها تجتذب كثيرا من الاستثمارات في أسواق رأس المال.

- **انخفاض معدلات التضخم:** إن خفض معدلات التضخم يعتبر واحدا من أهم الأهداف التي سعت برامج الإصلاح الاقتصادي بالدول النامية إلى تحقيقها نظرا لما في ذلك من آثار ايجابية على الاقتصاد الكلي.

الجدول (07): معدلات التضخم في الدول الناشئة خلال الفترة : 2011 - 2016

2016	2015	2014	2013	2012	2011	
1.0	1.3	1.4	1.2	1.2	1.3	الدول المتقدمة
4.3	4.7	4.7	5.5	5.8	7.1	الدول الناشئة

**المصدر:** صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي 2017، ص 249 .

نلاحظ من الجدول السابق أن معدلات التضخم في الدول الناشئة مرتفعة مقارنة بالدول المتقدمة، إلا أننا نلاحظ انخفاضها من 7.1 كمتوسط في 2011 إلى 4.3 سنة 2016 كنتيجة لبرامج الإصلاح التي قامت بها هذه الدول، وهذا ما يحفز رؤوس الأموال الأجنبية للدخول إلى هذه الدول.

- **استقرار أسعار الصرف:** هناك علاقة عكسية بين تقلبات أسعار الصرف و تدفقات الاستثمار الأجنبي و بصفة خاصة الاستثمار في سوق الأوراق المالية، فكلما انخفضت تقلبات سعر الصرف أدى ذلك إلى اطمئنان المستثمر الأجنبي وإلى تدفق المزيد من الاستثمار الأجنبي . فإذا تم تقدير قيمة استثمارات بصافي قيمة التدفقات النقدية ( بعد إبعاد أثر الضرائب) فإن تقلبات سعر الصرف قد يؤدي إلى تقليل هذه القيمة بالعملة المحلية ( في حالة انخفاض العملة)، وقد ينتج عن هذا الاستثمار خسارة بعد أن كان مكسبا قبل أخذ خفض قيمة العملة في الاعتبار، لذلك عملت الكثير من دول الأسواق الناشئة على استقرار أسعار صرف عملاتها مقابل العملات الأخرى - خاصة الدولار - لجذب المزيد من الاستثمارات لهذه الأسواق، على أن استقرار الصرف في كثير من هذه الدول كان يعتبر نظاما إداريا يخفي وراءه تقييم لعملة البلد بأقل من قيمتها، وهو ما يمكن أن يؤدي إلى حدوث أزمات مالية عندما تتكشف مراكز النقد الأجنبي بهذه الدول ويتضح للمستثمرين أن العملة مقومة بأكثر من قيمتها تنجعه رؤوس الأموال للتدفق للخارج، على غرار ما حدث في أزمة المكسيك وجنوب شرق آسيا.

ب- **عوامل الجذب المتعلقة بأسواق رأس المال:** تتمثل هذه العوامل في عوامل الجذب التي تتمتع بها تلك الأسواق بما يؤهلها لأن تكون أحد مكونات المحفظة الاستثمارية للكثير من المستثمرين، ومن أهم هذه العوامل :

- **ارتفاع معدل نمو رأس المال السوقي:** هذا ما يميز الأسواق الناشئة و قد يفوق أحيانا حتى معدل النمو في الأسواق المتقدمة (كما رأينا سابقا)، رغم أن نسبة رأس المال السوقي في الأسواق الناشئة إلى رأس المال السوقي في الأسواق المتقدمة تعتبر صغيرة، ويعكس هذا التزايد المستثمر في هذا المعدل، اهتمام المستثمرين الأجانب بالفرص المتاحة بهذه الأسواق.

- **ارتفاع معدل التداول:** أيضا هذا المعدل يفوق في بعض الأحيان مثيله في الأسواق المتقدمة، وهو ما يؤكد زيادة الأهمية النسبية لهذه الأسواق، و يعكس الاتجاه المتزايد لدى المستثمرين الدوليين لحيازة أصول مالية مصدرة في هذه الأسواق.

- **ارتفاع عوائد الاستثمار والأرباح:** تتميز الأسواق الناشئة بارتفاع العوائد على الأصول المتداولة بها عن العوائد التي تتحقق بالأسواق المتقدمة، ويمكن تفسير ذلك بارتفاع مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة نتيجة لاتسام هذه الأسواق بالحساسية والتقلبات و لعدم توافر كفاءة نظام المعلومات بها، لهذا لا يقبل المستثمرون على الاستثمار بهذه الأسواق إلا عند تقديم عوائد مرتفعة على الاستثمار بها.

### خاتمة:

تعتبر أسواق الأوراق المالية الناشئة عن تلك الأسواق في الدول منخفضة ومتوسطة النمو و التي بدأت عمليات التغير والنمو في الحجم والتعدد، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم، حيث تمر هذه الأسواق بعدة مراحل حتى تصبح في مصاف الأسواق المتقدمة .

ورغم التطور التنظيمي والتمويلي لهذه الأسواق و التي أصبحت تقترب حتى من الأسواق المتقدمة، إلا أنها تبقى تتميز بالخصائص الآتية:

- مع التطور الكبير للقيمة السوقية والشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة إلا أنها تبقى بعيدة عن الأسواق المتقدمة.

- تتميز الأسواق المالية الناشئة بتوفير سيولة أكبر حتى من الأسواق المتقدمة، وهذا لا يدل على ارتفاع كفاءة هذه الأسواق بل يؤكد على كثرة المضاربات على عكس الأسواق المتقدمة التي توصف باستقرار الاستثمار فيها.
- ارتفاع نسبة التركيز مما يشير إلى احتكار في الأسعار من طرف مجموعة معينة من المؤسسات، و التي تؤدي إلى كثرة المضاربات على حساب الاستثمار .
- جاذبية الأسواق المالية الناشئة للاستثمارات الأجنبية نتيجة لتوافر عدة عوامل كارتفاع العائد عن الأسواق المتقدمة مثلاً وهذا ما أدى إلى نموها، ولكن قد تكون أيضاً هذه الاستثمارات كثيرة المخاطر خاصة عند التدفق العكسي لهذه الاستثمارات.

### الهوامش:

- <sup>1</sup> صقر عمر محمد عثمان، مقومات أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، العدد الثاني، 1995، ص 86.
- <sup>2</sup> إيهاب السوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 39.
- <sup>3</sup> صافي وليد أحمد، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 1997، ص 90.
- <sup>4</sup> محمد عبد محمد سلام، أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على استقرار أسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه، جامعة عين الشمس، مصر، 2003، ص 84.
- <sup>5</sup> عبد المطلب بدوي، محددات استثمارات المحفظة المالية في الأسواق المالية الناشئة دراسة مقارنة مصر تركيا إسرائيل، أطروحة دكتوراه، مصر، 2003، ص 49.
- <sup>6</sup> هالة حلمي السعيد: الأسواق المالية النامية ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، مرجع سابق، ص 28.
- <sup>7</sup> محمد عبد المطلب بدوي: مرجع سابق، ص 51، 49.
- <sup>8</sup> هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية وفي ظل العولمة، مرجع سابق، ص 35، 24.
- <sup>9</sup> بو عبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2014، ص 195 - 196.
- <sup>10</sup> عبد المطلب بدوي، مرجع سابق، ص 84 - 85.
- <sup>11</sup> بوعبد الله علي، مرجع سابق، ص 193.